

**Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní
Ústav podnikové ekonomiky a managementu**

Reakce firem na cílování inflace

Bc. Klára Ledašilová

**Diplomová práce
2017**

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

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Klára Ledašilová**
Osobní číslo: **E15724**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Ekonomika a management podniku**
Název tématu: **Reakce firem na cílování inflace**
Zadávací katedra: **Ústav podnikové ekonomiky a managementu**

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

Cílem práce je analýza důsledků cílování inflace, které provádí ČNB ovlivňováním měnového kurzu, na finanční situaci firem. Klady a zápory použití tohoto nástroje. Reakce firem v odvětvové struktuře. Komparace efektivnosti v mezinárodním měřítku.

Osnova:

- Vymezení základních pojmů.
- Odvětvová struktura ekonomiky ČR a vybraných států EU a světa.
- Popis růstu nosných odvětví, zejména průmysl, energetika, zemědělství, stavebnictví, doprava.
- Komparace s vybranými zahraničními centrálními bankami.

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: cca 50 stran

Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

BRČÁK, J.; SEKERKA, B. Makroekonomie. Plzeň: Aleš Čeněk, 2010. 261 s. ISBN 978-80-7380-280-6

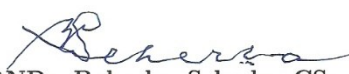
ECHAUDEMAISON, C. D.; et al. Slovník ekonomie a sociálních věd. Praha: EWA Edition, 1995. 419 s. ISBN 978-80-85764-13-X

MACH, J.; et al. Obecná ekonomie I. Mikroekonomie. 3. vyd. Praha: Credit, 1999. 253 s. ISBN 978-80-213-0531-2

REVENDA, Z. Centrální bankovníctví. 3 aktualizované vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7

SAMUELSON, P. A.; NORDHAUS, W. D. Ekonomie. Praha: Svoboda, 1995. 1010 s. ISBN 978-80-205-0590-3

Vedoucí diplomové práce:

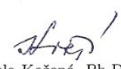

prof. RNDr. Bohuslav Sekerka, CSc.
Ústav ekonomických věd

Datum zadání diplomové práce: 4. září 2016

Termín odevzdání diplomové práce: 28. dubna 2017


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

L.S.


doc. Ing. Marcela Kožená, Ph.D.
vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 4. září 2016

PROHLÁŠENÍ AUTORA

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

Bc. Klára Ledašilová

PODĚKOVÁNÍ:

Tímto bych ráda poděkovala svému vedoucímu práce prof. RNDr. Bohuslavu Sekerkovi, CSc. za jeho odborné rady a poskytnuté konzultace.

ANOTACE

Řešenou problematikou diplomové práce je cílování inflace České národní banky, které provádí ovlivňováním měnového kurzu od roku 2013. Jsou zde uvedena základní teoretická východiska v kontextu monetární politiky a inflace. Hlavní částí práce jsou devizové intervence České národní banky a analýza jejich důsledků. Součástí je i komparace cílování inflace s vybranými centrálními bankami.

KLÍČOVÁ SLOVA

Cílování inflace, devizové intervence, měnový kurz, Česká národní banka, monetární politika

TITLE

A reaction of firms on inflation targeting performed by the CNB

ANNOTATION

This thesis deals with the analysis of the inflation targeting executed by Czech National Bank. Using the currency manipulation, this targeting has been applied since 2013. The main section contains the compilation of interventions 'causes, course and consequences. Additionally the concepts related to these operations are explained on the theoretical basis and the execution is compared with other national banks' practices.

KEYWORDS

Inflation targeting, foreign exchange intervention, exchange rate, Czech National Bank, monetary policy

OBSAH

| | |
|---|-----------|
| ÚVOD..... | 11 |
| 1 MONETÁRNÍ POLITIKA..... | 12 |
| 1.1 Česká národní banka a její monetární politika | 13 |
| 1.2 Nástroje monetární politiky..... | 13 |
| 1.3 Transmisní mechanismy..... | 15 |
| 1.4 Měnové režimy centrální banky..... | 17 |
| 2 INFLACE..... | 18 |
| 2.1 Typy inflace..... | 18 |
| 2.2 Deflace | 19 |
| 2.3 Měření inflace | 20 |
| 2.4 Důsledky inflace..... | 21 |
| 2.5 Cílování inflace | 23 |
| 2.5.1 Cílování inflace v ČR | 24 |
| 3 MĚNOVÝ KURZ JAKO NÁSTROJ K OVLIVNĚNÍ INFLACE | 26 |
| 3.1 Determinace měnového kurzu..... | 27 |
| 3.2 Efekty oslabení měnového kurzu | 29 |
| 4 ODVĚTOVÁ STRUKTURA EKONOMIKY..... | 30 |
| 4.1 Odvětvová struktura České republiky | 30 |
| 5 DEVIZOVÉ INTERVENCE ČNB..... | 34 |
| 5.1 Ekonomická situace před intervencemi..... | 34 |
| 5.2 Rozhodnutí ČNB a důvody intervencí | 37 |
| 5.3 Průběh devizových intervencí | 39 |
| 6 DŮSLEDKY DEVIZOVÝCH INTERVENČÍ ČNB..... | 44 |
| 6.1 Míra inflace | 44 |
| 6.2 Vývoj cen výrobců vybraných odvětví | 46 |
| 6.3 Export a import..... | 51 |
| 6.3.1 Zahraniční obchod z hlediska vybraných odvětví | 54 |
| 6.4 HDP..... | 57 |
| 7 KOMPARACE S VYBRANÝMI CENTRÁLNÍMI BANKAMI | 59 |
| 8 SHRUTÍ DŮSLEDKŮ DEVIZOVÝCH INTERVENČÍ | 62 |
| ZÁVĚR..... | 66 |
| SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY | 68 |

SEZNAM TABULEK

| | |
|--|----|
| Tabulka 1: Aktuální úrokové sazby ČNB..... | 14 |
| Tabulka 2: Náklady inflace..... | 21 |
| Tabulka 3: Klasifikace CZ-NACE..... | 31 |
| Tabulka 4: Meziroční index spotřebitelských cen v roce 2013 | 37 |
| Tabulka 5: Meziroční index spotřebitelských cen v roce 2016 | 46 |
| Tabulka 6: Meziroční index cen vývozu a dovozu | 53 |
| Tabulka 7: Vývoz produktu a dovoz dodávek dle odvětví (v mil. Kč, běžné ceny)..... | 57 |
| Tabulka 8: Meziroční růst hodnoty exportu a importu | 63 |
| Tabulka 9: Zahraniční obchod se zbožím-roční úhrn dle odvětví (v mil. Kč, běžné ceny).64 | |
| Tabulka 10: Dovoz dodávek a vývoz výstupu dle odvětví..... | 65 |

SEZNAM GRAFŮ

| | |
|---|----|
| Graf 1: Cílování inflace v ČR..... | 25 |
| Graf 2: Podíly odvětví na HPH v roce 2014..... | 32 |
| Graf 3: Vývoj HDP a HPH v letech 2010 – 2013..... | 35 |
| Graf 4: Vývoj úrokových sazeb v letech 2009-2013 | 35 |
| Graf 5: Míra inflace v letech 2009 až 2013 | 36 |
| Graf 6: Prognóza inflace z r. 2013 | 38 |
| Graf 7: Vývoj kurzu EUR/CZK za září až prosinec 2013 | 39 |
| Graf 8: Vývoj kurzu EUR/CZK za leden 2014 až prosinec 2015 | 40 |
| Graf 9: Vývoj kurzu EUR/CZK za červen až prosinec 2015 | 40 |
| Graf 10: Vývoj kurzu EUR/CZK za leden až prosinec 2016 | 41 |
| Graf 11: Vývoj kurzu EUR/CZK za leden až březen 2017 | 42 |
| Graf 12: Devizové intervence za listopad 2013 až březen 2017 (v mld. Kč)..... | 43 |
| Graf 13: Míra inflace za listopad 2013 až únor 2017 | 45 |
| Graf 14: Meziroční index cen průmyslových výrobců za listopad 2013 až únor 2017 | 48 |
| Graf 15: Meziroční index cen zemědělských výrobců za listopad 2013 až únor 2017 | 49 |
| Graf 16: Index cen stavebních prací za listopad 2013 až únor 2017 | 50 |
| Graf 17: Meziroční indexy cen služeb dopravy za listopad 2013 až únor 2017..... | 51 |
| Graf 18: Zahraniční obchod se zbožím za leden 2012 až únor 2017 (běžné ceny) | 52 |
| Graf 19: Indexy vývozních a dovozních cen za leden 2012 až leden 2017..... | 53 |
| Graf 20: Průmysl celkem - vývoz a dovoz zboží za leden 2012 až únor 2017 (v mil. Kč).54 | |
| Graf 21: Průmysl - vývoz a dovoz zboží za leden 2012 až únor 2017 (v mil. Kč)..... | 55 |

| | |
|---|----|
| Graf 22: Energetika - vývoz a dovoz zboží za leden 2012 až únor 2017 (v mil. Kč)..... | 55 |
| Graf 23: Zemědělství - vývoz a dovoz zboží za leden 2012 až únor 2017 (v mil. Kč) | 56 |
| Graf 24: Vývoj HDP v letech 2012 až 2016 | 58 |
| Graf 25: Příspěvek k meziročnímu růstu HDP za roky 2013 až 2016 (procentní změny) .. | 58 |

SEZNAM OBRÁZKŮ

| | |
|--|----|
| Obrázek 1: Postup centrální banky při cílování inflace | 24 |
|--|----|

SEZNAM ZKRATEK

| | |
|-----|---------------------------|
| BOJ | Japonská centrální banka |
| CZK | Česká koruna |
| ČNB | Česká národní banka |
| ČSÚ | Český statistický úřad |
| ECB | Evropská centrální banka |
| EUR | Euro |
| FED | Federální rezervní systém |
| HDP | Hrubý domácí produkt |
| HPH | Hrubá přidaná hodnota |

ÚVOD

Česká národní banka (dále jen ČNB) je centrální bankou, která v České republice provádí monetární politiku. Jejím primárním cílem je zabezpečovat cenovou stabilitu, přičemž sama rozhoduje o tom, jak tohoto primárního cíle dosáhne. Od roku 1998 uplatňuje ČNB režim cílování inflace. Principem tohoto režimu je udržování míry inflace v předem stanoveném rozmezí, které je nazýváno inflační cíl. V roce 2009 stanovila ČNB bodový inflační cíl 2 % s jednocentní odchylkou na obě strany, který je platný dodnes. Při plnění inflačního cíle se ČNB zaměřuje především na míru inflace vyjádřenou indexem spotřebitelských cen. Jako hlavní měnově-politický nástroj k cílování inflace využívá krátkodobé úrokové míry, zejména 2T repo sazbu.

V roce 2013 se ČNB ocitla v situaci, kdy následkem recese hrubý domácí produkt druhým rokem meziročně klesal, a míra inflace se nacházela pod inflačním cílem blízko spodní toleranční odchylky. ČNB nemohla použít k oživení ekonomiky svůj standardní nástroj v podobě úrokových sazeb, jelikož již byly na technické nule a tudíž dále neúčinné. Z toho důvodu ČNB zvolila netradiční nástroj, a to devizové intervence. V listopadu 2013 přijala asymetrický kurzový závazek, v rámci kterého nedovolí posílení devizového kurzu pod hranici 27 EUR/CZK. Jako hlavní argument k tomuto kroku ČNB uvedla hrozící deflaci.

Hlavním cílem této diplomové práce je analýza důsledků devizových intervencí. Nejprve budou v první části práce uvedena teoretická východiska v kontextu monetární politiky a inflace. Ve druhé části diplomové práce budou po uvedení průběhu devizových intervencí zkoumány jejich účinky na míru inflace, a zda byl naplněn inflační cíl. Dále budou zkoumány důsledky oslabení devizového kurzu na vybraná odvětví České republiky, zahraniční obchod a hrubý domácí produkt. V závěru této práce proběhne komparace s vybranými centrálními bankami v kontextu cílování inflace. Těchto cílů bude dosaženo prostřednictvím shromáždění dat dostupných z Českého statistického úřadu a z internetových stránek České národní banky a jejich následné analýzy.

1 MONETÁRNÍ POLITIKA

Monetární neboli měnová politika je důležitým nástrojem hospodářské politiky v zemích s tržní ekonomikou, který reguluje množství peněz v ekonomice. Obecně lze konstatovat, že hlavním cílem této politiky je měnová stabilita, které je dosaženo za stavu, kdy se celková nabídka peněz rovná poptávce. Dalšími cíli monetární politiky může být například podpora zaměstnanosti, stabilní měnový kurz, rovnovážná platební bilance či ekonomický růst. Monetární politiku provádí vrcholná měnová autorita reprezentující daný stát. Ve většině zemí je touto institucí centrální banka, která monetární politiku nejen provádí, ale sama o ní i rozhoduje. (REVENDA, 201).

Rozlišují se dva druhy monetární politiky, a to expanzivní (tzv. uvolnění) a restriktivní politika (tzv. zpřísnění). V rámci *expanzivní monetární politiky* centrální banka sníží krátkodobou úrokovou míru, čímž se sníží i úrokové míry ostatních bankovních subjektů na trhu. Je poskytováno více úvěrů a domácnosti začínají více utrácet - tím se zvyšuje množství peněz v oběhu. Krátkodobě dochází k podpoře růstu hospodářství a zvyšuje se zaměstnanost. Expanzivní monetární politika se používá zejména v případě očekávání nízké inflace s cílem cenovou hladinu zvýšit.

V případě *restriktivní monetární politiky* centrální banka naopak zvýší krátkodobou úrokovou míru, čímž se zvýší i ostatní úrokové míry, je poskytováno méně úvěrů a domácnosti méně utrácí - tím dojde ke snížení množství peněz v oběhu. Restriktivní monetární politika vede ke snížení inflace a používá se při vysoké očekávané inflaci, kdy je nízká nezaměstnanost a růst hospodářství je příliš vysoký, dochází tzv. k jeho přehřívání.

Jako další typ monetární politiky lze uvést *kvantitativní uvolňování*. Jedná se o alternativní způsob stimulace ekonomiky, který centrální banka používá tehdy, když klasické uvolňování měnové politiky není účinné, respektive úrokové sazby jsou nulové a nelze je dále snižovat. Principem kvantitativního uvolňování je tisk nových peněz a nákup vládních dluhopisů i ostatních domácích finančních aktiv centrální bankou, a to od obchodních bank i jiných finančních subjektů. Nákup probíhá ve velikých sumách, a proto se bilanční suma centrální banky výrazně zvýší. Kvantitativní uvolňování s sebou nese riziko nečekaně vyššího nárůstu inflace v dlouhodobém období, jež může vyústit i v hyperinflaci. Původní příčinou tohoto stavu by v takovém případě bylo příliš velké zvýšení množství peněz v ekonomice. Konečným cílem uvolňování je zvýšení inflace formou zadlužování veřejného a podnikového sektoru při nízkých úrokových mírách (nákladech). (JÍLEK, 2013).

1.1 Česká národní banka a její monetární politika

Nyní budou přiblíženy konkrétní rysy monetární politiky v kontextu České republiky. V České republice provádí monetární politiku Česká národní banka (ČNB). Její úloha v měnové politice je stanovena v ustanovení článku 98 Ústavy České republiky a zákona č. 6 / 1993 Sb., o České národní bance. Dle tohoto zákona má za úkol zabezpečovat cenovou stabilitu, cíle a nástroje k jeho dosažení si volí sama. Dále má ČNB podporovat hospodářskou politiku vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu, pokud však nebude ohrožen primární cíl cenové stability. Od roku 1998 uplatňuje režim cílování inflace, při kterém vychází z dat publikovaných Českým statistickým úřadem. V dnešní době je stanoven inflační cíl 2% s odchylkou jednoprocenního bodu na obě strany.

Vedle monetární politiky provádí ČNB i další důležité operace, kterými jsou například emise peněz, bankovní regulace a dohled, zpracování a vytváření statistických informací či operace spojené s vydáváním státních dluhopisů a investicemi na finančních trzích.

Česká národní banka vznikla k 1. lednu 1993. V čele je bankovní rada, která má sedm členů, a to guvernéra, dva viceguvernéry a další čtyři členy bankovní rady. Všichni členové jsou jmenováni do své funkce prezidentem České republiky na maximálně dvě šestiletá období. (ČNB, 2017d).

1.2 Nástroje monetární politiky

Centrální banka k plnění stanovených cílů využívá nástroje, které se liší dopadem na bankovní systém. Podle tohoto dopadu je lze dělit na nástroje tržní a administrativní. Tržní (nepřímé) nástroje působí na celý bankovní systém a jsou využívány častěji. Jedná se zejména o operace na volném trhu, povinné minimální rezervy, devizové intervence či diskontní nástroje. Administrativní (přímé) nástroje na rozdíl od tržních mohou ovlivňovat jednotlivé subjekty, jejich příkladem je stanovení limitů úrokových sazeb a úvěrů obchodních bank. (PTATSCHEKOVÁ a DITTRICHOVÁ, 2013).

a. Operace na volném trhu

Hlavním cílem operací na volném trhu je dosažení požadované krátkodobé úrokové míry a ovlivnění vývoje ostatních úrokových sazeb v ekonomice. Centrální banka provádí tyto operace formou nákupu či prodeje krátkodobých cenných papírů, zejména pokladničních poukázek, vlastních nebo státních cenných papírů. Nákup cenných papírů centrální bankou zvýší množství peněz v ekonomice a naopak prodej množství sníží. Obchod obvykle probíhá

formou repo operací, kdy centrální banka přijímá od obchodních bank přebytečnou likviditu výměnou za cenné papíry. Po uplynutí doby splatnosti provede reverzní repo operaci vrácením jistiny navýšené o úrok obchodní bance a dostane nazpět své cenné papíry. Česká národní banka úročí tento obchod dvoutýdenní repo sazbou (2T repo sazba), jelikož operace obvykle trvá čtrnáct dnů. Repo sazba je tedy hlavním nástrojem k ovlivnění úrokových sazeb. Její výše je určována hlasováním bankovní rady ČNB. (ČNB, 2017a).

b. Diskontní nástroje

Mezi diskontní nástroje se řadí diskontní a lombardní úvěry a automatické facility. Centrální banka tyto úvěry poskytuje v domácí měně za různé úrokové sazby. Poskytnutím úvěru dojde ke zvýšení rezerv obchodních bank. *Diskontní úvěr* je nejpoužívanější a pro obchodní banky nejlevnější, protože je úročen diskontní sazbou, která je nejnižší úrokovou mírou v ekonomice. Úvěr je poskytován při krátkodobých problémech s likviditou. Pokud centrální banka diskontní sazbu zvýší, počet čerpaných úvěrů klesne. *Lombardní úvěr* centrální banka poskytne proti zástavě směnek a vybraných cenných papírů za lombardní sazbu. (PTATSCHEKOVÁ a DITTRICHOVÁ, 2013).

Dalším typem diskontních nástrojů jsou již zmíněné *automatické facility*, které se dělí na depozitní a marginální zápůjční facilitu. Depozitní facilitu slouží k uložení přebytečné likvidity obchodních bank přes noc a je úročena diskontní sazbou. Skrze marginální zápůjční facilitu si obchodní banka naopak může vypůjčit přes noc potřebnou likviditu. Vypůjčení probíhá formou repo operace a úročí se lombardní sazbou, která představuje maximální krátkodobou úrokovou míru v ekonomice. (ČNB, 2017a).

Obecně by mělo platit, že zvýšení úrokové sazby sníží počet čerpaných úvěrů, množství peněz v oběhu, investice a HDP, zvýší nezaměstnanost a sníží míru inflace. Aktuální hodnoty úrokových sazeb ČNB jsou uvedeny v tabulce č. 1.

Tabulka 1: Aktuální úrokové sazby ČNB

| | úroková sazba | platnost od |
|--|---------------|-------------|
| dvoutýdenní repo operace - 2T repo sazba | 0.05% | 02.11.2012 |
| depozitní facilitu - diskontní sazba | 0.05% | 02.11.2012 |
| marginální zápůjční facilitu - lombardní sazba | 0.25% | 02.11.2012 |

Zdroj: (ČNB, 2017a).

c. Povinné minimální rezervy

Každá banka či pobočka zahraniční banky je ze zákona povinna si vést u České národní banky účet s povinnými minimálními rezervami, které slouží jako prevence nedostatku likvidity a mají tak zajistit hladký průběh mezibankovního platebního styku. Centrální banka také může prostřednictvím povinných rezerv ovlivňovat volné prostředky obchodních bank, což se však v České republice příliš nevyužívá, a to z důvodu přebytku likvidity. V současné době je výše povinných minimálních rezerv stanovena na dvě procenta. (ČNB, 2017a).

d. Devizové intervence

Devizové intervence centrální banka provádí nákupem či prodejem cizí měny za měnu domácí. Záměrem je ovlivnění volatility na devizovém trhu či uvolnění nebo zpřísnění monetární politiky. K cílování inflace se tato intervence obvykle používá v případě, kdy jsou úrokové sazby nulové, tudíž dále neúčinné. Expanzivní politiku tedy musí centrální banka provést oslabením domácí měny. (ČNB, 2017a).

Intervence ovlivňují měnový kurz přímo a jsou prováděny konverzí domácí a cizí měny nebo formou swapu. Swap je kombinace termínovaného a promptního obchodu, prostřednictvím kterého centrální banka nakoupí (prodá) cizí měnu za domácí, a zároveň uzavře kontrakt o zpětném prodeji (nákupu) za předem určený kurz a v předem stanovenou dobu.

Pokud centrální banka kupuje domácí měnu, zároveň prodává měnu cizí. Nákup domácí měny sníží její poptávku a vůči cizí měně posílí. Naopak prodej domácí měny způsobí její oslabení. (PTATSCHEKOVÁ a DITTRICHOVÁ, 2013).

1.3 Transmisní mechanismy

Cílů monetární politiky je dosahováno skrze řetězec vztahů, který je nazýván transmisní mechanismus. V různé ekonomické literatuře se výklad transmisního mechanismu liší. Buďto je uváděn jediný transmisní mechanismus působící skrze různé kanály, anebo je uváděno více druhů transmisních mechanismů. V samotné podstatě se ale neliší. V této práci bude uveden druhý způsob výkladu, to znamená více druhů transmisních mechanismů.

Nástroje využívané centrální bankou působí na takzvaná operační kritéria s krátkodobou účinností. Ta mají vliv na zprostředkující střednědobá kritéria, kterými jsou v konečném důsledku ovlivněny stanovené cíle. (PTATSCHEKOVÁ A DITTRICHOVÁ, 2013). Z toho vyplývá, že centrální banka ovlivňuje dané cíle prostřednictvím svých nástrojů nepřímo.

Nejčastějším konečným cílem je ovlivnění vývoje inflace. V této podkapitole jsou vyloženy základní typy transmisních mechanismů, konkrétně měnový, úvěrový a kurzový.

a. Měnový transmisní mechanismus

Operačním kritériem u monetaristického typu je měnová báze nebo její složky. Měnová báze zahrnuje oběživo a rezervy bank a dále ovlivňuje měnové agregáty, které jsou zprostředkujícím kritériem. Postup centrální banky v případě měnového transmisního mechanismu bude demonstrován na následujícím příkladu. Cílem centrální banky je cenová stabilita a potřeba snížení inflace. V souladu s tímto cílem zvolí určitý nástroj, například operace na volném trhu a prodá obchodním bankám cenné papíry. Prodejem zmenší jejich rezervy, čímž se sníží měnová báze a následně by měla klesnout také peněžní zásoba v podobě vybraného měnového agregátu. Velikost poklesu peněžní zásoby záleží na peněžním multiplikátoru, který vyjadřuje vztah mezi monetární bází a peněžní zásobou. V důsledku snížení peněžní zásoby nakonec dojde i ke snížení inflace. (KLIKOVÁ a KOTLÁN, 2012).

Účinnost měnového mechanismu ovlivňují vazby mezi zprostředkujícím kritériem a konečným cílem, stabilita peněžních multiplikátorů i jiné podněty. Ovlivnění multiplikátorů je obtížné, jelikož na ně působí i faktory, které centrální banka nemůže ovlivnit. Proto je vývoj měnového agregátu nejistý a z tohoto i dalších důvodů centrální banka preferuje řízení peněžní zásoby prostřednictvím krátkodobé úrokové míry či jiných postupů. (REVENDA, 2011).

b. Úvěrový transmisní mechanismus

Dalším typem je úvěrový transmisní mechanismus, jehož operačním kritériem je krátkodobá úroková míra, proto bývá někdy nazýván mechanismem úrokovým. Skrze toto operační kritérium centrální banka ovlivňuje vybraný úvěrový agregát nebo dlouhodobou úrokovou míru. Tento mechanismus probíhá více kanály, následující příklad bude uveden na kanálu úrokovém. Pokud centrální banka zvýší krátkodobé úrokové míry, domácnosti a podniky budou čerpat méně úvěrů a tím se sníží peněžní zásoba a celková poptávka po domácím zboží a službách. To má za následek snížení inflace, zaměstnanosti a HDP. (JÍLEK, 2013). Oproti měnovému mechanismu je zde konečným cílem vedle cenové stability také podpora ekonomického růstu, u měnového je to pouze cenová stabilita.

c. Kurzový transmisní mechanismus

U kurzového transmisního mechanismu je pouze jedno kritérium, plnící zároveň roli operačního i zprostředkujícího kritéria, a tím je měnový kurz. Centrální banka změnou krátkodobé úrokové míry v režimu plovoucích kurzů ovlivní měnový kurz přímo, a to zejména prostřednictvím kapitálových toků. Pokles krátkodobé úrokové míry má za následek odliv kapitálu do zahraničí a oslabení domácí měny. Cena dováženého zahraničního zboží roste, proto se dovoz sníží. Domácí produkty jsou naopak v zahraničí díky oslabení levnější, což zvýší vývoz. To povede ke zvýšení inflace, HDP a zaměstnanosti. (JÍLEK, 2013).

1.4 Měnové režimy centrální banky

a. Režim s implicitní nominální kotvou

V rámci režimu s implicitní nominální kotvou centrální banka cíluje veličinu, která není veřejně vyhlášena, ale je přijata interně centrální bankou. Jelikož nedochází ke zveřejnění, je důležitá vysoká důvěryhodnost centrální banky. (ČNB, 2017c).

b. Cílování peněžní zásoby

Při cílování peněžní zásoby centrální banka sleduje tempo vývoje určitého měnového agregátu. Vychází přitom z poznatku, že peněžní nabídka v dlouhodobém období ovlivňuje růst cen. Důležité je zvolit vhodný měnový agregát, který má stabilní vazbu s cenovým vývojem. V dnešní době globalizace a inovací se tato vazba zmenšuje, a proto je zde riziko, že centrální banka nebude dostatečně schopna daný peněžní agregát řídit. (ČNB, 2017c).

c. Cílování měnového kurzu

V režimu cílování měnového kurzu centrální banka zafixuje domácí měnu k měně takzvané kotevní země, která má nízkou inflaci a je větším státem než je daná domácí země. Cílem je „dovézt“ tuto nízkou inflaci do domácí země a stabilizovat tak nominální měnový kurz. Centrální banka k cílování využívá změnu úrokových měr a přímé devizové intervence. Například dojde-li k oslabení domácí měny, centrální banka zvýší úrokové sazby a naopak. Hlavními podmínkami k udržení závazku měnového kurzu jsou dostatečné devizové rezervy a nízký rozdíl inflace mezi domácí a kotevní zemí (inflační diferenciál). Nevýhodou tohoto režimu je ztráta nezávislosti měnové politiky. (JÍLEK, 2013).

d. Cílování inflace

Popisu režimu cílování inflace se věnuje kapitola 2.5 Cílování inflace.

2 INFLACE

Hlavním cílem monetární politiky ve většině zemí je stabilní cenová hladina, která je vyjadřována inflací. Obecně je inflace definována jako nerovnováha v ekonomice, jež se projevuje růstem cenové hladiny. Jedná se však o zjednodušenou definici, kterou je třeba rozvést. Přesněji lze inflaci definovat jako „*dlouhodobější nepřetržitý růst cenové hladiny, který je spojen s nadměrnou emisí peněz a vede k poklesu kupní síly peněz.*“ (REVENDA, 2011, str. 274). K ještě lepšímu vymezení pojmu je vhodné podotknout následující poznámky:

- Jako inflaci nelze označit každý růst cenové hladiny, musí se jednat o dlouhodobý nepřetržitý růst. Za dlouhodobé období je možno chápat minimálně dvě za sebou jdoucí čtvrtletí.
- Cenová hladina roste nárazově.
- Ceny některých produktů mohou naopak klesat či zůstat beze změny, proto je třeba brát v úvahu agregátní cenovou hladinu.
- Aby ceny mohly dlouhodobě a nepřetržitě růst, musí růst nabídka peněz. Záleží zde na rychlosti oběhu peněz - pokud růst nabídky peněz je nedostatečný či nulový, růst cen se zastaví.
- Dlouhodobý nepřetržitý růst množství peněz v oběhu nemusí mít nutně za následek inflaci. (REVENDA, 2011).

Inflace tedy znamená růst cenové hladiny a míra změny této cenové hladiny za určité období se označuje jako *míra inflace*. Snížení míry inflace je nazýváno *dezinflace*. Opakem inflace je *deflace*, která se projevuje klesáním agregátní cenové hladiny.

2.1 Typy inflace

Podle příčin vzniku dělí zastánci keynesiánské ekonomie inflaci na dva typy, a to poptávkovou a nabídkovou inflaci. *Poptávková inflace* vzniká růstem agregátní poptávky. Podnětem může být zvýšení složky agregátních výdajů – spotřeby, investic, státních výdajů či čistého exportu. Zvýší-li se například investice podniků, zvýší se agregátní poptávka. Časem investiční poptávka narazí na omezenou nabídku peněz a dojde k růstu úrokové míry. Pokud centrální banka nezvýší množství peněz v ekonomice, růst investic, a ani jiná složka agregátních výdajů inflaci nezpůsobí. Je zde ovšem riziko, že centrální banka omezí ekonomický růst. Pokud ale naopak centrální banka zvýší peněžní zásobu, poptávka dále poroste a s ní i ceny a vznikne inflace. Zkrátka inflace nastane pouze tehdy, když poroste peněžní zásoba.

U *nabídkové* neboli *nákladové inflace* je příčinou inflace zvýšení nákladů, nejčastěji se jedná o zvýšení mzdových nákladů či cen energie a surovin (například ropy či zemního plynu). Toto zvýšení nákladů se nazývá negativní nabídkový šok. Princip je zde stejný jako u poptávkové inflace, jiné jsou pouze počáteční podněty. Tyto podněty vyústí v inflaci pouze za podmínky, že centrální banka zvýší množství peněz v ekonomice. (HOLMAN, 2002).

Dále lze inflaci rozdělit dle tempa růstu na mírnou, pádivou a hyperinflaci. *Mírná* či *plíživá inflace* je ještě přijatelná, růst cen je jednociferný a rychlost růstu cen není vyšší než rychlost růstu výroby. Lidé penězům v případě mírné inflace ještě důvěřují. Při *pádivé* (*cválající*) *inflaci* dochází k znehodnocení peněz, rychlost růstu cen je již vyšší než rychlost růstu výroby. Míra inflace je již dvouciferná či tříciferná, například 20 %, 50 %, nebo dokonce 200 %. Lidé upřednostňují spotřebu před držbou peněz a investují do reálných aktiv. Rychlost růstu cen u *hyperinflace* je hodně vysoká a nijak nesouvisí s rychlostí růstu výroby. Například v Zimbabwe dosáhla míra inflace v roce 2008 více než 230 000 000 %. Při hyperinflaci peníze ztrácejí svoji funkci a lidé spíše začínají platit směnou. (BRČÁK a SEKERKA, 2010).

2.2 Deflace

Různí ekonomové definují deflaci odlišně, shodnou se však na tom, že deflace je v podstatě opačný jev k inflaci. Lze tedy říci, že deflace je dlouhodobější pokles cenové hladiny. Dle Revendy (2011, s. 274) je tento pokles „...*spojen s nedostatečnou emisí peněz a vede k růstu kupní síly peněz.*“ V ekonomice bývá hodně zboží či služeb a málo peněz na jejich pořízení. Euchademaision (1995, s. 46) vykládá deflaci ve svém ekonomickém slovníku jako „...*zmenšení nominálních ekonomických veličin, pokles cen a mezd, snížení objemu peněz, doprovázené případně snížením reálných veličin, pokles poptávky výroby a zaměstnanosti atd.*“

Deflace může být z určitého hlediska negativní i pozitivní. K „*dobré*“ *deflaci* dochází při poklesu cen a úrokových sazeb. Spotřebitelé při ní získávají větší kupní sílu z většiny aktiv. Bývá vyvolána pozitivním nabídkovým šokem, jenž je spojen s růstem produktu. Příčinou šoku mohou být technologické inovace a růst produktivity, snížení dovozních cen, liberalizace obchodu či zvýšené očekávání ekonomicko-politické stability. „*Špatná*“ *deflace* sice také nastane při poklesu cen a úrokových sazeb, ale spotřebitelé již nezískávají kupní sílu, nýbrž ji ztrácejí. Špatnou deflaci způsobí negativní poptávkový šok, jehož důvodem je například náhlé posílení domácí měny, prasknutí cenové bubliny aktiv či restriktivní monetární politika, v důsledku čehož se snižuje produkt. Deflační situace by mohla

být zhoršena snížením spotřebitelské či podnikatelské důvěry a očekáváním dalšího poklesu cen. (ROGOFF, 2003).

Deflace je sama sobě hybnou silou, proto bývá považována za horší jev nežli inflace. Z důvodu snižování cen se lidé zdržují nákupu a čekají, až budou ceny ještě nižší. Snížená poptávka vyvolá pokles produkce podniků, tím se sníží jejich obrat a jsou nuceni propouštět zaměstnance. Nezaměstnaní kvůli klesající kupní síle musí spořit, čímž se dále snižuje spotřeba a poptávka. Podniky mají ještě menší obrat a jsou nuceni snižovat mzdy či dále propouštět. Uskutečňují čím dál méně investic a mají problémy se splácením dluhů a úvěrů, jejichž nominální hodnota zůstala stejná. Protože bankám nejsou úvěry zaplacené, hrozí jim bankrot, úspory lidí jsou blokovány a kupní síla dále klesá. Tomuto koloběhu se říká *deflační spirála*, ze které se ekonomika těžko dostává.

Dalším důležitým pojmem je *past likvidity*, která souvisí s deflační spirálou. Úroky se na trhu vždy upravují o míru inflace či deflace. Roste-li míra deflace, hodnota peněz se zvyšuje a proto je úrok snižován o danou míru deflace, přičemž reálný úrok zůstává neměnný. Podniky snižují počet investic, protože je bezpečnější držet peníze v likvidní podobě, nežli uskutečňovat riskantní investice s minimálním nebo dokonce žádným zúročením. Snížený počet investic tedy sníží množství peněz v oběhu a stav ekonomiky se stále zhoršuje. (HANNICH, 2008).

2.3 Měření inflace

Míra inflace se vypočítává na základě cenových indexů. Mezi nejvýznamnější indexy patří index spotřebitelských cen, index cen výrobců a deflátor hrubého národního produktu. Tyto tři indexy budou následně krátce popsány.

a. Index spotřebitelských cen (CPI)

Nejvyužívanější index k měření míry inflace je index spotřebitelských cen, který je označován také zkratkou CPI. Zkratka vychází z anglického názvu Consumer Price Index. Index je váženým průměrem nákladů spotřebního koše výrobků a služeb. Obsahuje ceny potravin, oděvů, bydlení, paliv, dopravy, lékařské péče a ostatních statků každodenní spotřeby. Velikost váhy jednotlivých cen je stanovena dle ekonomického významu daného statku, jako podíl výdajů na tento statek a celkových výdajů domácnosti. Váhy nějakou dobu zůstávají neměnné, jelikož jejich zjišťování je obtížné. (SAMUELSON a NORDHAUS, 1995).

b. Cenový index výrobců (PPI)

Druhý významný ukazatel je cenový index výrobců, ve zkratce PPI z anglického Production Price Index. Index zaznamenává ceny výrobců a velkoobchodů. Obsahuje například ceny potravin, zemědělské výrobky či ceny produktů zpracovatelského a těžebního průmyslu, včetně surovin a polotovarů. I tento index se počítá pomocí fixních vah, kterými jsou čisté dodávky či prodeje daného výrobku. (SAMUELSON a NORDHAUS, 1995).

c. Deflátor hrubého národního produktu

Deflátor hrubého národního produktu (GNP) lze označit jako celkový cenový index, který neobsahuje ceny pouze jednoho sektoru, ale zahrnuje všechny statky a služby vyprodukované v ekonomice, a to ceny spotřeby, investic, vládních nákupů a čistých vývozu. Na rozdíl od indexu spotřebitelských cen zohledňuje komodity, které jsou každý rok jiné, například roční množství vypěstovaných plodin. U těchto komodit se poté mění váha. Deflátor také zahrnuje pouze statky vyprodukované v tuzemsku, kdežto index spotřebitelských cen obsahuje i importované statky. (SAMUELSON a NORDHAUS, 1995).

2.4 Důsledky inflace

Inflace ovlivňuje celou ekonomiku a má řadu důsledků. Jak již bylo řečeno v předchozí podkapitole, existuje více druhů inflace a od těchto druhů se odvíjí velikost a charakter důsledků. Pro lepší zkoumání důsledků je také zapotřebí rozlišovat očekávanou a neočekávanou inflaci. O *očekávanou inflaci* se jedná tehdy, když subjekty očekávají zvýšení cenové hladiny a mohou se tedy na inflaci připravit. Při *neočekávané inflaci* dojde k růstu cenové hladiny náhle, zvýšení nebylo predikováno. Neočekávaná inflace je pro ekonomiku daleko nebezpečnější než očekávaná. Negativní dopady způsobené inflací se označují jako náklady inflace. Tabulka č. 2 zobrazuje náklady očekávané a neočekávané inflace s rozlišením vyrovnané a nevyrovnané. Vyrovnaná inflace nevede k deformaci cen, nevyrovnaná ano.

Tabulka 2: Náklady inflace

| | Vyrovnaná inflace | Nevyrovnaná inflace |
|---------------------|------------------------------------|---|
| Očekávaná inflace | Zanedbatelné náklady | Ztráty na efektivnosti |
| Neočekávaná inflace | Přerozdělování důchodů a bohatství | Ztráty na efektivnosti a přerozdělování |

Zdroj: (SAMUELSON a NORDHAUS, 1995).

Důležitým důsledkem neočekávané, ale i očekávané inflace je *redistribuční efekt*. Při redistribučním efektu dochází k přerozdělování důchodů od věřitelů k dlužníkům. Jedná se v podstatě o důsledek negativní i pozitivní – negativní pro věřitele a pozitivní pro dlužníky, protože inflace snižuje hodnotu jejich dluhu. Například pokud si dlužník půjčil jeden milión korun při fixní úrokové sazbě, ročně splácí 60 000 Kč a jestliže nastane vysoká inflace, ceny, ale i mzda se zvýší. Dlužník splácí ročně stále stejnou částku 60 000 Kč, ale reálná hodnota splátky je nižší, dlužník musí pracovat kratší dobu, aby na splátku vydělal. Množství výrobků, kupříkladu potravin, si však koupí stejné. Analogicky z pohledu věřitele je inflace nepříznivá, jelikož splácené peníze mají menší hodnotu, než očekával. (SAMUELSON a NORDHAUS, 1995).

K redistribučnímu efektu také dochází mezi poplatníky a příjemci progresivních daní z příjmů. Při inflaci se poplatníci přesunují do daňové skupiny s vyššími sazbami, tudíž část příjmu případně příjemci daní. Tento jev se nazývá *taxflace*. V případě deflace je tomu naopak a poplatníci se přesunou do skupiny s nižšími sazbami.

Přerozdělení probíhá dále například mezi zaměstnanci a zaměstnavateli. Pokud náhle nastane neočekávaná inflace a nominální mzdy se nezvyšují dle míry inflace, část mzdy se přesune k zaměstnavatelům. Při deflaci dojde naopak k přesunu od zaměstnavatele k zaměstnanci a hrozí, že zaměstnavatel bude propouštět. (REVENDA, 2011).

Příklady dalších *negativních důsledků* inflace:

- Inflace znehodnocuje úspory a vklady, lidé preferují spotřebu před držbou peněz ve formě úspor.
- Nejistota v ekonomice, obtížná predikce budoucího vývoje cen a narušení informační funkce cen negativně ovlivňují investice firem a preferují se krátkodobé smlouvy.
- Cena hmotných statků (př. nemovitostí, umělecký děl) roste spolu s inflací. Proto inflace postihuje spíše sociálně slabší skupiny obyvatel, kteří tyto hmotné statky nevlastní.
- Příčinou zejména neočekávané inflace je deformace dlouhodobých cen týkajících se smluv, jako jsou mzdy, nájemné, hypotéky či dodavatelské smlouvy. Jako protiopatření lze zapsat do smluv inflační dodatky.
- Náklady výrobců spojené se změnou svých cen – tzv. náklady jídelníčku. (BRČÁK a SEKERKA, 2010).

Příklady pozitivních důsledků inflace:

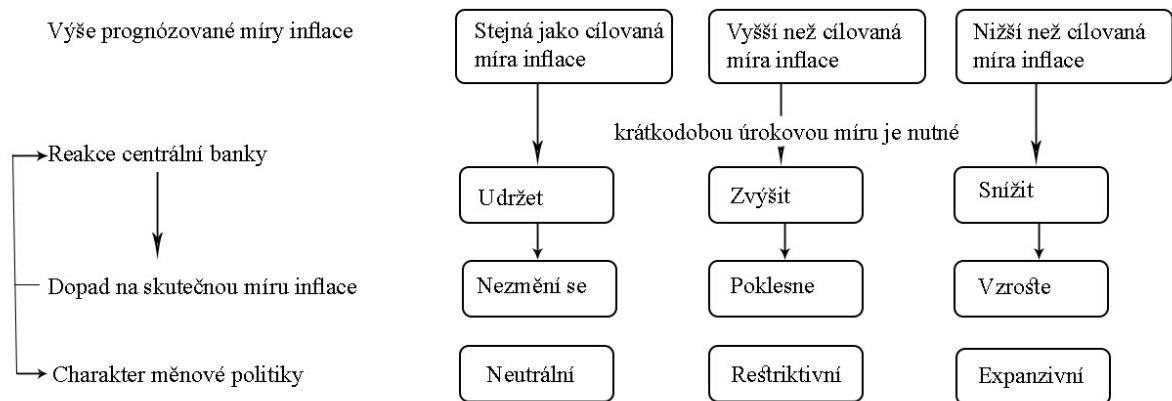
- Mírná inflace může podpořit účinnost měnové politiky. Nedostatečnou agregátní poptávku lze podpořit využitím jisté míry inflace k ovlivnění krátkodobé úrokové míry, jejíž reálná hodnota je nulová či záporná.
- Určitá míra inflace může pomoci k rovnováze na trhu práce. Reálné mzdy se sice sníží, ale nominální zůstávají v podstatě stejné.
- Investoři investují do reálných aktiv, například do nemovitostí, komodit či uměleckých předmětů. (REVENDA, 2011).

2.5 Cílování inflace

Snaha centrální banky dosáhnout předem stanovené míry inflace se nazývá cílování inflace. Centrální banka dopředu ohlásí inflační cíl, tj. požadovanou míru inflace. Inflační cíl může mít čtyři podoby. Může to být interval nebo bodová hodnota se stejnými odchylkami na obě strany. Nejméně používané je stanovení konkrétní hodnoty bez odchylek a poslední podobou je určení maximální hodnoty s přirozenou spodní hranicí 0 %. Inflačního cíle se centrální banka snaží dosáhnout skrze operační cíl, kterým je krátkodobá úroková míra. Pro cílování inflace jsou zásadní dva pilíře, a to jasný inflační cíl, vysoká transparentnost a odpovědnost centrální banky. (REVENDA, 2011).

Cílování inflace je režim měnové politiky se střednědobým charakterem a zahrnuje v podstatě i jiné měnové režimy. Příkladem je řízení množství peněz v oběhu, které rovněž obsahuje inflační cíl a má stejný operační cíl, kterým je krátkodobá úroková míra. Rozdíl mezi těmito dvěma režimy spočívá ve využívání informací. V případě režimu cílování inflace se používá rozsáhlý soubor informací včetně cenových indexů, kdežto řízení peněžní zásoby probíhá pouze na základě informací o penězích. (JÍLEK, 2013).

Na obrázku č. 1 je přehledně znázorněn postup centrální banky v případě cílování inflace. Dopady na skutečnou míru inflace jsou však nejisté. Zvýšením úrokové míry se zdraží poskytované úvěry, domácnosti preferují spoření před spotřebou a firmy méně investují. To vede k poklesu domácí výroby, zaměstnanosti, snížení růstu mezd a v konečném důsledku se sníží inflace.



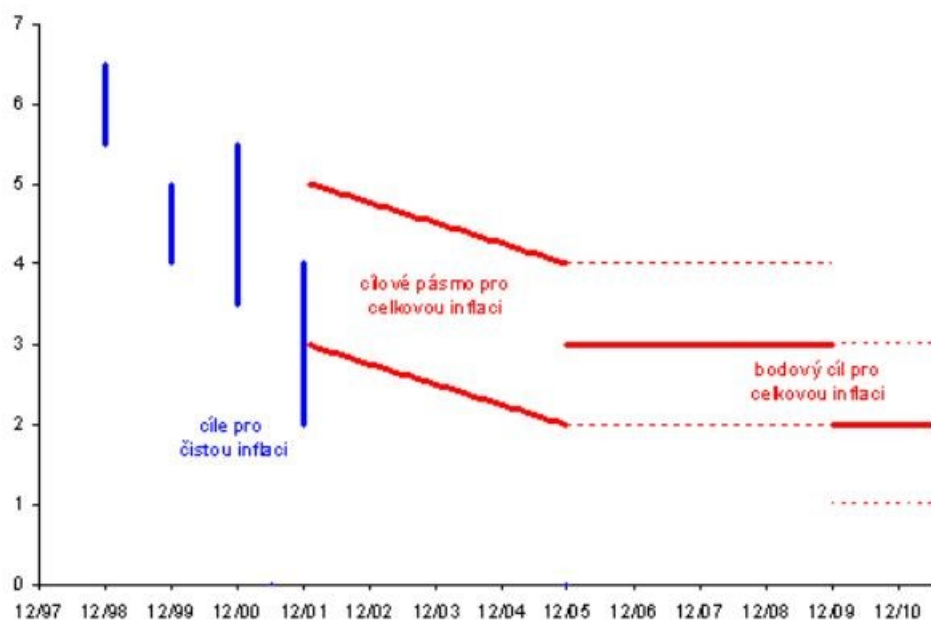
Obrázek 1: Postup centrální banky při cílování inflace

Zdroj: (REVENDA, 2011).

2.5.1 Cílování inflace v ČR

Česká národní banka je již od roku 1998 v režimu cílování inflace. Bankovní rada na základě aktuální prognózy ČNB hlasuje o změně či ponechání měnově-politických nástrojů. Hlavním nástrojem k ovlivnění inflace je změna repo sazby. Snížení této sazby povede na základě transmisního mechanismu ke zvýšení agregátní poptávky a následně k růstu míry inflace. (ČNB, 2017e).

Inflační cíl ČNB měl nejprve podobu intervalu čisté inflace, která představuje spotřebitelskou inflaci očištěnou o působení administrativních zásahů, kterými jsou například regulované ceny a dopady změn nepřímých daní. V roce 2001 změnila ČNB intervalový inflační cíl na cílové pásmo, a to již v celkové spotřebitelské inflaci. Od roku 2006 až do dnešního dne se využívá bodový cíl s odchylkami na obě strany. Nejprve se jednalo o hodnotu 3 % a od roku 2010 jsou inflačním cílem 2 % s jednocentní odchylkou na obě strany. Vývoj inflačních cílů České národní banky zobrazuje graf č. 1. (ČNB, 2008).



Graf 1: Cílování inflace v ČR

Zdroj: (ČNB, 2017e).

3 MĚNOVÝ KURZ JAKO NÁSTROJ K OVLIVNĚNÍ INFLACE

Měnový kurz představuje cenu domácí měny vyjádřenou v poměru k jiné zahraniční měně. Zpravidla je tvořen na devizovém trhu na základě poptávky a nabídky ekonomických subjektů a devizovými intervencemi centrálních bank či jiných institucí. (ECHAUDEMAISON, 1995). Měnový kurz je vedle devizových intervencí ovlivňován mnoha faktory týkajícími se daných dvou zemí, jsou to například úrokové míry, vývoj cenové hladiny, přírodní katastrofy, politické události nebo také spekulace na devizovém trhu. Na tyto faktory reaguje jedna měna buď oslabením (depreciace), nebo posílením (apreciace) vůči měně druhé. Způsob zápisu měnového kurzu se nazývá kotace. Nejčastěji se pro zápis používá přímá kotace, která vyjadřuje počet jednotek domácí měny za jednu jednotku zahraniční měny.

Existují dva hlavní druhy systémů měnových kurzů, a to fixní a plovoucí. *Fixní kurz* není tvořen na základě nabídky a poptávky na devizovém trhu, ale je pevně vymezený k jedné cizí měně či ke koši měn. Může mít stanoveny oscilační pásma, ve kterých centrální banka udržuje kurz přímou i nepřímou intervencí. V systému fixních kurzů se oslabení domácí měny vůči zahraniční prostřednictvím intervencí říká devalvace a posílení měny revalvace. Pokud nejsou stanoveny pásma oscilace, daná země se vzdává velké části své monetární politiky. Tento typ kurzu lze využít v zemích, ve kterých se nedaří dostat pod kontrolu inflaci. Fixní kurz ocení především investoři, kterým snižuje riziko při uskutečňování mezinárodních transakcí a dochází tak k vyššímu přílivu kapitálu ze zahraničí. *Plovoucí kurz* se dělí především na čistý a řízený. Oba dva kurzy jsou tvořeny na základě tržní nabídky a poptávky, rozdíl mezi nimi je v možnosti intervencí centrální bankou, které se u čistého plovoucího kurzu nepoužívají, avšak často dochází k nepřímé intervenci. Řízený plovoucí kurz může centrální banka korigovat přímou i nepřímou intervencí proti oslabení či posílení. V České republice je od roku 1997 zaveden systém řízeného plovoucího kurzu. (REVENDA, 2011).

Dále je vhodné rozlišit nominální a reálný měnový kurz. *Nominální kurz* představuje počet jednotek domácí měny za jednu jednotku cizí měny. Dojde-li ke snížení kurzu, jedná se o nominální posílení měny. V případě zvýšení kurzu měna oslabí. *Reálný kurz* je definován jako podíl zahraniční a domácí cenové hladiny. Zahraniční cenová hladina je převedena skrze nominální měnový kurz. I v systému fixních nominálních kurzů je však reálný kurz plovoucí, jelikož se může pohybovat skrze cenové hladiny. Reálný kurz vypovídá o kupní síle měny – „kolikrát více nebo méně zboží a služeb lze za danou částku koupit v zahraničí (po směnění za danou cizí měnu) než na domácím trhu.“ (ČNB, 2017b).

3.1 Determinace měnového kurzu

Pohyby měnového kurzu vysvětluje několik teoretických přístupů, z nichž nejzákladnějšími jsou parita kupní síly a parita úrokových sazeb.

Parita kupní síly vychází ze zákona jediné ceny, který říká, že ceny zboží a služeb jsou v domácí i cizí zemi po přepočtu na stejnou měnu totožné. Podle *absolutní verze parity kupní síly* je nominální měnový kurz poměrem cenových hladin dvou zemí. Pokud je domácí cenová hladina vyšší než zahraniční, poptávka po domácích produktech a měně klesá. Snížení poptávky způsobí oslabení domácí měny vůči cizí, a to vede k návratu úrovně měnového kurzu na hladinu stanovenou absolutní paritou kupní síly. Problém této teorie tkví v nereálných předpokladech - veškeré zboží je obchodovatelné a identické, neexistují transportní náklady a obchodní omezení (např. cla). (BRČÁK a SEKERKA, 2010).

Absolutní verze byla upravena kvůli svým nedostatkům na *relativní verzi parity kupní síly*, která říká, že „*relativní změna měnového kurzu mezi dvěma zeměmi (během daného období), tj. míra jeho změny, se rovná rozdílu mezi relativními změnami národních cenových úrovní těchto dvou zemí.*“ (BRČÁK a SEKERKA, 2010, s. 247). Relativní verze se nezaměřuje na absolutní cenové úrovně, ale na změny cen a měnových kurzů. Předpokládá, že je měnový kurz ovlivněn pouze rozdílnými inflacemi a faktory, jako je růst produktivity práce, technologický pokrok, komoditní šoky, změny v nabídce či tržní struktuře nebere v úvahu. Relativní paritu lze využít při predikci trendů měnových kurzů a zjišťování informací o rovnováze v dlouhodobém období. V krátkodobém období se uplatní za situace velké inflace nebo hyperinflace.

Odchýlení nominálního měnového kurzu od rovnovážného kurzu stanoveného paritou kupní síly se měří pomocí *indexu odchýlení měnového kurzu* (Exchange Rate Deviation Index = ERDI). Index podává informaci o tom, zda je měna nadhodnocena či podhodnocena a vypočítá se jako poměr tržního měnového kurzu a parity kupní síly. Je-li hodnota indexu větší než jedna, měna je podhodnocena. Pokud se nachází pod hodnotou jedna, měna je nadhodnocena. ERDI index bývá také označován jako reálný měnový kurz. K určení mezinárodní konkurenceschopnosti země se upřednostňuje průměrný ERDI index, protože se netýká pouze určitých produktů, ale je váženým průměrem. Váhami jsou podíly na obchodovaném zboží a službách. Tento průměrný index je nazýván jako reálný efektivní měnový kurz (Real Effective Exchange Rate = REER). Pokud je hodnota průměrného indexu nižší než 100, cenová a kurzová

konkurenceschopnost dané země se zlepšuje. Při hodnotě vyšší než 100 konkurenceschopnost zhoršuje. (JÍLEK, 2013).

Druhým teoretickým přístupem je *úroková parita*, která vysvětluje krátkodobé pohyby měnového kurzu. Existuje podle ní vztah mezi měnovým kurzem a úrokovým diferenciálem dvou zemí. V malé otevřené ekonomice s volně obchodovatelnou měnou ovlivňují kurz z velké části investoři, kteří obchodují s aktivy (např. cennými papíry, bankovními vklady) ve více měnách a dochází tak k mezinárodnímu pohybu kapitálu. Pokud investoři očekávají vyšší výnos ze zahraniční investice, dojde k odlivu kapitálu ze země, jelikož budou nakupovat zahraniční měnu a prodávat domácí. To povede k oslabení domácí měny. Zvýšená poptávka po zahraniční měně bude snižovat tamní úrokové sazby, kdežto domácí úrokové sazby se budou z důvodu snížené poptávky zvyšovat. Úrokové sazby obou zemí se nakonec dostanou na stejnou úroveň, a proto investoři nebudou převádět svůj kapitál do zahraničí. Poptávka po zahraniční měně přestane růst a měnový kurz se ustálí na hodnotách, kde se úrokové sazby rovnají. Z toho vyplývá podmínka úrokové parity, že se měnový kurz stabilizuje na úrovni, kdy jsou očekávané míry výnosu v obou zemích stejné. (HOLMAN, 2002).

V dnešní době se však častěji ke stanovení devizového kurzu a predikci jeho vývoje využívají novější analýzy, kterými jsou například fundamentální, technická a psychologická analýza, teorie efektivních trhů, teorie bublinového efektu a další. *Fundamentální analýza* se zabývá ekonomickými vlivy. Předpovídá vývoj měnového kurzu na základě makroekonomických ukazatelů (např. úroková sazba, inflace, míra nezaměstnanosti), politických a sociálních událostí. Predikce vývoje je střednědobého až dlouhodobého charakteru. *Technická analýza* vychází z historických dat, predikuje vývoj kurzu na základě cenového pohybu v minulosti, k čemuž se využívají cenové trendy, průměry, grafické formace, indikátory či objemy obchodů. Předpověď technické analýzy má krátkodobý účinek, nejvýše několik dní. *Psychologická analýza* zkoumá psychologii trhu, očekávání a chování tržních subjektů.

3.2 Efekty oslabení měnového kurzu

Tato diplomová práce se bude zabývat devizovými intervencemi České národní banky, kterými oslabila korunu vůči euru. Z toho důvodu budou nyní nastíněny možné důsledky oslabení měnového kurzu.

Změna měnového kurzu má vliv především na zahraniční obchod. Oslabení kurzu zvýší ceny dováženého zboží a služeb. To je nevýhodné zejména například pro podniky, které nakupují suroviny a materiály ze zahraničí. Tím se zvýší náklady na výrobu a podniky budou nuceny promítnout tyto náklady do konečné ceny svých produktů. Dále vlivem oslabení zdraží například „dovážené“ energie, které využívají i domácnosti. Nevýhody mají spíše krátkodobý charakter, jelikož zdražení importu podpoří poptávku po domácím zboží a hodnota importu se sníží. Produkty domácích výrobců jsou atraktivnější i v zahraničí, díky čemuž se zvýší export. Vývozci získají za exportované zboží více jednotek domácí měny za stejné množství měny cizí. Jelikož domácí produkce poroste, podniky budou najímat více pracovní síly, čímž dojde k poklesu nezaměstnanosti a růstu mezd. (ČNB, 2017h).

Účinnost oslabení domácí měny je v různých zemích jiná. Záleží na podílu importu a exportu na vytvořeném hrubém domácím produktu. Je-li vysoký podíl importu na HDP, vysoké ceny dovozu se výrazně promítnou v cenách produktů a na inflaci. Pokud budou vysoké ceny zboží, zaměstnanci budou požadovat vyšší mzdy. V případě nízkého podílu importu se dražší dovážené zboží na cenách v tuzemsku příliš neodrazí. (JÍLEK, 2013).

Oslabení měnového kurzu podpoří domácí poptávku a vede k oživení ekonomiky. Výhodou je odvrácení hrozby deflace, jelikož při oslabení kurzu dochází k růstu cenové hladiny. Revenda (2011) však uvádí, že ještě nebyly dokázány vztahy mezi měnovým kurzem a cenovou hladinou. Vzájemná provázanost mezi těmito dvěma faktory je, není ale jisté, zda oslabení domácí měny vede k růstu cenové hladiny, nebo zda rychlejší tempo růstu cenové hladiny způsobí oslabení měnového kurzu.

4 ODVĚTVOVÁ STRUKTURA EKONOMIKY

Tato diplomová práce se bude soustředit mimo jiné na vliv monetární politiky na vybraná odvětví. Následující kapitola je tedy věnována popisu odvětvové struktury.

Odvětvová struktura je jedním ze způsobů, jak členit národní hospodářství. Jednotlivá odvětví tvoří podniky, které mají podobnou hlavní činnost.

4.1 Odvětvová struktura České republiky

Odvětvová struktura České republiky se obecně dělí na čtyři odvětví:

- výrobu (např. zemědělství, stavebnictví, zpracovatelský průmysl, ...),
- obchod,
- služby (např. doprava, pošta, ...),
- a veřejnou správu (např. školství, zdravotnictví, ...).

Český statistický úřad dříve využíval k třídění podniků Odvětvovou klasifikaci ekonomických činností (OKEČ). Od roku 2008 byla zavedena Klasifikace ekonomických činností, tzv. NACE, což je standardní klasifikace Evropské unie. Národní verze pro Českou republiku je tzv. CZ-NACE. Každému, kdo vykonává ekonomickou činnost, lze přiřadit kód. Struktura klasifikace je rozdělena do více úrovní. První úroveň, sekce, se značí písmenem. Odvětví zařazená do jednotlivých sekcí znázorňuje tabulka č. 3. Druhá úroveň (oddíl) má dvojmístný číselný kód, třetí (skupina) trojmístný kód a čtvrtá úroveň (třída) čtyřmístný číselný kód. (ČSÚ, 2017a).

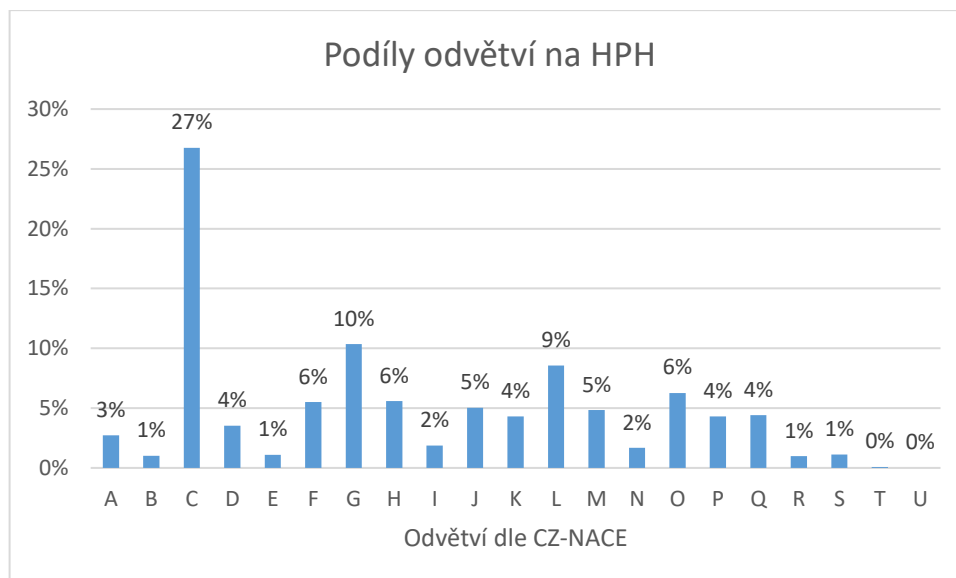
Tabulka 3: Klasifikace CZ-NACE

| | | | |
|---|--|---|---|
| A | Zemědělství, lesnictví, rybářství | L | Činnosti v oblasti nemovitostí |
| B | Těžba a dobývání | M | Profesní, vědecké a technické činnosti |
| C | Zpracovatelský průmysl | N | Administrativní a podpůrné činnosti |
| D | Výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatiz. vzduchu | O | Veřejná správa a obrana; povinné sociální zabezpečení |
| E | Zásobování vodou; činnosti související s odpady a sanacemi | P | Vzdělávání |
| F | Stavebnictví | Q | Zdravotní a sociální péče |
| G | Velkoobchod a maloobchod; opravy a údržba motorových vozidel | R | Kulturní, zábavní a rekreační činnosti |
| H | Doprava a skladování | S | Ostatní činnosti |
| I | Ubytování, stravování a pohostinství | T | Činnosti domácností |
| J | Informační a komunikační činnosti | U | Činnosti exteritoriálních organizací a orgánů |
| K | Peněžnictví a pojišťovnictví | | |

Zdroj: upraveno dle (NACE, 2017).

Celkovou výkonnost odvětví vyjadřuje hrubá přidaná hodnota (HPH), která je ukazatelem ekonomické výkonnosti. Získá se odečtením spotřeby ve výrobě od celkové produkce zboží a služeb. Na grafu č. 2 jsou zobrazeny procentní podíly na hrubé přidané hodnotě za rok 2014. Podstatně nejvyšší podíl na HPH, čili produkci, v České republice má zpracovatelský průmysl. Hodnota podílu v roce 2014 činila 27 %. Zpracovatelský průmysl má nejvyšší podíl i napříč roky. Dalším významným odvětvím je velkoobchod a maloobchod společně s opravami a údržbou motorových vozidel. Oproti zpracovatelskému průmyslu je velikost podílu však přibližně třetinový. Následují činnosti v oblasti nemovitostí, stavebnictví, doprava a skladování či informační a komunikační činnosti.

Tato práce se bude soustředit na vývoj cen ve vybraných odvětvích z hlediska devizových intervencí centrální banky. Budou to konkrétně odvětví průmyslu, energetiky, zemědělství, stavebnictví a dopravy.



Graf 2: Podíly odvětví na HPH v roce 2014

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

a. Průmysl a energetika

Průmysl je důležitým odvětvím národního hospodářství České republiky. Tvoří přibližně 37 % hrubého národního produktu a zaměstnává 30 % z celkově zaměstnaných obyvatel. (CIA, 2017). Průmysl se člení se na tři základní typy, a to na těžební, zpracovatelský a energetiku. Pod *těžební průmysl* spadá získávání nerostných surovin (uhlí, ropa, zemní plyn, ...) a další pomocné činnosti, jako je například čištění či zkapalňování. *Zpracovatelský průmysl* představuje přeměnu materiálu na nové produkty či zboží, které jsou určeny přímo pro spotřebu nebo užívání, anebo na polotovary, které budou dále zpracovávány. *Energetika* je zde chápána jako sekce označená písmenem D – výroba a rozvod elektřiny, plynu, tepla a klimatizovaného vzduchu. Patří sem zásobování například elektřinou, plynem či teplou vodou do obytných budov nebo průmyslových areálů. (NACE, 2017).

b. Zemědělství

Do sekce zemědělství patří tři oddíly, a to rostlinná a živočišná výroba, myslivost a související činnosti, lesnictví a těžba dřeva, rybolov a akvakultura. (NACE, 2017).

c. Stavebnictví

Stavebnictví podle struktury CZ-NACE zahrnuje „*práce na novostavbách, opravy, provádění nástaveb a přestaveb budov i inženýrských děl, výstavba prefabrikovaných objektů na staveništi a staveb dočasného charakteru.*“ (NACE, 2017).

d. Doprava

Sekce doprava zahrnuje „činnosti osobní a nákladní dopravy, pravidelné nebo nepravidelné, po kolejích, potrubím, po silnici, vodě či vzduchem a související činnosti, jako činnosti terminálů, parkovacích a skladovacích zařízení, překladišť atd. Do této sekce patří pronajímání dopravních zařízení s řidičem nebo operátorem. Patří sem rovněž poštovní a kurýrní činnosti.“ (NACE, 2017).

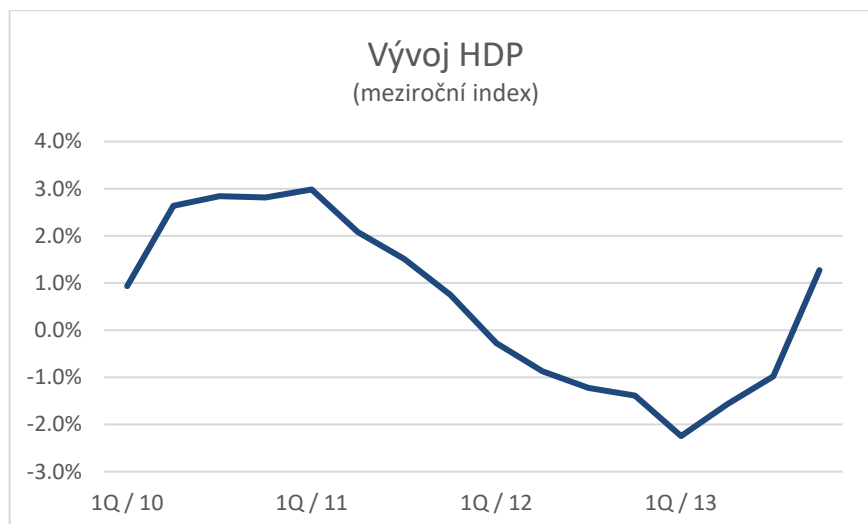
5 DEVIZOVÉ INTERVENCE ČNB

Tématem této kapitoly jsou devizové intervence v rámci uvolnění monetární politiky České národní banky, které započaly v roce 2013. Nejprve bude nastíněna ekonomická situace před intervencemi a samotné důvody zásahu České národní banky. Dále bude zkoumán průběh intervencí, jejich účinnost na cílování inflace a vliv na vybraná odvětví.

5.1 Ekonomická situace před intervencemi

Česká republika prošla v roce 2008 hospodářskou krizí. V letech 2012 i 2013 se nacházela v recesi. Následkem recese bylo zvýšení nezaměstnanosti a snížení příjmů, což mělo samozřejmě vliv na spotřebu domácností a investice podniků, které také poklesly. (ČNB, 2017h).

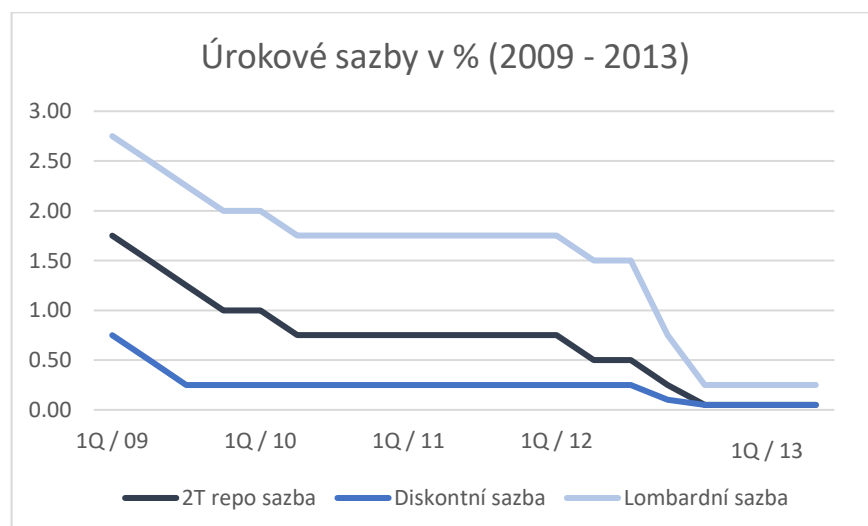
Ke zhodnocení celkové ekonomické situace se jako indikátor často využívá *hrubý domácí produkt*. Pozitivním znamením pro ekonomiku je dlouhodobější růst HDP, který vede mimo jiné například ke zvýšení zaměstnanosti. Na grafu č. 3 je znázorněn vývoj reálného HDP mezi lety 2010 a 2013 v podobě meziročního indexu. Reálný HDP je očištěn o sezónní, kalendářní a cenové vlivy, tudíž lze posoudit jeho skutečný růst či pokles. Do prvního čtvrtletí 2011 HDP meziročně rostl, od této doby však nastal sestupný trend a od prvního kvartálu 2012 se vývoj pohyboval v záporných číslech. V prvním kvartálu roku 2013 se HDP snížil oproti stejnému čtvrtletí roku 2012 o 2.2%, kdy dosáhl svého lokálního minima. Po zbytek roku se výkon ekonomiky mírně zlepšil. Poslední čtvrtletí zaznamenalo růst o 1.3 %, avšak je nutné uvědomit si nízkou srovnávací základnu z roku 2012. Vývoj hrubého domácího produktu v roce 2013 i 2012 byl z větší části ovlivněn spotřební daní z tabákových výrobků. Celkový meziroční pokles v roce 2013 oproti předchozímu roku činil 0.9 %, jehož hlavním podnětem bylo snížení investic. (ČSÚ, 2014).



Graf 3: Vývoj HDP a HPH v letech 2010 – 2013

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

Aby Česká národní banka ekonomiku oživila, začala snižovat úrokové sazby s cílem zvýšit množství peněz v oběhu a podpořit růst HDP. Hlavní úrokovou sazbou je 2T repo sazba, jejíž hodnota činila na začátku roku 2009 1.75 %. V tomto roce byla postupně snížena na jedno procento a v průběhu následujících let dále snižována. Poslední změna nastala ve čtvrtém kvartálu roku 2012, kdy se tato sazba dostala na technickou nulu (0.05 %). Vývoj základních úrokových sazeb zobrazuje graf č. 4. I přes snahu podpořit růst HDP docházelo převážně k jeho poklesu, jak již bylo uvedeno výše.

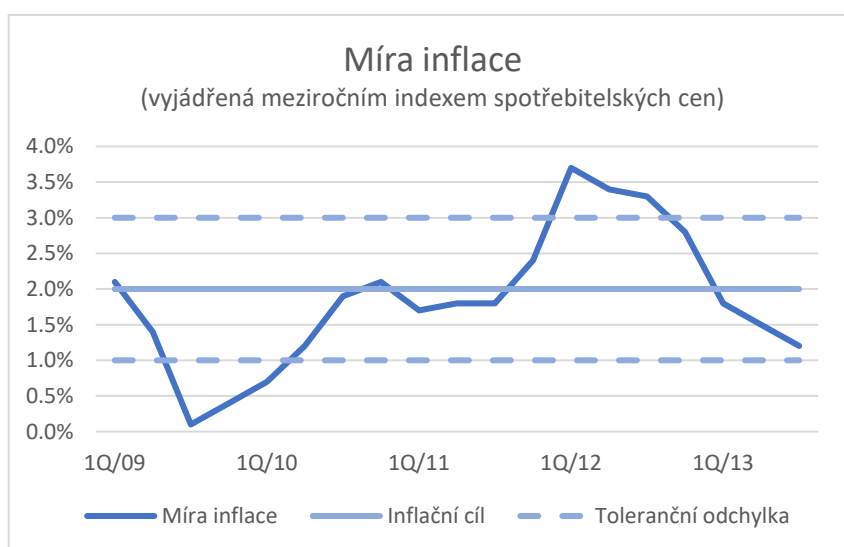


Graf 4: Vývoj úrokových sazeb v letech 2009-2013

Zdroj: upraveno dle (ČNB, 2017a).

Na grafu č. 5 je znázorněn vývoj míry inflace od roku 2009 do roku 2013. Míra inflace je zde vyjádřena přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen. V roce 2012 česká ekonomika byla silně ovlivněna recesí. Hodnota inflace byla vyšší než tři procenta a přesáhla tak toleranční odchylku jedno procentního bodu od stanoveného cíle. Podnět takto vysoké inflace představovaly především změny nepřímých daní a růst regulovaných cen. Od této doby měla inflace klesající trend a ve třetím kvartálu roku 2013 činila 1.2 %, čímž se pohybovala u spodní toleranční hranice.

Dezinflační tlaky během roku 2013 sílily. Příčinou nízké inflace byla mimo jiné nízká domácí poptávka, která vyvolala plošný pokles cen. HDP mělo velmi pomalý růst, na čemž má z velké části podíl pokles investic. Mzdy v soukromých podnicích rostly nejpomaleji v historii. Byly zde dezinflační tlaky ze zahraničí, historicky nízké inflační očekávání, pokles cen nemovitostí trvajících více let nebo například i snížení cen elektřiny. Míra inflace byla nízká i navzdory růstu nepřímých daní (SINGER, 2015).



Graf 5: Míra inflace v letech 2009 až 2013

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

Po rozložení indexu spotřebitelských cen na jednotlivé složky spotřebního koše z dat v tabulce č. 4 vyplývá, že k největšímu poklesu cen v průběhu roku 2013 došlo u složky pošty a telekomunikace. Od ledna do října se ceny v průměru snížily o 8.9 %. Mezi další položky, u kterých ceny klesaly, patří odívání a obuv, bytové vybavení, zařízení domácnosti a opravy či doprava. Z těchto uvedených složek mají v indexu nejvyšší váhu ceny dopravy, a to třetí nejvyšší. Ostatní ceny meziročně rostly, nejvíce ceny potravin a nealkoholických nápojů, a to v průměru do října o 5 %. Ceny meziročně sice vzrostly, avšak nedostatečně, trend cenového vývoje byl sestupný.

Tabulka 4: Meziroční index spotřebitelských cen v roce 2013

| Měsíc | 01 | 02 | 03 | 04 | 05 | 06 | 07 | 08 | 09 | 10 | 11 | 12 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Úhrn | 101.9 | 101.7 | 101.7 | 101.7 | 101.3 | 101.6 | 101.4 | 101.3 | 101.0 | 100.9 | 101.1 | 101.4 |
| Potraviny a nealkoholické nápoje | 105.7 | 105.0 | 104.0 | 105.0 | 104.9 | 106.3 | 105.7 | 105.6 | 104.6 | 103.5 | 103.9 | 104.8 |
| Alkoholické nápoje, tabák | 103.9 | 103.6 | 103.5 | 105.0 | 104.3 | 103.3 | 103.2 | 103.5 | 103.5 | 103.1 | 103.0 | 103.5 |
| Odívání a obuv | 97.7 | 97.2 | 96.6 | 97.5 | 97.5 | 98.6 | 100.0 | 100.0 | 100.9 | 101.3 | 100.9 | 101.6 |
| Bydlení, voda, energie, paliva | 102.6 | 102.6 | 102.6 | 102.6 | 101.8 | 101.6 | 101.2 | 101.3 | 101.2 | 101.3 | 101.3 | 101.2 |
| Bytové vybavení, zařízení domácnosti; opravy | 98.9 | 99.2 | 99.7 | 99.1 | 99.3 | 99.4 | 99.4 | 99.4 | 98.8 | 98.9 | 98.0 | 98.1 |
| Zdraví | 103.4 | 103.3 | 103.7 | 103.8 | 103.6 | 103.3 | 102.1 | 101.8 | 101.4 | 101.4 | 100.8 | 100.4 |
| Doprava | 98.9 | 99.4 | 99.3 | 98.3 | 98.4 | 99.6 | 100.6 | 99.5 | 98.8 | 98.6 | 99.7 | 101.1 |
| Pošty a telekomunikace | 95.2 | 95.1 | 95.1 | 93.3 | 90.2 | 88.0 | 88.1 | 89.1 | 88.4 | 88.8 | 90.7 | 91.0 |
| Rekreace a kultura | 99.6 | 100.2 | 100.0 | 99.8 | 99.8 | 100.0 | 100.2 | 100.4 | 100.5 | 100.8 | 101.1 | 100.9 |
| Vzdělávání | 101.5 | 101.6 | 101.6 | 101.6 | 101.5 | 101.4 | 101.4 | 101.4 | 101.4 | 101.2 | 101.2 | 101.1 |
| Stravování a ubytování | 102.7 | 102.3 | 102.3 | 102.0 | 101.9 | 101.8 | 102.1 | 102.1 | 101.9 | 101.8 | 101.8 | 101.8 |
| Ostatní zboží a služby | 101.9 | 101.5 | 101.7 | 102.4 | 101.7 | 102.2 | 101.7 | 101.6 | 101.2 | 101.2 | 100.3 | 101.1 |

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

5.2 Rozhodnutí ČNB a důvody intervencí

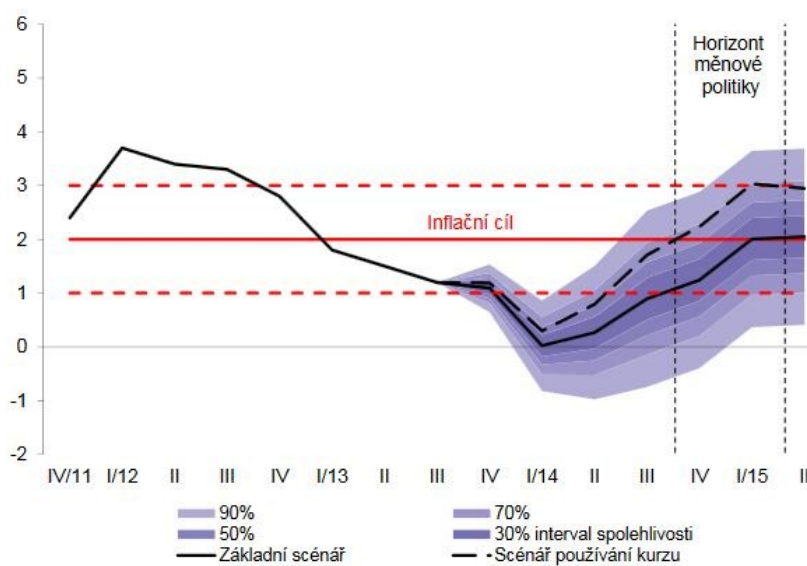
Jak již bylo řečeno, míra inflace měla od roku 2012 klesající trend. Počátkem roku 2013 protнула inflační cíl dvě procenta, nadále strmě klesala a přibližovala se spodní toleranční hranici. Pokud by trend pokračoval, bylo zde riziko, že se Česká republika ocitne v deflaci a dojde k roztočení deflační spirály. Hlavním podnětem nízké inflace byla nedostatečná poptávka a útlum české ekonomiky. ČNB na základě analýzy predikovala, že by se ekonomika dostala do deflace v roce 2014 a trvala by minimálně dvě až tři čtvrtletí, pokud by nezasáhla. (ČNB, 2017h). Česká národní banka potřebovala cílovat inflaci k inflačnímu cíli. Za normální situace by ČNB intervenovala skrze úrokový kanál a snížila úrokové míry. Následkem snížení sazeb by bylo čerpáno více úvěrů, podniky by více investovaly a domácnosti utrácely. Zvýšení domácí výroby by vytvořilo pracovní místa, snížilo nezaměstnanost a zvýšilo růst mezd. V konečném důsledku by míra inflace rostla směrem k inflačnímu cíli. Úrokové sazby již však byly na technické nule, tudíž dále neúčinné. Proto k ovlivnění inflace ČNB zvolila netradiční měnově-politický nástroj, a tím je devizový kurz.

Aby došlo k zabránění hrozby deflace způsobené nedostatečnou poptávkou a podpoře překonání hospodářské recese, zavázala se Česká národní banka oslabit a udržovat kurz s eurem poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Pokud dojde k vychýlení kurzu od této hladiny, zvláště k posílení,

bude ČNB neomezeným objemem intervenovat. Své rozhodnutí zveřejnila na tiskové konferenci 7. listopadu 2013. ČNB se nechala slyšet již v roce 2012, že je v případě potřeby připravena měnový kurz použít. I tato slovní intervence byla podnětem mírného oslabení kurzu.

Oslabení koruny vůči euru zdraží dovoz a zlevní české produkty vyvezené do zahraničí, hodnota dovozu by se tedy měla snížit a hodnota vývozu zvýšit. Oslabení podpoří domácí výrobu, následkem čehož bude růst zaměstnanost a mzdy a nakonec by měla růst i inflace. Cílem devizových intervencí je také dosáhnout takové úrovně, kdy bude moci ČNB opět využívat svůj standardní nástroj, jímž jsou úrokové sazby.

Česká národní banka predikovala na začátku intervencí naplnění inflačního cíle prostřednictvím kurzového závazku ke konci roku 2014. Tato prognóza je zobrazena níže na grafu č. 6, kde vývoj inflace ovlivněný měnovým kurzem je označen černou přerušovanou křivkou.



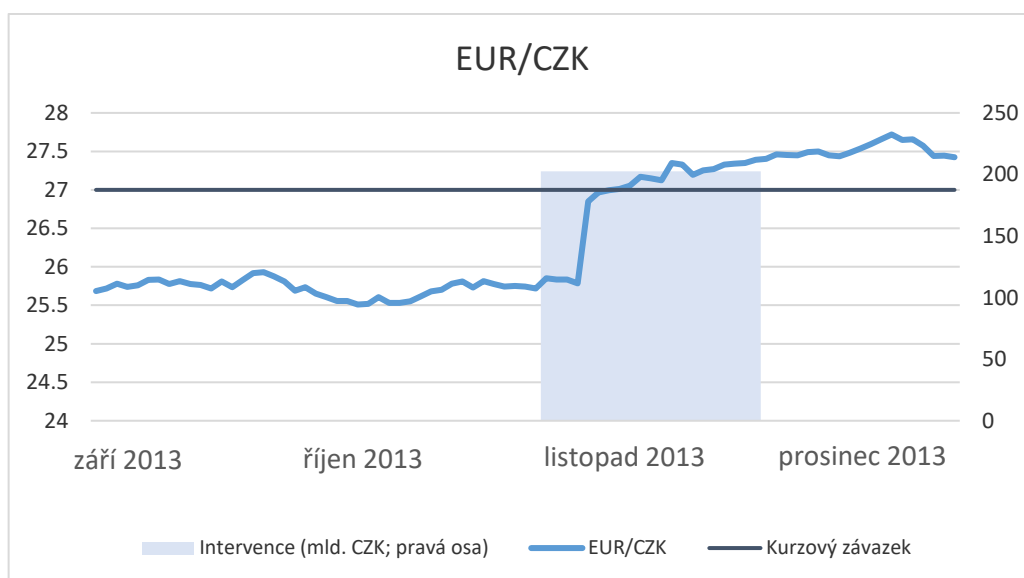
Graf 6: Prognóza inflace z r. 2013

Zdroj: (ČNB, 2013).

5.3 Průběh devizových intervencí

Princip devizových intervencí spočívá v emisi nových peněz, za které ČNB nakoupí devizy, především euro. Tím se zvyšují její devizové rezervy. Nakoupené devizy následně investuje zejména do vládních dluhopisů zemí se stabilní ekonomikou.

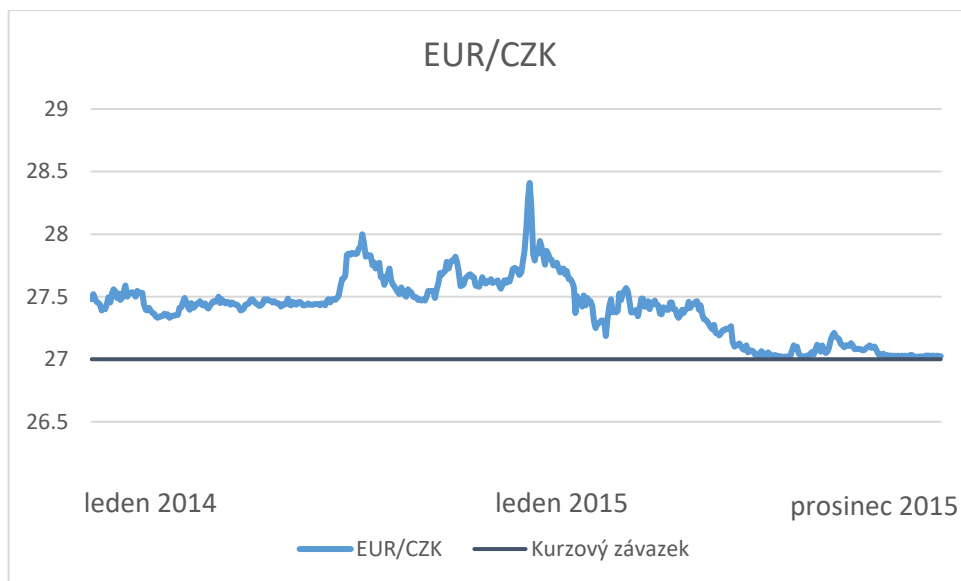
První devizové intervence proběhly v listopadu 2013, kdy Česká národní banka nakoupila eura zhruba za 202.5 miliard korun (přepočteno z eur prostřednictvím kurzu 27 CZK/EUR). Jak ukazuje graf č. 7, devizový kurz okamžitě zareagoval prudkým oslabením z původní hladiny 25.7 EUR/CZK nad úroveň kurzového závazku 27 EUR/CZK. Světle modrý sloupec představuje objem listopadových intervencí, který je uveden v miliardách korun. Devizový kurz je zde kótován podle způsobu kotace používaného na finančních trzích, v jehož případě je bazickou měnou první měna. Ve zbývajících částech této diplomové práce bude pro přehlednost používán pouze tento způsob kotace.



Graf 7: Vývoj kurzu EUR/CZK za září až prosinec 2013

Zdroj: upraveno dle (ČNB, 2017f a ČNB, 2017g).

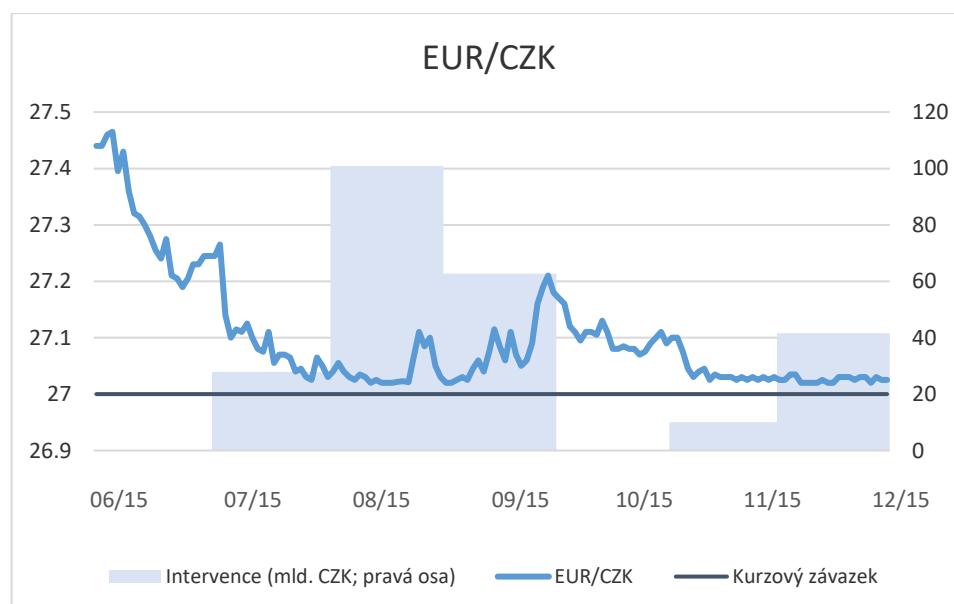
Následující měsíce se kurz pohyboval nad hranicí 27 EUR/CZK, proto dalších devizových intervencí nebylo zapotřebí. Vývoj kurzu v tomto období zobrazuje graf č. 8.



Graf 8: Vývoj kurzu EUR/CZK za leden 2014 až prosinec 2015

Zdroj: upraveno dle (ČNB, 2017f a ČNB, 2017g).

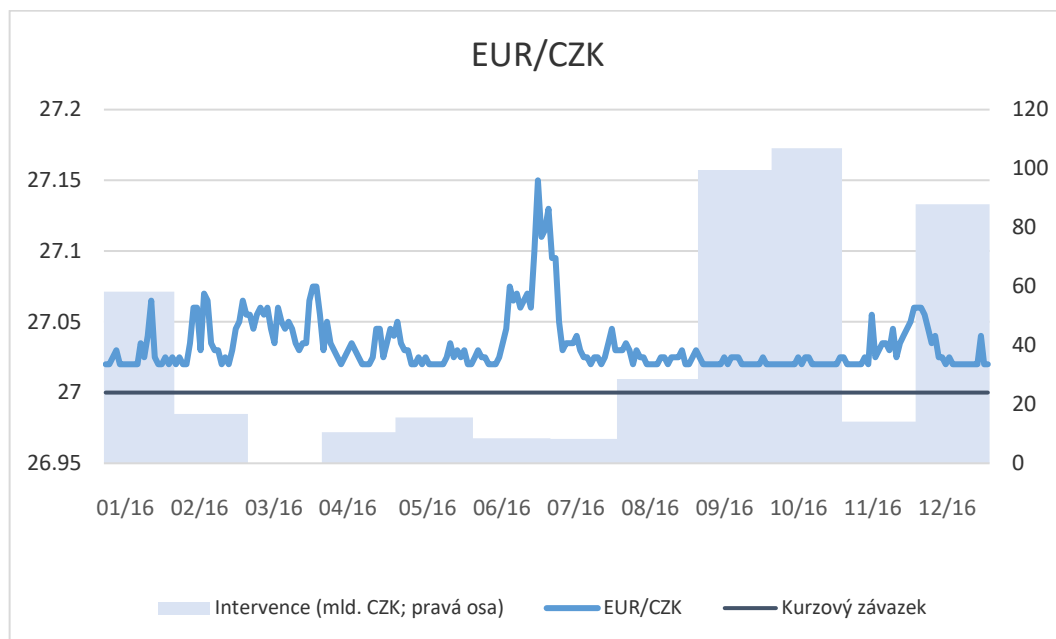
V první polovině roku 2015 devizový kurz posiloval blízko k limitní hranici kurzového závazku. Z toho důvodu v červenci zahájila Česká národní banka další vlnu intervencí, kdy nakoupila devizy za 27.9 miliard korun. O měsíc později zvýšila objem na 100.8 miliard korun a v srpnu hodnota činila 62.7 miliard korun. Jak je vidět na grafu č. 9, devizový kurz na tento podnět zareagoval oslabením k úrovni 27.2 EUR/CZK. Oslabení však mělo krátkodobý účinek a v listopadu se kurz pohyboval zpět na původní úrovni.



Graf 9: Vývoj kurzu EUR/CZK za červen až prosinec 2015

Zdroj: upraveno dle (ČNB, 2017f a ČNB, 2017g).

V roce 2016 kurz osciloval v rozmezí 27.02 a 27.075 korun za euro. V červnu došlo k náhlému oslabení na úroveň 27.15 EUR/CZK. Následující měsíc kurz posílil zpět a stagnoval pod úrovní 27.05 EUR/CZK. Česká národní banka nakoupila v září eura za 99.5 miliardy korun, na kurz však intervence neměla žádný vliv. V říjnu proto ČNB intervenovala znovu, a to o vyšším objemu 106.9 miliard korun. Kurz mírně, avšak krátkodobě oslabil až v průběhu listopadu. Veškeré objemy devizových nákupů v roce 2016 a vývoj kurzu lze vidět na grafu č. 10.

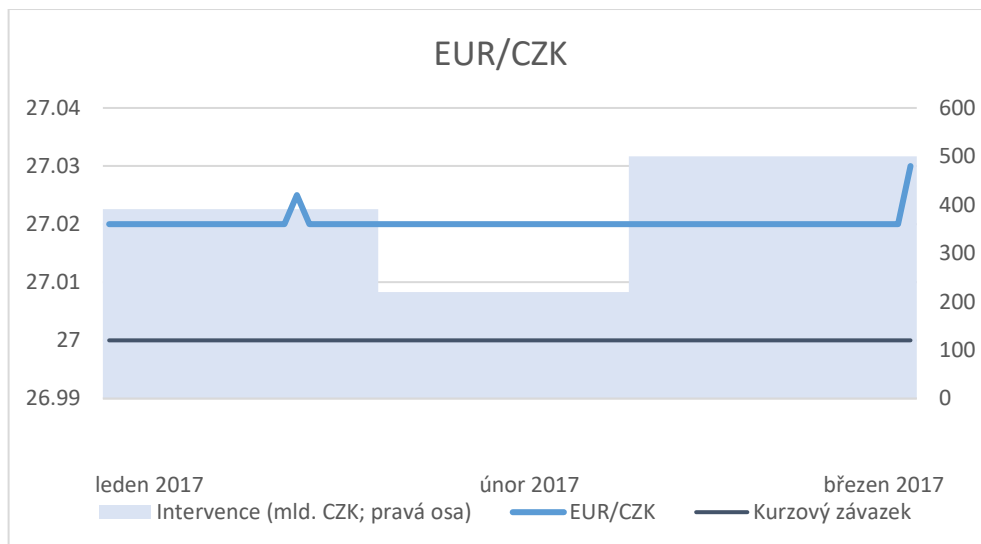


Graf 10: Vývoj kurzu EUR/CZK za leden až prosinec 2016

Zdroj: upraveno dle (ČNB, 2017f a ČNB, 2017g).

Míra inflace se po celou dobu devizových intervencí pohybovala pod spodní hranicí toleranční odchylky (1 %). Až na podzim 2016 začala postupně růst a tuto spodní hranici v listopadu protнула. Bankovní rada v prosinci po skončení zasedání uvedla, že očekává naplnění inflačního cíle na přelomu let 2017 a 2018, kdy míra inflace mírně přesáhne 2 %. Dále sdělila, že pravděpodobně ukončí kurzový závazek do poloviny roku 2017. (ČNB, 2016). To způsobilo tlak na měnový kurz ze strany spekulantů a centrální banka byla nucena v prosinci intervenovat o objemu 87.9 miliard korun. Míra inflace na základě indexu spotřebitelských cen se v prosinci zvýšila na 2 %. Tlak ze strany spekulantů zesílil a ČNB musela intervenovat pro oslabení koruny. Objem intervencí na začátku roku 2017 byl vyšší než za celou dobu od počátku kurzového závazku. Za leden a únor se jednalo dohromady o částku 610.7 miliard korun. V březnu ČNB uvedla, že k ukončení kurzového závazku může dojít kdykoliv. Trhy se začaly připravovat na možné ukončení kurzového závazku a ČNB tak byla

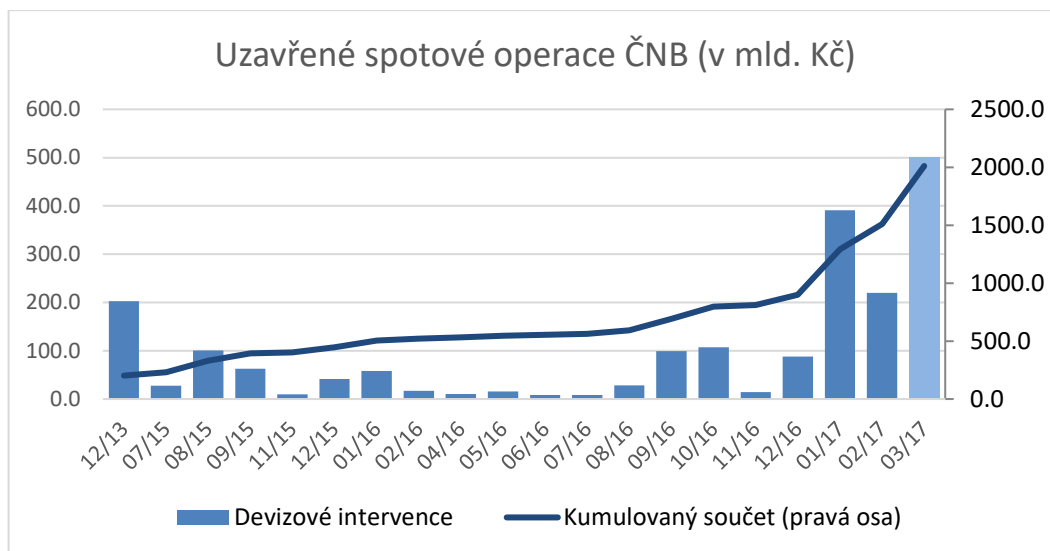
znovu nucena intervenovat. Suma březnových intervencí v době psaní této diplomové práce ještě nebyla zveřejněna. Hlavní ekonom ING Jakub Seidler odhaduje objem až na 500 miliard korun. Vývoj měnového kurzu EUR/CZK a devizové intervence za rok 2017 zobrazuje graf č. 11.



Graf 11: Vývoj kurzu EUR/CZK za leden až březen 2017

Zdroj: upraveno dle (ČNB, 2017f a ČNB, 2017g).

Dne 6. 4. 2017 bankovní rada ČNB na svém mimořádném měnově-politickém zasedání kurzový závazek ukončila. Uvedla, že pokračování v udržování kurzového závazku není nutné, jelikož došlo k naplnění vhodných podmínek pro pokračující plnění inflačního cíle. V únoru činila míra inflace 2.5 %. Vývoj měnového kurzu po ukončení závazku není zřejmý, ČNB je však připravena v případě silných výkyvů zmírnit situaci devizovými intervencemi. (ČNB, 2017i). Za celé období kurzového závazku činí objem devizových intervencí včetně odhadu Jakuba Seidlera 1 511.1 miliard korun. Vývoj devizových intervencí ilustruje graf č. 12. Úrokové sazby ponechávala Česká národní banka po celé období beze změny. Jak se vyvíjela míra inflace v průběhu období kurzového závazku, bude popsáno v následující kapitole.



Graf 12: Devizové intervence za listopad 2013 až březen 2017 (v mld. Kč)

Zdroj: upraveno dle (ČNB, 2017g).

6 DŮSLEDKY DEVIZOVÝCH INTERVENČÍ ČNB

Předmětem této kapitoly je analýza účinků devizových intervencí. Bude zkoumán vývoj míry inflace a naplnění inflačního cíle České národní banky. V souvislosti s mírou inflace bude popsán cenový vývoj ve vybraných odvětvích a účinky intervencí na tato odvětví. Jelikož kurzový závazek oslabení koruny ovlivnil zejména zahraniční obchod, bude zde uveden i vývoj exportu a importu České republiky. V neposlední řadě bude zkoumán růst hrubého domácího produktu. Výsledky je však nutné brát s rezervou, jelikož je zde mnoho dalších faktorů, které mají na uvedené veličiny vliv.

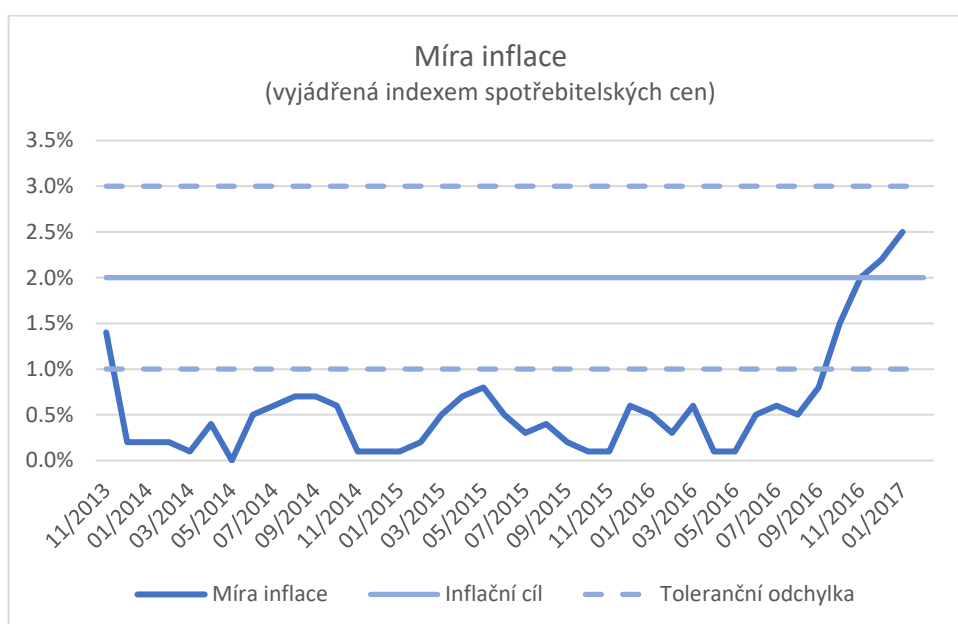
6.1 Míra inflace

Vývoj míry inflace vyjádřené indexem spotřebitelských cen v průběhu intervenčního období zobrazuje graf č. 13. Graf je vytvořen z dat meziročního indexu, který vyjadřuje míru růstu cen oproti stejnému období předchozího roku.

Česká národní banka v roce 2013 po uzavření kurzového závazku předpovídala, že míra inflace klesne pod spodní toleranční odchylku a v prvním kvartálu roku 2014 se odrazí přibližně od úrovně 0.5 %. Ve druhém kvartálu poté protne spodní toleranční odchylku a k inflačnímu dvouprocentnímu cíli se vyšplhá ke konci roku. Jak ale vyplývá z dat, jež jsou zobrazeny na grafu, tato prognóza se nenaplnila. Míra inflace vyjádřená indexem spotřebitelských cen ještě v roce 2013 klesla na úroveň 0.2 %. Minima dosáhla v květnu 2014, kdy činila 0 %. Od poloviny roku 2014 se tempo růstu cen zvýšilo, ale ke konci roku náhle míra inflace klesla na hodnotu 0.1 %. Vliv na tento pokles měla mimo jiné snižující se cena ropy. Průběh roku 2014 doprovázel nejslabší cenový růst od roku 2003, jehož podnětem byla zejména deflace v eurozóně, která pronikla do České republiky prostřednictvím dovozních cen. (DUBSKÁ a kol., 2015).

V roce 2015 byla míra inflace stále pod spodní toleranční hranicí a činila 0.3 %. Hlavním podnětem nízkého cenového vývoje v tomto roce byl především nabídkový faktor, a to snížení cen ropy. Dalším činitelem byly například klesající ceny zpracovatelského průmyslu v eurozóně, které měly vliv na dovozní ceny do České republiky. (KAMENICKÝ a KUČERA, 2016). Tempo cenového růstu během roku 2015 oscilovalo, avšak stále pod cílovým pásmem České národní banky. Nejvyššího cenového růstu bylo dosaženo v červnu, kdy míra inflace činila konkrétně 0.8 %. Od této doby nastala opět deflační tendence a na konci roku se míra inflace pohybovala na úrovni 0.1 %.

Za rok 2016 ceny meziročně vzrostly o 0.7 %, což je nejvyšší roční hodnota za období devizových intervencí. Začátkem roku ceny mírně rostly, ale v květnu a v červnu míra inflace činila pouze 0.1 %. Růst spotřebitelských cen byl zpomalen především vývojem cen pohonných hmot a klesajícími cenami potravin. Od července se tempo cenového růstu postupně zvyšovalo. Vliv cen ropy na cenovou hladinu oslabil, jelikož mírně rostly. V listopadu míra inflace s hodnotou 1.5 % protнула spodní toleranční hranici. V prosinci se zvýšila na 2.0 %, což odpovídalo inflačnímu cíli. Podnětem růstu celkové cenové hladiny byly ceny potravin a nealkoholických nápojů, které po dva roky meziročně klesaly a ke konci roku zaznamenaly poprvé meziroční růst. (KAMENICKÝ a SÚKUPOVÁ, 2017). Vliv cen potravin a nealkoholických nápojů je významný z toho důvodu, neboť tyto ceny mají druhou nejvyšší váhu v indexu spotřebitelských cen. Začátkem roku 2017 ceny meziročně dále mírně rostly.



Graf 13: Míra inflace za listopad 2013 až únor 2017

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

Následující tabulka č. 5 obsahuje data meziročního indexu spotřebitelských cen za rok 2016. Data potvrzují, že největší podíl na růstu míry inflace vyjádřené tímto indexem měly ceny potravin a nealkoholických nápojů. V době, kdy se míra inflace vrátila do cílového pásma, tedy v listopadu, ceny potravin a nealkoholických nápojů meziročně vzrostly o 1.6 %. V prosinci se meziročně zvýšily dokonce o 3.3 %. Z uvedených dat vyplývá, že další významný vliv na růstu cenové hladiny měly ceny dopravy, které mají v indexu spotřebitelských cen třetí nejvyšší váhu. Tyto ceny během roku 2016 meziročně klesaly. V listopadu poprvé zaznamenaly meziroční růst 1 % a v prosinci vzrostly o 2.5 %.

Jak lze vidět v tabulce, ceny všech složek spotřebního koše v listopadu a v prosinci meziročně rostly. U některých složek se jedná pouze o mírný růst. Výjimkou jsou ceny pošty a telekomunikací, které v uvedené měsíce meziročně klesaly. Položka bytové vybavení, zařízení domácností a opravy zaznamenala v listopadu slabý meziroční růst a v prosinci se její ceny snížily o 1.2 %.

Z pohledu míry inflace vyjádřené indexem spotřebitelských cen byly devizové intervence České národní banky účinné. Byl splněn inflační cíl, jelikož index zaznamenal v prosinci 2016 meziroční růst cen 2 % a začátkem roku 2017 ceny dále mírně rostly. Růst cen se promítl u všech složek spotřebního koše s uvedenými výjimkami.

Tabulka 5: Meziroční index spotřebitelských cen v roce 2016

| Měsíc | 01 | 02 | 03 | 04 | 05 | 06 | 07 | 08 | 09 | 10 | 11 | 12 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Úhrn | 100.6 | 100.5 | 100.3 | 100.6 | 100.1 | 100.1 | 100.5 | 100.6 | 100.5 | 100.8 | 101.5 | 102.0 |
| Potraviny a nealkoholické nápoje | 98.0 | 98.4 | 98.4 | 98.3 | 97.5 | 96.9 | 99.3 | 99.5 | 98.7 | 98.8 | 101.6 | 103.3 |
| Alkoholické nápoje, tabák | 104.5 | 103.2 | 102.9 | 105.2 | 104.0 | 103.9 | 104.3 | 104.8 | 104.4 | 104.8 | 105.7 | 104.9 |
| Odivání a obuv | 102.1 | 102.6 | 102.5 | 101.9 | 101.9 | 101.5 | 102.6 | 102.1 | 101.1 | 101.8 | 101.2 | 101.0 |
| Bydlení, voda, energie, paliva | 101.0 | 100.8 | 100.8 | 100.9 | 100.3 | 100.3 | 100.3 | 100.4 | 100.4 | 100.5 | 100.5 | 100.7 |
| Bytové vybavení, zařízení domácnosti; opravy | 100.0 | 100.2 | 100.0 | 99.5 | 99.4 | 99.6 | 99.9 | 99.8 | 100.2 | 100.3 | 100.1 | 98.8 |
| Zdraví | 102.2 | 102.0 | 103.0 | 102.7 | 102.6 | 102.7 | 102.7 | 102.7 | 102.6 | 103.0 | 102.5 | 102.9 |
| Doprava | 97.5 | 97.8 | 96.4 | 96.8 | 96.9 | 97.7 | 97.5 | 97.1 | 98.4 | 99.9 | 101.0 | 102.5 |
| Pošty a telekomunikace | 99.1 | 99.0 | 99.1 | 99.0 | 99.5 | 99.9 | 100.0 | 100.1 | 100.3 | 100.3 | 99.1 | 99.1 |
| Rekreace a kultura | 102.7 | 102.8 | 102.4 | 101.9 | 101.7 | 101.4 | 100.7 | 100.7 | 100.9 | 100.7 | 101.0 | 100.0 |
| Vzdělávání | 101.2 | 101.1 | 101.1 | 101.0 | 101.0 | 101.1 | 101.1 | 101.1 | 101.9 | 101.9 | 101.9 | 101.9 |
| Stravování a ubytování | 101.1 | 101.1 | 101.3 | 101.2 | 101.0 | 101.1 | 101.2 | 101.2 | 101.1 | 101.5 | 102.2 | 104.4 |
| Ostatní zboží a služby | 100.4 | 100.2 | 100.7 | 100.7 | 101.2 | 101.0 | 101.5 | 101.3 | 101.0 | 101.2 | 101.7 | 101.7 |

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

6.2 Vývoj cen výrobců vybraných odvětví

V této kapitole bude zkoumán účinek devizových intervencí České národní banky na vybraná odvětví na základě dat cenových indexů výrobců.

a. Průmysl a energetika

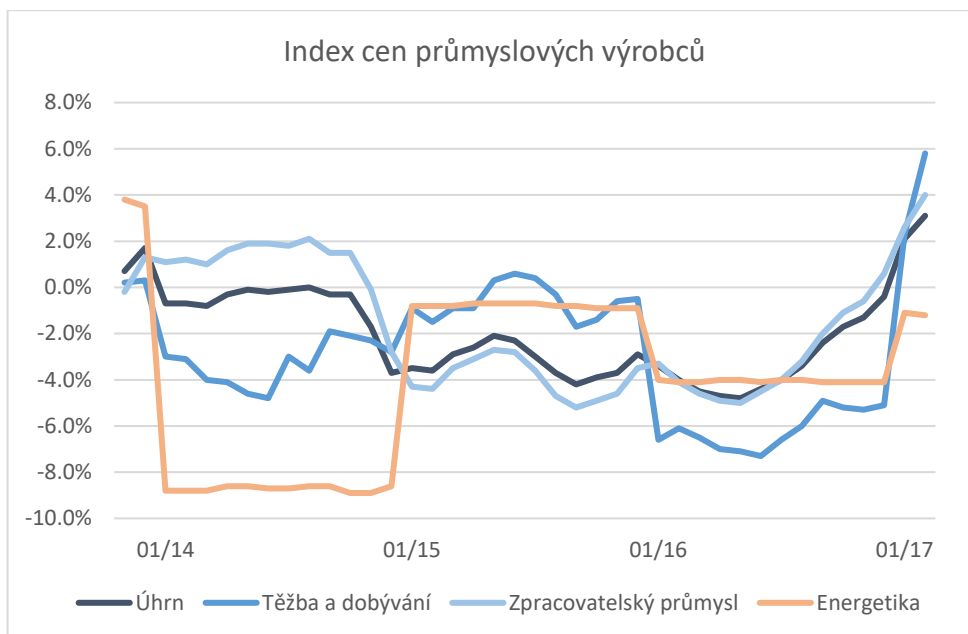
Index cen průmyslových výrobců, který vyjadřuje změnu cen oproti stejnému měsíci předchozího roku, měsíc po listopadových intervencích 2013 vykazoval meziroční zvýšení cen o 1.7 %. Od začátku roku 2014 se však průmysloví výrobci ocitli v deflaci. Jak vyplývá z dat tohoto indexu, které znázorňuje graf č. 14, největší podíl na poklesu cen mělo odvětví

energetiky a těžebního průmyslu. Ceny dodávek elektřiny a plynu začátkem roku razantně zlevnily. V prosinci 2013 meziročně vzrostly o 3.5 % a v lednu 2014 se meziročně snížily o 8.7 %. Ceny těžebního průmyslu v lednu 2014 zaznamenaly meziroční pokles 3 % a dále se snižovaly. Na zlevnění cen v odvětví těžebního průmyslu měly hlavní vliv již třetím rokem snižující se ceny uhlí. (DUBSKÁ a kol., 2015). Jediné odvětví zpracovatelského průmyslu doprovázel meziroční cenový růst. V deflaci se toto odvětví ocitlo až v listopadu 2014, kdy jeho ceny začaly prudce zlevňovat. V září 2015 ceny zpracovatelského průmyslu meziročně klesly až o 5.2 %. Tento pokles ovlivnily i zlevňující ceny ropy.

Snížení cen zpracovatelského průmyslu ještě více prohloubilo deflaci v průmyslu jako celku. Za rok 2015 index cen průmyslových výrobců meziročně klesl o 3.2 %. Začátkem roku 2016 došlo k dalšímu meziročnímu poklesu. Nejvíce se snížily ceny těžebního průmyslu, které v červnu meziročně klesly o 7.3 %. Od poloviny roku se situace začala zlepšovat, na čemž má podíl mírné zvýšení cen ropy a také zmírnění poklesu cen potravin. Přesto index cen průmyslových výrobců za rok 2016 zaznamenal meziroční pokles o 3.3 %, což je o desetinu procenta více než předchozí rok.

Index cen průmyslových výrobců od poloviny roku 2016 koreloval s mírou inflace vyjádřenou indexem spotřebitelských cen a poprvé meziročně vzrostl v lednu 2017 o 2.1 % a v únoru o 3.1 %. Nejvíce zdražily ceny těžebního průmyslu, které v lednu meziročně vzrostly o 5.8 %. Ceny ve zpracovatelském průmyslu se zvýšily o 4 % a ceny energetiky stále meziročně klesaly.

V průběhu let neměly devizové intervence České národní banky s cílem zvýšit cenovou hladinu na ceny průmyslových výrobců žádný účinek. Na deflaci průmyslových výrobců měl největší vliv pokles cen ve zpracovatelském průmyslu a klesající světové ceny ropy. Index cen zaznamenal meziroční růst až počátkem roku 2017.



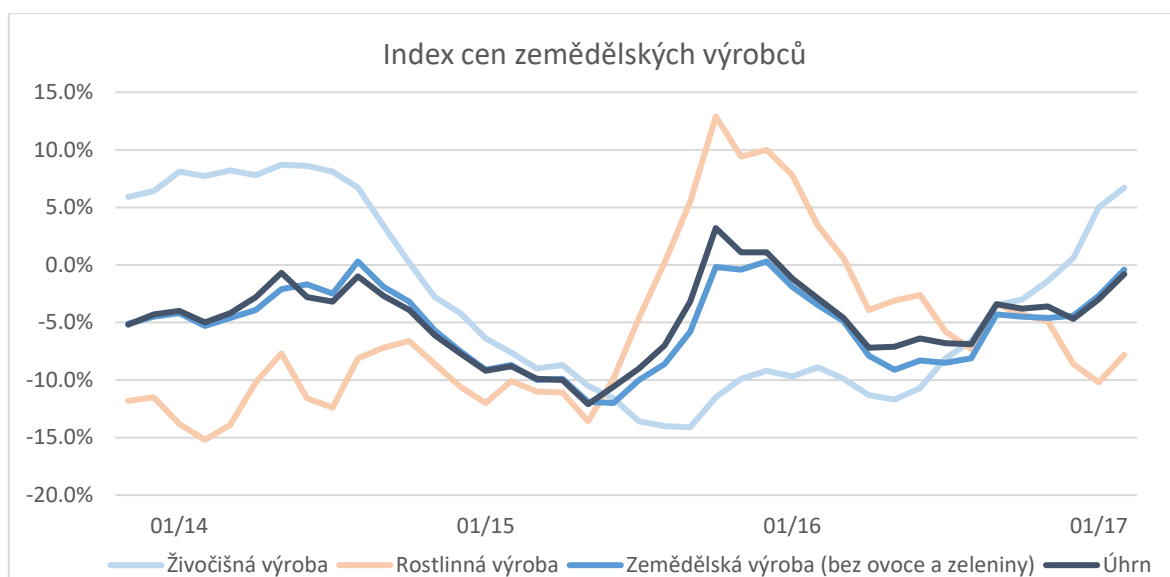
Graf 14: Meziroční index cen průmyslových výrobců za listopad 2013 až únor 2017

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

b. Zemědělství

Vývoj cen zemědělských výrobců zobrazuje graf č. 15, jehož zdrojem jsou data meziročního indexu zemědělských výrobců. S výjimkou v roce 2015 se odvětví zemědělství pohybovalo po celé období devizových intervencí v deflaci. Za rok 2014 ceny meziročně klesly o 3.7 %. Podnětem byla dobrá úroda, která zlevnila ceny rostlinné výroby. O rok později došlo k ještě výraznějšímu propadu cen, kdy meziroční pokles činil -6.2 %. V květnu 2015 ceny meziročně klesly až o 12.1 %. Hlavními faktory byly nízké ceny rostlinné výroby a zlevňující ceny živočišné výroby, jelikož byl zakázán dovoz zemědělských produktů do Ruska a byly zrušeny mléčné kvóty. (KAMENICKÝ a KUČERA, 2016). Od poloviny roku 2015 se tempo poklesu cen zemědělských výrobců zmírnilo. Ke konci roku index zaznamenal meziroční růst, v říjnu hodnota činila konkrétně 3.2 %. Důvodem tohoto růstu byly zejména zvyšující se ceny rostlinné výroby, které od srpna 2015 do března 2016 vzrostly meziročně v průměru o 6.2 %. V roce 2016 se odvětví zemědělství ocitlo opět v deflaci. Ceny meziročně klesly o 4.9 %. Příčinou je především opět cenový pokles rostlinné výroby.

Z dat indexu zemědělských výrobců vyplývá, že devizové intervence cenový růst v tomto odvětví nepodpořily. Deflační tendence zde byla i na začátku roku 2017, i když míra inflace vyjádřená indexem spotřebitelských cen již splňovala inflační cíl.



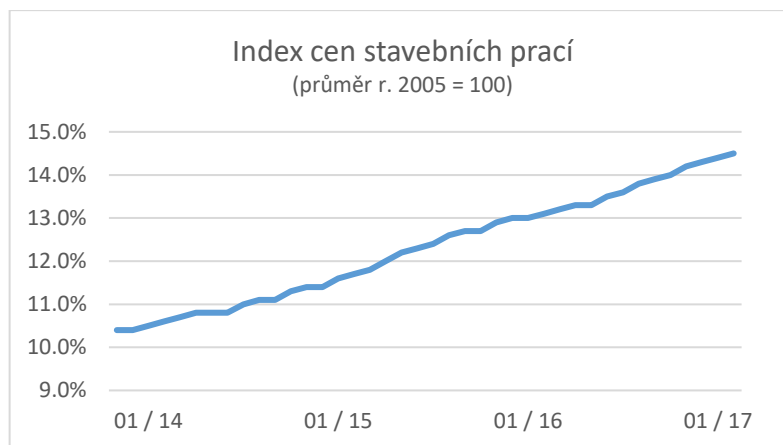
Graf 15: Meziroční index cen zemědělských výrobců za listopad 2013 až únor 2017

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

c. Stavebnictví

Index cen stavebních prací měl po několik let klesající trend. V srpnu 2013 se tento trend otočil a ceny začaly růst. Za rok 2014 se ceny v odvětví stavebnictví zvýšily o 0.5 %. Jedná se o první růst od roku 2009. (DUBSKÁ a kol., 2015). V roce 2015 se tempo cenového růstu zvýšilo, roční nárůst činil 1.2 %. Hlavním podnětem zdražování bylo dočerpávání peněžních prostředků z fondů Evropské unie. (KAMENICKÝ a KUČERA, 2016). Rostoucí cenový trend pokračoval až do roku 2017. Tento trend lze vidět na grafu č. 16, který zobrazuje vývoj indexu cen stavebních prací.

Ani na ceny stavebních prací neměly devizové intervence účinek. Efekt měnové politiky se neprojeví na cenách v tak krátkém období a byl zde také náznak růstu již v druhé polovině roku 2013. Hlavním důvodem růstu cen bylo již zmíněné dočerpávání peněz z fondů Evropské unie.



Graf 16: Index cen stavebních prací za listopad 2013 až únor 2017

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

d. Doprava

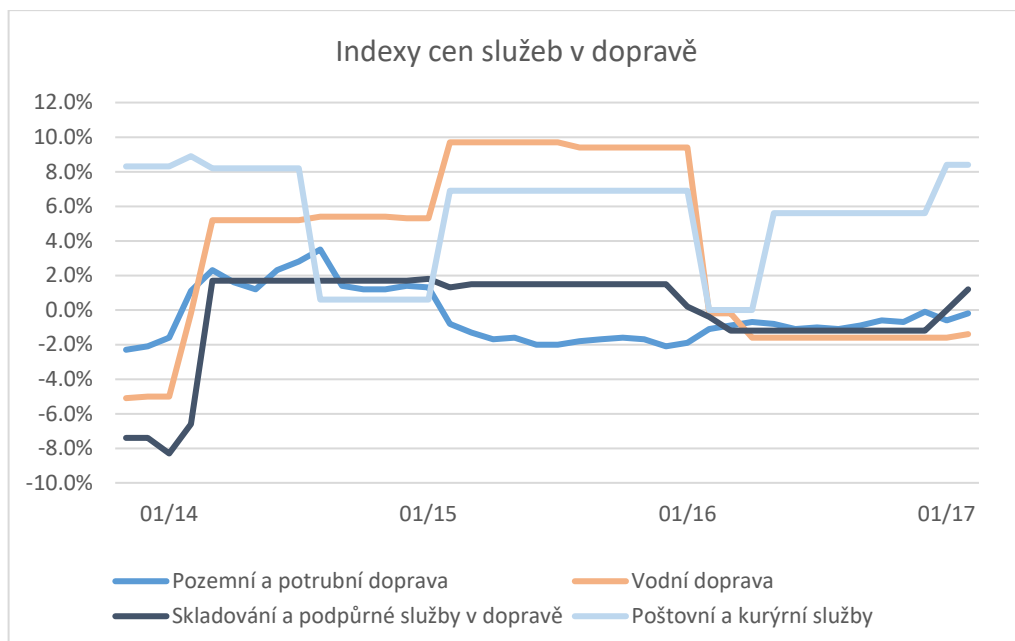
Vývoj cen dopravy bude zkoumán na základě dat meziročního indexu cen tržních služeb. Tato data zobrazuje graf č. 17.

Počátkem roku 2014 došlo k výraznému meziročnímu růstu cen pozemní a potrubní dopravy, vodní dopravy a skladování a podpůrných služeb. Ceny poštovních a kurýrních služeb zůstávaly neměnné až do srpna, kdy se meziroční růst snížil na 0.6 %.

V roce 2015 ceny všech uvedených služeb dopravy rostly. Nejvíce se meziročně zvýšily ceny vodní dopravy, a to o 9.2 %. Výjimkou je pozemní a potrubní doprava, jejíž ceny meziročně klesly o 1.4 %, což může být následkem zlevnění cen ropy.

O rok později ceny naopak meziročně klesly, nejvíce u skladování a podpůrných služeb v dopravě, a to o 1 %. Jediné poštovní a kurýrní služby zaznamenaly roční růst 4.3 %.

V únoru 2017, kdy míra inflace již splňovala inflační cíl a činila 2.5 %, meziročně rostly pouze ceny poštovních a kurýrních služeb, skladování a podpůrných služeb. Vodní, pozemní a potrubní doprava byla v mírné deflaci. Na základě dat těchto cenových indexů lze soudit, že devizové intervence neměly na odvětví dopravy vliv.



Graf 17: Meziroční indexy cen služeb dopravy za listopad 2013 až únor 2017

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

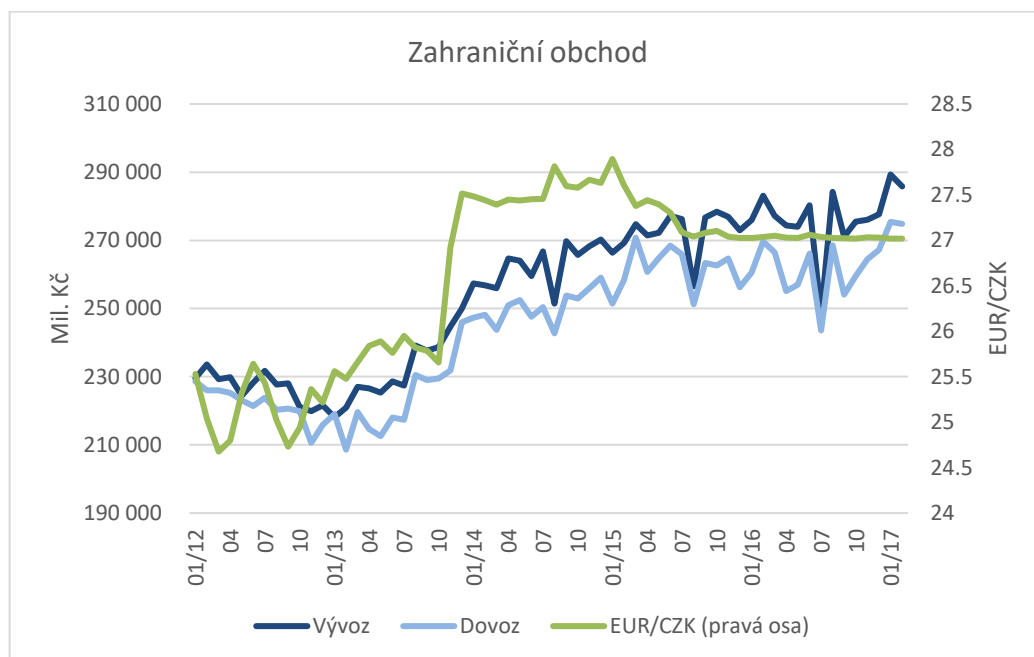
6.3 Export a import

Změna devizového kurzu se projeví především na zahraničním obchodu. Následkem oslabení kurzu se ceny dovozu zvýší a ceny vývozu sníží. Poptávka po importovaném zboží by se tedy měla snižovat společně s celkovou hodnotou dovozu. Naopak hodnota vývozu by se měla zvyšovat. Jak je vidět na grafu č. 18, devizové intervence podpořily zahraniční obchod. Vývoz se v době oslabení devizového kurzu na konci roku 2013 zvýšil dle předpokladu a postupně rostl až do první poloviny roku 2015. Meziroční nárůst celkové hodnoty vývozu v roce 2014 činil 13 %. Od roku 2015 se devizový kurz ustálil blízko u hladiny 27 EUR/CZK a tempo růstu vývozu zpomalovalo, meziroční nárůst činil 3.6 % a v roce 2016 pouze 1.5 %.

Objem dovozu koreloval s vývojem vývozu. Ačkoli se mělo tempo růstu dovozu následkem oslabení kurzu snížit, v roce 2014 meziročně vzrostl o 12.1 %, tedy skoro stejnou mírou, jako vývoz. Za rok 2015 meziročně vzrostl o 4.3 %, což je již vyšší nárůst než u vývozu. O rok později hodnota vzrostla pouze o 0.4 %.

Oslabení koruny mělo podpořit vývoz, avšak účinek dle tohoto předpokladu byl pouze počáteční. V průběhu následujících let sice vývoz meziročně rostl, ale tempo růstu se snižovalo. Dovoz mělo oslabení koruny naopak snížit, což v podstatě bylo splněno, jelikož po razantním počátečním nárůstu se tempo růstu meziročně zpomalovalo. Bilance zahraničního obchodu

se zbožím v průběhu devizových intervencí meziročně rostla s výjimkou roku 2015, kdy se meziročně snížila o 10.3 %.



Graf 18: Zahraniční obchod se zbožím za leden 2012 až únor 2017 (běžné ceny)

Zdroj: upraveno dle (ČNB, 2017f a ČSÚ).

Tabulka č. 6 zobrazuje index vývozních a dovozních cen za jednotlivá čtvrtletí. Index představuje procentuální změnu oproti stejnému čtvrtletí předchozího roku. Z dat vyplývá, že devizové intervence zvýšily dovozní i vývozní ceny. V prvním kvartálu 2014 se dovozní ceny meziročně zvýšily o 2.4 % a vývozní o 4.1 %. Během roku ale počáteční účinek oslabení devizového kurzu přestával na ceny dovozu působit. Za rok 2014 dovozní ceny meziročně vzrostly o 1.9 %. Postupně se však do České republiky začala opět dovážet deflace. V roce 2015 klesly ceny dovozu o 2 %. Zdrojem nízkých cen byla především klesající cena ropy a ceny ve zpracovatelském průmyslu v eurozóně, jak již bylo zmíněno dříve. Tento pokles dovozních cen byl hlavní příčinou deflace v odvětví průmyslu a odrážel se i ve spotřebitelských cenách. (KAMENICKÝ a KUČERA, 2016). V roce 2016 došlo ještě k většímu snížení dovozních cen, které meziročně klesly o 4 %. Dezinflační tlaky se od třetího čtvrtletí zmírňovaly. Ve čtvrtém kvartálu činilo meziroční snížení cen dovozu pouze 0.4 % a v prosinci dokonce meziročně vzrostly, což podpořilo rostoucí míru inflace.

Vývozní ceny za rok 2014 meziročně vzrostly o 3.6 %, což je vyšší nárůst než u dovozních cen. Pozitivní ovlivnění vývozních cen devizovými intervencemi postupně přestávalo působit a od prvního kvartálu roku 2015 ceny začaly meziročně klesat. Za celý rok 2015 meziročně

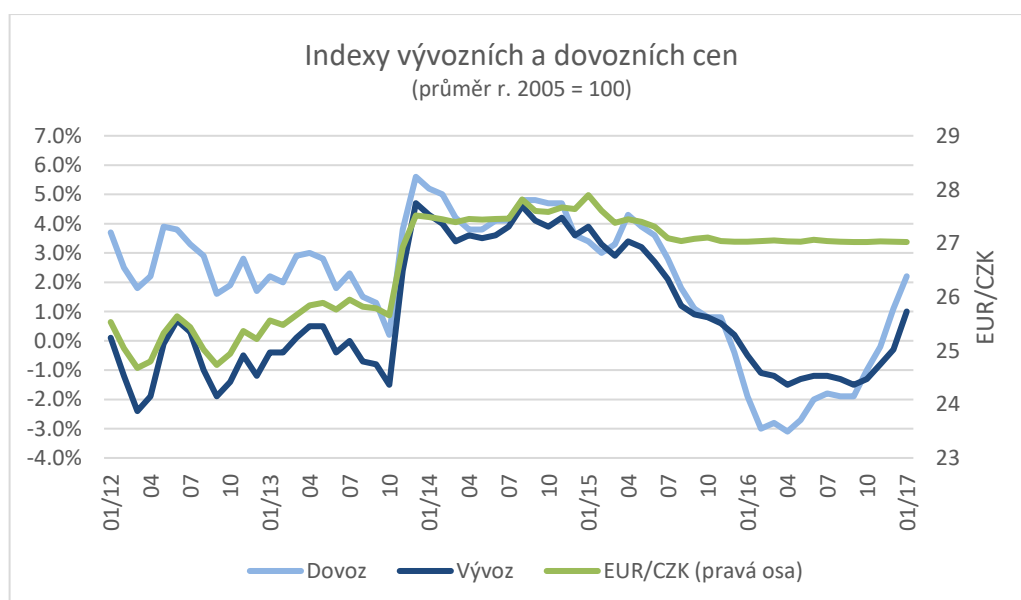
klesly o 1.7 %. V roce 2016 meziroční snížení bylo ještě vyšší a činilo -3.1 %, avšak v průběhu roku se tempo poklesu zpomalovalo.

Tabulka 6: Meziroční index cen vývozu a dovozu

| | Vývoz | Dovoz |
|-------|-------|-------|
| 3Q | 0.4% | -0.9% |
| 4Q | 2.9% | 1.0% |
| 1Q/14 | 4.1% | 2.4% |
| 2Q | 3.4% | 1.3% |
| 3Q | 4.7% | 2.8% |
| 4Q | 2.0% | 1.1% |
| 1Q/15 | -0.5% | -1.5% |
| 2Q | -0.5% | 0.0% |
| 3Q | -2.7% | -2.6% |
| 4Q | -3.2% | -3.8% |
| 1Q/16 | -4.2% | -5.6% |
| 2Q | -4.3% | -6.3% |
| 3Q | -2.7% | -3.7% |
| 4Q | -1.3% | -0.4% |

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

Graf č. 19 doplňuje vývoj vývozních a dovozních cen z dlouhodobějšího hlediska a přinese také přehlednější představu o cenovém vývoji nežli tabulka s daty. Zdrojem tohoto grafu jsou měsíční data indexu vývozních a dovozních cen. Základní hodnotou pro procentuální porovnání je průměrná hodnota roku 2005.



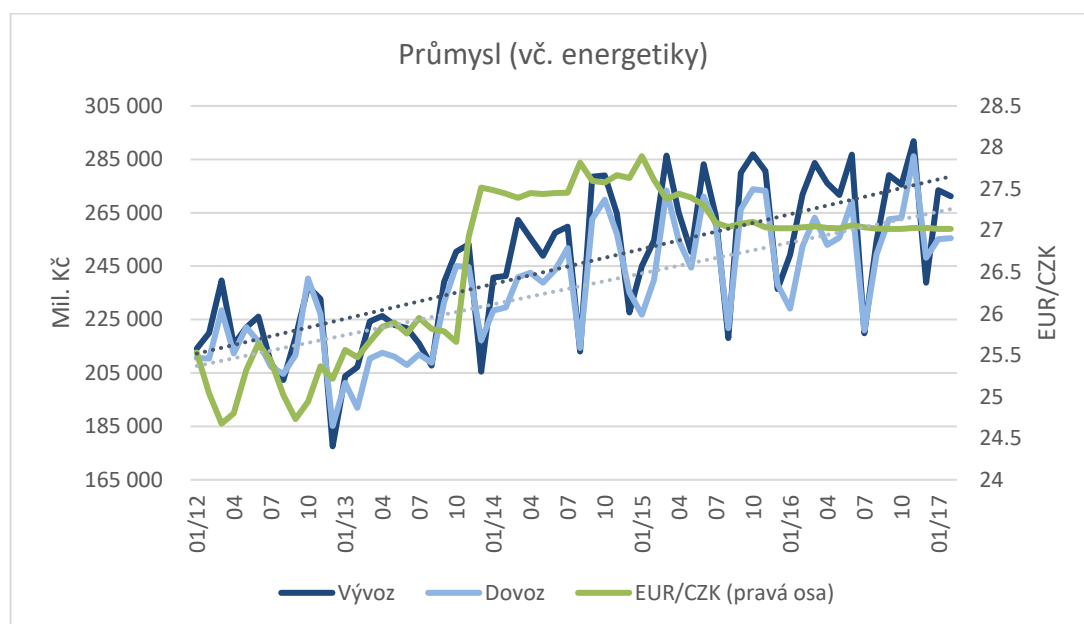
Graf 19: Indexy vývozních a dovozních cen za leden 2012 až leden 2017

Zdroj: upraveno dle (ČNB, 2017f a ČSÚ).

6.3.1 Zahraniční obchod z hlediska vybraných odvětví

Zahraniční obchod bude následovně zkoumán z hlediska vybraných odvětví. Grafy uvedené níže zobrazují vývoj dovozu a vývozu zboží z odvětví průmyslu, energetiky a zemědělství. Pro stavebnictví a dopravu nebyla data součástí.

Vývoj zahraničního obchodu v odvětví průmyslu zachycuje graf č. 20. Po oslabení devizového kurzu se hodnoty dovozu i vývozu výrazně zvýšily. Meziroční nárůst vývozu v roce 2014 byl 13.1 % a dovozu 12.3 %. Následně se tempo růstu zpomalovalo a svým vývojem korespondovalo s vývojem celkového zahraničního obchodu.

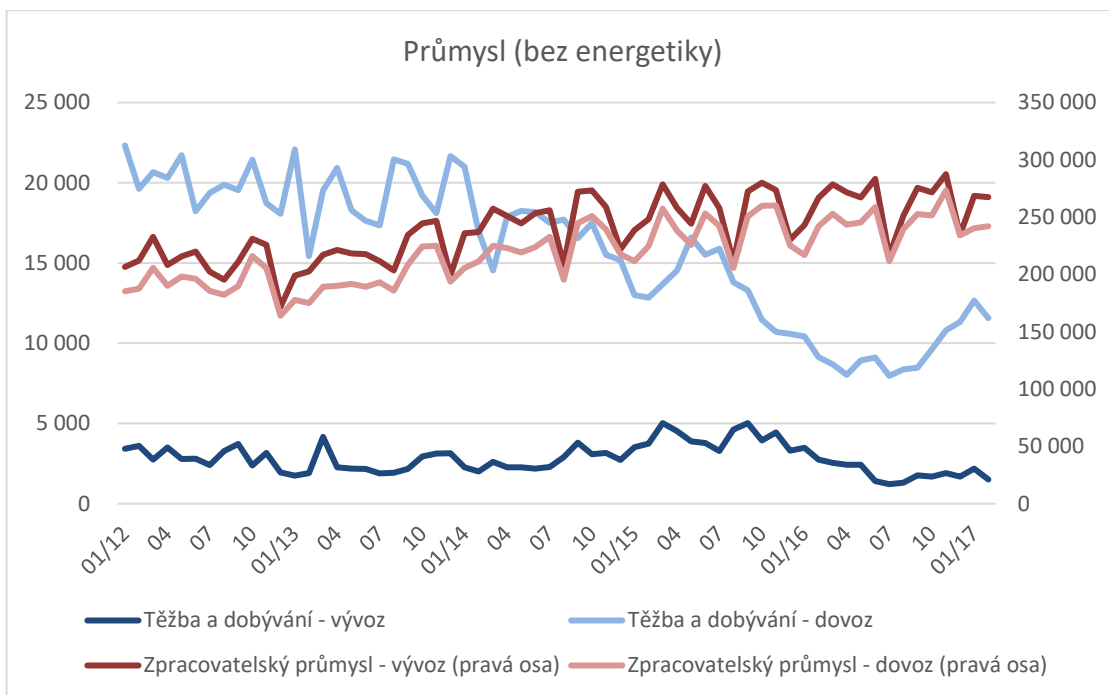


Graf 20: Průmysl celkem - vývoz a dovoz zboží za leden 2012 až únor 2017 (v mil. Kč)

Zdroj: upraveno dle (ČNB, 2017f a ČSÚ).

Pokud se průmysl rozloží na dílčí složky (viz. graf č. 21 a č. 22.), je vidět, že k největším změnám v průběhu intervenčního období docházelo u energetiky a dovozu produktů těžebního průmyslu. Hodnota tohoto dovozu se snížila do poloviny roku 2016 zhruba o 39 %. Hlavní vliv na snížení cen těžebního průmyslu měly klesající ceny uhlí. Pokles dovozu nelze přiřadit vlivu devizových intervencí.

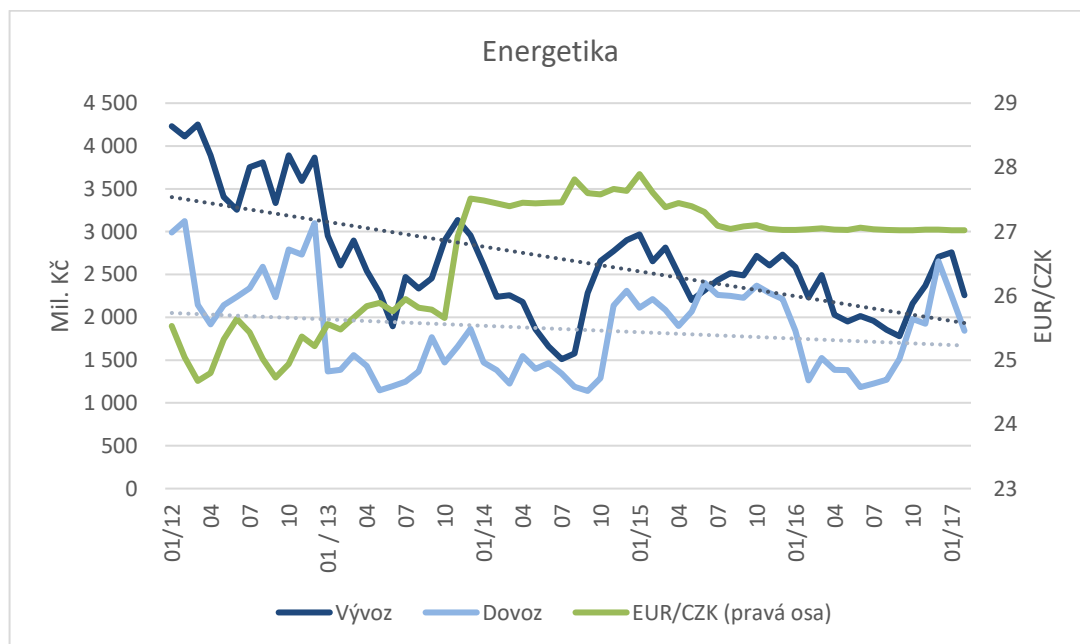
Na růstu vývozu a dovozu průmyslu jako celku se v roce 2014 z podstatné části podílel zpracovatelský průmysl. Hodnota jeho vývozu meziročně vzrostla o 13.5 % a dovozu o 14.8 %. Následně se tempo růstu obou hodnot snižovalo jako tempo růstu celkového průmyslu. Z těchto dat plyne, že oslabení devizového kurzu mělo na zpracovatelský průmysl počáteční vliv.



Graf 21: Průmysl - vývoz a dovoz zboží za leden 2012 až únor 2017 (v mil. Kč)

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

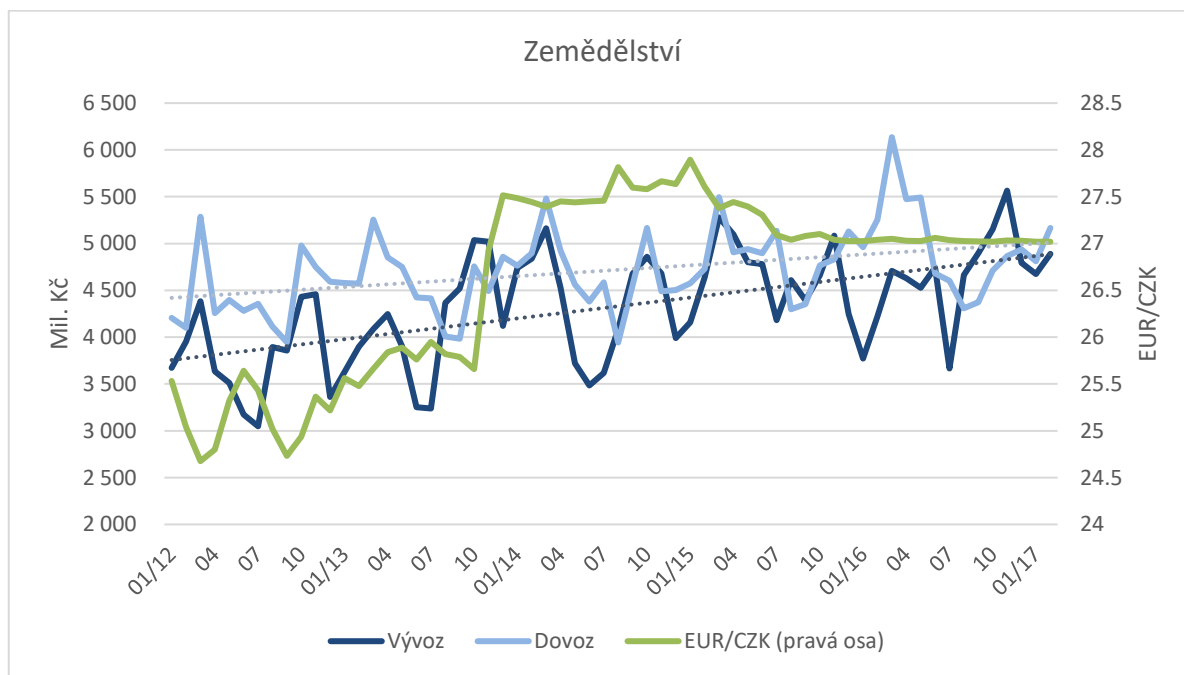
Na grafu č. 22 je znázorněn vývoj zahraničního obchodu energetiky. Meziroční změny vývozu i dovozu jsou značně rozkolísané. Pokles hodnot v roce 2014 byl způsoben především světovým poklesem cen energií. Vývoj zahraničního obchodu neodpovídá vývoji celkového zahraničního obchodu se zbožím. Devizové intervence zde neměly zřejmý vliv.



Graf 22: Energetika - vývoz a dovoz zboží za leden 2012 až únor 2017 (v mil. Kč)

Zdroj: upraveno dle (ČNB, 2017f a ČSÚ).

Vývoz i dovoz zemědělských produktů měly rostoucí trend již před oslabením devizového kurzu, jak je zobrazeno na grafu č. 23. Tempo růstu hodnoty dovozu se po oslabení koruny postupně mírně snižovalo. Nedošlo zde k značnému prvotnímu nárůstu jako u celkového zahraničního obchodu. Za rok 2014 vývoz meziročně vzrostl o 6.2 %, o rok později o 6.8 % a v roce 2016 se meziročně snížil o 1.1 %. Dovoz naopak za rok 2016 meziročně vzrostl o 3 %. Na zahraniční obchod zemědělských produktů neměly devizové intervence zřejmý vliv, vývoj neodpovídá celkovému zahraničnímu obchodu se zbožím.



Graf 23: Zemědělství - vývoz a dovoz zboží za leden 2012 až únor 2017 (v mil. Kč)

Zdroj: upraveno dle (ČNB, 2017f a ČSÚ).

V tabulce č. 7 se nachází údaje cen dovozu dodávek a ceny vývozu výstupu jednotlivých odvětví. Data byla bohužel v době tvorby této diplomové práce dostupná nejvýše pro rok 2015. Další slabou stránkou je dostupnost pouze v ročním úhrnu.

Hodnota vývozu se po oslabení kurzu zvyšovala dle předpokladu u všech uvedených odvětví s výjimkou energetiky. Důvodem byl světový pokles cen energií. Mezi lety 2012 a 2013 se dovoz u energetiky snížil téměř o polovinu. Vývoz však rostl minimálně již od roku 2011 kromě stavebnictví, kde došlo v roce 2013 k propadu.

Cena dovozu dodávek do odvětví zemědělství a dopravy rostla po oslabení koruny přibližně stejným tempem jako před intervencemi. V případě průmyslu došlo v roce 2014 ke zvýšení tempa růstu dovozu, na čemž mají podíl i rostoucí dovozní ceny energetiky. Ceny u stavebnictví se příliš neměnily.

Devizové intervence vývoj dovozu dodávek a vývozu produktu jednotlivých odvětví viditelně neovlivnily. K vyššímu meziročnímu růstu obou hodnot v souladu s vývojem zahraničního obchodu došlo v roce 2014 pouze u odvětví průmyslu.

Tabulka 7: Vývoz produktu a dovoz dodávek dle odvětví (v mil. Kč, běžné ceny)

| | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Zemědělství | dovoz | 50 875 | 53 620 | 55 487 | 57 056 | 63 506 |
| | vývoz | 38 916 | 46 064 | 49 604 | 52 828 | 57 843 |
| Průmysl | dovoz | 2 398 494 | 2 537 358 | 2 553 307 | 2 882 891 | 3 089 523 |
| | vývoz | 2 395 419 | 2 587 219 | 2 646 687 | 3 009 216 | 3 195 504 |
| Energetika | dovoz | 34 719 | 31 353 | 18 882 | 22 520 | 30 506 |
| | vývoz | 38 852 | 53 506 | 38 315 | 35 258 | 43 957 |
| Stavebnictví | dovoz | 9 537 | 11 895 | 9 805 | 9 826 | 9 435 |
| | vývoz | 15 136 | 16 321 | 11 951 | 14 698 | 17 725 |
| Doprava | dovoz | 55 689 | 55 845 | 59 625 | 60 182 | 65 408 |
| | vývoz | 137 860 | 141 323 | 147 727 | 162 277 | 176 447 |

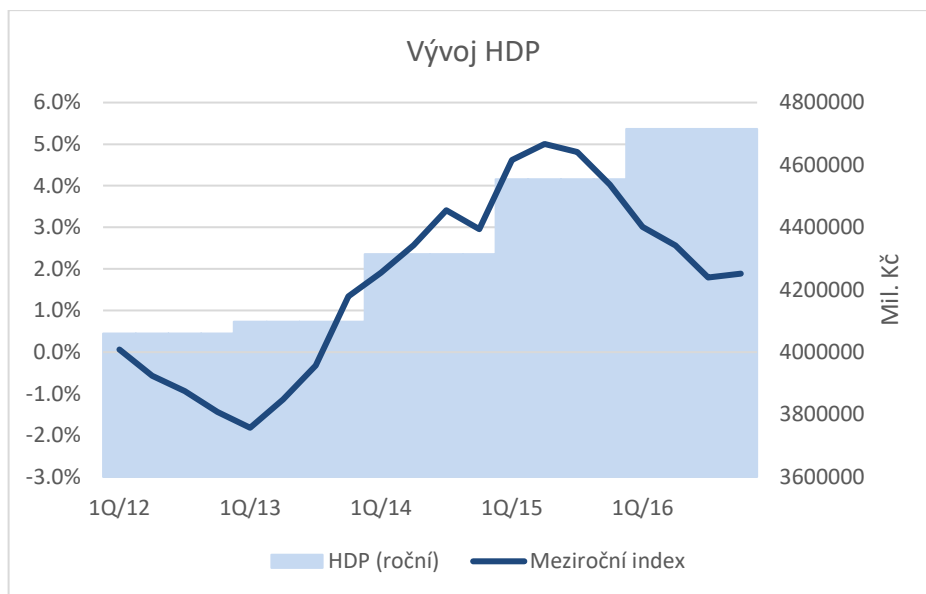
Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

6.4 HDP

Hrubý domácí produkt začal meziročně růst již před oslabením devizového kurzu, jak je vidět na grafu č. 24. Graf zobrazuje sezónně očištěný meziroční index vývoje HDP ve stálých cenách a celkovou roční hodnotu HDP v běžných cenách. Devizové intervence růst hrubého domácího produktu ještě více podpořily. V posledním kvartálu roku 2013 se index dostal ze záporných hodnot a ekonomika začínala ožívat. Za rok 2014 HDP vzrostl přibližně o 2.7 %, na čemž má podíl zejména zahraniční poptávka. Významným faktorem růstu byl také zahraniční obchod. I přes zvýšené ceny vlivem oslabení koruny vzrostl dovoz více než vývoz, a to o 9.6 %. Vývoz vzrostl o 8.8 %. Z odvětví nejvíce přispěl k růstu HDP zpracovatelský průmysl. (ČSÚ, 2015).

Následující rok růst HDP pokračoval, meziročně vzrostl o 4.6 %. Od posledního kvartálu 2015 se však růst začal zpomalovat. Z odvětví podpořil nejvíce ekonomický růst opět zpracovatelský průmysl. Domácí poptávka přispěla k růstu HDP více než zahraniční obchod, byla to zejména rostoucí spotřeba domácností a investice. (ČSÚ, 2016).

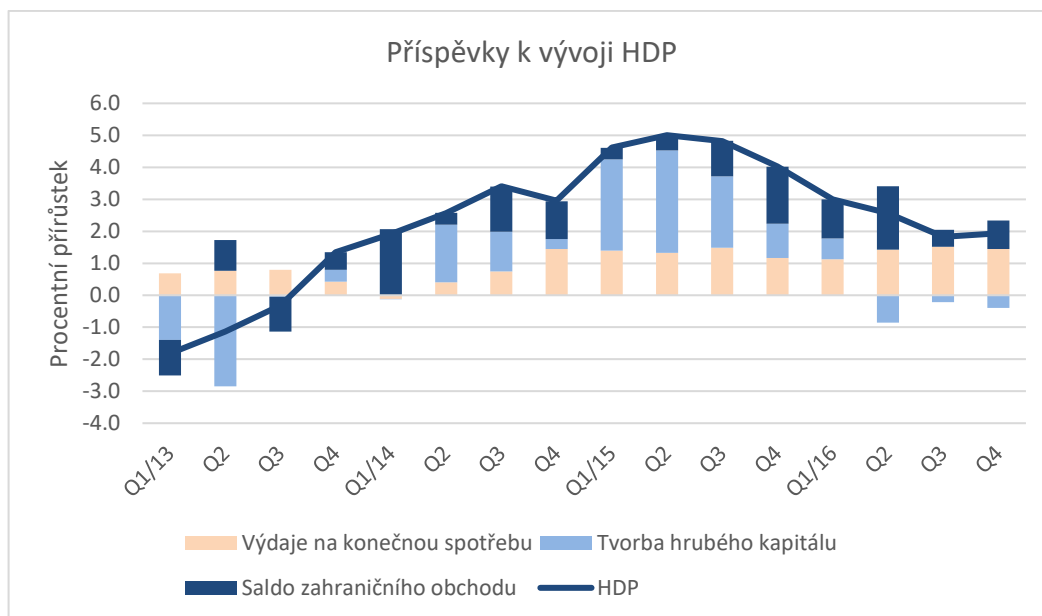
Během roku 2016 se tempo růstu zpomalilo a za celý rok HDP meziročně vzrostl o 2.3 %. Hlavní podíl na ekonomickém růstu opět mají spotřeba domácností a zahraniční poptávka. Saldo zahraničního obchodu mělo nejvyšší roční přírůstek v historii. Stejně jako v předchozích letech z odvětví nejvíce přispěl zpracovatelský průmysl. Ostatní odvětví kromě stavebnictví rovněž odrážela ekonomický růst. (ČSÚ, 2017b).



Graf 24: Vývoj HDP v letech 2012 až 2016

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

Jak přispěl zahraniční obchod v intervenčním období k vývoji hrubého domácího produktu, ilustruje graf č. 25. Zdrojová data jsou po vyloučení dovozu pro konečné užití. Příčinou zpomalení růstu HDP je zejména klesající tvorba hrubého kapitálu, která se začala snižovat od třetího kvartálu 2015 a od druhého kvartálu 2016 byla dokonce záporná a HDP snižovala. Z velké části naopak přispělo k tvorbě HDP saldo zahraničního obchodu.



Graf 25: Příspěvek k meziročnímu růstu HDP za roky 2013 až 2016 (procentní změny)

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

7 KOMPARACE S VYBRANÝMI CENTRÁLNÍMI BANKAMI

Cílem této kapitoly je porovnat provádění měnové politiky vybraných centrálních bank s Českou národní bankou, konkrétně jak ovlivňují míru inflace a zda využívají jako nástroj devizový kurz. Ke komparaci byly zvoleny tři významné centrální banky, a to Federální rezervní systém, Evropská centrální banka a centrální banka Japonska.

a. FED (Federal Reserve System)

Federální rezervní systém neboli FED je centrální bankou Spojených států amerických a byl založen americkým Kongresem. FED se skládá z rady guvernérů, Federálního výboru volného trhu (FOMC), dvanácti regionálních federálních rezervních bank a z Federálního poradního výboru. Vykonává následujících pět základních funkcí v souvislosti s podporou ekonomiky a veřejného zájmu:

- provádí měnovou politiku státu,
- podporuje stabilitu finančního systému,
- podporuje bezpečnost a spolehlivost finančních institucí a sleduje jejich dopad na celkový finanční systém,
- podporuje bezpečnost a účinnost platebních a zúčtovacích systémů,
- podporuje ochranu spotřebitelů a rozvoj společnosti. (FED, 2017a).

Cílem měnové politiky FEDu je maximální zaměstnanost, stabilní cenová hladina (míra inflace 2 % od roku 2012) a mírné dlouhodobé úrokové sazby.

Hlavním nástrojem měnové politiky FEDu jsou operace na volném trhu, kdy nakupuje či prodává cenné papíry. Těmito operacemi ovlivňuje primární úrokovou míru Federal Funds Rate, jež je tvořena na trhu. Jedná se o sazbu mezibankovního trhu, za kterou si banka půjčuje potřebné rezervní prostředky od jiné banky přes noc. FOMC určuje cílové pásmo, ve kterém se má tato úroková míra pohybovat. (FED, 2017b).

V roce 2007 zareagoval FED na finanční krizi postupným snižováním úrokové sazby (Federal Funds Rate) s cílem oživit ekonomiku. Od prosince 2008 se sazba pohybovala na technické nule, tudíž byl FED nucen využít alternativní způsob stimulace ekonomiky. Mezi roky 2009 a 2014 uskutečnil tři série kvantitativního uvolňování, v rámci kterého nakupoval především vládní dluhopisy a cenné papíry zajištěné hypotečními úvěry. Uvolňování probíhalo, i když míra inflace byla vyšší než inflační cíl. Z toho plyne, že za hlavní cíl FED považoval hospodářský růst. (JÍLEK, 2013). V době ukončení kvantitativního uvolňování

se ekonomická situace zlepšila, došlo ke snížení nezaměstnanosti, což bylo jedním z cílů tohoto uvolňování. Na konci roku 2015 FED poprvé od roku 2009 zvýšil úrokovou sazbu, avšak mírně, jelikož míra inflace byla ještě pod cílem dvou procent. V prosinci 2016 došlo k dalšímu růstu úrokové míry a bylo rovněž dosaženo inflačního cíle. V únoru 2017 činila míra inflace 2.5 % a míra nezaměstnanosti se pohybovala na nejnižší úrovni za posledních osm let, konkrétně na 4.8 %. FED plánuje dále úrokové sazby zvyšovat.

b. ECB (European Central Bank)

Evropská centrální banka (ECB) je centrální bankou zemí eurozóny. Zajišťování cenové stability v těchto zemích je jejím hlavním cílem. Spolu s centrálními bankami devatenácti členských států, které přijaly euro, je součástí takzvaného Eurosystemu. Eurosystem definuje a provádí měnovou politiku, devizové operace, drží a řídí devizové rezervy eurozóny a podporuje řádné fungování platebních systémů. Samotná ECB sestává z řídicí, výkonné a generální rady. (ECB, 2017a).

Měnovou politiku ECB provádí ovlivňováním krátkodobých úrokových sazeb, a tím ovlivňuje i hospodářský růst a zaměstnanost. Cenová stabilita je zde definována jako meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) ve všech členských zemích. Inflační cíl představuje míra inflace blízko pod dvěma procenty. Mezi měnově-politické nástroje patří operace na volném trhu, stálé facility a povinné minimální rezervy pro úvěrové instituce. Od roku 2009 využívá ECB netradiční nástroj jako Federální rezervní systém, a to kvantitativní uvolňování. Toto netradiční opatření je nazváno jako Program nákupu rozšířených aktiv, který zahrnuje dílčí programy. Konkrétně se jedná o Třetí program nákupu dluhopisů, Program nákupu cenných papírů zajištěných aktivy, veřejného sektoru, podnikového sektoru a aktiv. (ECB, 2017b).

Podobně jako FED začala Evropská centrální banka od roku 2008 snižovat úrokovou míru s cílem oživit ekonomiku. Od roku 2013 cenový vývoj v eurozóně doprovázela deflace a koncem roku 2014 se ocitla v deflaci. Úrokové sazby byly na technické nule a depozitní sazba byla dokonce záporná, což znamená, že komerční banky musí zaplatit Evropské centrální bance za uložení peněžních prostředků. Z toho důvodu začátkem roku 2015 přistoupila ECB ke kvantitativnímu uvolňování, kdy měla zejména nakupovat vládní dluhopisy zemí eurozóny a jiných evropských institucí. V polovině roku 2016 míra inflace eurozóny začala růst a počátkem roku 2017 dosáhla inflačního cíle. Kvantitativní uvolňování a ostatní programy podpořily i růst hrubého domácího produktu, jehož tempo růstu se meziročně od roku 2014

zvyšovalo a v roce 2016 vzrostl o 1.7 %. Úrokové sazby zůstaly ponechány na technické nule. Uvolňování měnové politiky v době psaní této práce stále pokračuje.

c. BOJ (Bank Of Japan)

V Japonsku vykonává monetární politiku Japonská centrální banka (BOJ). Jejimi orgány jsou politická rada, výkonní auditoři a poradci. Hlavním cílem monetární politiky je cenová stabilita v podobě meziročního růstu indexu spotřebitelských cen o 2 %. (BOJ, 2017).

Japonsko se nachází přibližně dvacet let v bankovní krizi. Od roku 2008 snižovala BOJ úrokovou sazbu, která byla v roce 2010 již na technické nule. Jelikož úrokové sazby byly dále neúčinné, v roce 2010 BOJ obnovila politiku kvantitativního uvolňování. Kvantitativní uvolňování bylo zahájeno již v roce 2001 a mezi lety 2006 až 2010 bylo přerušeno. (JÍLEK, 2013). Japonsko se také pohybovalo od roku 2009 v deflaci. V roce 2013 míra inflace rostla, avšak počátkem roku 2016 opět nastala deflace. BOJ snížila úrokovou sazbu do záporných hodnot. Na přelomu let 2016 a 2017 cenová hladina mírně rostla, ale inflační cíl nebyl zdaleka naplněn. Kvantitativní uvolňování ani záporné úrokové sazby nepodpořily prozatím ani růst HDP, za rok 2016 se meziročně snížil.

Závěrem této kapitoly je zjištění, že žádná z uvedených centrálních bank nevyužívá jako nástroj k udržení stabilní cenové hladiny, tedy k cílování inflace měnový kurz. Všechny tři centrální banky nejdříve snížily úrokovou míru s cílem oživit ekonomiku, stejně jako Česká národní banka. Ekonomická situace se ale nelepšila, proto zvolily centrální banky alternativní způsob v podobě kvantitativního uvolňování. Politika kvantitativního uvolňování byla v případě Federálního rezervního systému účinná, jelikož bylo dosaženo inflačního cíle i nárůstu zaměstnanosti. Kvantitativní uvolňování bylo účinné i v případě Evropské centrální banky, kdy podpořilo růst HDP a byl splněn i inflační cíl. Pouze v Japonsku nebylo kvantitativní uvolňování příliš účinné. Ve spojení dalšího snížení úrokových sazeb do záporných hodnot se japonská ekonomika vymanila na přelomu let 2016 a 2017 z deflace. Ovšem není jisté, na jak dlouho. Jediná Česká národní banka z uvedených centrálních bank využila jako alternativní nástroj po snížení úrokových sazeb na technickou nulu k splnění cílů monetární politiky devizový kurz v podobě kurzového závazku. V rámci této kapitoly byla pro popsání ekonomického vývoje využita data dostupná na serveru tradingeconomics.com a kurzy.cz.

8 SHRUTÍ DŮSLEDKŮ DEVIZOVÝCH INTERVENČÍ

Intervenční období trvalo od 7. listopadu 2013 do 6. dubna 2017. Kurzový závazek Česká národní banka ukončila s tím, že již bylo dosaženo inflačního cíle a vhodných podmínek pro následující cílování inflace. Objem devizových intervencí za celé období činí přibližně 1 511 miliard korun.

Nyní budou shrnuty dopady devizových intervencí, které byly zjištěny na základě sběru a analýzy dat dostupných z Českého statistického úřadu a od České národní banky.

a. Míra inflace

Míra inflace vyjádřená indexem spotřebitelských cen od roku 2012 meziročně klesala. V prvním kvartálu 2013 byla pod inflačním cílem a ve třetím kvartálu činila 1.2 %, čímž se pohybovala na úrovni spodní toleranční odchylky. Příčinou byl útlum české ekonomiky, nízká domácí poptávka snižující ceny i dezinflační tlaky ze zahraničí. Česká národní banka predikovala, že by se ekonomika v roce 2014 bez zásahu ocitla v deflaci.

Dle původní prognózy ČNB z roku 2013 měla míra inflace vlivem oslabení devizového kurzu dosáhnout svého dvouprocentního cíle v roce 2014. Tato prognóza se však nenaplnila. Míra inflace se až do konce roku 2016 pohybovala pod spodní toleranční odchylkou a do cílového pásma se dostala až v listopadu 2016. Inflačního cíle dosáhla v prosinci, kdy spotřebitelské ceny meziročně vzrostly o 2 %. Začátkem roku 2017 míra inflace pokračovala v růstu.

Na zvýšení indexu spotřebitelských cen měly nejvyšší podíl rostoucí ceny potravin a nealkoholických nápojů. Nárůst cen podpořila v roce 2016 i rostoucí cena ropy, která do této doby výrazně zlevňovala a ovlivňovala tak nízkou cenovou hladinu.

b. Ceny výrobců vybraných odvětví

Od začátku roku 2014 provázela odvětví průmyslu deflace. *Index cen průmyslových výrobců* se meziročně snižoval důsledkem významného snížení cen ropy a energií, a také cen těžebního průmyslu. V roce se 2015 deflace ještě více prohloubila následkem snížení cen zpracovatelského průmyslu, který byl ovlivněn snižující se cenou ropy a klesajícími dovozními cenami. Tempo poklesu cen průmyslových výrobců se zpomalovalo až od poloviny roku 2016. V lednu 2017 index poprvé zaznamenal meziroční růst cen o 2.1 %. Hlavní podíl na cenovém růstu v průmyslu mělo mírné zdražování cen ropy a růst cen potravin.

Dle zjištění z *indexu cen zemědělských výrobců* se odvětví zemědělství po celé období devizových intervencí nacházelo v deflaci. K cenovému růstu nedošlo ani v době, kdy míra inflace již splňovala inflační cíl. Hlavním faktorem poklesu cen zemědělských výrobců byla rostlinná výroba.

Index cen stavebních prací měl po několik let klesající trend. V srpnu 2013 se trend otočil a ceny začaly růst. Podnětem růstu bylo dočerpávání peněžních prostředků z fondů Evropské unie.

Doprava byla zkoumána na základě dat meziročního indexu cen tržních služeb. Ceny pozemní a potrubní dopravy na začátku devizových intervencí meziročně klesaly. V roce 2014 mírně rostly, ale od roku 2015 se pozemní doprava jako jediná nacházela v deflaci až do roku 2017. Tento pokles může být následkem snížení cen ropy. Ceny vodní dopravy, skladování a podpůrných služeb v dopravě v letech 2014 a 2015 meziročně rostly, avšak za rok 2016 meziročně klesly. Výjimkou jsou poštovní a kurýrní služby, jejichž ceny za celé období meziročně rostly.

Na základě dat cenových indexů došlo ke zjištění, že devizové intervence cenový růst výrobců uvedených odvětví nepodpořily. Jediný index průmyslových výrobců svým vývojem v roce 2016 koreloval s mírou inflace vyjádřenou indexem spotřebitelských cen.

c. Export a import

Oslabení měnového kurzu prostřednictvím devizových intervencí České národní banky podpořilo zahraniční obchod se zbožím. V roce 2014 došlo k výraznému růstu vývozu i dovozu. Hodnoty meziročního růstu zahraničního obchodu obsahuje tabulka č. 8. Oslabení koruny mělo podpořit vývoz a omezit dovoz. Z těchto dat však plyne, že účinnost oslabení byla pouze počáteční, jelikož se tempo vývozu zmírňovalo. Po prvotním nárůstu objemu dovozu se tempo růstu začalo také snižovat dle teoretického předpokladu. Bilance zahraničního obchodu se zbožím se s výjimkou roku 2015 meziročně zvyšovala a přispívala k růstu HDP.

Tabulka 8: Meziroční růst hodnoty exportu a importu

| | Export | Import |
|------|--------|--------|
| 2013 | 2.2% | 0.7% |
| 2014 | 13.0% | 12.1% |
| 2015 | 3.6% | 4.3% |
| 2016 | 1.5% | 0.4% |

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ.

Na základě dat indexu vývozních a dovozních cen bylo zjištěno, že oslabení devizového kurzu zvýšilo vývozní ceny za rok 2014 meziročně o 3.6 % a dovozní ceny o 1.9 %. Postupně se ale do České republiky opět začala dovážet deflace a tempo cenového růstu zpomalovalo. Od prvního kvartálu 2015 dovozní i vývozní ceny meziročně klesaly. Příčinou byla zejména klesající cena ropy a ceny ve zpracovatelském průmyslu v eurozóně. Pokles cen dovozu byl hlavním důvodem deflace v odvětví průmyslu a odrazil se i ve spotřebitelských cenách. V roce 2016 se dezinflační tlaky zmírňovaly. Rostla také míra inflace v eurozóně. V prosinci se dovozní ceny meziročně zvýšily a podpořily růst míry inflace. Ceny dovozu rostly rychleji než ceny vývozu.

d. Export a import z hlediska vybraných odvětví

Zahraniční obchod se zbožím byl také zkoumán z hlediska odvětví. Data byla dostupná z vybraných odvětví pouze pro odvětví průmyslu, energetiky a zemědělství. Tabulka č. 9 obsahuje roční úhrny vývozu a dovozu pro jednotlivá odvětví a meziroční změny. U energetiky docházelo k velkým meziročním výkyvům, odvětví bylo ovlivněno světovými cenami energií. Odvětví zemědělství nekorespondovalo s vývojem celkového zahraničního obchodu se zbožím. Vývoji odpovídal jediný průmysl, jehož dovoz i vývoz se následkem oslabení kurzu v roce 2014 výrazně meziročně zvýšil a následně se tempo růstu zpomalovalo. Hlavním hybným odvětvím průmyslu byl zpracovatelský průmysl.

Tabulka 9: Zahraniční obchod se zbožím-roční úhrn dle odvětví (v mil. Kč, běžné ceny)

| Rok | Zemědělství | | Energetika | | Průmysl (vč. energetiky) | |
|-----------------|-------------|--------|------------|--------|--------------------------|-----------|
| | Vývoz | Dovoz | Vývoz | Dovoz | Vývoz | Dovoz |
| 2013 | 49 312 | 54 946 | 31 429 | 17 464 | 2 678 043 | 2 594 386 |
| 2014 | 52 376 | 56 247 | 26 505 | 17 896 | 3 028 859 | 2 914 498 |
| 2015 | 55 930 | 58 052 | 30 948 | 26 373 | 3 150 435 | 3 043 841 |
| 2016 | 55 340 | 59 804 | 26 133 | 19 155 | 3 198 866 | 3 052 924 |
| Meziroční změna | | | | | | |
| 2013 | 8.7% | 3.2% | -30.8% | -42.4% | 2.4% | 0.7% |
| 2014 | 6.2% | 2.4% | -15.7% | 2.5% | 13.1% | 12.3% |
| 2015 | 6.8% | 3.2% | 16.8% | 47.4% | 4.0% | 4.4% |
| 2016 | -1.1% | 3.0% | -15.6% | -27.4% | 1.5% | 0.3% |

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

Odvětví byla zkoumána také z pohledu vývoje dovozu dodávek a vývozu výstupu. Analyzovaná data jsou součástí matice dodávek a užití dostupných z Českého statistického úřadu. Data byla ovšem dostupná nejvýše pro rok 2015. Tabulka č. 10 obsahuje meziroční změnu vývozu a dovozu pro jednotlivá odvětví. S vývojem celkového zahraničního obchodu

koresponduje opět pouze průmysl, který v roce 2014 zaznamenal vyšší nárůst obou hodnot a následné zmírnění růstového tempa.

Dle teoretického předpokladu mělo následkem oslabení kurzu dojít ke snížení hodnoty dovozu a zvýšení vývozu. Z tohoto pohledu neměly devizové intervence očekávaný vliv.

Tabulka 10: Dovoz dodávek a vývoz výstupu dle odvětví

| Rok | | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------|-------|--------|-------|-------|
| Zemědělství | dovoz | 3.5% | 2.8% | 11.3% |
| | vývoz | 7.7% | 6.5% | 9.5% |
| Průmysl | dovoz | 0.6% | 12.9% | 7.2% |
| | vývoz | 2.3% | 13.7% | 6.2% |
| Energetika | dovoz | -39.8% | 19.3% | 35.5% |
| | vývoz | -28.4% | -8.0% | 24.7% |
| Stavebnictví | dovoz | -17.6% | 0.2% | -4.0% |
| | vývoz | -26.8% | 23.0% | 20.6% |
| Doprava | dovoz | 6.8% | 0.9% | 8.7% |
| | vývoz | 4.5% | 9.8% | 8.7% |

Zdroj: upraveno dle ČSÚ.

e. HDP a míra nezaměstnanosti

Hrubý domácí produkt meziročně rostl od konce roku 2013. Devizové intervence růst HDP ještě více podpořily. Od roku 2015 se tempo růstu začalo zpomalovat, zejména vlivem klesající tvorby hrubého kapitálu. Naopak k růstu HDP významně přispělo saldo zahraničního obchodu. Dalšími podněty ekonomického růstu byla zahraniční poptávka, rostoucí spotřeba domácností a z odvětví zpracovatelský průmysl.

Devizové intervence podpořily také snížení míry nezaměstnanosti. Míra nezaměstnanosti se na přelomu let 2013 a 2014 pohybovala na úrovni 8 %. Od roku 2014 začala klesat až do roku 2017. Předběžná hodnota míry nezaměstnanosti za poslední kvartál roku 2016 je 3.6 %.

ZÁVĚR

Kurzový závazek a devizové intervence České národní banky (dále jen ČNB) jsou aktuálním tématem. ČNB přistoupila k této nekonvenční monetární politice, protože nemohla k plnění svých cílů využít standardní měnově-politický nástroj úrokové sazby, jelikož se již nacházely na technické nule. Hlavním cílem devizových intervencí bylo odvrácení hrozby deflace, naplnění dvouprocentního inflačního cíle a podpoření růstu ekonomiky. Tato diplomová práce měla za cíl analýzu účinků devizových intervencí, vývoje míry inflace a zjištění, zda byl splněn inflační cíl. Dále určení míry vlivu devizových intervencí na zahraniční obchod, růst ekonomiky a vlivu na vybraná odvětví České republiky. Dalším cílem byla komparace s vybranými centrálními bankami v oblasti cílování inflace. Cílů diplomové práce bylo dosaženo prostřednictvím shromáždění dat a jejich následné analýzy z Českého statistického úřadu a z webových stránek České národní banky.

Intervenční období probíhalo od listopadu 2013 do dubna 2017. Kurzový závazek ČNB ukončila z důvodu dosažení inflačního cíle a vhodných podmínek pro budoucí cílování inflace. Úrokové sazby byly prozatím ponechány beze změny na úrovni technické nuly. Na základě dat bylo zjištěno, že se míra inflace vyjádřená indexem spotřebitelských cen po celé intervenční období pohybovala pod hranicí spodní toleranční odchylky. Nízký růst cenové hladiny byl způsoben zejména nedostatečnou domácí poptávkou, klesajícími cenami ropy a dováženou deflací z eurozóny. Situace se lepšila od poloviny roku 2016. Do cílového pásma se míra inflace dostala v listopadu. V prosinci index spotřebitelských cen meziročně vzrostl o 2 % a jeho růst pokračoval i nadále, čímž byl splněn inflační cíl. Zvýšení cenové hladiny nejvíce podpořily rostoucí ceny ropy, potravin a nealkoholických nápojů a rostoucí ceny dovozu v souvislosti s rostoucí mírou inflace v eurozóně.

Devizové intervence podpořily zahraniční obchod, avšak pozitivní počáteční vliv postupně oslaboval a tempo růstu vývozu i dovozu zpomalovalo. Oslabení kurzu zvýšilo ceny exportu i importu. Jak ale vyplynulo z indexu vývozních a dovozních cen, meziroční růst se postupně snižoval a od roku 2015 tyto ceny meziročně klesaly. S klesajícími cenami byla do České republiky dovážena deflace. Jak již bylo zmíněno výše, ke konci roku 2016 se deflační tlaky zmírňovaly. V prosinci již dovozní ceny meziročně rostly, čímž podpořily rostoucí cenovou hladinu. Zahraniční obchod přispěl k růstu hrubého domácího produktu. Dalšími podněty růstu HDP byla rostoucí spotřeba domácností, zahraniční poptávka či zpracovatelský průmysl. Od roku 2016 se tempo růstu HDP zpomalovalo zejména vlivem snižující se tvorby hrubého

kapitálu. Značným dílem naopak k růstu HDP přispělo saldo zahraničního obchodu. S růstem ekonomiky se snížila i míra nezaměstnanosti, která se postupně snižovala od roku 2014 z úrovně kolem 8 % a v posledním kvartálu roku 2016 činila 3.6 %.

Na základě zkoumaných dat není ovlivnění vybraných odvětví devizovými intervencemi zřejmé. Z hlediska importu a exportu nejvíce vývoji celkového zahraničního obchodu odpovídal vývoj odvětví průmyslu. Index průmyslových výrobců rovněž v roce 2016 nejvíce koreloval s mírou inflace vyjádřenou indexem spotřebitelských cen. Intervence růst cen u ostatních cenových indexů výrobců nepodpořily.

Pro komparaci cílování inflace s vybranými centrálními bankami byly zvoleny tři z nejvýznamnějších centrálních bank, a to Federální rezervní systém, Evropská centrální banka a centrální banka Japonska. Všechny tři centrální banky nejprve snížily úrokové sazby s cílem podpořit ekonomický růst, stejně jako Česká národní banka. Po snížení sazeb na technickou nulu však zvolily nekonvenční nástroj měnové politiky, a to kvantitativní uvolňování. Výsledkem komparace je zjištění, že žádná z uvedených centrálních bank nevyužívá jako nástroj k udržení cenové stability, tedy k cílování inflace měnový kurz.

Autorka této diplomové práce shledává devizové intervence České národní banky za účinné, jelikož bylo dosaženo inflačního cíle i ekonomického růstu.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

1. BOJ. Monetary Policy. [online]. Boj.or.jp, 2017 [cit. 2017-04-23]. Dostupné z: <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/index.htm/>.
2. BRČÁK, Josef a SEKERKA, Bohuslav. *Makroekonomie*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2010. 292 s. ISBN 978-80-7380-245-5.
3. CIA. The World Factbook [online]. Cia.gov, 2017 [cit. 2017-03-06]. Dostupné z: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/ez.html>.
4. ČNB. *10 let cílování inflace 1998-2007* [online]. Cnb.cz, 2008 [cit. 2017-03-28]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/10_let_inflacni_cileni_cz.pdf.
5. ČNB. *Tisková konference bankovní rady ČNB. 7. situační zpráva o hospodářském vývoji* [online]. Cnb.cz, 2013 [cit. 2017-03-29]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2013/download/tk_07sz2013_cz.pdf.
6. ČNB. *Prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po skončení měnového zasedání* [online]. Cnb.cz, 2016 [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2016/161222_prohlaseni.html.
7. ČNB. *Měnověpolitické nástroje* [online]. Cnb.cz, 2017a [cit. 2017-02-04]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/.
8. ČNB. *Co to je nominální a reálný měnový kurz?* [online]. Cnb.cz, 2017b [cit. 2017-02-17]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_je_nominalni_a_realny_menovyy_kurz.html.
9. ČNB. *Jaké jsou režimy měnové politiky?* [online]. Cnb.cz, 2017c [cit. 2017-02-18]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html.
10. ČNB. *O ČNB* [online]. Cnb.cz, 2017d [cit. 2017-02-18]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/.
11. ČNB. *Cílování inflace v ČR* [online]. Cnb.cz, 2017e [cit. 2017-03-28]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html.
12. ČNB. *Vybrané devizové kurzy* [online]. Cnb.cz, 2017f [cit. 2017-03-31]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/vybrane_for_m.jsp.
13. ČNB. *Devizové obchody ČNB* [online]. Cnb.cz, 2017g [cit. 2017-03-31]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/DEVOP_EUR.HTML.
14. ČNB. *Důvody a přínosy oslabení koruny – nejčastější otázky a odpovědi* [online]. Cnb.cz, 2017h [cit. 2017-03-28]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html.
15. ČNB. *Prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po skončení mimořádného měnověpolitického zasedání* [online]. Cnb.cz, 2017i [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2017/170406_prohlaseni.html.

16. ČSÚ. *Tvorba a užití HDP – 4. čtvrtletí 2013* [online]. Czso.cz, 2014 [cit. 2017-04-02]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cri/tvorba-a-uziti-hdp-4-ctvrtleti-2013-wlru6dbgb9>.
17. ČSÚ. *Tvorba a užití HDP – 4. čtvrtletí 2014* [online]. Czso.cz, 2015 [cit. 2017-04-19]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cri/tvorba-a-uziti-hdp-4-ctvrtleti-2014-xg757ohkca>.
18. ČSÚ. *Tvorba a užití HDP – 4. čtvrtletí 2015* [online]. Czso.cz, 2016 [cit. 2017-04-19]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/tvorba-a-uziti-hdp-4-ctvrtleti-2015#_ftn2.
19. ČSÚ. *NACE REV. 2. Metodická příručka* [online]. Czso.cz, 2017a [cit. 2017-03-06]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/23174387/metodicka_prirucka_cz_nace_rev_2.pdf/e26ebee3-a5b2-48a1-a036-75e14cdb8944?version=1.0.
20. ČSÚ. *Tvorba a užití HDP – 4. čtvrtletí 2016* [online]. Czso.cz, 2017b [cit. 2017-04-19]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cri/tvorba-a-uziti-hdp-4-ctvrtleti-2016>.
21. DUBSKÁ, Drahomíra a kol. *Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2014* [online]. Czso.cz, 2015 [cit. 2017-04-21]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/vyvoj-ekonomiky-ceske-republiky-4-ctvrtleti-2014-ljz3yh9xlg>.
22. ECB. *About* [online]. Ecb.europa.eu, 2017a [cit. 2017-04-23]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.en.html>.
23. ECB. *Monetary policy* [online]. Ecb.europa.eu, 2017b [cit. 2017-04-23]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>.
24. ECHAUDÉMAISON, C. – D. a kol. *Slovník ekonomie a sociálních věd*. Praha: E. W. A. Edition, 1995. 420 s. ISBN 978-80-85764-13-X.
25. FED. *About the Federal Reserve System* [online]. Federalreserve.gov, 2017a [cit. 2017-04-23]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm>.
26. FED. *Conducting Monetary Policy* [online]. Federalreserve.gov, 2017b [cit. 2017-04-23]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf.
27. HANNICH, Günter. *Deflace. Utajené nebezpečí. Tak se zajistíte a využijte šancí*. Praha: EarthSave, 2008. 151 s. ISBN 978-80-86916-04-0.
28. HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2002. 714 s. ISBN 80-7179-681-6.
29. JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada Publishing, 2013. 560 s. ISBN 978-80-247-4516-9.
30. KAMENICKÝ, Jiří a KUČERA, Lukáš. *Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2015* [online]. Czso.cz, 2016 [cit. 2017-04-21]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/vyvoj-ekonomiky-ceske-republiky-4-ctvrtleti-2015>.
31. KAMENICKÝ, Jiří a SÚKUPOVÁ, Karolína. *Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2016* [online]. Czso.cz, 2017 [cit. 2017-21-04]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/vyvoj-ekonomiky-ceske-republiky-v-roce-2016>.
32. KLIKOVÁ, Christiana a KOTLÁN, Igor. *Hospodářská politika*. 3. vyd. Ostrava: Sokrates, 2012. 293 s. ISBN 978-80-86572-76-5.

33. NACE, 2017. *CZ NACE* [online]. Nace.cz [cit. 2017-03-06]. Dostupné z: <http://www.nace.cz/>.
34. PTATSCHEKOVÁ, Jitka a DITTRICHOVÁ Jaroslava. *Dvacet let české koruny na pozadí vývoje obchodního bankovníctví v České republice*. Praha: Grada Publishing, 2013. 144 s. ISBN 978-80-247-4681-4.
35. REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. 558 s. ISBN 978-80-7261-230-7.
36. ROGOFF, Kenneth. *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options*. Findings of an Interdepartmental Task Force [online]. Imf.org, 2003 [cit. 2017-02-19]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/def/2003/eng/043003.pdf>.
37. SAMUELSON, Paul a NORDHAUS, William. *Ekonomie*. 2. vyd. Praha: Nakladatelství Svoboda, 1995. 1011 s. ISBN 80-205-0494-X.
38. SINGER, Miroslav. *Měnová politika ČNB a vývoj české ekonomiky* [online]. Cnb. cz, 2015 [cit. 2017-04-03]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20150616_Citibank.pdf.