VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ

Fakulta financí a účetnictví

Katedra bankovnictví a pojišťovnictví

studijní obor: Bankovnictví a pojišťovnictví

Devizové intervence centrální banky: srovnání zkušeností české a švýcarské centrální banky

(diplomová práce)

Autor diplomové práce: Bc. Eduard Kohout

Vedoucí diplomové práce: Ing. Jan Vejmělek, Ph.D.

Rok obhajoby: 2016

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Devizové intervence centrální banky: srovnání zkušenosti české a švýcarské národní banky“ vypracoval samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označil a uvedl v seznamu literatury.

V Praze dne 30. května 2016 _____

Bc. Eduard Kohout

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval Ing. Janu Vejmělkovi za cenné rady a připomínky, které byly přínosné pro vypracování této diplomové práce.

Anotace

Diplomová práce se zabývá devizovými intervencemi české a švýcarské centrální banky a jejich následnou komparací. Devizové intervence se v poslední době staly plnohodnotným nástrojem měnové politiky ze stran obou bank a právě zkoumání dopadů devizových intervencí do reálné ekonomiky obou zemí je naplní této práce. Vzhledem k rozsahu, v jakém se devizové intervence používají, je toto téma stále aktuální a objevuje se ve veřejné debatě. První část představuje systémy devizových kurzů a upřesňuje roli měnové autority v daném systému. Ve druhé části se práce zabývá důvody použití devizových intervencí ze strany ČNB a zkoumá následná dopady. Třetí část se věnuje použití devizových intervencí ze strany SNB.

Klíčová slova: devizové intervence, deflace, systémy devizových kurzů, cílování inflace, depreciace, apreciace

Annotation

This thesis aims at currency interventions executed by Czech and Suisse central bank and their following comparison. Currency interventions became lately monetary instrument that both central banks adopted. Effect of intervention on real economic situation in both countries will be content of this thesis. Because of the scale off the interventions, this issue is still current and it is still publicly debated. First part of this thesis introduces systems of exchange rate arrangements and describes the role of central bank. Second part of this thesis deals with currency interventions in Czech Republic and focuses on intervention impacts on real economics. Third part is devoted to Suisse currency intervention.

Key words: currency intervention, deflation, classification of exchange rate arrangements, inflation-targeting framework, depreciation, appreciation

Obsah

Úvod ... 7
1 Fungování centrální banky v různých systémech devizových kurzů ... 9
1.1 Devizový trh ... 9
1.2 Systémy devizových kurzů ... 9
1.2.1 Klasifikace MMF ... 10
1.3 Role CB v systému ... 12
1.3.1 Role v systému pevných kurzů ... 13
1.3.2 Role v systému plovoucích kurzů ... 14
1.4 Intervence na devizovém trhu ... 15
1.4.1 Provedení devizových intervencí ... 16
1.4.2 Dopady devizových intervencí do ekonomiky ... 18
1.5 Zasazení intervencí do kontextu doby ... 19
1.5.1 Deflace a rizika s ním spojená ... 23
2 Intervence ČNB ... 24
2.1 Měnová krize 1997 ... 24
2.2 Důvody k intervencím ... 26
2.3 Neúčinnost běžných nástrojů ČNB ... 28
2.4 Zamýšlený efekt devizových intervencí ... 29
2.4.1 Podpora exportních firem ... 29
2.4.2 Růst cen dováženého zboží ... 30
2.5 Oznámení intervencí ... 31
2.5.1 Proexportně zaměřené společnosti ... 31
2.5.2 Komunikace ze strany ČNB ... 33
2.6 Průběh a dopad devizových intervencí ... 34
2.6.1 Devizové rezervy ČNB ... 34
2.6.2 Průběh devizových intervencí v letech ... 35
2.6.3 Průběh a dopady na domácnosti ... 36
2.6.4 Průběh a dopady pro exportní firmy ... 38
2.7 Bylo dosaženo cíle, který si ČNB vytyčila ... 39
2.8 Scénáře pro ukončení intervencí ... 40
3 Intervence SNB ... 42
3.1 Důvody k intervencím ... 43
3.2 Dopady a průběh na subjekty ... 45
3.2.1 SNB a rezervy ... 46
3.2.2 Exportní společnosti ... 48
3.2.3 Dopady na domácnosti ... 48

3.3 Ukončení intervencí ... 49
3.3.1 Důvody ukončení intervencí ... 49
3.3.2 Dopady ukončení intervencí ... 50
3.3.3 Pokračování a snížení sazby ... 52
4 Srovnání intervencí obou zemí ... 53
4.1 Vstupní podmínky ... 53
4.2 Zhodnocení úspěšnosti ... 54
4.3 Porovnání dopadu obou intervencí na subjekty obou zemí ... 54
Závěr ... 56
Zdroje ... 58
Seznam grafů a tabulek ... 60
Seznam použitých zkratek ... 61

Úvod

Činnost centrálních bank se díky finanční krizi stala viditelnější. Kroky centrálních bank se staly předmětem zájmu široké diskuze, kde je hlavní pohled upřen na způsob použití nástrojů měnové politiky, které slouží k dosažení cíle stanoveným centrální bankou. Vzhledem k ekonomickému vývoji posledních let jsou centrální banky nuceny využívat i nástroje, které dříve zůstávaly mimo jejich pozornost. K těmto nástrojům patří využívaní devizových intervencí jako hlavního nástroje měnové politiky, nebo politika záporných úrokových sazeb.

Především použití devizových intervencí je opatření, na které je nahlíženo velice nejednoznačně. Ekonomie jako neexaktní věda sebou v těchto případech přináší problém toho, že není možné ověřit alternativní hypotézu, takže není možné rozsoudit, kterou z nich by bylo správnější v dané situaci použít, ale zůstává zde pouze možnost sledovat a analyzovat průběh a výsledek zvolené hypotézy. Druhé hypotéze se dostává pouze modelového užití, které by mohlo odpovídat reálné situaci, ale vždy to bude jen model, který nemůže zahrnout všechny aspekty přítomné i budoucí.

Cílem této práce proto bude sledování průběhu a analýza dopadů devizových intervencí, prováděných Českou národní bankou a Švýcarskou národní bankou a jejich následná komparace. Pro tuto diplomovou práci byly zvoleny intervence právě těchto dvou centrálních bank, protože vstupní ukazatele pro použití devizových intervencí jako měnové nástroje byly podobné. Obě země používají jako systém devizového kurzu řízený floating, v obou zemích je používán systém cílování inflace, kdy je jako střednědobý cíl explicitně vyhlášena výše inflace, kterého se centrální banky snaží dosáhnout. Argumenty, které obě měnové autority použily pro uskutečnění zásahu na devizovém trhu, vycházejí z rizika deflace, které podle argumentace výše zmíněných měnových autorit, představuje nebezpečí pro celkový vývoj obou ekonomik a deflace, jako pokles celkové cenové hladiny, představuje problém nedodržování stanoveného cíle. Dalším důvodem výběru těchto dvou zemí je jejich struktura reálné ekonomiky, kdy jsou obě země proexportně orientovány a dopad změny kurzu je značný na celý výrobní sektor, potažmo celou ekonomiku. Obě intervence totiž cílily na oslabení měnového kurzu a byl zde vytvořen asymetrický kurzový závazek.

V teoretické části se bude práce zabývat rozdělením a klasifikací systému měnových kurzů. Na teoretické rozdělní bude navazovat klasifikace, kterou používá Mezinárodní měnový fond, který definuje podmínky zařazení systému dané země. Každý systém je specifický rolí, kterou zde hraje centrální banka. Role centrální banky zde bude vysvětlena jak v systému fixního kurzu, tak v systému plovoucího kurzu. Toto rozdělení je důležité, protože po intervencích v rámci klasifikace MMF došlo k přeřazení obou systémů. Práce se dále zabývá předpokládanými dopady devizových intervencí, zejména pak na exportně zaměřené společnosti a domácnosti. Závěr teoretické části se

věnuje pojmu deflace a jeho dopadu na ekonomické subjekty, a nastiňuje situaci v globální ekonomice spojenou s hypoteční, finanční a evropskou dluhovou krizí, které vyústily právě v podmínky, kdy bylo nutný podle rozhodnutí bankovních rad obou centrálních bank k zásahu na devizovém trhu s cílem zvýšit inflační tlaky, aby bylo dosaženo vyšší inflace.

Praktická část se v prvním díle zaobírá intervencemi ze strany ČNB. Na počátku kapitoly je popsána situace měnové krize z roku 1997, kdy se intervence proti oslabování měny v systému fixního kurzu nepodařilo dlouho udržet, což následně vedlo ke změně celého kurzového systému. V následující části jsou popsány důvody, které vedly v roce 2013 ČNB k zásahu na devizovém trhu a předpokládané dopady, které měly způsobit dosažení inflačního cíle. Dopady intervence jsou sledovány z pohledu dopadu na ČNB, exportní firmy a domácnosti. Vzhledem k tomu, že intervence ze strany ČNB nebyly stále ukončeny, v závěru kapitolu jsou naznačeny podmínky, za kterých k tomu dojde a je zde nastíněn možný scénář ukončení devizových intervencí.

V druhém díle praktické části se práce věnuje intervencím ze strany SNB. Hlavní rozdíl spočívá v tom, že zde jsou intervence již ukončeny a umožňuje to sledovat i situaci, ke které dochází po odstoupení od pravidelných zásahů. I v této kapitole se práce věnuje důvodům k provedení intervencí a sleduje dopady na ekonomické subjekty. V závěru je pak popsán vývoj po oznámení nepoužívat dále devizové intervence jako nástroj měnové politiky. V poslední části práce dochází ke komparaci obou intervencí a zdůraznění shodných aspektů a rozdílnosti v použití intervencí ze strany ČNB a SNB jako nástroje měnové politiky, a porovnání dopadů na obchodní výměnu mezi těmito dvěma zeměmi.

1 Fungování centrální banky v různých systémech devizových kurzů

1.1 Devizový trh

Devizový trh je trhem, kde subjekty obchodují s cizími měnami v bezhotovostní formě. Druhou možností jak zobchodovat cizí měny je v jejich hotovostní podobě, tento trh se nazývá valutový. Typickým příkladem známým pro většinu českých domácností je výměna domácí měny za cizí ve směnárnách. Je třeba zmínit, že na valutovém trhu se odehrává v porovnání s devizovým trhem minimální objem transakcí. Mezi hlavní funkce devizového trhu patří přeměna jedné měny do druhé, zajištění proti kurzovému riziku a jako nástroj měnové politiky centrálních bank. Devizový trh jako přeměna jedné měny do druhé měny je určen pro mezinárodní investice. Pro uskutečnění mezinárodního obchodu je důležité, aby byl devizový trh likvidní. Tato podmínka je splněna tím, že devizový trh je největší finanční trh na světe. Díky globalizaci a rostoucímu světovému obchodu se jeho velikost ještě zvětšuje. Hlavním hybatelem jsou ale finanční instituce, které používají devizový trh jako místo pro zhodnocení svých volných peněžních prostředků. Velikost devizového trhu je podle statistik Bank for internetional settlement pro rok 2013 za měsíc duben v průměrné denní výši 5,3 biliónu dolarů. (1)

1.2 Systémy devizových kurzů

Systém devizového kurzu určuje, jestli je a případně v jaké výši, vytyčen koridor pro hodnotu měnového kurzu, který vzniká poptávkou a nabídkou po dané měně na devizovém trhu. Systém dále předurčuje zejména roli centrální banky jako kurzotvorného činitele na devizovém trhu.

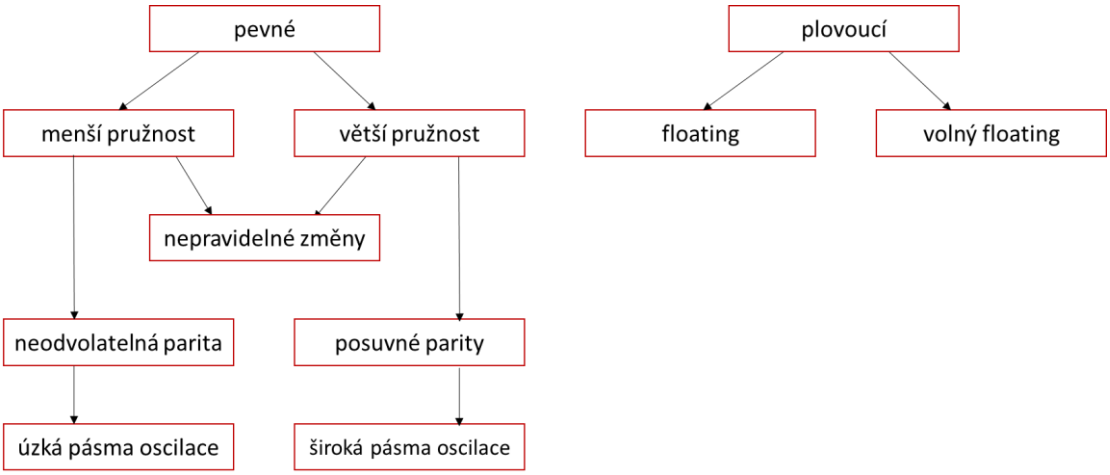
Základní rozdělení systému devizových kurzů se určuje právě podle stupně zapojení centrální banky, vlády a tržních subjektů v daném systému. Pro další rozdělení budeme předpokládat, že zde platí volná směnitelnost a nepanují zde žádné restriktivní opatření ze strany státu. Jako příklad restriktivního omezení uveďme situaci, která panovala v Československu v období nadvlády komunistické strany v letech 1953 – 1989. Československá koruna tehdy nebyla volně směnitelná za jinou zahraniční měnu.

Základní dělení systému devizových kurzů je na pevně stanovený kurz, který je neměnný, ale v některých případech zde můžou probíhat pravidelné změny ze strany měnové autority, a na pohyblivý kurz, který je určen subjekty na trhu a zásahy centrální banky jsou na nepravidelné bázi. Do pevného devizového kurzu se řadí systém pevných kursů s limitovanou hranicí oscilace vázaný k jednomu koši nebo k jedné měně, dále systém pevných kursů s pravidelnými změnami ústředního kursu, systém pevného kursu s neodvolatelným ústředním kursem a systém devizových kursů

v zemích, které používají jako zákonné platidlo stejnou měnu. Do pohyblivého devizového kurzu se řadí systém volně pohyblivých kursů a systém kursů s řízenou pohyblivostí (2 s. 363)

Pro představení systémů devizového kurzu využijeme obrázek č. 1, který nejlépe ilustruje rozdělení systému devizových kurzů.

Obrázek 1 – Systémy devizových kurzů



Zdroj: vlastní zpracování, MANDEL, Martin a Jaroslava DURČÁKOVÁ. Mezinárodní finance. 3. vydání. Praha: Management Press, 2007. ISBN 978-80-7261-170-6. s. 364

Jako hlavní kritéria, která slouží pro rozdělení systému, budeme používat následující:

- intervence centrální banky
- způsob vymezení devizového kurzu
- pásma a rozsah oscilace
- spolupráce při určování kursu

V materiálech Mezinárodního měnového fondu se dále můžeme setkat s klasifikací na de facto a de jure. V MMF platí, že ctí podobnou klasifikaci systému devizových kurzů, jaká byla zmíněna v přechozím odstavci, ale berou v potaz, že se může lišit prováděná politika centrální banky od avizovaného systému. Státy jsou rozřazeny do systému, podle toho, jak je to danou zemí oficiálně proklamováno, tj. **De jure**. **De facto** je politika, kterou centrální banka reálně provádí. Na základě zpětného zkoumání může MMF dojít k tomu, že se zpětnou platností přeřadí stát do příslušného systému. (3 s. 68)

1.2.1 Klasifikace MMF

Pro klasifikaci kurzových systémů použijme metodiku podle MFF. Klasifikace podle MFF je přijímána všemi členy uskupení, které k datu 2. února 2016 činilo 188 členů, a je založena na členění de facto. Kurzové systémy jsou rozděleny do deseti kategorií v závislosti na volnosti pohybu devizového kurzu od pevně určeného kurzu až po volně plovoucí (3 s. 69).

Kurzové uspořádání bez existence samostatné měny – být účastníkem tohoto systému, znamená se úplně vzdát své měnové politiky a jen převzít jako své zákonné platidlo cizí měnu, ve většině případů se to týká malých zemí, které začnou používat jako své platidlo některou ze světových měn. Druhým specifickým případem je zapojení se do měnové unie. Zde se ale stát nevzdává své měnové politiky, jen musí respektovat fakt, že je rozhodováno poměrným systémem

Currency board – účastník toho systému se legislativně zaváže konvertovat svou domácí měnu do zvolené zahraniční měny v pevně zvoleném kurzu. Dalším závazkem spojeným s účastí v tomto systému je restrikce nových peněz do ekonomiky. Tímto opět dochází k eliminaci vlivu centrální banky na měnovou politiku. Určitý prostor pro provádění měnové politiky je zachován v podobě nesterilizovaných devizových intervencí.

Conventional peg – do tohoto systému spadají státy, které mají svou měnu navázanou na jinou zahraniční měnu nebo na měnový koš, který je sestaven z měn hlavních obchodních partnerů a váha odpovídá významnosti partnera, neméně důležitou roli hraje i geografická blízkost. Jsou určena oscilační pásma v hodnotě +/- 1% od stanovené parity. Centrální parita ale není neodvolatelná a centrální banka má povinnost ji bránit přímými nebo nepřímými intervencemi.

Stabilized arrangement – je navázán na určitou měnu, nebo košík měn, pásmo je ve výši +/- 2% změny v posledních šesti měsících, stejně jako v conventional pegu není systém neodvolatelný a hlavní ukazatelem je stálost kurzu.

Crawling peg – jedná se o s sytém, kdy je v pravidelných intervalech upravován kurz. Zpravidla jde o depreciaci kurzu. Kurz je upravován v návaznosti na daných indikátorech, podle kterých se měnová autorita řídí. Mezi indikátory se běžně řadí inflační diferenciál mezi hlavními obchodními partnery nebo rozdíl mezi očekávanou a reálnou inflací, pro tento případ zde nejsou nastavena oscilační pásma. Specifickým příkladem indikátoru je nastavení hranice, kterou nesmí kurz překročit.

Crawl-like arrangement – systém, který je mezistupněm mezi crawling pegem a systémem pevných měnových kursů, se širšími pásmy oscilace, hranice změny je +/- 2% za posledních šest měsíců.

Pegged Exchange rate within horizontal bands – v tomto systému se uplatňuje šíře pásmem +/- 1% centrální parity. Stejně jako v přechozích případech je domácí měna navázaná k zahraniční referenční měně. Tento systém je používán v ERM II, což je předstupeň pro evropské země, kdy se chtějí zapojit do měnové unie.

Other managed arrangement – pokud se kritéria přiřazení neprotnou ze žádnou z nabízených skupin, systém používaný v dané zemi je umístěn do této kategorie

Floating – podle definice termín odpovídá systému, který známe pod názvem řízený floating. Jedná se o systém, kde je devizový kurz určen střetem nabídky a poptávky na devizovém trhu, kde není dopředu stanoven směr, kam by se měl kurz hýbat. Centrální banka intervenuje na trhu jen v případě, kdy některý z ukazatelů, které považuje pro svoji měnovou politiku za signifikantní, je v mezích, kde by být neměl. Může jít o saldo platební bilance nebo výšku devizových rezerv.

Free floating – v tomto systému by měl být kurz určen jen tržními silami. Kurz by měl být určen jen nabídkou a poptávkou subjektů na devizovém trhu. Ve výjimečných případech je akceptovatelný zásah centrální banky, ale ten slouží jen ke zmírnění výkyvu, záměrem centrální banky není obrátit trend. Pravidla pro intervenční chování jsou velice striktní, intervence nesmí být vícekrát jak 3 krát za posledních šest měsíců a nesmí být delší než tři pracovní dny.

Pro správné řazení do systému je potřeba zkoumat konkrétní systém v kontextu hospodářské politiky. Pro tento účel používá MMF alternativní rámce měnové politiky.

Devizový kurs jako nominální kotva měnové politiky – centrální banka provádí nákupy nebo prodeje deviz v takové míře, aby udržela kurz na předem stanovené hranici. Devizový kurz zde slouží jako střednědobý cíl měnové politiky. Tato politika se využívá v systémech s pevně stanoveným kurzem, který může být rozšířen o pásma oscilace.

Peněžní agregáty jako nominální měnová kotva – centrální banka používá jako svůj cíl cílování měnového agregátu. Tím pádem se také stává střednědobým cílem, kterého je potřeba dosáhnout. Míra ovlivňování kurzu pak závisí na tom, v jakém systému se daný stát pohybuje.

Cílování inflace – centrální banka používá svůj střednědobý cíl jako veřejně ohlášenou a subjekty všeobecně přijímanou výšku inflace. Zároveň se vyhlášením tohoto cíle zavazuje, že všemi nástroji a prostředky, kterými disponuje, se bude inflačního cíle snažit dosáhnout.

Měnové programy podporované MMF – jedná se o dosažení určených cílů, kdy není pevně stanoven systém měnové politiky. Dochází k monitoringu nástrojů a jejich úpravy k dosažení cíle, který v danou chvíli představuje prioritu.

1.3 Role CB v systému

V přechozí kapitole byly představeny systémy, které se používají ve světe. V této kapitole se zaměříme na roli měnové autority v každém systému zvlášť. Role centrálních bank je v každém systému jiná. Hlavní rozdílem je povinnost nebo volnost centrální banky zasahovat do výše kurzu. V pevném kurzovém systému probíhají intervence centrální bankou na pravidelné bázi. V plovoucích kurzech je intervence centrální banky na devizovém trhu nepravidelná. Jak bylo zmíněno v předcházející kapitole, nejdříve je třeba určit, jaký cíl je stanoven v rámci měnové politiky.

Od počátku rozvoje plovoucího systému, který se datuje od rozpadu Bretton-Woodského systému[1], se vedou diskuze, který ze dvou systémů, tedy pevný nebo plovoucí kurz, je lepší. Na tuto otázku neexistuje jediná správná odpověď. Pohledem do historie fungování obou systémů se ale došlo k obecné shodě, že pro každý stupeň rozvinutosti ekonomiky je vhodnější jiný systém. Volba systému by tedy měla odpovídat rozvinutosti ekonomiky. Pro rozvinutou ekonomiku je vhodnější plovoucí kurz, protože rozvinutá ekonomika je schopna absorbovat šoky lépe než ekonomika rozvíjející se země, kde pevný kurz slouží jako nástroj ke zmírnění dopadu šoku. Druhou variantou jak se rozhodnout, který systém je vhodnější je faktor který působí na ekonomiku. Systém pevného kurzu se více hodí do ekonomiky, kde působí vliv hlavně monetární, například zvýšená poptávka po penězích. Systém plovoucího kurzu lépe odpovídá ekonomice, kde jsou změny reálného rázu, jako například technologický pokrok. (4 s. 6)

1.3.1 Role v systému pevných kurzů

Nejdříve by měla padnout rozhodnutí, jestli měnu navázat na jednu konkrétní zahraniční měnu, nebo ji navázat na měnový koš. Měnový koš se skládá ve většině případů z měn, které jsou dané zemi blízké, například z měn jejich významných obchodních partnerů za předpokladu, že měna se dá považovat za kredibilní. To znamená, že nebudu vázat svoji měnu k měně, kde probíhá hyperinflace. Pokud je domácí měna navázána jen k jedné měně, většinou se jedná o měnu světovou, kde není předpoklad velké fluktuace k ostatním měnám. Nebo může jít o situaci, kdy máme jen jednoho významného obchodního partnera a celá ekonomika závisí pouze na jednom odvětví, které je spojeno s jediným obchodním partnerem. Pak budeme předpokládat, že obě ekonomiky se budou vyvíjet stejným směrem a měna, na kterou je naše měna navázaná, pak odráží situaci naší ekonomiky. Na druhé straně navázání domácí měny k více měnám snižuje riziko velké fluktuace, protože každá ekonomika je jedinečná a na různé šoky může reagovat rozdílně. (4 s. 8)

Role centrální banky v systému bez vlastní měny na ovlivnění kurzu je nulová. V tomto případě rezignuje centrální banka na svou měnovou politiku a je odkázána na chování měnových autorit, které sledují své vlastní cíle a nereflektují situaci, že ostatní země užívají jejich měnu.

Zapojení centrální banky v systému kursu s neodvolatelným ústředním kursem, jinak také currency board, je omezeno na nesterilizované devizové intervence. Centrální banka intervenuje na devizovém trhu v případě apreciačních tlaků na domácí měnu. Tímto krokem emituje nové peníze, které jsou ale kryty devizovými rezervami. Tento krok účinně eliminuje boj proti inflaci, protože

[1] Systém založený na režimu pevných měnových kurzů, které se ale mohly přizpůsobovat v případě fundamentální nerovnováhy platební bilance. Ostatní měny byly ukotveny s úzkým fluktuačním pásmem na jedinou měnu a to byl americký dolar. Dolar se stal světovou rezervní měnou a byl v pevném poměru směnitelný za zlato.

nadměrná emise peněz je příčinou vysoké inflace a tady to je omezeno na případy vznikajících tlaků na posílení domácí měny. (5 s. 9)

Systém s pravidelnými změnami ústředního kurzu reprezentuje různé variace crawling pegu.. Změny ústředního kurzu se provádí podle 3 základních prvků:

- podle průměru tržního kurzu určeného v minulém období
- podle vývoje inflace v referenčních zemích
- podle skupiny indikátorů (vývoj platební bilance, výše devizových rezerv)

Tento systém je nazírán jako kompromis mezi neodvolatelným kurzem a systémem plovoucího kurzu. Pro správné fungování systému je potřeba nastavit šířku pásem oscilace a vymezení intervalu ústředního kurzu. Centrální banka ve většině případů upravuje kurz v pravidelném intervalu tak, že ho devalvuje. Pravidelné oslabování kurzu kompenzuje jeho reálné posilování v důsledku vyšší domácí inflace. Cílem pravidelných devalvací je stabilizace reálné úrovně kurzu, dopředu ohlášenými depreciacemi kompenzovat úrokový diferenciál a zamezit pohybu spekulačního kapitálu, a postupným snižováním tempa depreciace prosadit desinflační proces. (2 s. 381)

1.3.2 Role v systému plovoucích kurzů

Role centrální banky se v systému plovoucího kurzu odvíjí od vývoje ukazatelů, které centrální banka sleduje a snaží se je ovlivňovat. Jedná se o výši inflace, výši nezaměstnanosti, výši úrokových sazeb, fluktuace devizového kurzu a další determinanty měnové politiky centrální banky. Činnost centrální banky na devizovém trhu spočívá v nepravidelných zásazích. Zásahy na devizovém trhu se liší. Počínaje slovní intervencí a konče zásahem na devizovém trhu. Existuje několik pohledů na věc, jaká role centrálních bank by měla být v systému plovoucích kurzů.

Prvním pohledem je, že centrální banka by neměla vůbec zasahovat a nechat trh dojít k rovnovážnému kurzu, který bude odrážet střet nabídky a poptávky. Tento argument je podpořen tvrzením, že v systému bez zásahu centrálních bank není potřeba, aby centrální banky držely devizové rezervy, které významných způsobem při pohybech kurzu ovlivňují bilanci centrálních bank.

Druhým pohledem na věc je, že centrální banka by měla zasahovat a částečně kurz korigovat, protože kurz bez zásahu centrální banky je nositelem inflačních tlaků. Jedná se o asymetričnost vlivu apreciace a depreciace na domácí hladinu. Při depreciaci kurzu importéři reagují zdražením dováženého zboží. Při následné apreciaci ale s cenou již nehýbají. Při nečinnosti centrální banky dále hrozí vyšší volatilita kurzu, kterou si importéři promítají do svých rizikových přirážek, a to opět vede k inflačním tlakům. (2 s. 375)

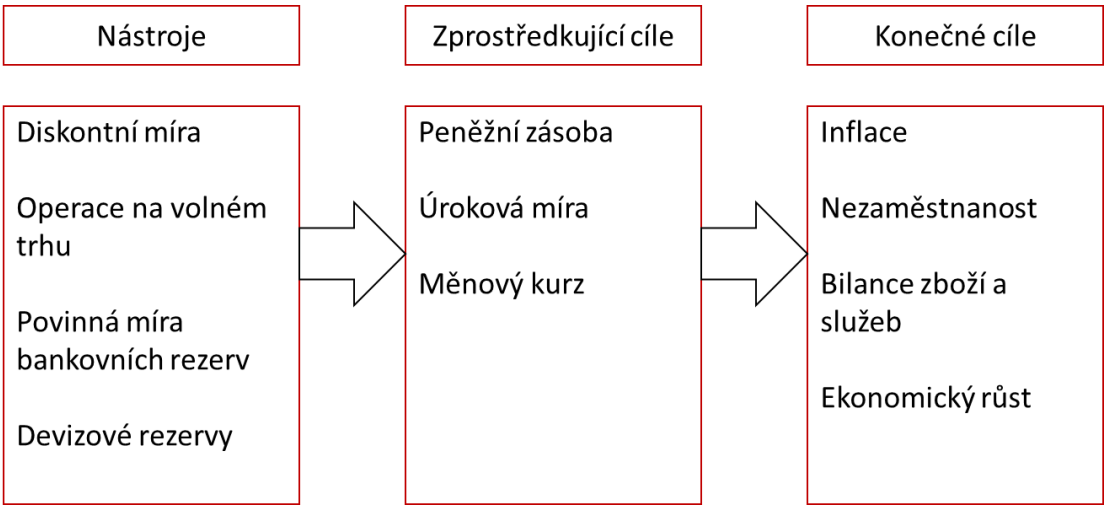
Velkou otázkou se také stal účinek intervencí. Účinnost se měří tím, jestli bylo dosaženu cíle, za kterým byly intervence použity. Druhou neznámou je, zda-li intervence považovat za stabilizující nebo destabilizující prvek. V systému řízeného floatingu by se mělo jednat o stabilizující prvek, protože intervence patří do nástrojů centrální banky, jak dosáhnout střednědobého cíle centrální banky. V systému free floatingu je otázka více diskutabilní, ale pokud je stanoveno, že může provádět intervence v určené frekvenci a frekvence je dodržena, opět by se mělo jednat o stabilizující prvek. Hlavním argument by v tomto případě mělo být, jestli centrální banka uvádí intervence jako nástroj měnové politiky, protože pak bychom měli vycházet z hypotézy, že intervence provádí kvůli dosažení cíle její měnové politiky.

1.4 Intervence na devizovém trhu

Hned na začátku této kapitoly je třeba rozdělit devizové intervence na ty, které slouží jako nástroj měnové politiky a na ty, které slouží výhradně k udržení kurzu ve vytyčených mezích. Provádění intervencí již pak funguje na obdobném principu, jen se liší záměr, za kterým jsou prováděny.

Devizové intervence patří spolu s diskontní sazbou, operacemi na volném trhu, výší povinných bankovních rezerv k hlavním nástrojům měnové politiky centrálních bank. Základní schéma, které se používá, je působení jednoho z nástrojů na zprostředkující cíl, který má pak v konečné podobě vliv na cíl konečný.

Obrázek 2 – Schéma měnové politiky



Zdroj: vlastní zpracování, HOLMAN, Robert. Ekonomie. 4. vydání. Praha: Beck, 2005. ISBN 80-7179-891-6. s. 656

Za hlavní nástroj centrálních bank se obvykle považují operace na volném trhu. Hlavním cílem operací na volném trhu je usměrňovat vývoj úrokových sazeb v celé ekonomice. Operace na volném trhu jsou prováděny pomocí repo operací. Při těchto operacích přijímá centrální banka volnou likviditu od bank a bankám na oplátku předává cenné papíry jako kolaterál. Obě strany se

zároveň zaváží, že dojde ke zpětnému obchodu po uplynutí dané doby, nejtypičtější délka je dvoutýdenní. Po skončení lhůty vrátí banka centrální bance kolaterál a centrální banka vyplatí bankám jistinu navýšenou o úrok. (6)

Existují pak opačné transakce, které se nazývají reverzní (dodávací) repo operace, které naopak slouží k dodávání likvidity do systému. Například v českých podmínkách, které jsou typické nadměrnou likviditou, která se prolíná celým bankovním systémem, se nevyužívají.

Dalším nástrojem, které centrální banky využívají, jsou povinné minimální rezervy. Pomocí nich banka ovlivňuje objem likvidity v bankovním sektoru. V podmínkách přebytečné likvidity však tento nástroj ustupuje do pozadí a jeho hlavní funkcí se stalo zajištění plynulého mezibankovního platebního styku. V českých podmínkách platí to, že každá banka má povinnost držet předepsaný stav likvidních prostředků na účtech centrální banky.

Diskontní sazby se považují za nejstarší měnový nástroj centrálních bank. Mezi hlavní sazby se počítá diskontní sazba a sazba lombardní. Diskontní sazba se používá pro diskontní úvěry, které poskytuje centrální banka bankám, které si o půjčku zažádají. Jedná se nejnižší sazbu. Diskontní úvěry slouží jako levný zdroj financování komerčních bank. Naproti tomu lombardní sazba je ta nejvyšší. Pokud se poskytuje úvěr za lombardní sazbu, jde svým způsobem o sankci za nezvládnutí hospodaření komerční banky, tuto půjčku komerční banky žádají, pokud se dostanou na přechodnou dobu do likvidních problémů. U obou případů se jedná o krátkodobé půjčky se splatností nepřesahující více než devadesát dní. (7 s. 230)

Posledním nástrojem, který se využívá, jsou devizové intervence. Vzhledem k další náplni práce se budeme zabývat intervencemi ve větším detailu. Devizovými intervencemi se rozumí akce centrální banky, kdy podle potřeby nakupuje nebo prodává domácí měnu a směňuje za ní měnu zahraniční. Devizové intervence jako nástroj měnové politiky fungují tak, že se devizový kurz využívá k tomu, aby byl regulován objem peněz v bankovním systému. Banky totiž figurují na devizovém trhu jako hlavní subjekty. Pokud se například centrální banka rozhodne nakupovat devizy, čili zahraniční měnu, tak nakupuje zahraniční měnu za koruny. Bankám se tedy dostane množství korun, pro které nemají využití a začnou je půjčovat domácím subjektům. Tím se zvětší měnový agregát a posléze i inflace a cíl, proč byly devizové intervence využity jako nástroj měnové politiky, je splněn. Tento předpoklad platí v systému cílování inflace i v systému cílování měnové báze (8 s. 225)

1.4.1 Provedení devizových intervencí

Devizové intervence můžeme rozdělit v prvopočátku na verbální a uskutečněné intervence, uskutečněné intervence dále dělíme na přímé a nepřímé. U verbálních intervencí se centrální banka pouze v tiskovém prohlášení zaváže k tomu, že v případě potřeby je ochotna na devizovém trhu

zakročit. Tato informace může pro trh být dostatečná k tomu, aby se dále nepokoušel testovat ochotu centrální banky k reakci. Pokud tato informace neodradí účastníky trhu od dalších akcí, začne centrální banka na trhu intervence provádět.

U uskutečněných intervencí začneme těmi nepřímými. Nepřímými intervencemi se rozumí změna úrokových sazeb. Změna úrokových sazeb například směrem nahoru by měla přitáhnout volný kapitál ze zahraničí, protože domácí úroková sazba je vyšší než v zahraničí. V tomto zjednodušeném příkladu budeme uvažovat investice do stejně rizikových aktiv. Vyšší úroková sazba bude přitahovat stále více a více investorů a jejich kapitál. Zahraniční investoři proto, aby mohli investovat v zemi s vyšší úrokovou sazbou, musí na devizovém trhu směnit svou zahraniční měnu za domácí, a to vede k tlaku na apreciaci domácí měny vůči zahraniční. Toto zvýšení úrokové sazby se používá v případě, že chce centrální banka posílit svou měnu. Síla tohoto vztahu záleží na mnoha aspektech. Prvním z nich je rozvinutost kapitálového trhu a obecně stupeň rozvinutosti ekonomiky dané země. Druhým aspektem je síla a vývoj měny dané země. Pokud je devizový kurz značně volatilní, tento vztah nebude silný. Třetím aspektem je chování centrální banky. Pokud při zvýšení úrokových sazeb bude zároveň intervenovat ve prospěch oslabení měny, minimálně tím vynuluje efekt zvýšení úrokové sazby. Posledním relevantním aspektem je chování ostatních centrálních bank, které pokud taky zvednou úrokovou sazbu, zamezí odlivu kapitálu ze své země.

V opačném případě, kdy centrální banky sníží sazbu, předpokládá se odliv kapitálu, a tlak na depreciaci měny. Tento vztah závisí na ochotě investorů přesunout kapitál do zahraničí, tento faktor centrální banka neovlivní. Je především ovlivněn averzí k riziku investorů a výší sazby v okolních státech. Také záleží na velikosti a orientaci ekonomiky dané země. Pokud je ekonomika proexportní, výše sazeb není hlavní determinanta pohybu kurzu, ale závisí to na úspěšnosti exportérů.

Naproti tomu přímé intervence jsou velice účinný nástroj jak ovlivnit měnový kurs ve směru, který centrální banka určí. Účinnost intervencí je determinována jejich stanoveným směrem. Pokud se centrální banka snaží oslabit svou domácí měnu, čistě teoreticky to může dělat po neomezenou dobu. Centrální banka má v systému monopol na takzvané tisknutí peněz, tím pádem může tlak na posilování své měny řešit prodejem domácí měny a nákupem měny zahraniční. Budeme abstrahovat od rizika příliš velkých devizových rezerv a dalších vlivů nepřetržitých intervencí. Pokud by byl směr intervencí opačný, tj. že by centrální banka bojovala proti oslabování měny nákupem domácí měny a prodejem měny zahraničí, doba po kterou může intervenci provádět, je omezená výší devizových rezerv. Tím je zároveň omezena doba jejich účinností. Centrální banka neprovádí intervence na svůj vlastní účet, ale využívá k tomu komerční banky ze zahraničí, které na její příkaz provedou transakce v předem dohodnutém objemu nebo jsou nastaveny limity, dokdy mají obchody spolupracujících bank trvat.

1.4.2 Dopady devizových intervencí do ekonomiky

Dopady devizových intervencí budeme posuzovat na každý subjekt zvlášť. V základním dělení se dělí subjekty v ekonomice na domácnosti, firmy a stát. Dopady na každý subjekt se liší vzhledem k rozdílným cílům, který každý ze subjektů má.

Začneme dopadem do domácností. Dopad na domácností lze rozdělit na 3 hlavní body. Prvním bodem je hodnota kurzu po intervencích pro nákup na valutovém trhu. S životem západní civilizace je odjakživa spojena touha poznání. Tato touha se projevuje chutí cestovat. Takže první projev intervencí poznají domácnosti na ceně své zahraniční cesty. Přestože tato položka netvoří majoritu v rozpočtu domácností, je to první věc, kterou domácnosti zaznamenají při zásahu centrálních bank na devizovém trhu. Tento jev je čistě psychologický, protože změna kurzu ovlivní cenu zahraniční cesty jen nepatrně. Uveďme si ilustrativní příklad. Kurz koruny je 30 CZK/EUR. Cena zahraničního zájezdu je 1000 EUR. Ještě předtím než proběhne platba, oslabí koruna na hodnotu 32 CZK/EUR.. Takže místo 30 000 korun, zaplatíme 32 000 korun. Při průměrné mzdě 40 000 korun se výdaj zvýší o 5%. Přepočteno na počet dnů potřebných k zaplacení, se zvedne z 22,5 dne na 24 dní. Ještě je potřeba zmínit, že se jedná o jednorázový výdaj.

Druhým bodem je změna ceny dovážených výrobků a surovin nutných k další výrobě. Například při intervenci pro oslabení měny by se v delším horizontu měla zvýšit cenová hladina. Tento jev je ovlivněn dalšími vlivy a nepromítá se bezprostředně, ale musí se počkat, až doběhnou kontrakty smluvené ještě před změnou kurzu. Situaci také ovlivňuje fakt, v jaké měně jsou kontrakty uzavřeny. Opět platí, že intervence jsou dělány za určitým cílem a je počítáno s dopady do cenové hladiny ze strany měnové autority, a pokud jsou domácností racionální v očekávání, jsou na růst cenové hladiny připraveny. Do tohoto bodu by se dala ještě zahrnout situace, kdy si domácnosti vezmou úvěry v zahraniční měně a podcení riziko pohybu měnového kurzu. Tahle situace ale nezasáhne plošně všechny domácnosti, ale jen tu část, která má své půjčky denominované v cizí měně.

Třetím bodem je prolnutí s dalším subjektem, a to jak ovlivní změna kurzu výsledky firem. Firmy na základě toho upravují počty a mzdy svých zaměstnanců, které v našem rozdělení představují domácnosti. Takže dopad intervencí, v tomto případě s nejdelším horizontem projevu, se projeví skrze zaměření firem. (9)

Zaměřením firem se rozumí rozdíl mezi exportní a importní firmou. Pro importní firmu, ponecháme pořád situaci z přechozího odstavce, že domácí měna po intervenci oslabila, představuje oslabení významné zdražení vstupů ze zahraničí poměrně velký problém. Zdražení vstupů ji znevýhodňuje vůči domácí konkurenci, která není závislá na dovozu vstupů ze zahraničí a může ceny ponechat beze změny. Tím pádem se importní firma dostává pod tlak konkurence a je

nucena hledat řešení problému. Je potřeba si uvědomit, že opět firemní strategie se nezmění v momentu, ale je to dlouhodobý proces, které některé firmy nemusejí ustát.

Naproti tomu exportní firmy těží z oslabení kurzu, protože jejich výrobky se stávají na zahraničním trhu levnější. Devizová intervence umožňuje exportním firmám získat konkurenční výhodu a je pak otázkou, kterou cestu firma zvolí. Jestli sníží cenu na zahraničním trhu, aby mohla získat větší tržní podíl, nebo zvolí cestu zvýšených zisků, které byly způsobeny externími faktory a využije to k jiným investicím. Výše zmíněné dvě situace jsou nejzákladnějšími případy dopadů na firmy. Ve složitějších případech se může jedna o mix exportní firmy, která ale například dováží většinu svých vstupů a tudíž její situace zůstane stejná, protože zvýšený příjem pokryjí dodatečné náklady na získání materiálu potřebného k výrobě. (10)

Dopady na stát se odrážejí zprostředkovaně na tom, jak intervence zasáhne domácnosti a firmy, a to v podobě daní které stát vybírá. Pokud mají intervence pozitivní dopad na vývoj ekonomiky, stát vybere více daní a intervence má pozitivní dopad na hospodaření státu. Pokud mají negativní dopad, účinky jsou přesně opačné. Vliv intervencí na stát je ještě spojen s politikou permanentních rozpočtových schodků, kde s intervencemi souvisí ještě náklady na obsluhu dluhu. Stát má možnost vydat dluhopisy v domácí měně nebo může vydat dluhopisy v měně zahraniční. Poptávka zahraničních investorů je kromě míry výnosnosti a kreditního rizika, ovlivněna skrze pohyb kurzu. Pro zahraniční investory je nejvýhodnější, aby docházelo k apreciaci kurzu během držby státních dluhopisů. Pokud ale vydá stát dluhopisy v cizí měně, vystavuje se pak kurzovému riziku on, jedná se pak o stejný příklad jako když si domácnosti berou půjčky v zahraniční měně. V případě nezajištěný rizika v případě nepříznivého pohybu kurzu (jeho oslabení), se náklady obsluhy dluhu mnohonásobně zvýší.

1.5 Zasazení intervencí do kontextu doby

Intervence na devizovém trhu jsou stále považovány za neortodoxní nástroj, jak centrální banka dosahuje svého konečného cíle. Na počátku všeho stála americká hypoteční krize, které se poté změnila ve světovou finanční krizi, která vyústila v dluhovou krizi zejména Eurozóny.

Americká hypoteční krize byla důsledkem nízkých úrokových sazeb, který FED[2] snížil až na úroveň 1% na konci roku 2003. K tomuto razantnímu snížení došlo v důsledku splasknutí internetové bubliny, kdy hrozila americké ekonomice recese, a snížení úrokových sazeb byl jeden z nástrojů, který byl použit na podporu obnovení ekonomického růstu. Další příčinou bylo nezvládnutí risk managementu bank, které poskytovaly půjčky i nebonitním klientům, kde jejich

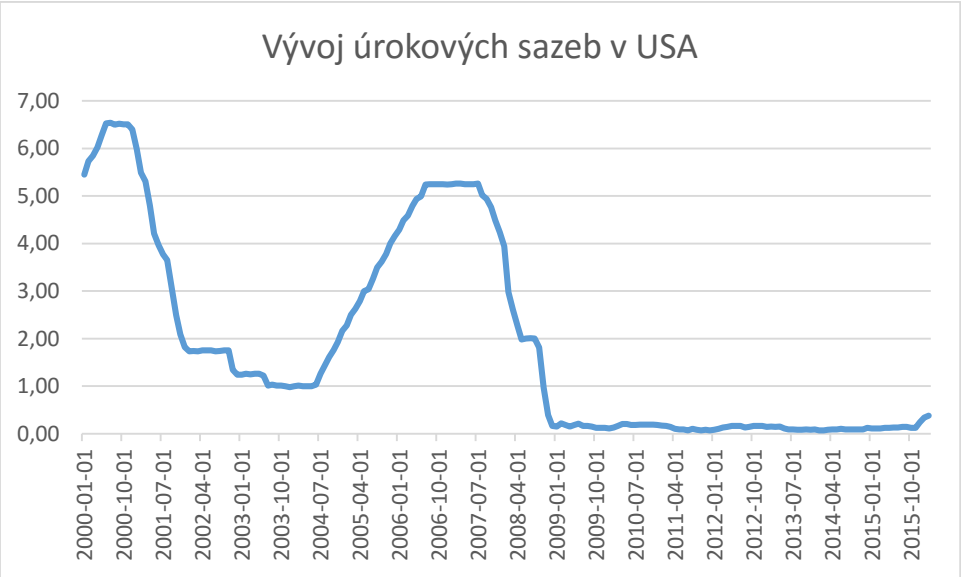
[2] Federální rezervní systém – centrální banka Spojených států amerických

příjem neodpovídal výši hypotéky. A posledním důležitým spouštěčem bylo navázání úrokových plateb z hypoték na pohyblivou úrokovou sazbu, tudíž nedocházelo k fixaci.

V první fázi docházelo díky zvýšené poptávce k růstu cen nemovitostí a vše vypadalo idylicky. Pracovalo se s konceptem perpetum mobile, kdy se předpokládal setrvalý růst cen nemovitostí, proto když klient nebyl schopný splácet, banka prodala jeho nemovitost, která sloužila jako záruka a při rostoucích cenách na trhu tím umořila dluh. Ze setrvalého růstu cen těžily především domácnosti, kde některé kupovaly nemovitost jako investici, dále banky kterým rozvolněná politika umožňovala růst a stavební firmy. To vedlo k vytvoření realitní bubliny.

První problémy nastaly při zvyšování úrokových sazeb. Americká centrální banka začala zvedat sazby od poloviny roku 2004, jak je vidět z grafu č. 1. z důvodu odtékání domácího kapitálu do zahraničí. S růstem úrokových sazeb přicházejí první náznaky splaskávání nemovitostní bubliny. První domácnosti nezvládají splácet své závazky a začnou prodávat své nemovitosti, poté co se tato vlna rozšíří, trend na trhu nemovitostí se obrátí a jejich cena začne klesat. Bankám z důvodu poklesu cen nepokryje zástava výši hypotéky a dostávájí se do ztrát. Jejich expozice vůči nebonitním klientům byla tak vysoká, že dochází k zhroucení bankovního systému, což vyústilo ve finanční krizi.

Graf 1 – Vývoj úrokových sazeb v USA od 1. 1. 2000 do 1. 2. 2016

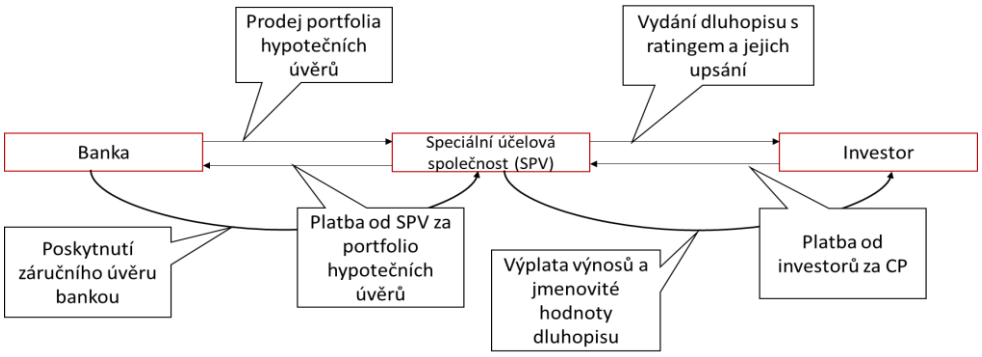


Zdroj: vlastní zpracování, data z: Effective Federal Funds Rate [online]. St. Louis: FED, 2016 [cit. 2016-03-18]. Dostupné z: https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FEDFUNDS#

Světová finanční krize vychází z hypotečního trhu, kdy byly hypotéky přeměňovány na cenné papíry. Celý proces je znám po souhrnným názvem sekuritizace. Sekuritizace je proces, který slouží k převedení rizika na jiné subjekty. Podstatou sekuritizace je vytvořit derivát, jehož hodnota se odvíjí od podkladového instrumentu s kreditním rizikem, v tomto případě hypoték, a

prodat ho dalším investorům (11 s. 65). K vysvětlení procesu využijeme obrázek č. 3. Nejznámějším nástrojem při vypuknutí krize se stal CDS[3] derivát.

Obrázek 3 – Schéma sekuritiazce



Zdroj: vlastní zpracování, KAMENÍKOVÁ, Blanka a Aleš SKOPALÍK. Převod rizik pomocí sekuritizace [online]. Ostrava, 2008 [cit. 2016-03-19]. Dostupné z: https://www.ekf.vsb.cz/export/sites/ekf/rmfr/.content/galerie-dokumentu/2008/prispevky/Kamenikova.Skopalik.pdf

Díky sekuritizaci se bankám, které poskytovaly hypotéky, otevřela cesta k předání úvěrového rizika na další subjekty a zároveň se jim zvýšila kapacita úvěrových linek, takže mohly dále poskytovat úvěry. Se sekuritizovanými cennými papíry se vytvořil sekundární trh, kde se s nimi začalo obchodovat. V každém vydaném cenném papíru bylo několik tranší. Každá tranše se skládala z různě kvalitních hypoték, oceněnými různými ratingy. Ještě před vypuknutím krize se systém stával složitějším a složitějším. Investičními bankami byly vytvořeny instrumenty, které využívaly jako podkladové aktivum již vytvořený cenný papír. Tyto instrumenty jsou známy pod označením CDO. Po zhroucení nemovitostního trhu se tato vlna přelila i na finanční trh. Velké banky, které měly v aktivech tyto složité deriváty, které najednou ztratily svou hodnotu, se dostaly rázem do obrovských finančních ztrát, což vyústilo v sanaci bank ze strany států. K sanacím docházelo formou kapitálových injekcí, protože bankovní ústavy se staly too big to fail. Finanční krize se přelila do reálné ekonomiky skrze neochotu bank půjčovat peníze, zamrzl totiž mezibankovní trh, protože se nevědělo, kdo toxická aktiva drží a v jaké výši. Banky byly také nuceny vytvářet rezervy na pokrytí případných ztrát. Tento stav měl za následek zpomalení nových investic, pokles spotřeby ze strany domácností, tedy pokles agregátní poptávky a to vyústilo v zastavení hospodářského růstu. Tyto dopady se díky propojenosti světové ekonomiky nevyhnuly v podstatě nikomu a to vedlo investory k hledání bezpečných přístavů. Jedním z nich se stalo Švýcarsko. O dopadu na švýcarskou ekonomiku pojednává 3. kapitola této práce. Sanační

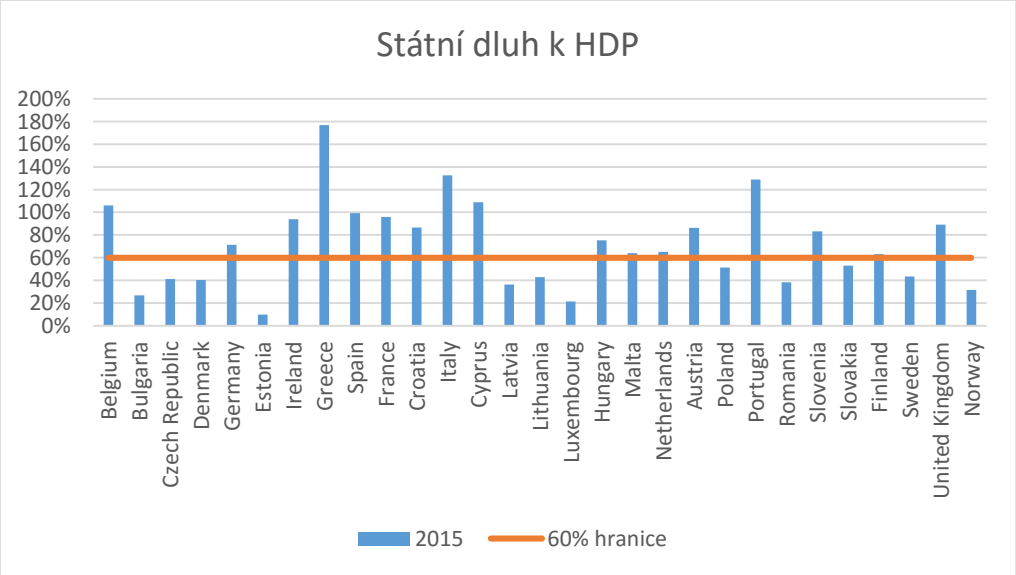
[3] Credit default swap – swapový kontrakt, kdy kupující swapu (zajišťuje se proti riziku) platí fixní částku swapovému partnerovi, který v případě credit eventu, vyplatí předem dohodnutou částku

programy na záchranu bank, programy na podporu růstu a celkově zvýšené výdaje státní správy například za dávky v nezaměstnanosti vedly k dluhové krizi.

Evropská dluhová krize je v jejím počátku důsledkem finanční krize. Aby nedošlo ke zhroucení bankovního sektoru, byly vlády nuceny poskytnout finanční injekci svým bankám. Sanační programy se skládaly z částečného znárodnění bank a vyvedení toxických aktiv do speciální banky vlastněnou státem. Tento zásah se promítl do zvýšeného schodku veřejných rozpočtů.

Dalším důvodem růstu dluhu veřejných rozpočtů byla ekonomická recese, která následovala po finanční krizi. Vlády zemí chtěly fiskálními stimuly podpořit růst ekonomiky, spolu s nižším výběrem všech daní byly schodku rozpočtů vysoko nad dohodnutou hranici ve výši 3%. Již tak vysoce zadlužené evropské státy se ocitly v dluhové spirále. Tato situace vyústila nejdříve v problémy zemí známou pod zkratkou PIGS[4] a následný skoro krach Řecka, který byl zachráněn složitou dohodou ostatních zemí Eurozóny a Mezinárodního měnového fondu. Vzhledem k sociální politice, která je v evropských zemích nastavena a byrokratičnosti celého evropského projektu, byly cesta z recese nepoměrně delší, než tomu bylo ve Spojených Státech Amerických. Riziko křehkého růstu je dále doprovázeno rizikem deflace. (12)

Graf 2 – Velikost dluhů evropských států, rok 2015



Zdroj: vlatní zpravování data z: Public debt to GDP data [online]. Brusel: Eurostat, 2016 [cit. 2016-04-26]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/download.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=teina225

[4] Jedná se o země Portugalska, Irska, Španělska, Itálie a Řecka, které byly nejvíce zasaženy dluhovou krizí a musely přistoupit na ozdravný plán svých veřejných rozpočtů, aby předešly vlastnímu krachu. Většinou se jednalo o půjčky od Evropské unie a Mezinárodního měnového fondu.

1.5.1 Deflace a rizika s ním spojená

Deflace je pokles cenové hladiny, jedná se opak inflace. Deflace je obecně považována za škodlivý jev a proto jsme svědky používání nástrojů, které mají zabránit, aby k deflaci došlo. Bližší popis situace bude následovat na příkladu České republiky, která provedla devizové intervence právě z obavy z deflace. Uveďme si zde několik důvodů, proč je deflace považována za škodlivou. Následující body by měly vysvětlit situace, k nímž během deflace dochází a jejíž vliv je považován za negativní vůči ekonomice.

- deflační spirála – jedná se o situaci, kdy se na základě adaptivních očekávání ekonomických subjektů předpokládá, že odloží svoji spotřebu na pozdější dobu, protože kalkulují s dalším poklesem cenové hladiny. Spirála proto, že s poklesem ceny klesají výnosy firem, přičemž jim náklady zůstávají stejné, což ve výsledku vede k propouštění a zvýšení nezaměstnanosti. S poklesem tržeb souvisí i zastavení investičních projektů a s tím související pokles celkové poptávky. A to se opakuje pořád dokola.
- růst reálného dluhu – splácení dluhu, jehož nominální hodnota se nemění, je při klesajících příjmech domácností a firem stále obtížnější splácet. Riziko nesplacených úvěrů se přenese na banky, kdy procento nesplacených úvěru přesáhne hranici krytou kapitálovým polštářem a povede k nesolventnosti banky.
- past likvidity – zadržování hotovosti z důvodu očekávaného poklesu cenové hladiny.

V posledních letech se objevují názory, že mírná deflace není škodlivá a naopak sebou může přinášet pozitivní efekty. Předně se vyvrací teorie deflační spirály a to argumenty, že domácnosti jsou ve své spotřebě setrvačné, a naopak nám pokles ceny umožní zvýšit naši spotřebu přes efekt bohatství.

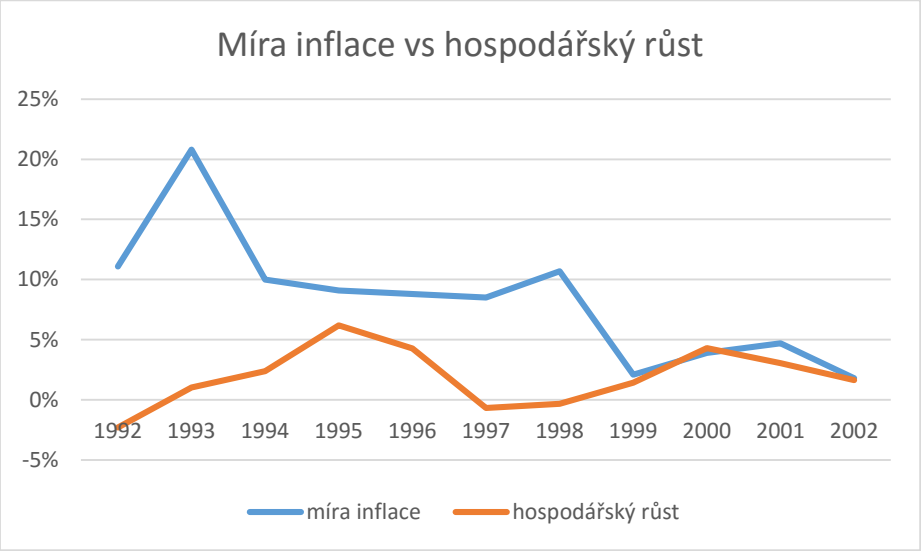
2 Intervence ČNB

Druhá kapitola se zabývá intervencemi ČNB. Intervence započaly dne 7. listopadu 2013 po zasedání bankovní rady. Na základě rozhodnutí bankovní rady byl stanoven kurzový závazek v hodnotě 27 CZK/EUR, který znamená, že centrální banka nenechá posílit domácí kurz pod tuto hranici a automaticky bude kurz bránit neomezenými intervencemi v případě apreciačních tendencí. Došlo tímto rozhodnutím k překlasifikaci používaného systému devizového kurzu v České republice z řízeného floatingu na other managed arrangement, kdy jediným indikátorem který ČNB sleduje, je překročení vytyčené hranice kurzu. Nejedná se však o první takto významný zásah na devizovém trhu. V úvodu kapitoly se vrátíme v čase a to do roku 1997, kdy došlo ke spekulativnímu útoku na českou korunu, který donutil ČNB k masivním intervencím a v konečném důsledku vedl ke změně systému z fixního kurzu na řízeny floating.

2.1 Měnová krize 1997

Od počátku vzniku samostatné České republiky byl nastolen fixní kurz, který byl navázán na americký dolar v poměru 35% a německou marku ve zbývající hodnotě 65%. Tato skladba odrážela měnovou strukturu běžného účtu platební bilance. Česká ekonomika se ihned na počátku svého vývoje otevřela přílivu zahraničního kapitálu. Příliv zahraničního kapitálu, který kulminoval v roce 1995, vedl k vnitřní i vnější nerovnováze. Vnitřní nerovnováha spočívala v růstu peněžní zásoby, který se snažila ČNB sterilizovat prodejem dluhopisu. Tato operace však nebyla příliš úspěšná a růst peněžní zásoby pokračoval a následně se zvyšovala i agregátní poptávka. Kvůli nedostatečné domácí produkci bylo nutné chybějící poptávané zboží dovážet. Zvýšený dovoz vedl k prohloubení deficitu běžného účtu. Vnější nerovnováha se odrážela v deficitu běžného účtu a velkém přebytku na straně finančního účtu. Neustálý příliv zahraničního kapitálu vedl k apreciačním tlakům, které byla nucena ČNB korigovat prodejem korun, aby udržela korunu ve stanoveném fluktuačním pásmu. Což nás zase dostává na začátek ke sterilizaci, která ve svém důsledku vede ke zvýšeným sazbám, a koruna se díky vysokému úrokovému diferenciálu nepřestává stávat centrem pozornosti zahraničních investorů. (13)

Graf 3 – Míra inflace a hospodářský růst v České republice



Zdroj: vlastní zpracování, data https://www.czso.cz/csu/czso/ceska-republika-v-cislech-od-roku-1989-wau52m1y38

Výše popsaná situace dále vedla ke zvýšené inflaci, a tehdy[5] se ČNB rozhodla zareagovat. Centrální banka v červnu roku 1996 začala provádět restriktivní politiku. V únoru téhož roku ještě ČNB rozšířila oscilační pásmo na +/- 15%. Restriktivní politika se skládala ze zvýšení všech hlavních sazeb v ekonomice a zvýšení povinných minimálních rezerv. Zejména zvýšení povinných minimálních rezerv nabouralo stabilitu bankovního systému, který díky nezkušenosti s řízením úvěrových rizik měl vysoké procento nesplácených úvěrů, a zvýšení PMR snížilo ochotu bank dále půjčovat.

Zhoršující se ekonomická situace v české ekonomice spolu s krizí v jihovýchodní Asii vedla k odlivu zahraničních investorů. Tím pádem vznikl tlak na oslabení měny. ČNB se snažila udržet kurz ve vytyčených hranicích devizovými intervencemi. Největší šok přišel 15. května 1997, kdy započal spekulativní útok na českou korunu. V období mezi 15. květnem až 27. květnem ČNB intervenovala postupně v 6 fázích v celkové výši 2,3 miliard amerických dolarů. Dále byly zvýšeny sazby v ekonomice. Lombardní sazba byla zvýšena až k hranici 50%, diskontní sazba se dostala na hranici 13%. Přes všechny použité nástroje byla snaha o zastavení oslabování koruny bezvýsledná. Jak bylo zmíněno v první kapitole, intervence proti oslabování domácí měny jsou možné pouze do výše devizových rezerv. Díky krátké době od vzniku ČNB, dosahovaly devizové rezervy vyjádřené v mil. USD ke konci roku 1995 výše 14 023. Nízký objem devizových rezerv neumožňoval pokračovat v intervencích delší dobu. Není také možné intervenovat až do vyčerpání všech devizových rezerv. (14)

[5] Rok 1996

Důsledkem této krize bylo to, že na základě dohody mezi centrální bankou a vládou byl 26. května 1997 s platností následujícího dne zrušen systém fixního kurzu a byl nahrazen systémem řízeného floatingu. To sebou mimochodem přineslo změnu měnové politiky, kdy díky opuštění fixního kurzu ztratila ekonomika svoji protiinflační kotvu a byla nahrazena systémem cílování inflace. Cílování inflace je od té doby systém, který je ČNB používán. Systém prošel určitými modifikacemi výše inflačního cíle, až se ustálil na meziročním 2% růstu cenové hladiny. Právě nedodržení tohoto cíle bylo hlavním spouštěčem intervencí ze strany ČNB.

2.2 Důvody k intervencím

Hlavním argumentem, který ČNB používá pro obhajobu devizových intervencí, byla obava z deflace, tedy nesplnění inflačního cíle, který ČNB stanovuje. Inflační cíl je od roku 2010 stanoven jako meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen ve výši 2% s možným jedno procentním odchýlením na obě strany. ČNB se při svém rozhodování neřídí pouze indexem spotřebitelských cen, ale také alternativními druhy inflace, které jsou očištěny o nežádoucí vlivy.

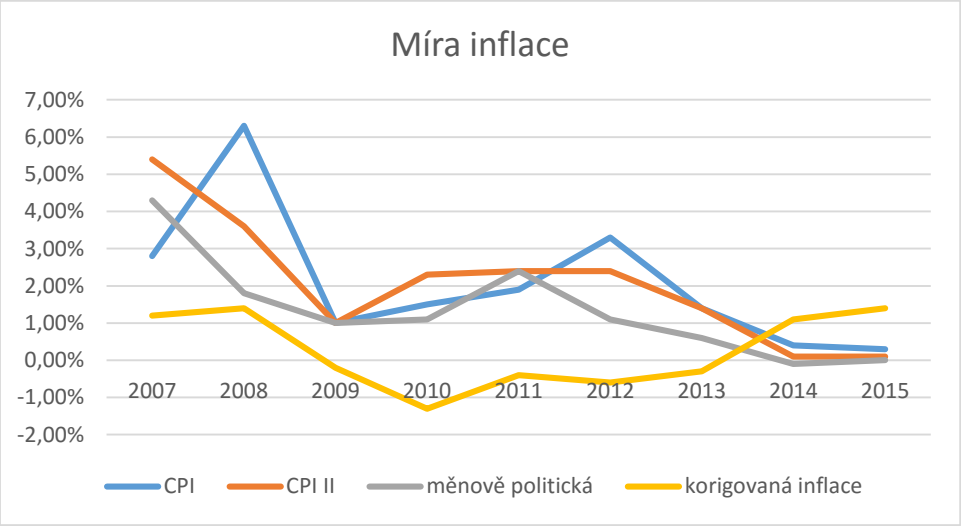
- index spotřebitelských cen – je založen na spotřebitelském koši, který reprezentuje spotřební návyk průměrné domácnosti. Zahrnuje jak náklady na výrobky tak na služby. Každá položka má svou váhu.
- měnově politická inflace – inflace, která je očištěna o vliv primárních dopadů nepřímých daní. Změna nepřímých daní je specifickým exogenním šokem, na který je uplatněna výjimka z plnění inflačního cíle[6].
- jádrová inflace (korigovaná inflace bez PH) – pro výpočet inflace se vypouštějí položky, které můžou být nejvíce ovlivňovány externími vlivy. Jedná se o pohonné hmoty (cena ropy na světových trzích), potraviny (vliv počasí na úrodu) a očišťuje se o položky administrativně regulované. Všechny zbývající položky jsou dále upraveny o vliv nepřímých daní.

Graf č. 4 nám ukazuje vývoj čtyř hlavních typů inflace od počátku krize do roku 2015, podle kterých se ČNB řídí. Data odpovídají průměrné roční inflaci platné k datu 31. prosince každého roku. Linie CPI a CPI II se od sebe odlišuje rozdílným výpočtem. CPI je vypočítána takto: *„Míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za 12 posledních měsíců proti průměru 12 předchozích měsíců.*“ (15) a CPI II je vypočítána podle následujícího postupu: „*Míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu*

[6] Nárazová změna exogenních faktorů, tedy na straně agregátní nabídky, je ve výjimce zahrnuta z důvodu nemožnosti ovlivnění tohoto vlivu ze strany CB. CB na primární dopady tohoto šoku nereaguje, protože toto jednorázové odchýlení od inflačního cíle a následná snaha o korekci, by mohla způsobit volatilitu v nezaměstnanosti nebo na celkovém HDP.

spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku vyjadřuje procentní změnu cenohladiny ve vykazovaném měsíci daného roku proti stejnému měsíci předchozího roku. Jedná se tedy o dosaženou cenovou úroveň, která vylučuje sezónní vlivy tím, že se porovnávají vždy stejné měsíce.“ (15) Jak vidíme z grafu, na konci roku 2012 začala desinflace, což je pokles tempa růstu cenové hladiny. V listopadu 2013 dochází k vyhlášení kurzového závazku ze strany ČNB, tedy v době kdy inflace dosahuje mezní hodnoty v podobě 1%.

Graf 4 – Míra inflace v České republice



Zdroj: vlastní zpracování, data z: Míra inflace [online]. Praha: ČSÚ, 2016 [cit. 2016-04-02]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_SESTAVY?p_strid=ACBB&p_sestuid=&p_lang=CS

Spolu s ukazatelem inflace je potřeba se podívat na další významné makro veličiny, které budou stěžejní pro pochopení intervencí. Bude se jednat o růst HDP, saldo obchodní a platební bilance, velikost úrokových sazeb ze strany ČNB (2T repo sazba) a velikost nezaměstnanosti. Tyto ukazatele hrály také významnou roli při rozhodování ČNB o zásahu na devizovém trhu. ČNB kromě primárního cíle v podobě řízení inflačního cíle, sleduje také vývoj HDP a míru nezaměstnanosti, a svými kroky, pokud to není v rozporu s inflačním cílem, ovlivňuje jejich vývoj.

Tabulka 1 – Přehled makroekonomických ukazatelů od roku 2007 do 2015

	BÚ platební bilance v mld.	**Obchodní bilance v mld.**	**růst HDP v %, meziročně**	**2T repo sazba v %, k 31.12.**	**Nezaměstnanost v %, průměr**
2007	-164,5	10,4	5,5	3,50	5,4
2008	-75,3	-4,4	2,5	2,25	4,4
2009	-89,2	65,0	-4,7	1,00	6,7
2010	-141,8	40,4	2,1	0,75	7,4
2011	-84,8	75,5	2,0	0,75	6,8
2012	-63,3	123,8	-0,8	0,05	7,0
2013	-21,8	167,0	-0,5	0,05	7,1
2014	26,1	238,9	2,0	0,05	6,2
2015	45,0	210,0	4,7	0,05	5,2

Zdroj: vlastní zpracování, data z: Aktuální prognóza [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 2016-04-02]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/

Po finanční krizi se začalo pracovat s novým pojmem „dvojitého vé“ v souvislosti s růstem HDP. Pojem ukazuje na to, že pokles HDP byl ve dvou fázích. Po první fází následoval nízký růst, který byl následován dalším poklesem. Z toho vyplynulo toto označení, protože to věrně kopíruje tvar písmena W. Česká republika toho byla zářným příkladem. Jak vidíme z tabulky pokles 4,7 procenta je následován nízkým růstem ve dvou následujících letech, a poklesem v letech 2012 a 2013. Intervence tedy byly oznámeny v období, kdy byla česká ekonomika stále v recesi a nominální výše HDP stále nedosahovala předkrizových hodnot, a počítalo se s tím, že pomohou k obnovení růstu.

ČNB dále nemohla počítat s pomocí státu a její fiskální expanzivní politikou. Obecná logika věci je, že v dobách růstu by měl státní rozpočet generovat přebytek, který by v dobách hospodářského poklesu byl použit na stimulaci celé ekonomiky, například v podobě investic do infrastruktury. Česká republika od roku 1995 neměla přebytkový státní rozpočet. Tím, že finanční krize přišla neočekávaně, propadl se deficit státního rozpočtu v prvním roce po finanční krizi k hranici 200 mld. korun, a pod tlakem případu Řecka a jižní periferie Evropské unie nedošlo k očekáváné expanzi, ale k restriktivní politice z obavy nadměrného dluhového zatížení.

Míra nezaměstnanosti se dlouhodobě drží pod unijním průměrem. Podle obecného konsenzu se přirozená míra nezaměstnanosti má v pohybovat v koridoru od 4% do 5%. Je logické, že hospodářský pokles je spojen s růstem nezaměstnanosti, ale díky flexibilní politice firem v krizovém období, které místo propuštění snižovaly počet odpracovaných hodin, nedošlo k masivnímu nárůstu počtu nezaměstnaných. Svou roli také sehrál fakt, že mzdy v České republice jsou stále nízké vzhledem k vývoji celé ekonomiky.

2.3 Neúčinnost běžných nástrojů ČNB

V mé práci se zaměříme na období od propuknutí finanční krize až do doby devizových intervencí. Hlavním nástrojem, který ČNB používá je 2 týdenní repo sazba. Je to snaha ovlivňovat výši úrokových sazeb v celé ekonomice. Specifikum českého bankovního sektoru je podíl primárních vkladů na bilancích obchodních bank. České domácnosti jsou konzervativní entity, které většinu svých příjmů deponují na své běžné popřípadě terminované účty u bank. To vytváří stabilní zdroj financování bank a zároveň snižuje účinnost měnové politiky centrální banky. Ve vyspělých zemích je bankovní sektor závislý na financování na mezibankovním trhu. Transmisní mechanismus je zde pak účinnější. Krom toho domácnosti zde totiž více využívají možnosti kapitálových trhů a zapojují se do jejich činnosti.

V České republice se používá úrokový transmisní mechanismus, který by se v podobě změny hlavní referenční úrokové sazby měl promítnout ve změně sazby na mezibankovním trhu a následně se promítnout v podobě změny úrokových sazeb pro domácnosti a firmy. Výsledkem je posílení domácí měny, v případě snížení úrokových sazeb, nebo její oslabení v případě zvýšení

úrokových sazeb, investiční aktivity, která se posléze promítne do agregátní poptávky a to přes model AS-AD do zvýšení cenové hladiny.

Problémem je právě velký podíl primárních vkladů. Centrální banka v tomto případě nemá kromě záporných sazeb, kdy obchodní banky platí za to, aby si mohly u centrální banky uložit likviditu, nástroj, jak donutit banky k úvěrové aktivitě. Obchodní banky byly díky turbulentní době, která se odehrávala v globální ekonomice, velmi opatrné v poskytování půjček. Takže ani bezprecedentní snížení 2 týdenní repo sazby na technickou nulu, nepřimnělo obchodní domy k otevření svých úvěrových linek.

2.4 Zamýšlený efekt devizových intervencí

Z důvodů popsaných výše, tedy nefunkčnosti snížení repo sazby, neochotě vlády ke stimulaci ekonomiky, strach bankovního sektoru z půjčování a celkový pokles HDP, přiměl ČNB ke kroku devizových intervencí. Cílem, jak již bylo několikrát výše zmíněno, bylo přiblížení se k inflačnímu cíli. Cestu, jakou k tomu mělo dojít, lze rozdělit do dvou hlavních bodů.

- podpora exportních firem – vzhledem k proexportnímu charakteru České republiky, kdy vývoz zboží je jedním za základních tahounů ekonomického růstu, jde o relativní zlevnění vůči konkurentům.
- zdražení dováženého zboží – druhým pilířem ekonomického růstu je spotřeba domácností. Zdražení zboží při nezměněné spotřebě povede k růstu cenové hladiny.

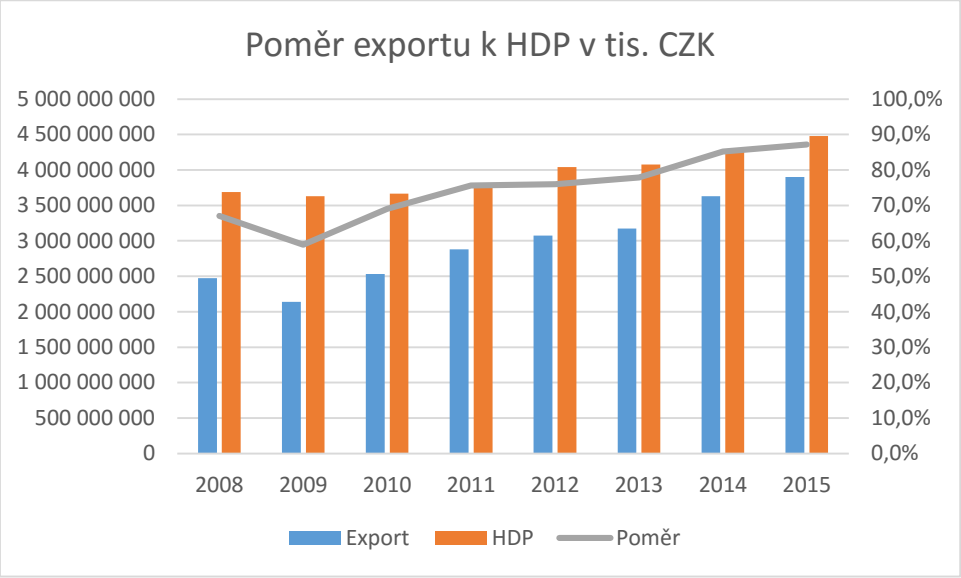
Pro oba hlavní body platí, že to bude mít ve výsledku dopad i na státní rozpočet, a to díky zvýšenému přílivů daní. Tím pádem vedlejším efektem by mělo být i posílení investiční aktivity ze strany státní správy.

2.4.1 Podpora exportních firem

Z grafu č. 5 vidíme velikost exportu v absolutní částce a jeho relativní vyjádření k velikosti HDP. Export je tudíž významný sektor celé české ekonomiky. Oslabení domácí měny, vede ke dvěma možným scénářům chování exportních firem na zahraničních trzích. Oba vedou ke zvýšené ziskovosti, ale budou se lišit v objemu výroby a dopadů do zaměstnanosti.

- exportní společnost využije výhodného kurzu, cenu na zahraničním trhu, ponechá stejnou a díky oslabení kurzu se jí zvednou zisky. Samozřejmě za předpokladu neexistence hedgingu.
- exportní společnost využije výhodného kurzu a sníží cenu za účelem získání většího podílu na trhu, snížená cena je vykompenzována přes devizový kurz. Zisk se ji zvedne díky zvýšené produkci. Se zvýšenou produkcí je spojen nárůst zaměstnanosti.

Graf 5 – Export k HDP



Zdroj: vlastní zpracování, data z: Vývoz ČR [online]. Praha: ČSÚ, 2016 [cit. 2016-04-23]. Dostupné z: http://apl.czso.cz/pll/stazo/STAZO.STAZO

V delším časovém horizontu se firmy díky zlepšeným finančním výsledkům můžou začít pouštět do investičních projektů. S rostoucími investicemi je spojen nárůst nabírání zaměstnanců a zároveň s rostoucí zaměstnaností klesá počet vhodných kandidátů, což vytváří tlak na růst mezd. Celý tento proces vede k zvýšené kupní síle obyvatelstva, a to vede k zamýšlenému růstu cenové hladiny.

2.4.2 Růst cen dováženého zboží

I v importní větvi se dá rozdělit výsledný efekt na tři hlavní body. Všechny tři body vedou skrze své transmise k růstu cenové hladiny. Vraťme se k tabulce 1, kde vidíme velikost importu k HDP. Import zboží tvoří silný nástroj k ovlivnění cenové hladiny. Vzhledem k tomu, že je Česká republika chudá země, co se týče surovin, tak část importu tvoří surovinová základna. Další položkou, vzhledem k exportnímu charakteru země, jsou polotovary, které jsou zde dodělány a reexportovány na zahraniční trhy. Poslední stěžejní položkou je spotřební zboží a potraviny z exotických částí zbytku světa.

- prvním bodem je prosté zdražení spotřebního zboží skrze devizový kurz. Dopad budu ilustrovat na krátkém příkladu. Španělská společnost dovážející do České republiky olivy, prodává balení za 25 CZK. Kurz, který má zahrnutý ve svých kalkulacích je na úrovni 25 CZK/EUR. Výrobní náklady jsou 0,9 EUR, takže na každém balení dovezeném do České republiky má zisk 0,1 EUR. Při oslabení kurzu na hranici 27 CZK/EUR, se její zisk ale sníží na 0,025 EUR. Za prodané zboží totiž vyinkasuje stejnou částku a po konverzi do své domácí měny dostane 0,925 EUR. Proto, aby španělská firma dosáhla stejného zisku, bude nucena zvýšit cenu

dováženého zboží na 27 CZK. Toto je pouze ilustrativní příklad, kde je ukázáno, jakým způsobem, by měla transmise fungovat. V reálné situaci nedochází ke korekci ihned a rozhodně ne v takovéto míře.

- druhým bodem je zdražení domácí produkce, která svou výrobu směřuje pouze na domácí trh, ale většinu zdrojů pro výrobu zboží dováží ze zahraničí. Tím pádem, pokud nechce sahat do své ziskové marže, bude muset zvýšit cenu, aby pokryla rostoucí náklady na vstupu.
- třetí bod není přímý jako dva předchozí. Při zdražení importovaného zboží, bude hledat spotřebitel levnější substitut. Předpokládá se, že levnější substitut bude pocházet z domácí produkce, která není závislá na cenách vstupu ovlivněných měnovým kurzem. To povede ke zvýšené poptávce po domácím zboží. Tyto společnosti začnou zvyšovat své platy nebo nabírat nové zaměstnance a podle již zmíněného schématu tím zvyšují kupní sílu obyvatel, což v konečném důsledku povede k růstu cenové hladiny.

2.5 Oznámení intervencí

Intervence byly provedeny 7. listopadu 2013. V následující tabulce jsou hodnoty kurzu od 6. listopadu 2013 do 12. listopadu 2013, kdy kurz poprvé prolomil hranici oznámenou ČNB. Během 5 dnů oslabila koruna vůči euru o 1,2 koruny. V procentuálním vyjádření šlo o oslabení 4,75%. Oznámení provádění intervencí bylo pro všechny zainteresované strany velký šok. V následující podkapitolách si rozebereme reakce 3 hlavních subjektů. Bude se jednat o kritiku proexportně zaměřených společností, nezvládnutí komunikace ze strany ČNB a reakci ostatních subjektů. Bude se jednat o analýzu toho, jestli intervence byly z vyjádření členů bankovní rady predikovatelné a jaký cíl tím ČNB sleduje.

Tabulka 2 – Hodnota kurzu CZK/EUR od 6. 11. 2013 do 12. 11. 2013

Datum	06. 11. 2013	07. 11. 2013	08. 11. 2013	11. 11. 2013	12. 11. 2013
Hodnota kurzu CZK/EUR	25,785	26,85	26,965	26,995	27,01

Zdroj: vlastní zpracování, data z: Vybrané devizové kutzy. ČNB [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 2016-04-15]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/vybrane_form.jsp

2.5.1 Proexportně zaměřené společnosti

Zde je důležité rozdělit společnosti na ty, které aktivně řídí kurzové riziko pomocí různých zajišťovacích instrumentů. Většinou se používá měnový forward. Určitým omezením je minimální velikost transakce, která se pohybuje v řádech miliónů. Jedná se o společnosti s velkým obratem nebo o jednorázovou, ale vysokou zakázku. Tyto společnosti patří mezi velké kritiky intervencí. Pak jsou zde společnosti, které s rizikem pohybu měnového kurzu počítají, ale nepoužívají

zajišťovací instrumenty, například z důvodu pracnosti (riziko z toho vyplývající nepovažují za zásadní). Jejich řešením je zisková marže, která je kalkulována tak, aby pokryla případné změny kurzu. Tyto společnosti nevědomky spekulovaly na pokles kurzu a jejich risk se jim vyplatil.

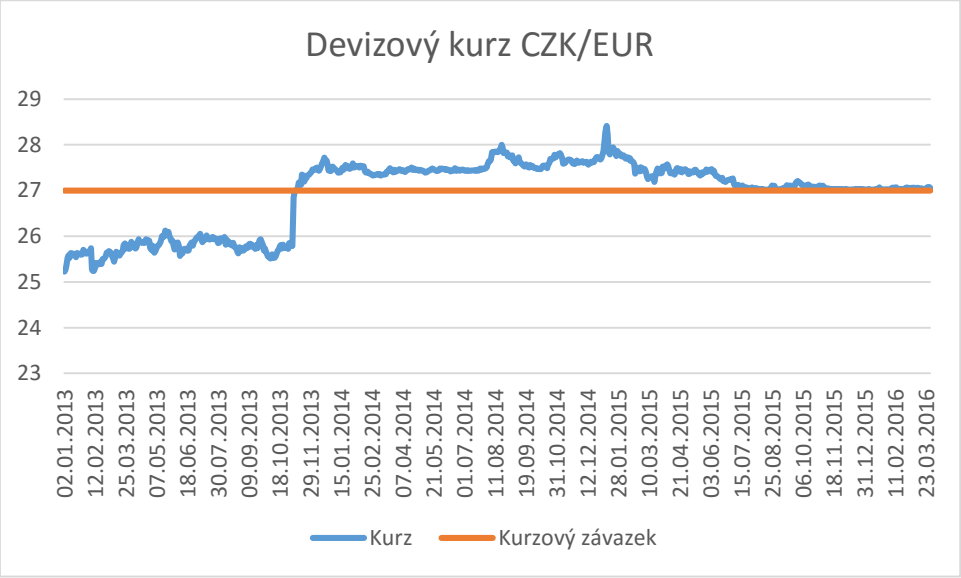
Velké společnosti, které použily zajišťovací instrument, při své kritice opomenuly princip hedgingu. Pro představu reakcí, předkládám výroky ředitelů významných společností: **Jiří Šimáně, šéf Unimex Group**: **„***Pro nás to znamená velké kurzové ztráty. Takové výstřely zničehonic by si ČNB měla příště dobře rozmyslet. Pracujeme s tolika riziky, teď k nim musíme připočítat i vlastní centrální banku*." (16) **Martin Wichterle, majitel skupiny Wikov: „***Jsem upřímně řečeno šokován. Ať žije měnová stabilita. V takovém prostředí se opravdu báječně podniká. Teď když se ekonomika zvedá?"* (16) **Michal Kadera, ředitel vnějších vztahů Škody Auto:** *„V krátkodobém časovém horizontu by kurzové změny neměly mít dopad na hospodaření Škody Auto. Naše cash flow jsou zajištěny standardními finančními nástroji."* (16) **Karel Havlíček, předseda Asociace malých a středních podniků a živnostníků a ředitel holdingu Sindat:** *„ Intervence přichází ke konci roku, kdy už export není tak silný. Takže letos to žádný velký dopad mít nebude. Příští rok se to projeví významněji."* (16). Názory výše zmíněné představují 4 hlavní proudy po oznámení intervencí.

Jedná se tedy o situaci bezprostředně po skokové změně kurzu. První názorem je, že ČNB svojí intervencí připravila firmy o zisk. To v žádném případě není pravda. Společnost si uzavřením své pozice zajistí stabilní přísun cash-flow z daného obchodu. A stabilní cash-flow je ten důvod proč to dělá. Takže tvrzení, že je změna kurzu připravila o dodatečný zisk je scestná, protože sama společnost se chránila před rizikem pohybu pro ni nevýhodném, ale z podstaty měnových zajišťovacích instrumentů nemůže společnost participovat na pro ni výhodném pohybu kurzu.

Druhý názor spojený s intervencí je jeho podstata. Tedy, že centrální banka zde způsobila šok, který je v jiných případech spojen s jeho exogenitou. Tedy šokem z vnějšku, na který nemají společnosti vliv. I s tímto se dá nesouhlasit. Za prvé to nebyl jednorázový zásah, který by po chvíli odezněl, ale byly jasně vysvětleny podmínky, za kterých by mělo dojít k ukončení intervencí. Za druhé byly určité indicie, například slovní intervence pro oslabení koruny, z kterých to podle některých pozorovatelů bylo možné odhadnout. Za třetí, firmy by měly mít v takto globalizovaném světe, který sebou přináší všemožná rizika, připraveny mechanismy pro úspěšné překonání dané situace.

Třetí a čtvrtý názor spolu úzce souvisí. První reprezentovaný v tomto případě Škodou auto, respektuje podstatu hedgingu, ale chápe, že to není setrvalý vztah, ale vztah s maturitou trvající v obvyklých případech maximálně rok. S čímž souvisí čtvrtý názor, že v delším horizontu intervence pomohou českým exportním firmám být na zahraničních trzích konkurenceschopnější.

Graf 6 – Devizový kurz CZK/EUR od 1. 1. 2013 do 31. 3. 2016



Zdroj: vlastní zpracování, data z: Vybrané devizové kurzy. ČNB [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 2016-04-15]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/vybrane_form.jsp

2.5.2 Komunikace ze strany ČNB

Po oznámení intervencí se objevila nezvyklé ostrá kritika ČNB. Kritika směřovala 2 směry.

- první směr byla polemika nad tím, jestli intervence jsou krok správným směrem. Kritika byla založena na tom, že křehký růst, který v té době probíhal, bude zadušen rostoucí cenovou hladinou a zpochybňoval se princip nebezpečnosti deflace.
- druhý směr kritiky směřoval do zásahu, který byl hodnocen jako bezprecedentní s tím, že narušuje stabilitu, kterou ČNB sama proklamovala jako stěžejní.

Důsledkem vyhrocené situace byla maximální otevřenost a transparentnost ve vysvětlování důvodu devizových intervencí ze strany ČNB. Nejotevřenější reakcí na kritiku, je vyjádření Petra Krále a Tomáše Holuba, představitelů měnové sekce ČNB, které je přístupné na stránkách ČNB. V tomto textu vysvětlují v 16 bodech hlavní připomínky ze stran odborné a laické veřejnosti. Ze zde prezentovaných názorů obhajuje ČNB intervence z pohledu rizika deflace, brání se nařčení z jednorázové akce, protože intervenci na trhu předcházely slovní intervence.Vvysvětluje, že se nejedná o jednorázový krok, ale o dlouhodobě trvající akci, která bude ukončena až s dosažením inflačního cíle. Znovu upřesňuje funkci ČNB, která nemá za cíl hromadit zisk, ale udržovat měnovou stabilitu a rozhodně vyvrací fakt, že se jedná o měnovou válku, protože z pohledu globální ekonomiky je síla ČNB na ovlivnění kteréhokoliv ukazatele příliš malá. (18)

Cílem této práce není hodnotit, jestli se měly devizové intervence odehrát nebo ne. Ekonomie není exaktní věda, aby se situace vrátila na začátek a změnily se parametry a sledovalo

se, jak to dopadne tentokrát. Hlavním záměrem je proto projít krok po kroku průběh intervencí, akceptovat premisy ČNB a sledovat jejich dopady.

2.6 Průběh a dopad devizových intervencí

V následující kapitole budeme zkoumat průběh intervencí a jejich dopad. Průběh a dopady rozdělím podle let. Jako první se budeme věnovat intervencím ČNB z pohledu devizových rezerv a průběhu vývoje kurzu a vypíchneme si body testování pevnosti závazku. V druhé podkapitole budeme sledovat dopad intervencí na chování domácností a firem.

2.6.1 Devizové rezervy ČNB

V tabulce č. 3 je rozvaha centrální banky. Tučně vyznačené položky jsou ty, které považujeme za devizové rezervy. U vkladů v zahraničních institucích se jedná o prostředky na běžném a termínovaném účtu. U cenných papírů, **což je největší položka devizových rezerv**, se jedná o realizovatelné dluhopisy a akcie zatříděné do portfolia. Ostatní pohledávky představují úvěry poskytnuté zahraničním bankám.

Tabulka 3 – Rozvaha České centrální banky

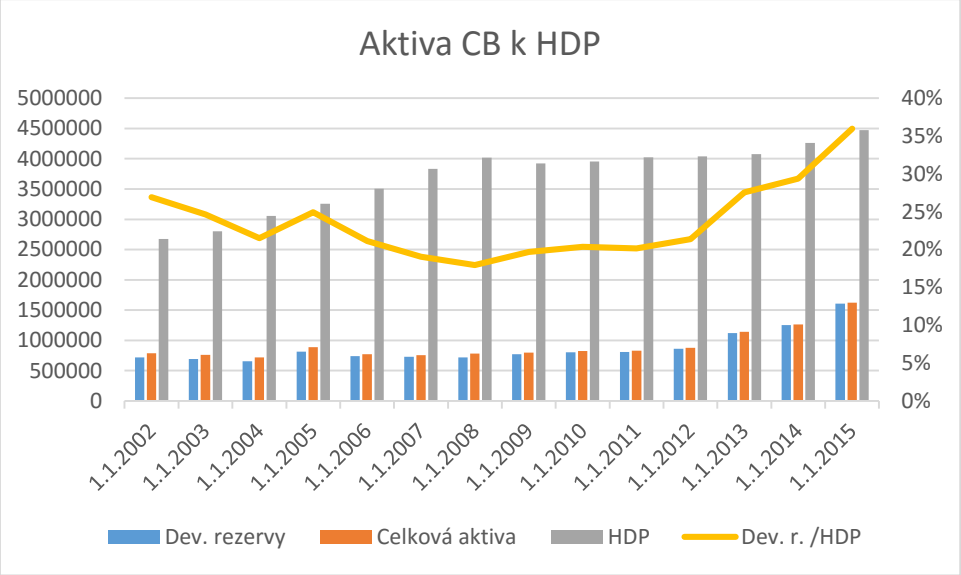
Aktiva	Pasiva
Zlato	Peníze v oběhu
Pohledávky vůči MMF	Závazky vůči MMF
Vklady v zahraničních peněžních institucích	Přijaté úvěry ze zahraničí
Cenné papíry	Ostatní závazky vůči zahraničí
Ostatní pohledávky vůči zahraničí	Přijaté úvěry
Pohledávky vůči tuzemským bankám	Povinné minimální rezervy
Pohledávky vůči státu	Ostatní závazky vůči bankám
Hmotný a nehmotný majetek	Závazky vůči státu a ostatním veřejným institucím
Ostatní finanční aktiva	Ostatní pasiva
Oceňovací rozdíly	Rezervy
Ostatní	Základní kapitál a rezervní fondy
	Oceňovací rozdíly
	Zisk nebo ztráta z předchozích období
	Zisk nebo ztráta za účetní období

Zdroj: vlastní zpracování, Rozvaha České národní banky [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 2016-04-16]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/dekadni_bilance/cnb_bilance.html

Devizové rezervy, jak vidíme z grafu č. 7, tvoří nejvýznamnější položku na straně aktiv. Údaje jsou uvedeny v mil. korun. Z grafu vidíme rostoucí celkovou bilanci a zároveň růst absolutní velikosti rezerv. Je to samozřejmě dáno směrem intervencí, kdy ČNB za koruny nakupuje zahraniční měnu, čímž vytváří tlak na její oslabení. V základním ekonomickém vztahu nabídka převyšuje poptávku, což vede ke zlevnění. V tomto případě je koruna relativně levnější vůči euru. Intervence probíhají tak, že ČNB nejdříve koupí eura, což vytváří tlak na depreciaci koruny. Získaná eura následně investuje do zahraničních dluhopisů nebo akcií, které jí přinášejí výnos.

ČNB se drží konzervativní investiční strategie a investuje jen do bezpečných finančních instrumentů. ČNB může provádět nákup sama nebo přes banku, s kterou je domluvena na podmínkách. Ještě je potřeba zmínit, že ČNB nikdy nezveřejňuje, jak a kdy přesně na devizovém trhu intervenovala. Ale informace se dají vyčíst z bilance centrální banky nebo z jejích tiskových prohlášeních.

Graf 7 – Aktiva CB k HDP

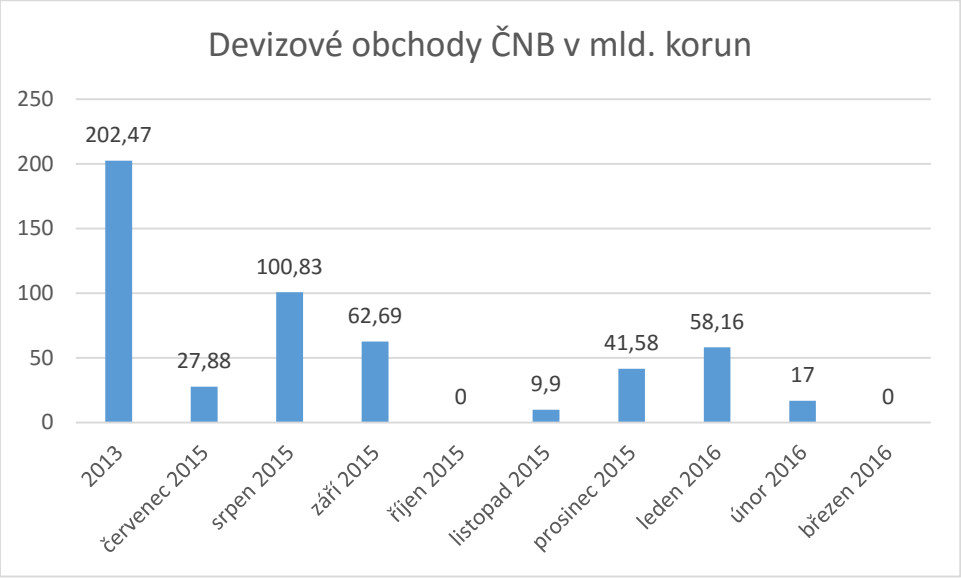


Zdroj: vlastní zpracování, data z: Rozvaha České národní banky [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 2016-04-16]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/stat.arady_pkg.strom_sestavy?p_strid=AAAAA&p_sestuid=&p_lang=CS

2.6.2 Průběh devizových intervencí v letech

V roce 2013 v měsících listopadu a prosinci došlo k prvním fyzickým obchodům. Přehled obchodů je vyobrazen na grafu č. 8. Další fyzické intervence na trhu proběhly až v červenci, necelý rok a půl po oznámení. Na dalším grafu je vidět vývoj od července roku 2015 do 31. března 2016. Intervence probíhají, když se kurz koruny blíží ke stanovenému kurzovému závazku. V říjnu ČNB neintervenovala, protože se kurz držel nad kurzovým závazkem, a proto neměla ČNB motiv na trhu zasahovat. Obdobná situace platí pro březen roku 2016.

Graf 8 – Devizové obchody ČNB



Zdroj: vlastní zpracování, data z: Devizové obchody ČNB [online]. Praha: Česká Televize, 2016 [cit. 2016-04-16]. Dostupné z: http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/1718065-cnb-drzi-korunu-stale-zkratka-intervence-ji-v-lednu-staly-58-miliard

Graf 9 – Vývoj devizového kurzu CZK/EUR

Zdroj: vlastní zpracování, data z: Vybrané devizové kutzy. ČNB [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 2016-04-15]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/vybrane_form.jsp

2.6.3 Průběh a dopady na domácnosti

Šokem, který intervence znamenala, bylo způsobeno, že následující víkend po oznámení stouply prodeje zejména elektroniky o x desítek procent. V podvědomí spotřebitelů je elektronika spojena jako položka, která je nejvíce citlivá na změnu devizového kurzu. Tím, že intervence byly datovány těsně před vánočními svátky, byla představa, že se zásah na devizovém trhu okamžitě projeví na změně cen, poněkud mylná. Velké řetězce se totiž na období vánoc předzásobují,

protože je to pro ně stěžejní část roku. Kromě toho zásah jen uspíšil nákupy domácností, které by se stejně odehrály o pár týdnu později. Podle vyjádření zástupců velkých obchodních řetězců, se oslabení české koruny promítne do cen se zhruba 3 až 4 měsíčním zpoždění. Díky silnému konkurenčnímu prostředí se ale změna kurzu nepromítne zcela do celkové změny ceny, protože by se tím subjekt sám vyřadil z konkurenčního boje. (19)

Rok 2014 je spojen se dvěma významnými událostmi, které zabránily projevům zdražení importu. Jedná se o nízkou cenu ropy a na to navázanou nízkou cenu potravin, která je ovlivněna právě cenou pohonných látek, a nadprůměrné úrody, která stlačila cenu komodit na nízkou úroveň. Druhým významným faktorem je obdobný problém eurozóny, ze které směřuje velká část dováženého zboží a zde přetrvávající obavy z deflace. Jádrem všeho je pokles ceny ropy, která se projevuje ve všech odvětvích. Objevily se spekulace, že při nízkých dovozních cenách přistoupí ČNB k dalšímu oslabení pro dosažení svého inflačního cíle. K tomu však nedošlo, protože se ČNB řídí při sledování inflačního cíle faktory, které jsou odrazem změny agregátní poptávky. Takže změnu ceny ropy a potravin sleduje, ale bere je až jako druhotný faktor, který je způsoben exogenními vlivy, na které nemá ČNB vliv. Problémem se to stává v případě, kdy se mění inflační očekávání ze strany ekonomických subjektů. Pak by podle guvernéra ČNB Miroslava Singera, existoval důvod pro zásah. Problém, který je podle ČNB závažnější, je pokles cenové hladiny v eurozóně. Zde však počítá s reakcí ECB, která se řídí stejným cílem, tedy cílování inflace a předpokládá se tedy reakce ve směru růstu cenové hladiny, který se pak následně promítne do růstu cen dováženého zboží do České republiky. (20)

Rok 2015 je spojen s přetrvávajícím poklesem ceny ropy na světových trzích a nedodržení inflačního cíle ze strany ECB. Takže problémy, které byly v roce 2014, se přelily do roku 2015. V tomto duchu se mluví o dovážené inflaci. Zároveň dochází k velkému oživení v české ekonomice. Ta je tažena dočerpáváním evropských peněz ze strukturálních fondů Evropské unie, díky nulovým sazbám v dochází k růstu investic a celkové optimistické náladě díky bezprecedentnímu růstu české ekonomiky viz tabulka č. 1. Bohatnutí českých domácností vede k růstu spotřeby, protože pokles cen v eurozóně se díky stabilní hranici kurzu projeví i zde. Problémem ovšem zůstává neochota firem k výraznému zvýšení mezd. Zde svou roli, ku prospěchu cílů ČNB, začaly hrát odbory, které právě pod tlakem rostoucí ekonomiky tlačí zaměstnavatele pro zvýšení mezd. Zvýšení mezd by vedlo k dalšímu impulsu a růstu spotřeby a v důsledku toho posunutí ke splnění inflačního cíle. Problémem je síla odborů. Odbory jsou totiž v české ekonomice zastoupeny jen u velkých společností a ty i přes svou dominantní mediální sílu, kde se mluví o jejich úspěších nebo neúspěších, nejsou hnacím motorem ekonomiky, ale tím jsou malé a střední podniky, kde odborová činnost prakticky neexistuje.

Pro rok 2016 platí to, že ČNB i odborové svazy i vláda začaly tlačit na zvyšování platů. Z těchto tří subjektů má jediná vláda možnost svým rozhodnutím reálně zvýšit platy. Pro rok 2016

se počítá s růstem kolem 3%. Což při očekáváné inflaci na spodní hranici inflačního cíle představuje růst reálný kupní síly o 2 %. Dále se pro rok 2016 očekává oživení v zemích Eurozóny, takže by se měla začít dovážet inflace.

2.6.4 Průběh a dopady pro exportní firmy

Tím, že oznámení intervencí připadlo na listopad a prosinec je z hlediska obchodu nejslabší měsíc zejména kvůli vánočním svátkům a konci účetního období, kdy je pozornost managementu upřena právě do oblasti účetní závěrky, hlavní dopady depreciace kurzu tedy budeme pozorovat hlavně v letech následujících. Je potřeba upřesnit, že depreciace kurzu domácí měny je pro exportní firmy přínosem, ale jen za splnění určitých podmínek.

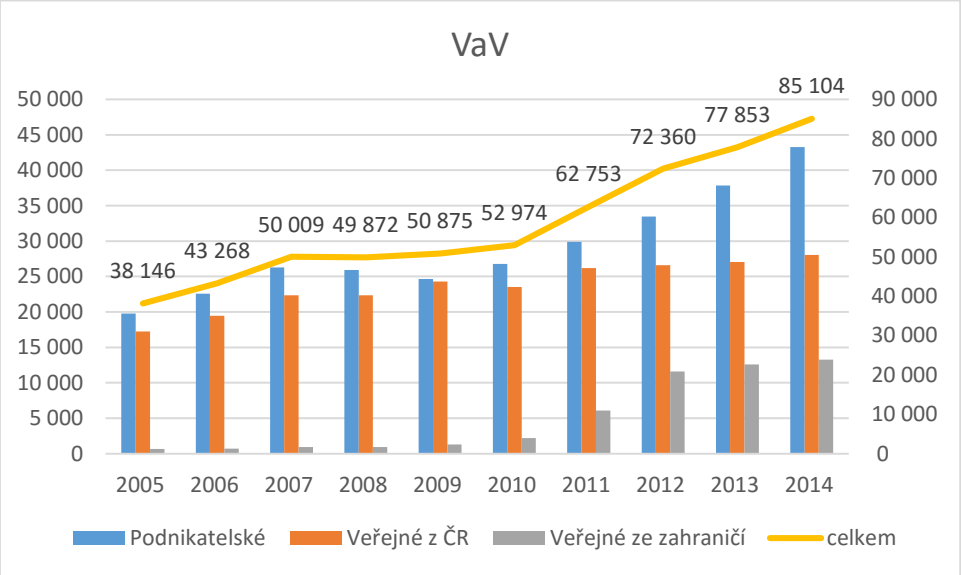
- hodnota exportovaného zboží musí převyšovat hodnotu zboží (meziproduktu, materiálu, polotovaru) importovaného, aby kurzový rozdíl byl kladný. Není obvyklé najít v českých podmínkách společnost, která by byla čistě exportní a neprodukovala nic pro domácí trh. Tam je pak důležitý poměr zboží exportovaného a zboží určeného pro český trh.

Dalším aspektem, který zásah centrální banky přinesl, je debata nad nedovoleným „dopingem“ pro české firmy. Na světovém trhu se dá prosadit dvěma způsoby. Tyto předpoklady samozřejmě platí ve zjednodušené podobě (neuvažujeme ani překážky trhu, racionalitu spotřebitele). První způsob je, že vaše výrobní náklady jsou tak nízké, že konkurenci porazíte cenou (rozvojové země) nebo je váš produkt natolik dobrý, že cena nehraje roli a spotřebitel hledí na kvalitu (Německo). Česká republika leží někde uprostřed tohoto žebříčku. V porovnání s vyspělými zeměmi máme stále relativně nízké náklady na pracovní sílu a naše kvalita produktu je vysoká, ale nejsme prvními v inovacích (měřeno například patentovými přihláškami).

V tomto případě je kritika vedená směrem, že české firmy jsou konkurenceschopnější díky výhodnému kurzu a nejsou tak tlačeny do nových investic ke zkvalitnění svých produktů. Tento efekt se neprojeví v krátkodobém horizontu, ale v dlouhodobém. Pokud firmy přestanou vyvíjet nové výrobky a zkvalitňovat své výrobní procesy po odeznění příznivého kurzu, ztratí své postavení, protože jejich produkt v porovnání s konkurencí nebude tak kvalitní, a již nebude ani možné konkurovat cenou. V tomto pohledu jeho zastánci spekulují na krátkozrakost managementu firem. Proti tomuto argumentu mluví vývoj exportu v čase, který ukazuje, že se české firmy dokáží prosadit i při zvýšené konkurenci a jsou natolik zkušené, aby věděly, že si nemůžou dovolit ztratit konkurenceschopnost na základě intervence, která je pořád jen dočasná. Krom toho vyšší zisky a levné peníze, umožňují firmám pouštět se i do rizikovějších investic. V tomto případě myšleno do projektů, které přinášejí inovace, byť s rizikem, že nemusejí být vždy úspěšné. Na grafu číslo 10 vidíme celkové investice na výzkum a vývoj v České republice, včetně vývoje výdajů vlády, které

mají stoupající tendenci. Kvantita samozřejmě neznamená automaticky kvalitu, ale to nic nemění na příznivém trendu.

Graf 10 – Investice do výzkumu a vývoje v mld. CZK



Zdroj: vlastní zpracování, data z: VaV [online]. Praha: ČSÚ, 2015 [cit. 2016-04-26]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/statistika_vyzkumu_a_vyvoje

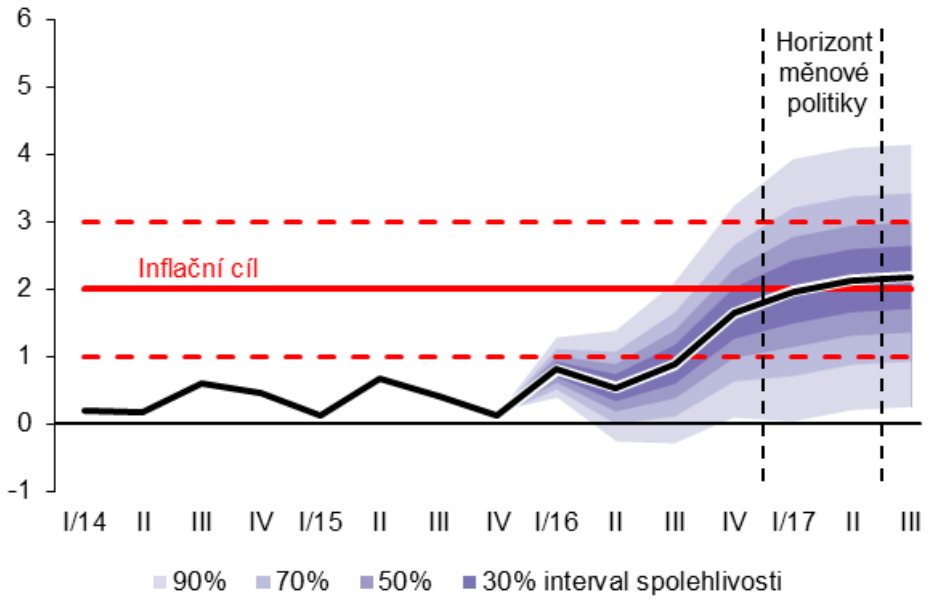
Roky 2014 a 2015 jsou ve znamení růstu exportu, viz tabulka č. 2. Velká změna je objevila ve využívání zajišťovacích instrumentů. Díky proklamacím ze strany ČNB na dlouhodobý kurzový závazek, začaly firmy používat jako zajišťovací instrument kurzový závazek. Díky provázanosti s německou ekonomikou, která v těchto dvou letech zažívala mírný růst, se dařilo i českým společnostem. Za oba roky 2014 a 2015 byl přínos intervencí vyčíslen Asociací exportérů, podle jejího místopředsedy Otto Daňka na 400 až 450 miliard korun. Čistý přínos byl podle Daňka pro rok 2014 na hodnotě 21,7 miliard korun. Rozdíl vznikl odečtením přínosu exportérům v hodnotě 201,6 miliard od přírůstku importéru v hodnotě 179,9 miliard. (21)

2.7 Bylo dosaženo cíle, který si ČNB vytyčila

Z následujícího grafu č. 11 vidíme prognózu inflace, vyjádřenou indexem spotřebitelských cen. Podle této prognózy se na konci 4. čtvrtletí roku 2016 s 90% pravděpodobností přiblíží skutečná inflace inflačnímu cíli. Pokud by se tak stalo, tak účelu, za kterým byly intervence prováděny, bude dosaženo. Odpověď by teda měla znít, že intervence byly v tomto případě účinné a díky nim dosáhla ČNB svého hlavního cíle. Spor o intervence jako nástroj měnové politiky by se v hodnocení měl odprosit od toho, jestli je vhodné používat intervence jako nástroj měnové politiky na pravidelné bázi, jestli deflace není v krátkém období vhodný stimulační prvek a jestli intervence

nepozastavily konvergenční proces[7] české ekonomky směrem k vyspělým státům. Ale měl by se soustředit pouze na to, jestli centrální banka na základě svých rozhodnutí dokáže splnit cíl, který je veřejnosti znám. (17). Jak již bylo zmíněno v předešlé kapitole, nelze v ekonomii situaci vrátit a intervence neprovádět, a poté sledovat, jestli by byla situace prognózována stejně.

Graf 11 – Prognóza inflace (CPI)



Zdroj: Prognóza inflace [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/#inflace

Kromě dosažení inflačního cíle, sleduje centrální banka i další makroekonomické ukazatele. Díky uvolněné měnové politice bylo dosaženo hospodářského růstu. Nezaměstnanost klesá k hranici přirozené míry nezaměstnanosti a naopak se objevují obavy o to, aby byla na trhu práce dostatečná nabídka kvalifikovaných zaměstnanců a celková stabilita bankovního sektoru je, zejména díky velkému poměru primárních úvěrů, na vysoké úrovni. Tím pádem argument pro použití intervencí je podpořen i úspěšným vývojem i těchto druhotných ukazatelů, které jsou centrální bankou sledovány. (22)

2.8 Scénáře pro ukončení intervencí

Scénáře pro ukončení jsou dva možné. První je švýcarskou cestou, kdy bylo ukončení intervencí provedeno náhle bez další korekce vůči kurzu, dále se tomuto tématu věnuje kapitola 3.

[7] Nominální konvergenční proces je reprezentován reálnou apreciací kurzu. Má dva kanály, kurzový (apreciace nominálního kurzu) a inflační (rychlejší růst cenové hladiny). Podle kritiků intervencí umělé oslabení kurzu ze strany ČNB, zabrzdilo proces přiblížení se skrze tento proces. Nominální konvergence musí být podpořena reálným sbližováním, jinak to vede pouze k vytvoření bubliny. (16 s. 13)

Nebo se dá jít cestou postupného ukončení intervencí, kdy je opuštěn kurzový závazek, ale dochází k nepravidelným zásahům, aby docházelo ke zmírnění výkyvů na devizovém trhu.

Podle posledního vyjádření bankovní rady k 31. 3. 2016 ČNB dojde k ukončení intervencí pravděpodobně v první polovině roku 2017. Podle této zprávy se bankovní rada bude přiklánět k ukončení intervencí postupnou cestou. Neznámou v této rovnice zůstává, jestli noví členové rady ČNB dodrží tento plán anebo se vydají ještě jinými cestami. Například zápornými sazbami, které by zamezily přílivu kapitálu. Mandát totiž končí k 1. červenci 2016 guvernérovi banky Miroslavu Singerovi a Kamilu Janáčkovi, v roce 2017 pak mandát končí Pavlovi Řežábkovi a Lubomíru Lízalovi. Vzhledem k tomu, že prezident Miloš Zeman je velkým odpůrcem devizových intervencí a je tím, kdo jmenuje členy bankovní rady, lze očekávat, že budou jmenováni ty ekonomové, kteří sdílejí podobné přesvědčení. Na druhou stranu příklad Jiřího Rusnoka ukazuje, že i blízký spolupracovník pana prezidenta se může chovat jinak, než se předpokládalo.

ČNB se ve své pravidelné zprávě přiklání k postupnému opuštění závazku, protože zde panují obavy ze skokového posílení koruny na před intervenční hodnotu, kdy se kurz koruny považoval za nadhodnocený. Jakou cestou by došlo ke skokovému posílení? Vzhledem k opuštění kurzového závazku by docházelo ke spekulačním útokům. Spekulace by probíhala formou útoku na posílení koruny. Taktika by byla jednoduchá, spekulant by nakoupil korunové aktivum, předpokládal by, že to co on, udělají i ostatní subjekty na trhu. To by vedlo k apreciačnímu tlaku, protože by poptávka po koruně převyšovala její nabídku, což by vedlo jejímu zdražení. Tím pádem by došlo k situaci, kdy by spekulant dosáhl zisku. Tomuto posílení by měly zabránit samoregulační mechanismy, kromě vyhlazování ze strany ČNB, se jedná o zajištění ze strany exportérů, kdy zajištění omezí poptávku a nabídku po korunách, stejně jako uzavírání korunových pozic ze stran investorů. (23)

3 Intervence SNB

Systém devizové kurzu byl ve Švýcarsku stejně jako v případě České republiky nastaven jako řízený floating. Tím, že bylo nastaveno pásmo, které nesmí kurz prolomit, se systém překvalifikoval na crawl-like arrangement, kdy jediným indikátorem toho, zda-li má dojít k intervencím, bylo prolomení stanovené hranice centrální bankou.

Intervence švýcarské národní banky předcházely intervencím ČNB. ČNB na svých stránkách uvádí švýcarské intervence jako případ, který se hodně přiblížil situaci, za jakých podmínek ČNB prováděla své vlastní intervence. Je to z toho důvodu, že ekonomiky obou zemích jsou si podobné svou strukturou a také směrem intervencí, kdy v obou případech dochází k oslabování své domácí měny. Podobnost spočívá v sektorech, které jsou pro obě země významné a jsou výrazně ovlivněny změnou hodnoty kurzu na devizovém trhu. Prvním bodem bude velikost bankovního sektoru, druhým bodem bude podobnost v závislosti na exportu a třetím bodem bude velikost švýcarského turistického průmyslu.

Švýcarsko díky své neutralitě nebylo ve 20. století zataženo do dvou světových válek, a to ho předurčilo k tomu, aby bylo v jakékoliv době chápáno jako bezpečný přístav. To vedlo k vytvoření velice silného bankovního sektoru, který je spolu s hodinkami, sýrem a alpskou přírodou jedním z jejích symbolů. Kromě toho přispělo k velikosti bankovního sektoru také striktní dodržování pravidla o zachování bankovního tajemství. (24) To vede k přílivu peněz od zahraničních subjektů, jak kvůli možnosti ochrany svých peněžních prostředků od daňového dohledu své domovské země, tak kvůli vyspělosti celého finančního sektoru, který nabízí mnoho nástrojů, jak efektivně zhodnotit peněžní prostředky. Podle statistik (25) se finanční sektor podílí 1/10 na celkovém HDP, velikost celkového objemu majetku bank je téměř pětinásobek ročního HDP, 5,8 % všech zaměstnanců pracuje ve finančním sektoru. Tato čísla dokazují, jak je bankovní, potažmo finanční sektor důležitý pro švýcarskou ekonomiku. Jen pro srovnání, velikost celkového objemu majetku českých bank je 1,3 násobek vůči HDP, podílí se 4 % na celkovém HDP.

Druhým styčným bodem je závislost na exportu v případě obou zemí. Jako poměr k HDP se uvádí saldo zahraničního obchodu. V roce 2014 byl podíl salda na celkovém HDP pro Českou republiku na úrovni 6,8 % a poměr exportu na celkovém HDP byl 83,6 %. Pro švýcarskou ekonomiku platí poměr sada k HDP na úrovni 11,3% a velikost exportu na úrovni 64,3 %. (26) Švýcarská ekonomika má oproti české výhody ve struktuře exportu směrem ke zboží s vyšší přidanou hodnotou (farmaceutické výrobky, přesné strojírenství, potravinářské výrobky[8]). Tyto výrobky jsou odolnější vůči silnějšímu kurzu, protože je pro spotřebitele obtížnější najít substituty.

[8] Je zde myšlena čokoláda, sýry. Výrobky, na kterých může být vyšší marže, kvůli specifičnost jejich původu.

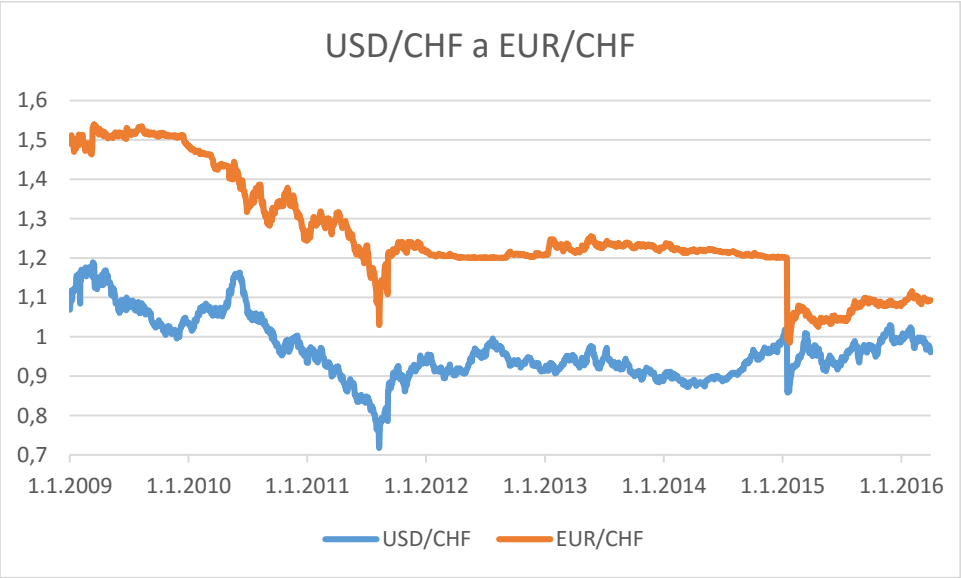
Třetím odvětvím, které je významné pro švýcarskou ekonomiku, a je výrazně ovlivněno změnou kurzu, je oblast turismu. Podle statistiky přicestovalo v roce 2014 do Švýcarska přes 9 mil turistů. Což je zhruba tolik, jako je celkový počet obyvatel celé země. Švýcarsko je považováno za jednu z nejdražších zemí světa, a proto při oslabení kurzu je země pro zahraniční turisty levnější a tím pádem se stává v očích cestovatelů atraktivnější. Protože se jedná ve většině případů o proměnu měny na valutovém trhu, každý pohyb kurzu je okamžitě znát na ceně dovolené.

3.1 Důvody k intervencím

Devizové intervence se odehrály ve dvou krocích. První vlna intervencí probíhala v roce 2009. Koncem toho roku kurzový závazek opustila. Krátce se k nim vrátila v roce 2010 a v září roku 2011 oznámila kurzový závazek na hranici 1,2 CHF/EUR. Intervence byly ukončeny 16. ledna 2015. Pro zásah na devizovém trhu byly uvedeny jako hlavní důvody následující položky.

- Tlak na posílení měny kvůli strategii investorů „flight to quality“. Jednalo se o reakce investorů z ohledem na evropskou dluhovou krizi. Apreciační tlak již tak zhoršoval konkurenceschopnost švýcarských firem, které se již od roku 2009 potýkají se zhodnocením kurzu domácí měny, jak je vidět na grafu č. 12. Do grafu je přidán i měnový pár USD/CHF, který v případě Švýcarska hraje důležitou roli (27).

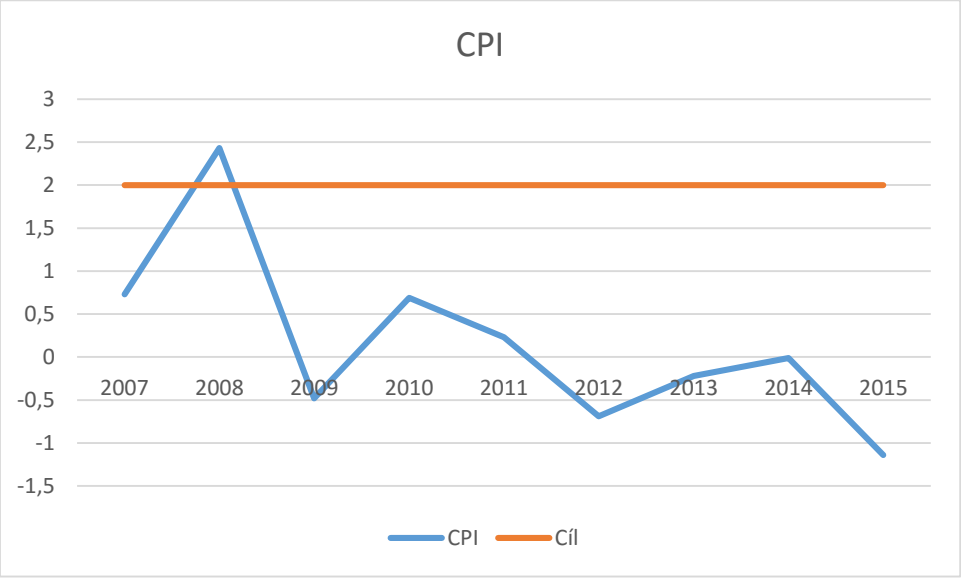
Graf 12 – CHF/USD a CHF/EUR



Zdroj: vlastní zpracování, data z: Forex Historical Data [online]. Forex Forum, 2016 [cit. 2016-04-21]. Dostupné z: http://www.global-view.com/forex-trading-tools/forex-history

- Neplnění inflačního cíle, který má Švýcarská centrální banka stanoven. Je stanoven na úrovni 2%. Jedná se, stejně jako v České republice, o index spotřebitelských cen. Opět se jedná o riziko deflace, které kromě ČNB, bere jako hrozbu i SNB a ECB.

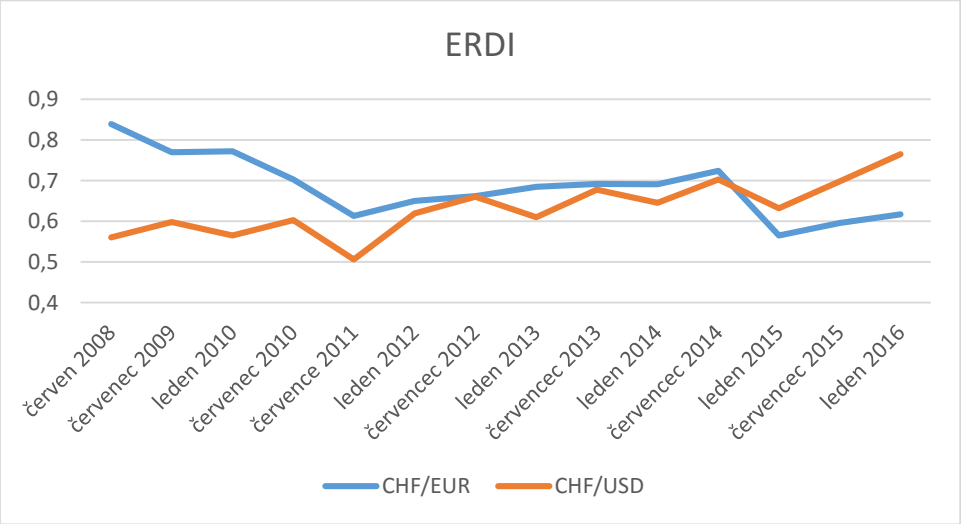
Graf 13 – CPI ve Švýcarsku



Zdroj: vlastní zpracování, data z: CPI Švýcarsko [online]. Washington: World Bank, 2016 [cit. 2016-04-21]. Dostupné z: http://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG

- Dlouhodobé nadhodnocení franku vůči euru a dolaru. Pro demonstraci nadhodnocení použijeme absolutní paritu kupní síly a koeficient ERDI[9] dle Bic Mac indexu. Bic mac index je pouze orientační ukazatel, SNB využívá indexy reálného kursu, které jsou založen na široké škále ekonomických indikátorů.

Graf 14 – Koeficient ERDI



Zdroj: vlastní zpracování, data z: Bic Mac Index [online]. NY: Economist, 2016 [cit. 2016-04-26]. Dostupné z: http://www.economist.com/content/big-mac-index

[9] Absolutní verze vychází ze zákona jediné ceny, tedy že identické zboží má mít stejnou cenu. Devizové kurzy se mění tedy proto, aby byla zachována jednotná cena. Koeficient ERDI vyjadřuje poměr mezi tržním kurzem a paritou kupní síly. Pokud je ERDI menší jak jedna, znamená to, že tržní kurz je silnější (tedy nadhodnocený), než by měl být podle parity kupní síly.

Ostatní důležité makroekonomické ukazatele jsou vyjádřeny v tabulce č. 4. Bude se jednat o hospodářský růst, výši sazby, kterou SNB považuje za klíčovou, pro její měnovou politiku, dále výši obchodního salda, vzhledem k důležitosti exportu vůči celkové velikosti HDP a výši nezaměstnanosti.

Tabulka 4 – Makroekonomické ukazatele Švýcarska

	Obchodní bilance v mld. CHF	**růst HDP v %, meziročně**	**3M repo sazba v %, konec období**	**Nezaměstnanost v %, průměr**
2007	13,95	6,3	2,750	2,8
2008	19,47	4,2	0,500	2,6
2009	20,34	-1,7	0,375	3,7
2010	19,48	3,3	0,375	3,5
2011	23,51	2,0	0,125	2,8
2012	23,83	0,9	0,125	2,9
2013	23,57	1,7	0,125	3,2
2014	29,75	1,2	-0,500	3,2
2015	38,1	0,9	-0,750	3,3

Zdroj: vlastní zpracování, data z: Data GDP, Unemployment [online]. Swiss Statistics Office, 2016 [cit. 2016-04-22]. Dostupné z: http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/en/index/themen/04/02/01/key/

Cílem intervencí bylo sejmutí tlaku silného franku z beder exportérů a pomoci tím ekonomice k vyššímu růstu. K tomu kromě intervencí slouží také snížení referenční sazby až do záporných hodnot, kdy by záporná sazba měla sloužit k zastavení přílivu zahraničního kapitálu. Druhým cílem bylo zdražení dovozních cen, který by způsobil růst cenové hladiny směrem k inflačnímu cíli. Transmise vyšších dovozních cen je stejná, jako byla popsána v kapitole, zabývající se intervencí České národní banky.

3.2 Dopady a průběh na subjekty

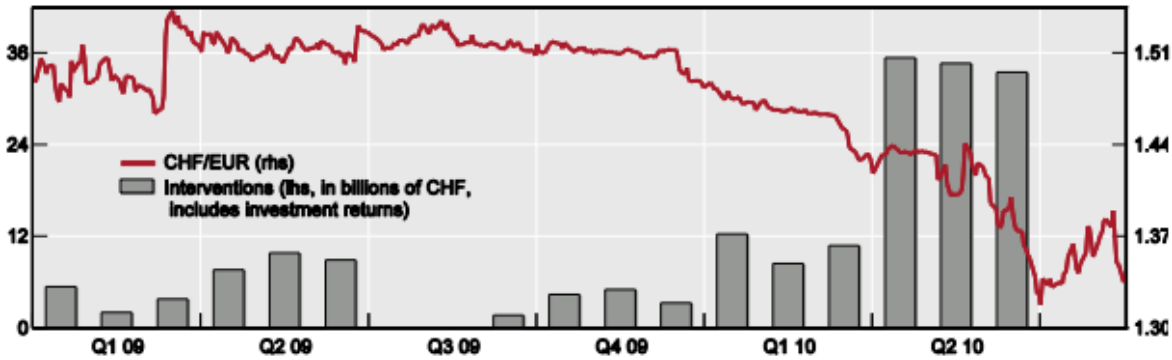
Oproti intervencím ČNB, které jsou stále v platnosti, švýcarský explicitní kurzový závazek již skončil. Proto bude v dopadech popsáno i období po ukončení intervencí. Jak bylo zmíněno v kapitole 3.1., intervence SNB se dělí do dvou kroků. V první vlně nebyl explicitně uveden kurzový závazek, v druhém období byl stanoven na 1,2 CHF/EUR. Pro pochopení chování SNB je potřeba zmínit, že jejími akcionáři jsou kantony[10] a část jejich akcií je veřejně obchodovatelná, přestože je její funkce ukotvena speciálním zákonem, tlaky akcionářů na dividendy tu jsou.

[10] Uzemní celky rozkládající se na území Švýcarska

3.2.1 SNB a rezervy

V první vlně došlo oznámení ze strany SNB po bankovní zasedání v čase 12. března 2009, že bude intervenovat, aby v budoucnu nedošlo k dalšímu posilování a kvůli obavám z deflace. Strmý pokles CPI indexu byl zaznamenán mezi lety 2008 a 2009, jak je vidět z grafu č. 15. Na konci roku, kdy se inflace přiblížila spodní hranici, bylo od intervencí odstoupeno. Intervenováno bylo opět v druhé polovině roku 2010 kvůli silnému přílivu kapitálu. To bylo v období prvních záchranných balíčků směřovaných do zemích Řecka i Irska. V tomto období stouply devizové rezervy SNB k poměru 1/3 HDP (28). Neustálý apreciační tlak na švýcarskou měnu vedl SNB k vyhlášení explicitního kurzového závazku na hranici 1,2 CHF/EUR. Tento závazek se stal závazným od září. Ještě před tímto krokem přijala SNB další opatření k oslabení franku. Jednalo se o rozšíření měnové báze, který měl snížit atraktivitu měny, zároveň byly sníženy základní úrokové sazby a byly využity měnové swapy k posílení likvidity franku.

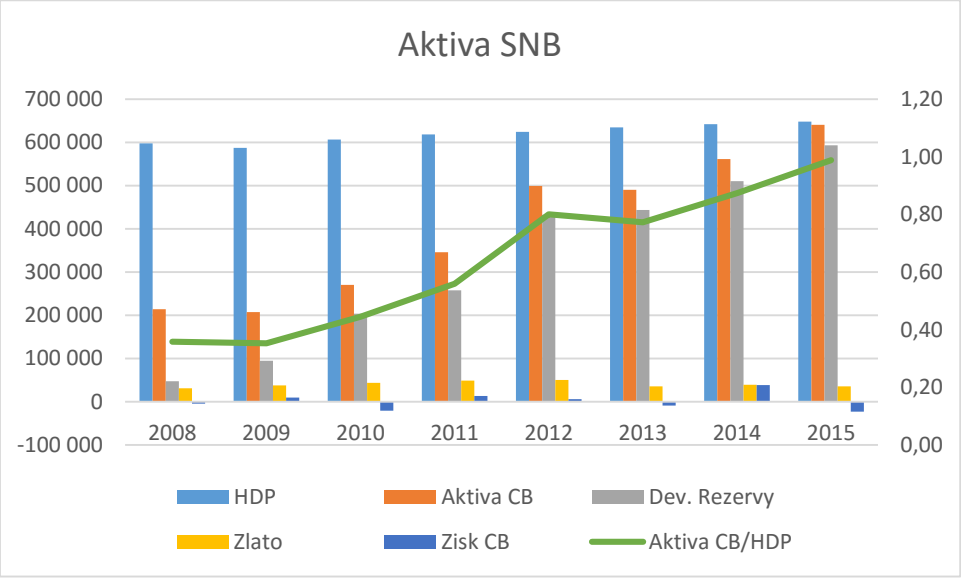
Graf 15 – Devizové intervence SNB v prvním období



Zdroj: GERLACH, Petra, et al. Currency intervention and the global portfolio balance effect: Japanese and Swiss lessons, 2003-2004 and 2009-2010. CIRJE Discussion Papers, 2011.

Druhá vlna byla šokem pro celý devizový trh. Frank skokově oslabil o více než 9% z hodnoty 1,1020 CHF/EUR na 1,2150 CHF/EUR. Už při ohlášení intervencí, kde je zmíněno, že SNB využije všech svých prostředků k udržení svého závazku, se objevovaly pochybnosti, jestli bude SNB schopná svůj závazek dodržet. Na grafu č. 16 je vidět rostoucí poměr aktiv centrální banky k celkové velikosti vyprodukovaného ročního HDP. Na konci sledovaného období jsou aktiva centrální banky srovnatelná s velikostí HDP.

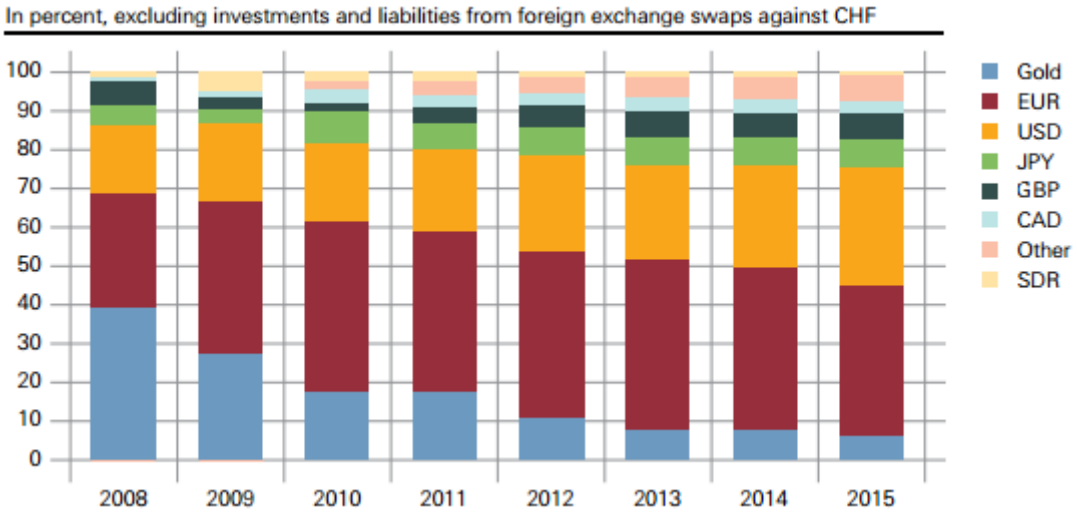
Graf 16 – Aktiva SNB v mil. CHF



Zdroj: vlastní zpracování, data z: Annual Report 2015 [online]. Bern: SNB, 2016 [cit. 2016-04-22]. Dostupné z: http://www.snb.ch/en/iabout/pub/annrep/id/pub_annrep_2015

Nejvýznamnější položkou aktiv CB jsou devizová aktiva, což je vzhledem ke směru intervencí logický důsledek. Na grafu č. 17 je znázorněno, v jakém poměru jsou v devizových rezervách drženy za hraniční měny. Značná velikost devizových rezerv sebou přináší rizika, která posléze vedla k ukončení intervencí ze strany SNB. Měnová politika je pak svázaná s měnovou politikou země, v jejíž měně má centrální banka denominovaná aktiva. Nepříznivý pohyb kurzu, v tomto případě posílení měny, sebou přináší velké ztráty a v neposlední řadě je problémem velikost k poměru HDP.

Graf 17 – Rozložení devizových rezerv



Zdroj: Annual Report 2015 [online]. Bern: SNB, 2016 [cit. 2016-04-22]. Dostupné z: http://www.snb.ch/en/iabout/pub/annrep/id/pub_annrep_2015

V roce 2014 vznikla iniciativa, která došla až k referendu, kde se hlasovalo o tom, jestli nemá SNB repatriovat zlato, které drží na svých účtech Bank of England a Bank of Canda. Zlato by

mělo sloužit jako poslední rezerva pro případ nouze. Uskladnění na cizích účtech by případně umožňovalo rychlé zpeněžení. Dalšími body, která iniciativa zahrnovala, byl požadavek, aby zlato tvořilo 20% z veškerých aktiv a nebyly dále prodáváno. To by značně zmenšilo prostor pro provádění měnové politiky z pohledu centrální banky. SNB by společně s nákupem zahraniční měny při devizových intervencí, musela nakupovat i zlato, aby byl dodržen 20 % poměr na straně aktiv. Zároveň by toto opatření výrazně zvýšilo náklady centrální banky, protože zlato nepřináší žádný výnos ve srovnání s držbou cenných papírů (29). V referendu bylo ale poměrem 78:22 odmítnuto převedení tohoto návrhu do praxe, tudíž SNB zůstal prostor pro provádění měnové politiky v plném rozsahu.

V lednu 2015 byl opuštěn kurzový závazek, takže další dopady do aktiv CB už budou jen z přeceňování aktiv. Krok ukončení bude probrán v následující kapitole.

3.2.2 Exportní společnosti

Pro exportní společnosti platí stejná situace jako v případě českých firem, tedy že jim intervence ve směru oslabení měny pomohla. Stejná situace platí i pro surovinou závislost na zahraniční produkci. Takže na ceně výrobku se projeví poměr, který je na výrobu produktu dovážen a který je poptáván za domácí ceny. Oproti České republice je výhodou švýcarských firem vysoká přidaná hodnota, takže marže je vyšší než v případě českých firem.

Dopad opuštění kurzového závazku byl všemi subjekty na trhu neočekáván. Nejméně tak exportními firmami, které nepovažovaly za nutné se zajistit, protože věřily v kredibilitu SNB. Kurz se v okamžiku propadl téměř o 30% až k hodnotě 0,8052 CHF/EUR, tento výkyv ale neměl vliv na hodnotu exportu. Tento jednodenní propad se dá přečkat, tím že se směna odloží o pár dnů. Co má vliv je dlouhodobé ustálení kurzu na hranici kolem 1,1 CHF/EUR viz graf č. 12. Švýcarský frank za posledních 7 let posílil o téměř 1/4, což vede společnosti ke dvěma krokům. První je změna nákladové politiky, kdy jsou mzdy a náklady hrazeny v eurové měně, čímž je riziko přenášeno na zaměstnance a dodavatele. Druhým krokem je přesun výroby do levnějších částí světa, což by mělo neblahý dopad na celou švýcarskou ekonomiku vzhledem k její závislosti na exportu.

3.2.3 Dopady na domácnosti

Dopady na domácnosti jsou odlišné oproti České republice. Domácnosti těží ze silného franku, přestože proběhla intervence, celkový vývoj kurzu za posledních 7 let zvýšil kupní sílu švýcarských domácností zejména vůči zahraničí. Další věcí je, že se SNB nedaří plnit její inflační cíl a dochází k poklesu cenové hladiny. Pro spotřebu domácností to je další příznivý efekt, přestože je deflace obecně považována za škodlivou, švýcarská ekonomika si udržuje růst, byť je mírný. Dále je kupní síla domácností umocněna extrémně nízkou nezaměstnaností a vysokou životní úrovní. To vede k vysoké stabilitě a domácnosti se stávají imunní proti výkyvům.

Rizika, která jsou spojena s vývojem kurzu, můžeme pozorovat v oblasti hrozby ztráty pracovních příležitostí. Domácnosti reprezentované zaměstnanci jsou vystaveny riziku silného kurzu skrze firmy, kde jsou zaměstnány, které většinu své produkce vyváží a jsou nuceni zmrazit růst mezd, nebo v horším případě může dojít k propouštění. V ohrožení jsou také zaměstnanci pracující v cestovním ruchu, zejména hotelnictví a pohostinství, což je první věc, na které se dá z pozice ušetřit. Dalším rizikem je příchod zahraniční pracovní síly, díky pro ně výhodnému kurzu se zvyšuje možnost jejich příchodu. Zvláště přihlédneme-li k vysoké nezaměstnanosti v sousedních zemích, zejména ve Francii a Itálii, kde pro jejich obyvatele není problém ani jazyková bariéra vzhledem ke čtyřem úředním jazykům používaných ve Švýcarsku.

Po opuštění kurzového závazku kurz posílil k hranici 1,1 CHF/EUR. To vedlo k přeshraničnímu obchodu, kdy se švýcarským domácnostem vyplatí jezdit na nákupy do sousedních zemí, například v Německu se k tomu přidává i vratka DPH, takže nákupy jsou o to výhodnější. Zároveň to zvýšilo investiční aktivitu na nemovitostním trhu v příhraničních oblastech. Nemovitost se považuje za investici specifickou v tom, že je hmatatelná a neměla by ztrácet na své hodnotě jednorázově, ale postupným opotřebováním. I tento předpoklad se ukázal jako mylný, jak světu dokázala hypoteční krize.

3.3 Ukončení intervencí

Ukončení intervencí se uskutečnilo 15. ledna 2015, kdy se SNB rozhodla, že přestane devizové intervence používat jako nástroj měnové politiky. Jednalo se o krok, který byl překvapením pro všechny účastníky trhu. Tomu také odpovídala hysterická reakce na akciovém i devizovém trhu.

3.3.1 Důvody ukončení intervencí

Podle oficiálního prohlášení SNB, které vydaly u oznámení ukončení intervencí, se píše, že divergence mezi monetárními politikami klíčových měn roste a tento trend bude nadále pokračovat. Dále, že euro oslabilo vůči dolaru, a to způsobilo také oslabení franku k dolaru. Za těchto okolností pak není potřeba držet zafixovanou hranici kurzu. (30) Jak lze tedy toto vyjádření chápat? Díky velké provázanosti ekonomiky eurozóny a Švýcarska je zde silný vztah i co se týče měnové politiky. ECB se rozhodla pro použití kvantitativního uvolňování[11] pro podporu reálné ekonomiky

[11] K použití tohoto nástroje dochází v době, kdy jsou tradiční nástroje vyčerpány. V případě ECB je její referenční úroková sazba nulová a kromě snížení do záporných hodnot (stalo se tak v prosinci 2015) zde není již prostor pro manipulaci. Kvantitativním uvolňováním se rozumí nákup aktiv s dlouhodobější maturitou. To by mělo snížit konec výnosové křivky, což vede ke snížení úrokových sazeb v ekonomice včetně úrokových plateb ze stran vládních dluhopisů. Snížení úrokových sazeb by mělo vést k větší ekonomické aktivitě, které by měla v konečném důsledku vést k růstu cenové hladiny.

a primárně pro dosažení svého inflačního cíle ve střednědobém horizontu. V rámci kvantitativního uvolňování bylo rozhodnuto o nákupu aktiv ve výši 60 mld. eur každý měsíc ze strany ECB. To vytváří tlak na oslabení eura vůči ostatním měnám. Pokud by SNB neukončila intervence, znamenalo by to pro ni další růst výdajů na udržení kurzového závazku, protože s novou emisí euro ze strany ECB by v podstatě sterilizovala nabídku eur a ECB by pořád pokračovala v politice kvantitativního uvolňování, aby dosáhla svého cíle. Tento souboj by skončil vítezstvím ECB díky její velikosti. Ukončení intervencí bylo oznámeno ještě před oficiálním oznámením kvantitativného uvolňování ze strany ECB, ale všechny indicie, mimo jiné vyjádření čelních představitelů ECB včetně jejího guvernéra M. Dragiho, k tomuto kroku směřovaly. V rámci nových trendů řízení měnové politiky patří i mezinárodní kooperace na úrovní centrálních bank. Lze tedy jen spekulovat, zda to bylo i v tomto případě, ale náhle ukončení by tomu odpovídalo (31).

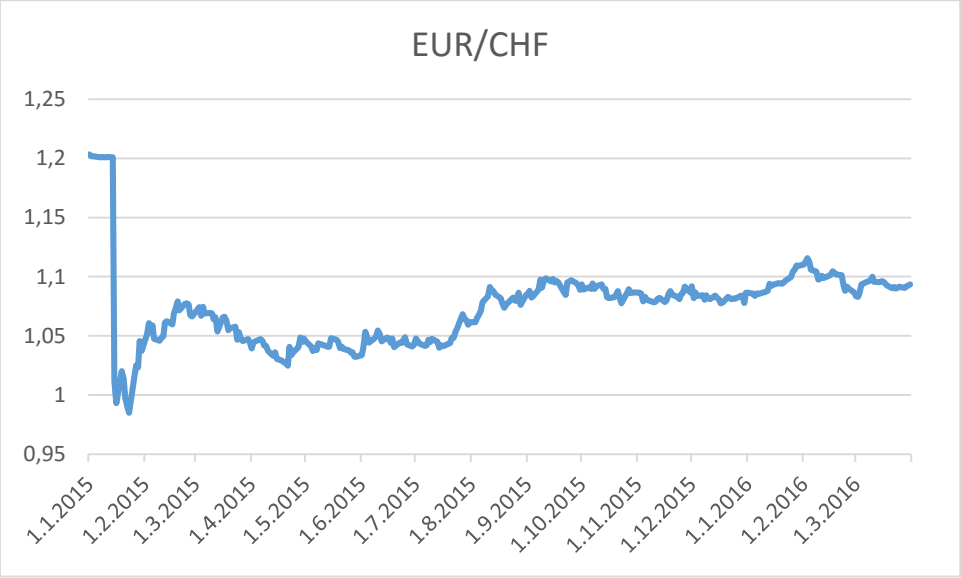
Dalším důvodem, který je spojen s nákupem zahraniční měny, je výše nákladů na udržování devizových rezerv a ztráta tím generovaná. Tím, že SNB je ve specifickém režimu vlastnictví, její akcionáři (kantony) počítaly s výplatou dividendy, která se díky intervencím nekoná. Spolu ze ztrátou se začala objevovat myšlenka insolvence centrální banky vzhledem k akumulovaným ztrátám.

To ale není technicky možné, protože centrální banka si bude moc vždy natisknout peníze, aby ztrátu vymazala. Kromě toho ziskovost není indikátor toho, jak je centrální banka úspěšná, ale její funkčnost se měří podle dodržování vytyčených cílů jako je cenová stabilita nebo stabilita finančního systému. Kromě toho ČNB dlouhou dobu fungovala s velkou ztrátou naakumulovanou při jejích prvních intervencích proti oslabování koruny a nemělo to žádný vliv na její kredibilitu nebo funkčnost.

3.3.2 Dopady ukončení intervencí

Dopad na devizový trh byl naprosto bezprecedentní. V jednu chvílí posílil frank až k hranici 0,8 za Euro. Na grafu č. 18 jsou vyjádřeny uzavírací hodnoty kurzu. Po prvotním opadnutí šoku je z grafu patrné, že poslední čtvrt rok osciluje kolem hodnoty 1,1 EUR/CHF, což není tolik vzdálené od původního závazku, který byl považován za vyjádření parity obou měn podle SNB.

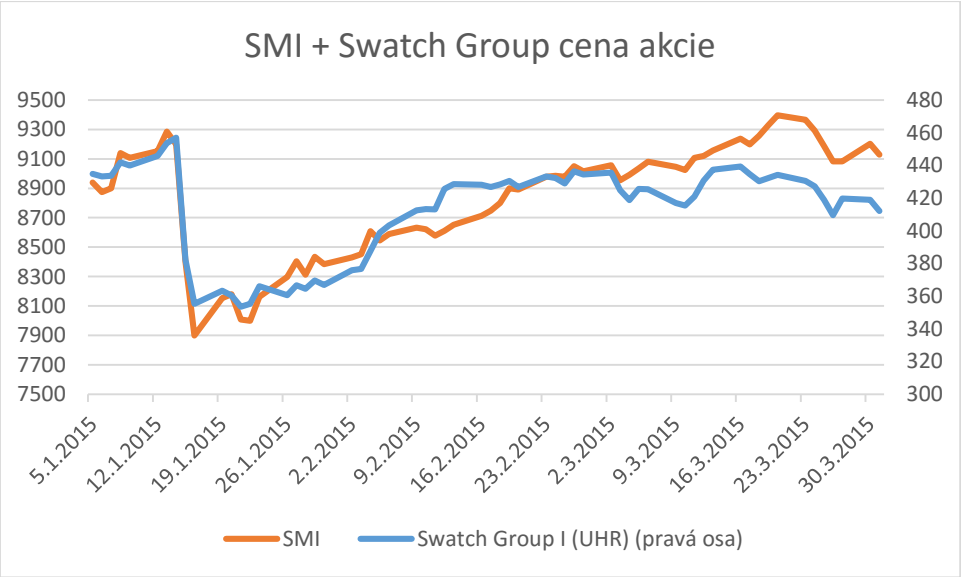
Graf 18 – Devizový kurz EUR/CHF od 1. 1. 2015 do 31. 3. 2016



Zdroj: vlastní zpracování, data z: Forex Historical Data [online]. Forex Forum, 2016 [cit. 2016-04-21]. Dostupné z: http://www.global-view.com/forex-trading-tools/forex-history

Podobný šok jako devizový trh zažila švýcarská burza, zejména tituly, které jsou závislé na exportu. Na grafu č. 19 je znázorněn index švýcarské burzy (SMI), který sdružuje 20 nejvýznamnějších švýcarských firem. Dále je do grafu zpracována hodnota akcie Swatch group, tedy významného exportéra. Z grafu dále můžeme vypozorovat, že počáteční ztráty SMI indexu byly smazány do čtvrt roku od ukončení intervencí. Hodnota akcií Swarf group také částečně umazala své ztráty, ale vzhledem k silnému franku zůstaly její vyhlídky do budoucna nejisté. Hodnoty na osách grafu jsou v CHF a jedná se o uzavírací ceny toho dne.

Graf 19 – SMI index + cena akcie Swatch group od 1. 1. 2015 do 31. 3. 2015



Zdroj: vlastní zpravování, data z: SMI index + Swatch group historic data [online]. Swatch group, 2016 [cit. 2016-04-23]. Dostupné z: http://www.swatchgroup.com/investor_relations/share_quotes

Poslední dopad, který bude zmíněn, je ztráta kredibility SNB. Takto náhlé ukončení přineslo velkou kritiku ze strany laické i odborné veřejnosti. Jedná se o podobnou situaci jako v České republice, kdy byla kritizována hlavně nečekanost tohoto rozhodnutí. SNB v tomto případě ztratila část své kredibility, která je stěžejní pro uplatňování měnové politiky. Pro úspěšné provádění měnové politiky je potřeba důvěra subjektů v její konání, jinak politika úspěšná nebude a žádný nástroj nezmění chování ekonomických subjektů tak, jak centrální banka zamýšlela. Velká kritika přišla z řad právě exportních firem, které právě díky vysoké kredibilitě které se SNB těšila, nevyužívaly žádné zajišťovací instrumenty (32).

3.3.3 Pokračování a snížení sazby

Spolu s ukončením intervencí bylo zároveň oznámeno, že SNB snižuje depozitní sazbu do záporných hodnot na -0,75%. Zároveň posunula pásmo své referenční měny (3M Libor) na hodnotu od -1,25% do -0,25 %. Záporná sazba měla mít dvojí efekt. Měla snížit zájem o švýcarský frank, v tomto směru nahrazuje tedy asymetrický kurzový závazek. Princip měl být skrze úrokový diferenciál, kdy depozitní sazba ECB byla v té době na hodnotě -0,20%. Druhým efektem měla být podpora investic ve švýcarské ekonomice, kdy levnější hodnota peněz měla pomoci rozhýbat investiční aktivitu švýcarských firem, což by zprostředkovaně vedlo k naplnění inflačního cíle (33).

Systém měnového kurzu se s crawl-like arrangement opět změnil na řízený floating, kdy si banka ponechává možnost intervenovat v čase, tak jak to bude vyhovovat plnění její měnové politiky. Tato premisa vychází z vyjádření (30), že v případě potřeby je připravena intervenovat s tím rozdílem, že už zde nejsou nastaveny konkrétní podmínky, za jakých by případně vstoupila na trh a prováděla intervence.

4 Srovnání intervencí obou zemí

Srovnání se bude týkat hlavních aspektů obou intervencí, v jaké oblasti se lišily a v jaké oblasti fungovaly na stejném principu. V závěru kapitoly srovnáme dopad intervence ČNB na švýcarské subjekty a zároveň dopad intervencí SNB na české subjekty.

4.1 Vstupní podmínky

Obě země používaly jako systém devizového kurzu řízený floating, kde s vyhlášením asymetrického kurzové závazku, se systém změnil v případě České republiky na other managed a v případě Švýcarska na crawl-like arrangement. V obou případech došlo k cílenému oslabení měny, který je pro centrální banku v teoretické rovině, bez započítání dalších faktorů, udržitelný do nekonečna, protože nakupují zahraniční měnu za domácí, kterou můžou emitovat v neomezeném množství. Jako indikátor zásahu na devizovém trhu bylo prolomení stanovené hranice. Obě centrální banky využívají možnost intervence na základě dohod se spřízněnými bankami, aby na trhu nebylo zřejmé, kdy intervence provádí.

Struktura ekonomik je podobná co se týče proexportního zaměření, ale liší se atraktivností a vyspělostí finančního trhu. Obě ekonomiky směřují svůj export do zemí Evropské unie, takže jejich ekonomický růst se odvíjí od ekonomické kondice evropských zemích. Pro českou ekonomiku platí tento vztah zejména k německé ekonomice, kam směřuje skoro 1/3 veškerého exportu. Protože v obou zemích se náklady hradí v domácí měně, zpětná konverze vytváří tlak na apreciaci. Tento tlak je u České republiky umocněn čerpáním evropských dotačních programů, kde Česká republika stále figuruje jako čistý příjemce. Naopak tlak na švýcarský frank je umocněn všeobecným vnímáním Švýcarska jako bezpečné destinace s bankovním sektorem, kde se striktně dodržuje zachovávání bankovního tajemství. Plus se zde nachází jeden z nejvyspělejších finančních trhů, který nabízí mnoho instrumentů pro zhodnocení peněžních prostředků.

V obou zemích bylo primárním důvodem intervencí riziko deflace, které je považováno za nebezpečné pro celou ekonomiku. V obou případech se počítalo s tím, že oslabená měna pomůže exportérům, což povede k růstu mezd a vetší kupní síle obyvatelstva, což by v konečném důsledku vedlo k dosažení inflačního cíle. Druhým transmisním kanálem byl růst ceny dováženého zboží, v principu se dováží inflace ze zahraničí. Ve švýcarské situaci byl ještě jeden důvod a to bezprecedentní tlak na posílení franku díky přílivu kapitálu, který hledal bezpečnou destinaci, protože se nevědělo, jestli nedojde k rozpadu Eurozóny kvůli krachující řecké ekonomice. Tento tlak na apreciaci franku považovala SNB za velkou hrozbu, která by mohla vést až k recesi. S tímto problémem se ČNB vypořádávat nemusela.

4.2 Zhodnocení úspěšnosti

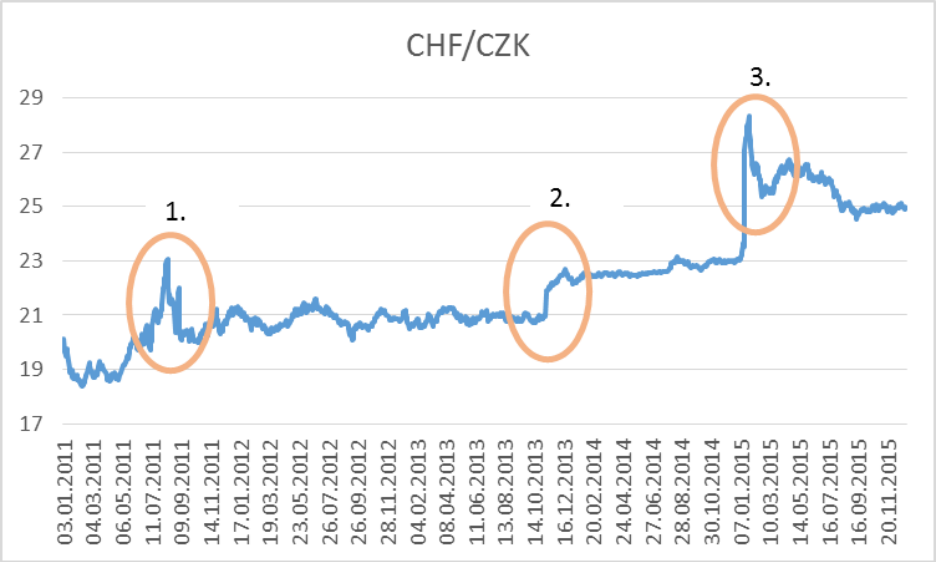
V případě švýcarských intervencí se dá mluvit spíše o neúspěchu. Přestože na dobu skoro tří let pomohla exportérům s příznivým kurzem, náhlé ukončení intervencí pak přineslo rozčarování do řad exportérů. Inflačního cíle nebylo dosaženo, naopak pokles cenové hladiny v roce 2015 byl největší. Dá se v podstatě říci, že SNB prohrála souboj o udržení kurzu s trhem, protože obavy z příliš vysokých devizových rezerv ji vedl k ukončení zásahu na devizovém trhu.

U intervencí ČNB, které jsou stále v platnosti, by se z vyjádření představitelů bankovní rady dalo usuzovat, že intervence budou ukončeny, až bude dosaženo inflačního cíle. Pak by ve srovnání se švýcarskými bylo úspěšné, protože by splnily cíle, za kterými byly prováděny. Stejně jako ve švýcarské verzi jsou intervence kladně hodnoceny ze strany exportérů. V případě ČNB není problém velikost devizových rezerv, která nedosahuje takové výše jako v případě SNB. Dále není ČNB pod tlakem akcionářů na generování zisku a její kumulovaná ztráta, nashromážděná z dob minulé intervence, se snižuje.

4.3 Porovnání dopadu obou intervencí na subjekty obou zemí

Protože ani jedna národnost netvoří hlavní skupinu turistů, která do dané země přijíždí, srovnávat budeme jen u vzájemného obchodu obou zemí, kde se vzájemné změny kurzu promítly nejvíce. Na grafu č. 20 je devizový kurz mezi CHF a CZK. 1. situace je intervence ze strany SNB, koruna rázově posílila o 2 koruny. K vrácení kurzu koruny dochází v situaci 2., kdy dochází k oslabení měny ze strany ČNB. Situace 3. je spojena s oznámením ze strany SNB o ukončení intervencí. Švýcarský frank ke koruně prudce posílil a ke konci roku se ustálil na hranici 25 korun.

Graf 20 – CHF/CZK od 1. 1. 2011 do 31. 12. 2015



Zdroj: vlastní zpracování, data z: CHF/CZK data [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 2016-04-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/vybrane_form.jsp

Dopad změny kurzu na obchodní bilance mezi oběma státy ilustruje následující tabulka č. 5. Struktura vzájemného obchodu zahrnuje zejména strojírenské výrobky zasahující do všech odvětví. Nejvýznamnější vývozní položkou ze strany ČR jsou silniční vozidla. Nejvýznamnější položkou, která je dovážena švýcarskou stranou, jsou léčiva. Česká republika má posledních pět let kladné saldo vůči svému švýcarskému partnerovi. Rok 2012 se projevil na dovozu do ČR, díky oslabení franku, bylo při nižším dovozu v kg, dosaženo stejného výsledku v peněžním vyjádření. Naopak vývoz za rok 2013 do Švýcarska neodpovídá růstu kg, protože hodnota vývozu zůstává na stejné úrovni. Kladně se na vývozu projevily intervence ČNB, jako vidět z roku 2014 a 2015.

Tabulka 5 – Obchodní výměna ČR vs. Švýcarska v tis. CZK

Rok	Vývoz z ČR	Netto v kg	Dovoz do ČR	Netto v kg	Obchodní saldo
2010	41 812 153	344 691 847	25 655 915	136 640 131	16 156 238
2011	48 570 259	379 021 347	28 457 808	163 732 029	20 112 451
2012	49 904 297	374 783 008	28 970 466	142 670 163	20 933 831
2013	49 142 800	405 076 862	29 399 559	160 756 911	19 743 241
2014	56 438 309	409 468 462	31 034 998	158 844 523	25 403 311
2015	61 301 222	421 849 449	35 033 359	192 103 332	26 267 863

Zdroj: vlastní zpracování, data z: Obchodní bilance ČR vs. Švýcarsko [online]. Praha: ČSÚ, 2016 [cit. 2016-04-23]. Dostupné z: http://apl.czso.cz/pll/stazo/STAZO.STAZO

Závěr

Cílem diplomové práce bylo sledování a analyzování průběhu devizových intervenci prováděných Česku národní bankou a Švýcarskou národní bankou, a jejich následné srovnání. Zhodnocení intervencí prováděných ČNB je jen částečné z důvodu jejich stálého používání jako nástroje měnové politiky. V průběhu práce nebylo rozporováno použití intervencí, ale zkoumána jejich účinnost, která se v tomto případě měří tím, jestli bylo dosaženo inflačního cíle, který měl být dosažen skrze pohyb měnového kurzu a následné transmisní mechanismy.

V první části jsem rozdělil systémy devizového kurzu na pevné a plovoucí. V pevném systému probíhají pravidelné zásahy na devizovém trhu ze strany centrální banky za účelem udržení kurzu ve stanoveném pásmu. V plovoucím systému je kurz utvářen na základě poptávky a nabídky na devizovém trhu s nepravidelnými zásahy centrálních banky. Klasifikace ze strany MMF ctí toto rozdělení, přidává k tomu ale pojmy de jure a de facto, které určují, jestli daná země dodržuje proklamovaný kurzový systém. Role centrálních bank v systému je určena pravidelností zásahu, tedy intervencemi. Intervence mohou být ve směru oslabení kurzu, tedy nákupu zahraniční měny a prodeje vlastní měny, ty mohou teoreticky probíhat po neomezenou dobu. Intervence ve prospěch posílení měny předpokládají nákup domácí měny a prodej zahraniční měny. Ty jsou omezeny výší devizových rezerv, které centrální banka drží. Intervence mohou být nepřímé, které jsou reprezentovány změnou referenční úrokové sazby, která v případě jejího zvýšení láká zahraniční kapitál, a v případě snížení je tomu naopak, anebo přímé, kde se provádí operace na devizovém trhu. Dopady devizových intervencí se liší podle pohybu kurzu. V případě depreciace kurzu, je to pomoc pro exportní společnosti, kdy se stávají konkurenceschopnější, naopak to zdražuje ceny importovaného zboží, který pak dopadá do rozpočtu domácností. V případě apreciace je situace opačná. V poslední letech se začalo pracovat s rizikem deflace, tedy poklesem cenové hladiny, který je nepříznivý pro celý vývoj ekonomiky, protože odložení spotřeby se promítne dále do ekonomiky, což vede k deflační spirále. K této situaci došlo po sérii finančních a hospodářských krizí, které světová ekonomika musela od roku 2007 čelit.

V druhé části se zabývám intervencemi ze strany ČNB, která vyhlásila asymetrický kurzový závazek na hranici 27 CZK/EUR. Důvodem byly přetrvávající obavy z deflace, které v první fázi nedokázaly zabránit tradiční nástroje ve formě snížení hlavní úrokové sazby na technickou nulu. Zamýšlený efekt oslabení domácí měny se měl projevit skrze dva kanály. Prvním bylo zdražení dováženého zboží a druhý přes úspěch exportních firem na zahraničních trzích, které by vedly ke zvýšené kupní síle domácností. Oba kanály měly vést k dosažení inflačního cíle, který je 2% ročně. Oznámení intervencí představoval šok pro celý trh. V delším časovém horizontu se ale emoce uklidnily a zejména exportní společnosti oslabení kurzu kvitují, což se ve výsledku projevilo na rostoucím exportu. Na intervence vydala ČNB zatím přes půl bilionu korun a byla několikrát

testována trhem, jestli je její závazek pevný. V případě ČNB lze intervence považovat za účinné, protože podle prognózy dosáhne inflace v příštím roce jejího cíle, což byl od začátku záměr ČNB. Otázkou zůstává, jaký bude vývoj po ukončení intervencí, ale podle vyjádření rady ČNB, bude docházet k postupnému ukončování, aby se předešlo podobné situaci, která se stala ve Švýcarsku.

Ve třetí části byly analyzovány intervence ze strany SNB, které byly kromě stejné obavy z deflace jako v případě ČNB, použity z důvodu silných apreciačních tlaků, které byly způsobeny pohybem kapitálu do bezpečné destinace. Kurz byl zafixován na hranici 1,2 CHF/EUR. Z pohledu SNB lze devizové intervence považovat za účinné jen do určité míry. Intervence probíhaly s přestávkami skoro 6 let a dodržování explicitního kurzového závazku přes tři roky. S jistotou se dá říct, že to opět pomohlo exportérům, ale inflačního cíle dosaženo nebylo. Problémem na straně SNB se stalo jejich ukončení, které se uskutečnilo v lednu 2015. Ze stran exportních společností nedocházelo k zajištění a ukončení ze strany pro ně bylo nepříjemným šokem. Naopak silný frank pomohl švýcarským domácnostem k zahraničním nákupům. Intervence byly ukončeny kvůli devizovým rezervám, které dosahují velikosti ročního HDP vyprodukovaném na území Švýcarska a provázanost s eurozónou, kde bylo oznámeno kvantitativní uvolňování, což by při plnění kurzového závazku představovalo další nákupy zahraniční měny.

Co se týká srovnání, intervence obou centrálních bank měly stejný směr, tedy cílily na oslabení domácí měny, který měl způsobit růst cenové hladiny, protože v obou zemích hrozila deflace. Zhodnocení účinnosti se zatím jeví tak, že ČNB splní svůj cíl, se kterým použila intervence jako svůj měnový nástroj, kdyžto SNB svůj cíl nesplnila. V obou případech došlo ke změně kurzového systému z řízeného floatingu, v případě České republiky na systém other managed a v případě Švýcarska na systém crawl-like arrangement. V obou případech se jednalo o významnou změnu kurzového systému. Co se týče obchodní výměny mezi oběma zeměmi, intervence se projevily. Nejdříve na straně dovozu do ČR, ale nyní převažuje kladný dopad z pohledu České republiky na saldo obchodní bilance díky trvajícím intervencím ze strany ČNB. Závěrem je třeba říci, že vzhledem k ekonomickému vývoji bude používání nástrojů měnové politiky, které zůstávaly v pozadí zájmu centrálních bank, jako například devizových intervencí nebo záporných úrokových sazeb, stále častější, což sebou přinese další podklady ke zkoumání jejich dopadů a následné účinnosti.

Zdroje

1) *Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results* [online]. Bank for international settlement, 2013 [cit. 2016-03-04]. Dostupné z: http://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf

2) MANDEL, Martin a Jaroslava DURČÁKOVÁ. *Mezinárodní finance*. 3. vydání. Praha: Management Press, 2007. ISBN 978-80-7261-170-6.

3) *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2014*. Roční. Washington D.C.: International Monetary Fund, 2015. ISBN 978-1-49832-332-1.

4) CARAMAZZA, Francesco a Jahangir AZIZ. *Fixed or Flexible*. První. Washington D.C.: International Monetary fund, 1998. ISBN 1-55775-692-9.

5) ŽAMBERSKÝ, Pavel a Josef TAUŠER. *Ekonomie měnového kurzu*. První. Praha: Oeconomia, 2003. ISBN 80-245-0637-8.

6) *Nástroje měnové politiky* [online]. Praha: Česká národní banka, 2016 [cit. 2016-03-04]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#pmr

7) REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovnictví*. Třetí. Praha: Management press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.

8)MANDEL, Martin, Zbyněk REVENDA a Jan KODERA. *PENEZNÍ EKONOMIE A BANKOVNICTV*. 5. vydání. Praha: Management press, 2014. ISBN 978-80-7261-279-6.

9) *Měnový kurz jako nástroj měnové politiky – nejčastější otázky a odpovědi* [online]. Praha: Česká národní banka, 2016 [cit. 2016-03-10]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html#6

10) *Vyučující z VŠE komentují devizové intervence ČNB* [online]. Praha: Economix, 2013 [cit. 2016-03-10]. Dostupné z: http://www.economix.cz/clanek/vyucujici-z-vse-komentuji-devizove-intervence-cnb/10336

11) PULPÁNOVÁ, Stanislava. *Komerční bankovnictví v České republice*. První. Praha: Oeconomia, 2007. ISBN 978-80-245-1180-1.

12) BYDŽOVSKÁ, Marie. *Kořeny a průběh krize eurozóny* [online]. Praha: Euroskop, 2016 [cit. 2016-03-27]. Dostupné z: https://www.euroskop.cz/9026/sekce/koreny-a-prubeh-krize-eurozony/

13) HOLMAN, Robert. Měnová krize 1997 byla trest za nezavedení volného floatingu. In: *Centrum pro ekonomiku a politiku* [online]. Praha: CEP, 2000 [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: http://cepin.cz/cze/prednaska.php?ID=147

14) MIOCHE, Blanka. *Analýza vývoje kurzové politiky České republiky*. Praha, 2007. Diplomová práce. VŠE. Vedoucí práce Božena Plchová.

15) *Definice výpočtu inflace* [online]. Praha: ČSÚ, 2016 [cit. 2016-04-02]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

16) *Český byznys hodnotí intervenci ČNB* [online]. Hospodářské noviny, 2013, **2013** [cit. 2016-04-16]. ISSN 1213-7693. Dostupné z: http://byznys.ihned.cz/c1-61184910-vystrel-naslepo-nebo-pozitivni-impulz-cesky-byznys-hodnoti-intervenci-cnb

17) BRŮNA, Karel, Karel DYBA, Václav KLAUS, et al. *Spor o měnovou politiku*. 1. vydání. Praha: Institut Václava Klause, 2015. ISBN 978-80-87806-93-7.

18) *Mýty opřádající intervence ČNB* [online]. Praha: ČNB, 2013 [cit. 2016-04-16]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2013/cl_13_131112_holub_kral.html

19) *Dodavatelé elektroniky* [online]. Praha: ČTK, 2013 [cit. 2016-04-26]. Dostupné z: http://www.investicniweb.cz/zpravy-z-trhu/2013/11/8/e-shopy-dodavatele-elektroniky-precenuji-zbozi-dle-noveho-kurzu/

20) *Cena ropy* [online]. Praha: ČTK, 2013 [cit. 2016-04-26]. Dostupné z: http://www.investicniweb.cz/zpravy-z-trhu/2015/1/13/singer-cnb-nemusi-rychle-reagovat-na-pokles-cen-ropy-a-potravin/

21) *Vyčíslení intervencí* [online]. Praha: Asociace exportérů, 2015 [cit. 2016-04-26]. Dostupné z: http://www.asociaceexporteru.cz/referaty/detail/674-jak-dopadly-intervence-cnb-jsme-22-miliard-v-plusu-secetli-exporteri#&panel1-2 http://archiv.ihned.cz/c1-65234830-exporteri-si-pochvaluji-intervence-cnb-vyvoz-zvysily-az-o-450-miliard-korun

22) *Zpráva o inflaci* [online]. Praha: ČNB, 2015 [cit. 2016-04-26]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/download/zoi_I_2016.pdf

23) *Zápis z bankovní rady* [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 2016-04-21]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2016/160331_prohlaseni.html

24) *Is Switzerland really the country of bankers?* [online]. Swiss Info, 2014 [cit. 2016-04-29]. Dostupné z: http://www.swissinfo.ch/eng/by-the-numbers_is-switzerland-really-the-country-of-bankers-/40473658

25) *Velikost bankovního sektoru* [online]: OECD, 2015 [cit. 2016-04-26]. Dostupné z: hhttp://stats.oecd.org/Index.aspx?datasetcode=SNA_TABLE1

26) *Velikost exportu* [online]. Washington: World Bank, 2015 [cit. 2016-04-26]. Dostupné z: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&country=CZE&series=&period=

27) *Annual Report* [online]. Bern: SNB, 2015 [cit. 2016-04-29]. Dostupné z: http://www.snb.ch/en/mmr/reference/annrep_2015_komplett/source/annrep_2015_komplett.en.pdf

28) GERLACH, Petra, et al. Currency intervention and the global portfolio balance effect: Japanese and Swiss lessons, 2003-2004 and 2009-2010. CIRJE Discussion Papers, 2011.

29) DANTHINE, Jean-Pierre. Are central banks doing too much? In: *SNB Speech* [online]. Martigny,: SNB, 2014 [cit. 2016-04-22]. Dostupné z: http://www.snb.ch/en/mmr/speeches/id/ref_20141009_jpd/source/ref_20141009_jpd.en.pdf

30) *Press release* [online]. Bern: SNB, 2015 [cit. 2016-04-26]. Dostupné z: http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20150115/source/pre_20150115.en.pdf

31) ČERMÁK, Jan. Švýcarský exit. In: *Fincetrum* [online]. Praha: Fincentrum, 2015 [cit. 2016-04-29]. Dostupné z: http://www.investujeme.cz/svycarsky-exit-z-intervenci-odstrasujici-lekce-pro-cnb-a-ceskeho-exportera/

32) OCHRANE, John. The Grumpy Economist. In: *Blogspot* [online]. 2015 [cit. 2016-04-29]. Dostupné z: http://johnhcochrane.blogspot.cz/2015/01/snb-chf-ecb-and-qe.html

33) COPPOLA, Francesco. Oh Switzerland, What Have You Done? In: *Forbes* [online]. Forbes, 2015 [cit. 2016-04-29]. Dostupné z: http://www.forbes.com/sites/francescoppola/2015/01/17/oh-switzerland-what-have-you-done/#18e2eccf1bce

Seznam grafů a tabulek

Obrázek 1 – Systémy devizových kurzů 10
Obrázek 2 – Schéma měnové politiky 15
Obrázek 3 – Schéma sekuritiazce 21

Graf 1 – Vývoj úrokových sazeb v USA od 1. 1. 2000 do 1. 2. 2016 20
Graf 2 – Velikost dluhů evropských států, rok 2015 22
Graf 3 – Míra inflace a hospodářský růst v České republice 25
Graf 4 – Míra inflace v České republice 27
Graf 5 – Export k HDP 30
Graf 6 – Devizový kurz CZK/EUR od 1. 1. 2013 do 31. 3. 2016 33
Graf 7 – Aktiva CB k HDP 35
Graf 8 – Devizové obchody ČNB 36
Graf 9 – Vývoj devizového kurzu CZK/EUR 36
Graf 10 – Investice do výzkumu a vývoje v mld. CZK 39
Graf 11 – Prognóza inflace (CPI) 40
Graf 12 – CHF/USD a CHF/EUR 43
Graf 13 – CPI ve Švýcarsku 44
Graf 14 – Koeficient ERDI 44
Graf 15 – Devizové intervence SNB v prvním období 46
Graf 16 – Aktiva SNB v mil. CHF 47
Graf 17 – Rozložení devizových rezerv 47
Graf 18 – Devizový kurz EUR/CHF od 1. 1. 2015 do 31. 3. 2016 51
Graf 19 – SMI index + cena akcie Swatch group od 1. 1. 2015 do 31. 3. 2015 51
Graf 20 – CHF/CZK od 1. 1. 2011 do 31. 12. 2015 54

Tabulka 1 – Přehled makroekonomických ukazatelů od roku 2007 do 2015 27
Tabulka 2 – Hodnota kurzu CZK/EUR od 6. 11. 2013 do 12. 11. 2013 31
Tabulka 3 – Rozvaha České centrální banky 34
Tabulka 4 – Makroekonomické ukazatele Švýcarska 45
Tabulka 5 – Obchodní výměna ČR vs. Švýcarska v tis. CZK 55

Seznam použitých zkratek

CB	centrální banka
CHF	švýcarský frank
CPI	index spotřebitelských cen
CZK	česká koruna
ČNB	Česká národní banka
EUR	euro
HDP	hrubý domácí produkt
MMF	Mezinárodní měnový fond
SNB	Švýcarská národní banka
USD	americký dolar