Vysoká škola ekonomická v Praze

Národohospodářská fakulta

Hlavní specializace: Národní hospodářství

ANALÝZA DOPADŮ INTERVENCÍ ČNB OD ROKU 2013 SE ZŘETELEM NA VÝVOJ PLATEBNÍ BILANCE V LETECH 2010-2015

Bakalářská práce

Autor: Pavel Peterka

Vedoucí práce: ing. Pavla Chmelová

Rok: 2016

Prohlašuji na svou čest, že jsem bakalářskou práci vypracoval samostatně a s použitím uvedené literatury.

Pavel Peterka

V Praze, dne 11. 5. 2016

Poděkování

Tímto bych rád poděkoval paní ing. Pavle Chmelové za inspirativní přístup při vedení této práce. Nesmírně si vážím její ochoty a rad. Dále bych chtěl poděkovat celé rodině a všem mým přátelům za důvěru a podporu po dobu celého studia.

Abstrakt

Česká národní banka začala 7. listopadu 2013 v rámci svého mandátu intervenovat na devizovém trhu za účelem oslabení české koruny poté, co vyčerpala nástroje úrokových sazeb. Jednala tak, aby se přiblížila naplnění svého inflačního cíle a odvrátila hrozbu deflace. Hlavním cílem je analýza vývoje makroekonomických veličin v roce 2010 – 2015, a to především HDP, čistého exportu a platební bilance. Časový horizont umožnil nahlédnutí do krátkého období před i po začátku devizových intervencí ČNB. Další náplní práce je shrnutí vybraných argumentů pro i proti intervencím. Na základě provedené analýzy dat a argumentů byla zhodnocena účelovost a dopady intervencí na ekonomiku. Metodika výzkumu se opírá především o analýzu, porovnání, analogii a syntézu. Na základě analýzy tvrdých dat a argumentace odborné veřejnosti byl učiněn závěr, že započetí devizových intervencí nebylo dostatečně opodstatněné a že nebyly hlavním důvodem oživení ekonomiky. Jako hlavní důvod oživení vzešel z analýzy pozitivní vývoj domácí a zahraniční poptávky. Velký vliv mělo i oživení automobilového trhu v Evropě, které začalo již v polovině roku 2013.

JEL klasifikace: E52, F14, F31

Klíčová slova: ČNB, deflace, kurz, export, platební bilance

Abstract

On november 7th the Czech National Bank began with direct course interventions consistent with its legal mandate to achieve domestic currency depreciation after using up the tool of interest rates. The motivation of the Czech National Bank behind this action was to come closer to the inflation target and to avert the threat of a deflation. The main content of thesis is the analysis of macroeconomic indexes in the time period of 2010-2015 primarily GDP, net export and the balance of payments. The time period offered a look into a short period of time before and after the Czech National Bank began with the direct course interventions. Another very important content of this thesis is a brief summary of some of the arguments against or in favor of such action. The main targets of the thesis are evaluation of impacts that were caused by this action and evaluation of its legitimacy. Among the used methods of research are mostly analysis, comparison, analogy and syntesis. The conclusion based on the results of the analysis and arguments of both sides is that the interventions were not justified enough and that they were not the main cause of the economic recovery that took place in the Czech Republic in 2013. The analysis indicates that recovery had started a few months before the interventions even began and that the recovery was based mainly on the recovery of domestic and foreign demand and on the growth of the car industry.

JEL Classification: E52, F14, F31

Key words: Czech National Bank, deflation, exchange rate, export, balance of payments

Obsah

Úvod 1

1. Teoretická část: 3

1.1. Centrální bankovnictví, měnová politika a dohled nad finančním trhem 3

1.1.1. Centrální bankovnictví 3

1.1.1.1. Česká národní banka 4

1.1.2. Měnová politika 4

1.1.2.1. Transmisní mechanismus 5

1.1.2.2. Nástroje měnové politiky ČNB 6

1.1.3. Dohled nad finančním trhem 8

1.2. Makroekonomické ukazatele 8

1.2.1. Hrubý domácí produkt 9

1.2.2. Vývoz a dovoz v ČR 10

1.2.3. Platební bilance 10

1.3. Devizové intervence ČNB 12

1.3.1. Zdůvodnění kroků ČNB 13

1.3.2. ČNB a její reakce na „mýty“ ohledně devizových intervencí 14

1.3.3. Argumentace odborné veřejnosti proti krokům ČNB 15

1.3.3.1. Václav Klaus 17

2. Praktická část 19

2.1. Analýza vývoje vybraných makroekonomických ukazatelů v letech 2010-2015 19

2.1.1. Vývoj HDP, čistého exportu a platební bilance v „předintervenčním období“ v letech 2010 – 2013 22

2.1.1.1. Vývoj HDP v „předintervenčním“ období 2010-2013 22

2.1.1.2. Vývoj zahraničního obchodu v „předintervenčním“ období 2010 – 2013 27

2.1.1.3. Vývoj účtů platební bilance v „předintervenčním“ období 2010 – 2013 . 36

2.1.1.4. Dílčí závěr „předintervenčního“ období 2010-2013 44
2.1.2. Vývoj HDP, čistého exportu a platební bilance v roce 2014 bezprostředně po intervencích 45
2.1.2.1. Vývoj HDP v roce 2014 45
2.1.2.2. Vývoj zahraničního obchodu v roce 2014 46
2.1.2.3. Vývoj účtu platební bilance v roce 2014 49
2.1.2.4. Dílčí závěr za rok 2014 - období bezprostředně po intervencích 51
2.1.3. Vývoj HDP, čistého exportu a platební bilance v roce 2015 s časovým odstupem od započetí intervencí 51
2.1.3.1. Vývoj HDP v roce 2015 52
2.1.3.2. Vývoj zahraničního obchodu v roce 2015 53
2.1.3.3. Vývoj účtů platební bilance v roce 2015 55
2.1.3.4. Dílčí závěr období s časovým odstupem – rok 2015 57
2.1.4. Případová studie – exportní firma XYZ na území ČR 58
Závěr 61
Seznam grafů a tabulek 66
Zdroje 68

Úvod

Česká národní banka se poprvé od roku 2002 rozhodla intervenovat na devizovém trhu s cílem oslabit domácí měnu na úroveň 27 korun za euro, což je úroveň, ke které se dlouhodobě zavázala. Jedním z dalších cílů pravděpodobně bylo splnění inflačního cíle. Centrální banka svým rozhodnutím překvapila trh a spustila bouřlivou debatu ve společnosti, která stále přetrvává. Guvernér ČNB Miroslav Singer se nechal slyšet, že je připraven znovu intervenovat v případě dalšího ohrožení inflačního cíle. Vzhledem k tomu, že intervence ČNB ovlivňují celé národní hospodářství i jednotlivce v něm, je dle mého názoru nutné celou problematiku a hlavně dopady opatření nadále zkoumat.

Teoretická část je shrnutím základních informací týkajících se monetární politiky a centrálního bankovnictví, o které se bude opírat praktická část. Podrobněji se práce zabývá ČNB, jejími cíli a nástroji k jejich dosažení. Položíme teoretické základy ke zkoumaným veličinám, a to především k platební bilanci, čistému exportu a HDP. Rozebereme si strukturu platební bilance, jednotlivá pojetí zahraničního obchodu a metodu výpočtu HDP a slabiny tohoto ukazatele. V další kapitole se zaměříme na situaci, která intervencím předcházela a proč k nim vlastně ČNB přistoupila. Zbytek teoretické části zachycuje argumentaci celého spektra odborné veřejnosti. V první kapitole zabývající se argumenty je shrnuto stanovisko zastánců intervencí a v druhé kapitole je prostor pro argumenty alternativní a to zejména odpůrců intervencí.

Praktická část se skládá ze samotné analýzy tvrdých dat souvisejících s problematikou. Analýza tvrdých dat je hlavním přínosem práce. Pomůže nám sledovat vývojové trendy a tím lépe podchytit dopady zmíněných intervencí. První část se věnuje především vývoji zahraničního obchodu, včetně jeho zbožových struktur, a dopadům na platební bilanci, kde se práce zaměřuje především na běžný účet. Dále je zanalyzován vývoj HDP. Zvláštní zřetel klademe na běžný účet platební bilance a na čistý export a jeho objem, protože ČR je exportní země a vývoj těchto ukazatelů nám pomůže lépe nastínit dopady intervencí. Analýza dat nám ukáže, zda se jednalo o stimul ekonomiky ve sledovaném období a jak velký tento stimul byl. Analýza je rozdělena do tří časových období, na období před intervencemi, období bezprostředně po a období po uplynutí roku od intervencí, v celkovém časovém horizontu let

2010 – 2015. Období první, tedy období před intervencemi, bude v práci sloužit jako tzv. benchmark pro srovnání výsledků analýzy. Druhé období je obdobím bezprostředně po intervencích, kdy z důvodu zpoždění transmisního mechanismu by nemělo docházet k výraznému ovlivnění ekonomiky intervencemi ČNB. Dopad na nominální produkt se projevuje se zpožděním 6-9 měsíců po změně v měnově politických nástrojích. Z tohoto důvodu je v práci třetí období zvoleno jako období roku po intervencích, kde lze pozorovat změnu v nominálních veličinách. Další částí je případová studie významného mezinárodního exportéra figurujícího na českém trhu. Na základě získaných interních dat provedeme komparaci současné situace se situací, kdyby k intervencím nedošlo. Dále je okrajově okomentován vývoj objemu tržeb a nákladů v souvislosti tohoto vývoje s intervencemi ČNB.

Cílem práce je zhodnocení oprávněnosti intervencí ČNB a jejich dopadu na ekonomiku. Jestli měly intervence stimulující účinek na ekonomiku a jestli se zvýšil objem exportu. Cílem ČNB bylo udržení cenové hladiny, odvrácení hrozby deflace a oživení ekonomiky. Předmětem práce je zhodnocení příčin, které ČNB k takovým krokům vedly, zda-li byly opravdu nutné a jestli intervence naplnily prognózy ČNB. Hypotéza zní, že započetí devizových intervencí nebylo dostatečně odůvodněno. Pro zhodnocení naplnění prognóz o stimulu ekonomiky je v práci použit vývoj makroekonomických veličin HDP, čistého exportu a platební bilance. S tím souvisí druhá hypotéza, že intervence ČNB neměly výrazný vliv na oživení ekonomiky. ČR je otevřená exportní země, a proto je kladen důraz na vývoj exportu a jeho vlivu na platební bilanci, kde by dopady měly být nejvíce citelné. Případová studie významného českého exportéra pomůže zhodnotit naplnění cílů a odhalit případné dopady intervencí na mikroekonomické úrovni. Budeme zkoumat poskytnutá interní data ohledně vývoje tržeb, nákladů a provedených konverzí měn související s fungováním podniku.

1.Teoretická část:

1.1. Centrální bankovnictví, měnová politika a dohled nad finančním trhem

V teoretickém úvodu práce si nastíníme funkci a roli centrálního bankovnictví ve světě i u nás. Centrální banka u nás i v mnoha zemích světa figuruje jako velice důležitý hráč na poli národního hospodářství a ekonomiky. Zároveň je to i stěžejní téma této práce, protože právě Česká národní banka provedla zmíněné listopadové intervence, o kterých se bude v práci dále jednat. S centrálním bankovnictvím je úzce propojena měnová politika, jako nástroj k dosažení předem stanovených cílů. Vykonavatelem měnové politiky u nás je právě Česká národní banka.

1.1.1. Centrální bankovnictví

První centrální banky vznikají už v 17. století, ale většina vzniká ve století 20. V zemích jako je Island, Lucembursko, nebo Brazílie vznikají centrální banky až po ukončení druhé světové války. Centrální banky ještě v některých ekonomikách stále ani neexistují. Za jedny z prvních důvodů pro založení centrálních bank lze označit potřebu vlád sjednotit pohyby finančních prostředků pod vlastní instituci a pro případné doplnění chybějících zdrojů. Hlavně výše zmíněnému úvěrování státních financí lze přiřknout velký díl na pozdějších měnových problémech spojených s nadměrnou emisí měny. Důvody vzniku centrálních bank se postupem času zakládaly spíše na ekonomických podnětech. Jedním z těchto ekonomických podnětů byla snaha o centralizaci a unifikaci emise peněz. Centrální banky jsou tedy instituce, které mají emisní monopol na hotovost, provádí měnovou politiku a dozorují bankovní systém. U posledních dvou zmíněných lze najít výjimky, ale emisní monopol je právě to čím se centrální banka odlišuje od bank obchodních a dalších.[1]

1 REVENDA, Z. Centrální bankovnictví. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, ISBN 978-80-7261-230-7, str. 33

1.1.1.1. Česká národní banka

S rozdělením Československa na dvě samostatné republiky vznikají dvě samostatné centrální banky. Jednou z nich je Česká národní banka, která je založena 1. ledna 1993. Hlavním cílem v rámci měnové politiky zůstává vnitřní a vnější stabilita měny. ČNB provádí na našem území měnovou politiku, regulaci a dohled. Nad těmito úkoly se z důvodu důležitosti pro tuto práci pozastavíme ve zvláštních kapitolách. Mezi další úkoly patří i emise bankovek, na kterou má monopol. S tím souvisí vydávání mincí a bankovek, správa zásoby peněz a stahování opotřebovaných bankovek z oběhu. Dalším úkolem je vedení účtů a poskytování služeb jako například platební styk pro stát a pro ostatní banky. Dále se stará se o devizové rezervy a s tím souvisejí devizové intervence.[2] O devizových rezervách a devizových intervencích se práce dále zmiňuje v kapitole „nástroje měnové politiky ČNB“.

1.1.2. Měnová politika

V nejširším pojetí definujeme měnovou politiku jako „vědomou činnost nějakého subjektu, který se prostřednictvím měnových nástrojů snaží regulovat množství peněz v oběhu a tím dosáhnout určitých cílů.“[3] Jako nejdůležitější cíl je obecně považováno udržení cenové stability. „*V praxi se stabilitou cen rozumí zpravidla nikoli doslova neměnnost cen, nýbrž jejich mírný růst. Růst cen odpovídající cenové stabilitě by měl zahrnovat statistické vychýlení směrem nahoru, k němuž dochází při měření růstu těchto cen, a měl by také dát dostatečný prostor pro drobné změny cenových relací, k nimž v každé ekonomice s efektivním cenovým systémem neustále dochází.*“[4] ČNB usiluje o naplnění tohoto závazku pomocí měnově politického režimu, který se nazývá cílování inflace. Na tento režim přešla ČNB začátkem roku 1998. K tématu cílování inflace se práce dále vyjadřuje v kapitole „transmisní mechanismus“. Mezi další cíle monetární politiky patří také podpora hospodářského růstu, poklesu nezaměstnanosti a vyrovnanosti platební bilance. S tím souvisí snaha o udržení stabilního měnového kursu, stability finančních trhů a stabilizace úrokových sazeb.

2 ČNB. Historie centrálního bankovnictví od založení Československa [on-line]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/, citace 15.3.2016
3 REVENDA, Z. Centrální bankovnictví. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, ISBN 978-80-7261-230-7, str. 67
4 ČNB, Úloha měnové politiky[on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/uloha.html, citace 15.3.2016

1.1.2.1. Transmisní mechanismus

V obecné rovině lze transmisní mechanismus definovat jako „*řetězec ekonomických vazeb, který umožňuje, aby změny v nastavení měnově-politických nástrojů vedly k žádoucím změnám inflace.*[5]“ Změna nastavení měnově-politických nástrojů odstartuje transmisní mechanismus. Tento impuls působí přímo na zprostředkující trhy, které tato změna přímo ovlivňuje. Tím je vyvolán další impuls na další zprostředkující trhy, které ve výsledku ovlivní trhy cílové, které chce centrální banka ovlivnit. Je tedy nutné, aby centrální banka měla možnost ovlivnit operativní kritérium a aby byla schopná odhadnout vliv na zprostředkující kritérium a následný dopad na vývoj konečných cílů měnové politiky.[6] Transmisních mechanismů je hned několik. Práce se dále zabývá pouze transmisním mechanismem cílováním inflace, protože souvisí s režimem ČNB.

ČNB přešla začátkem roku 1998 k cílování inflace, jako k režimu měnové politiky prostřednictvím kterého, plní své základní úlohy zabezpečení cenové stability. Jako operativní kritérium zde figuruje krátkodobá úroková míra, ale nevyužívá kritérium zprostředkující. Konečným cílem tohoto mechanismu je dosažení „kvantifikované míry inflace ve střednědobém horizontu.“[7] Základním znakem tohoto měnově politického režimu je jeho střednědobost a využíváním prognóz inflace. Vyhlášení cílů inflace je veřejné a ČNB se tím snaží korigovat inflační očekávání. Prognózy inflace představují analýzu odborníků ČNB budoucího vývoje v ekonomice, kde je bráno v potaz i chování ČNB. Prognóza je postavena na bázi středně dlouhého období a je ovlivněna posudky expertů, co se týče hlavně změn v prognóze v horizontu krátkého období. Při nastavování současné měnové politiky je rozhodující prognóza inflace v období zhruba 12-18 měsíců dopředu. Na základě těchto prognóz zhodnotí bankovní rada situaci a rozhodne, jestli a jak změnit nastavení měnově-politických nástrojů díky kterým může zasáhnout v případě rizika nesplnění inflačního cíle. Očekávaný vývoj může být ovlivněn mimořádným šokem a to například nákladovým. Pokus o eliminaci těchto mimořádných šoků pomocí měnově-politických nástrojů často způsobí nerovnováhu v ekonomice. V tomto případě se jedná o výjimku z plnění

5 ČNB, Jak se změny úrokových sazeb promítají do ekonomiky? [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_zmeny_urokovych_sazeb_promitajx.html, citace z 18.3.2016
6 REVENDA, Z. Centrální bankovnictví. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, ISBN 978-80-7261-230-7, str. 67-80
7 ČNB, Cílování inflace v ČR. [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html, citace 19.3.2016

inflačních cílů a ČNB zpravidla na prvotní dopady zmíněných šoků nereaguje. Podmínky účinnosti tohoto mechanismu spočívají v transparentnosti měnové politiky a nezávislosti centrálních bank. [8]

1.1.2.2. Nástroje měnové politiky ČNB

Jak již bylo řečeno, Česká národní banka se pomocí monetární politiky snaží udržovat cenovou stabilitu. Důležité jsou proto nástroje, kterými může centrální banka tuto politiku aplikovat. Nástroje dělíme na přímé a nepřímé. Přímé se vyznačují selektivností, jsou adresné a ve vyspělých ekonomikách nebývají výrazně používány, a proto se jimi nebudeme dále zabývat. Nepřímé tržní nástroje jsou charakteristické tím, že jsou neadresné a jsou obecné, takže mají plošný dopad a tím jsou v souladu s tržní ekonomikou. Jmenovitě jde o operace na volném trhu, diskontní nástroje, povinné minimální rezervy a nástroj devizových intervencí.

Operace na volném trhu provádí Centrální banka za účelem ovlivnění výše úrokových sazeb v ekonomice. Jsou to „*Nákupy nebo prodeje cenných papírů centrální bankou obchodním a dalším bankám v domácí měně, s cílem regulace rezerv bank nebo krátkodobé úrokové míry*[9].“ Nejčastěji se jedná o repo operace formou tendrů. Při těchto operacích přijímá ČNB od bank přebytečnou likviditu a dává bankám cenné papíry jako jistinu. Formuje se zároveň závazek, že po uplynutí stanovené doby dojde k reverzní transakci.[10]

Diskontní nástroje, nebo také automatické facility slouží k uschování přebytečné likvidity tzv. přes noc. Existují depozitní facility, které umožní bankám uložení peněz přes noc u České národní banky a marginální zápůjční facility umožňující bankám vypůjčit si přes noc od České národní banky formou repo operace likviditu. Úrokové sazby u těchto dvou facilit vytváří pásmo pro pohyb sazeb na peněžním trhu.[11]

Povinné minimální rezervy fungují jako „*...stanovení pravidel pro pohledávky, které musejí obchodní a další banky vytvářet u centrální banky, s hlavním cílem*

8 ČNB. Cílování inflace v ČR. [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html, citace 19.3.2016
9 REVENDA, Z. Centrální bankovnictví. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, ISBN 978-80-7261-230-7, str. 222
10 ČNB, Měnověpolitcké nástroje, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/ , citace z 24.3.
11 REVENDA, Z. Centrální bankovnictví. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, ISBN 978-80-7261-230-7, str.230-237

ovlivňovat peněžní multiplikátory"[12]. Jedná se o klasický nástroj měnové politiky, který se používá v tržních ekonomikách po celém světě. Změna výše povinné minimální rezervy změní i množství volných prostředků v bankovním systému. Výše rezerv je jedním z faktorů ovlivňující peněžní multiplikátor, ale není předem jasné, jak moc jej ovlivní. Lze říci, že pokud banky drží vysoké dobrovolné rezervy, tak se snižuje účinnost povinných minimálních rezerv, jako nástroje ovlivňující peněžní multiplikátor a naopak.[13]

Vzhledem k tomu, že se práce zabývá devizovými intervencemi a dále se o nich zmiňuje, je nezbytné položit alespoň teoretický základ k tomuto tématu. Dovoz a vývoz služeb, zboží, kapitálu a podobně ovlivňuje vývoj devizového kurzu. Není však běžné, aby země nechala vývoj devizového kurzu své měny tržnímu vývoji, protože je považován za velice významný faktor působící na hospodářství země. Centrální banky proto sahají k nástroji devizových intervencí. Jedná se o nákup či prodej zahraniční měny za měnu domácí, který provádí ČNB na devizovém trhu. Cílem devizových intervencí je standardně ovlivnění vývoje měnového kursu domácí měny, a tím se vyhnout výrazné nestabilitě kursového vývoje a vytvořit tím prostředí pro rozvoj hospodářství.[14] Nástroj může být použit i při potřebě zpřísnění, nebo uvolnění měnové politiky. Nestandardně můžou být devizové intervence použity v režimu cílování inflace kvůli potřebě naplnění inflačního cíle, jako se tomu stalo u nás v listopadu 2013. „*Příkladem takové situace je snížení měnověpolitických úrokových sazeb na tzv. „technickou nulu", kdy případné další potřebné uvolnění měnové politiky lze docílit oslabením kurzu koruny*[15]."

Devizové rezervy jsou jednou z hlavních položek na straně aktiv ČNB. Jsou to rezervy v zahraniční měně, které jsou pojistkou pro zajištění potřeb státu v nevyzpytatelných situacích. Mimo to je možné, aby centrální banka pomocí devizových rezerv ovlivnila měnový kurz. V režimu fixního kurzu se devizové rezervy používají k vyrovnání nabídky a poptávky po domácí měně. V režimu plovoucího kurzu, nebo-li floatingu, se rozdíl mezi nabídkou a poptávkou vyrovnává změnou kurzu měny na trhu. Centrální banky i v režimu plovoucího kurzu intervenují na devizovém

12 ČNB. Povinné minimální rezervy . ČR. [on-line]. Dostupné z:https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/, citace z 20.3.2016
13 REVENDA, Z. Centrální bankovnictví. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, ISBN 978-80-7261-230-7, str.240-248
14 REVENDA, Z. Centrální bankovnictví. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, ISBN 978-80-7261-230-7, str.239-240
15 ČNB. Devizové intervence v ČR. [on-line]. Dostupné z:https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/, citace z 20.3.2016

trhu, aby tlumili extrémní výkyvy kurzu a zvýšili tak stabilitu v ekonomice. Mluvíme pak o řízeném plovoucím kurzu. [16]

1.1.3. Dohled nad finančním trhem

Měnová politika a regulace finančního sektoru jsou velice spjaty. Centrální banka není jediným emitentem peněz. Emitentem bezhotovostních peněz jsou i další instituce, které mimo jiné poskytují bezhotovostní úvěry, nebo přijímají prostředky od nebankovních subjektů na běžné účty. Nelze regulovat množství peněz v ekonomice, když nebudeme regulovat instituce, které značnou část množství peněz v ekonomice vytvářejí.

Česká národní banka je orgánem, který vykonává dohled nad finančním trhem v České republice. „*ČNB provádí dohled nad bankovním sektorem, družstevními záložnami, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím, penzijními společnostmi, fondy penzijních společností, směnárnami a dohled nad institucemi v oblasti platebního styku.*“ [17] Lze říci, že dohled nad finančním trhem je spolu s měnovou politikou nejdůležitější úkol ČNB. Na základě svého mandátu určuje ČNB pravidla, kontroluje jejich dodržování a případně trestá jejich nedodržení.

1.2. Makroekonomické ukazatele

Abychom mohli sledovat účinnost a dopady intervencí, je potřeba měřit výkonnost ekonomiky. Pro tyto účely slouží velký počet makroekonomických ukazatelů, na základě kterých lze vývoj výkonosti ekonomiky podchytit. Neexistuje jediný správný ukazatel, který by nám vše nezkresleně nastínil, a proto jich používáme hned několik. Vzhledem k rozsahu práce se zaměříme podrobněji hlavně na platební bilanci. Dále se podíváme na HDP a čistý export.

16 DURČÁKOVÁ,MANDEL. Mezinárodní finance., 4. Aktualiz. vyd. Management Press,2010, ISBN 978-80-7261-221-5, str. 367-372
17 ČNB. Dohled nad bankovním sektorem. [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/, citace z 25.3.2016

1.2.1. Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt je jedním z nejvýznamnějších makroekonomických ukazatelů. HDP je velmi používaným a klíčovým ukazatelem díky své univerzalitě. Shrnuje totiž hodnotu toho, co bylo za dané období na daném místě vytvořeno. Tento ukazatel se stal velmi oblíbeným ve společnosti, protože lze na jeho základě zhruba porovnat výkonnost ekonomik. Pro srovnání výkonností různých ekonomik se velice často přepočítává na hlavu, aby měl větší vypovídající hodnotu. Je nutné si uvědomit, že HDP nevyjadřuje vždy kvalitu života v dané zemi a že je náchylný ke zkreslení. Příkladnou situací jsou tzv. Ghost Cities v Číně.[18] Další nevýhodou je náročné zachycení domácí produkce[19] a černé[20] a šedé[21] ekonomiky. Šedá ekonomika se v České republice odhaduje něco málo přes 15 %, což je pod evropským průměrem, jež činí 18,5 %.[22] Dále v této kapitole krátce rozebereme výdajovou metodu výpočtu HDP, protože je v práci tato metoda dále použita. Informace ohledně způsobu výpočtu HDP čerpá tato práce z oficiálního webu Českého statistického úřadu.[23]

Ve výdajové metodě vycházíme z předpokladu, že výdaj na jednotku zboží je roven jeho ceně. Proto můžeme měřit produkt na základě součtu výdajů. Tyto agregované výdaje definujeme jako výdaje všech subjektů na zboží a služby v daném období. Výpočet potom probíhá součtem výdajů domácností na spotřebu C, soukromých hrubých domácích investic I, výdaje státu na nákup výrobků a služeb G a čistého exportu NX.

$$HDP = C + I + G + NX$$

18 Ghost cities jsou uměle vytvořená města, která mívají kapacitu pro miliony rezidentů, ale pouze zlomek této kapacity je obsazen. Města se v Číně staví pravděpodobně za účelem plnění stanoveného cíle výše HDP.
19 Domácí produkce je produkce členů domácnosti doma, nebo v okolí. Jedná se například o úklid domácnosti a drobná pěstitelská činnost.
20 Černá ekonomika zahrnuje kriminální činnost. Je to snaha získat příjem nelegálním způsobem. Obecně se do černé ekonomiky řadí prostituce, obchod s drogami, apod.
21 Šedá ekonomika obsahuje činnosti legální, které jsou skrývány před úřady. Může se jednat o snahu vyhnout se zdanění a různým regulacím.
22 Svaz průmyslu a dopravy ČR, Šedá ekonomika v ČR [on-line]. Dostupné z: http://www.spcr.cz/pro-media/tiskove-zpravy/8018-eda-ekonomika-v-r-stale-unika-pes-600-miliard-k , citace z 20.3.2016
23 ČSÚ, HDP-metodika [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hruby_domaci_produkt_-hdp- , citace z 20.3.2016

1.2.2. Vývoz a dovoz v ČR

Odborná veřejnost očekávala jako jeden z dopadů devizových intervencí z roku 2013 posílení exportu v naší zemi. Abychom se mohli blíže podívat na vývoj exportu a importu v letech 2010-2015 je nutné tuto problematiku přiblížit v teoretické rovině. Máme dvojí pojetí zahraničního obchodu v ČR, a to pojetí národní a pojetí přeshraniční.

Statistika zahraničního obchodu dle národního pojetí ukazuje vývozní a dovozní výkonnost v naší zemi. Je zde totiž veden skutečný obchod realizovaný mezi českými a zahraničními subjekty. Je to obchod, kde dochází k obchodu mezi rezidenty a nerezidenty. Národní pojetí tedy vnímá dovoz zboží jako změnu vlastnictví od nerezidenta k rezidentovi a vývoz zboží jako převod vlastnictví od rezidenta k nerezidentovi.[24] V praktické části je tato metoda použita při vyčíslení HDP.

Přeshraniční pojetí vypovídá na rozdíl od národního pojetí pouze o fyzickém pohybu zboží přes hranice ČR. Nebere se zvláštní zřetel na to, jestli dochází k obchodu mezi rezidenty a nerezidenty. V tomto pojetí se definice zakládá na momentě překročení hranic státu, zatímco v národním pojetí jde o princip změny vlastnictví mezi rezidentem a nerezidentem. [25] V praktické části je tato metoda použita při vyčíslení výkonu zahraničního obchodu.

1.2.3. Platební bilance

V této práci je sledování vývoje platební bilance a především jejího běžného účtu, před a po intervencích jedním ze sledovaných údajů. Data, která nám zprostředkuje analýza vývoje platební bilance, nám poskytuje důležité informace ohledně naplnění očekávání ČNB. Platební bilance je „*systematický účetní výkaz, který souhrnně zachycuje veškeré ekonomické transakce mezi rezidenty domací země a rezidenty ostatních zemí, které se uskutečnili za určité období.*“[26] Jedná se o toky zboží, služeb, peněz a kapitálu mezi tuzemskou ekonomikou a vnějším světem. Zmíněné toky jsou téměř vždy spojeny s pohyby deviz. Kreditní položky jsou položky,

24 ČSÚ, Zahraniční obchod [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/zahranicni_obchod_se_zbozim_ekon, citace z 20.3.2016
25 ČSÚ, Zahraniční obchod [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/zahranicni_obchod_se_zbozim_ekon , citace z 20.3.2016
26 DURČÁKOVÁ,MANDEL. Mezinárodní finance., 4. Aktualiz. vyd. Management Press,2010, ISBN 978-80-7261-221-5, str. 15

které jsou spjaty s tvorbou deviz a debetní položky jsou ty, které souvisí s jejich odlivem. Typickou kreditní položkou pro Česko je vývoz automobilů a tradiční debetní položkou je dovoz strategických surovin.[27] Tento systematický účetní výkaz dělíme do základních účtů. Je to běžný účet platební bilance, kapitálový a finanční účet platební bilance a účet vyrovnávacích položek. Tyto specifické účty si více přiblížíme.

První účet, který si v práci popíšeme, je běžný účet platební bilance. Tento účet bude pro naši práci stěžejní z pohledu dopadu intervencí na tuzemské podniky. Na běžném účtu platební bilance je obsažený tok zboží a služeb, jsou tu zahrnuty výnosy a náklady spojené s mezinárodním tokem pracovní síly a tokem kapitálu. Běžný účet navíc zahrnuje i nekapitálové transfery. Důležitou součástí je obchodní bilance, která zachycuje export a import zboží. Export a import zboží dělíme dle „Standard International Trade Classification“ do skupin: Potraviny, nápoje a tabák, suroviny, paliva, tuky a oleje, chemikálie, tržní výrobky, stroje a dopravní prostředky, průmyslové výrobky a nezařazené zboží. V bilanci služeb je obsažen pohyb služeb a jako taková je tato bilance významnou částí běžného účtu. Nejčastěji zachycuje mezinárodní dopravu, pojištění a cestovní ruch. Další důležitou složkou je bilance prvotních důchodů, která se skládá z výnosů a nákladů spojených se zahraničními investicemi. Bilance druhotných důchodů obsahuje jednostranné zahraniční platby, které nedávají vzniku pohledávkám v zahraničí, nebo závazkům země.[28]

Kapitálový účet změnil svůj obsah na základě nové metodiky platební bilance od MMF v roce 1993. Zobrazuje pouze příjmy a výdaje spojené s kapitálovými transfery. Tyto transfery souvisí především s čerpáním z fondů Evropské unie a přesunem majetku stěhujících se lidí. Kapitálový účet obsahuje také převody „nevýrobních nefinančních hmotných aktiv a nehmotných práv“[29] To jsou především výsadní listiny, jako jsou patenty.[30]

Na finanční účet platební bilance patří mezinárodní pohyb kapitálu z hlediska časového, ale i způsobu investování. Způsoby investování dělíme na investice přímé, portfoliové a ostatní. „*Přímá zahraniční investice je taková přeshraniční investice, která odráží záměr rezidenta jedné ekonomiky získat trvalou účast v subjektu, který je*

27 DURČÁKOVÁ,MANDEL. Mezinárodní finance., 4. Aktualiz. vyd. Management Press,2010, ISBN 978-80-7261-221-5
28 DURČÁKOVÁ,MANDEL. Mezinárodní finance., 4. Aktualiz. vyd. Management Press,2010, ISBN 978-80-7261-221-5,
29 DURČÁKOVÁ,MANDEL. Mezinárodní finance., 4. Aktualiz. vyd. Management Press,2010, ISBN 978-80-7261-221-5, str. 20
30 DURČÁKOVÁ,MANDEL. Mezinárodní finance., 4. Aktualiz. vyd. Management Press,2010, ISBN 978-80-7261-221-5,

rezidentem v ekonomice jiné než ekonomika přímého investora."[31] Trvalé účasti rozumíme jako záměru dlouhodobého vztahu s významným vlivem na řízení subjektu. Jedná se o investici, která končí nejméně 10% podílem investora na základním kapitálu, nebo na hlasovacích právech. Pokud není splněna podmínka 10 %, mluvíme o výše zmíněných portfoliových investicích, do kterých řadíme i nákupy a prodeje dlouhodobých dluhových cenných papíru, jako jsou například dluhopisy. Ostatní kapitál pak obsahuje dlouhodobé úvěry a pohyby krátkodobého kapitálu.[32]

Součástí účtu vyrovnávacích položek platební bilance je účet oficiálních rezerv, který zachycuje změny ve vlastnictví zlata a deviz centrální banky a účet chyb a opomenutí. Na účtu chyb a opomenutí figurují především chyby a omyly, které mají většinou pouze statistický charakter. Účet oficiálních rezerv je pro tuto práci podstatně zajímavější. Na tomto účtu vidíme změnu devizových rezerv ve vlastnictví centrální banky. Změna devizových rezerv je vyrovnávací položkou a nejčastěji ke zmíněné změně dochází, když centrální banka provádí intervence na devizovém trhu. Jde o nákup, nebo prodej deviz za domácí měnu, čímž ovlivňuje poptávku a nabídku na devizovém trhu. Další příčina změny devizových rezerv může být i splácení půjček centrální banky na mezinárodních trzích. [33]

1.3. Devizové intervence ČNB

V následující kapitole budou rozeberány devizové intervence ČNB, které byly zahájeny v listopadu 2013 a jejích pokračování. Více si rozvedeme zdůvodnění kroků samotnou ČNB a popis a vyvrácení některých „mýtů" z pohledu České národní banky. Dále si hlouběji rozebereme některé argumenty proti krokům ČNB a to v podání Václava Klause, či zastánců rakouské ekonomické školy a dalších autorů.

31 ČNB, Obecný metodický popis a komentář k vývoji přímých zahraničních investic, [on-line]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/pzi/PZI_2014_CZ.pdf , citace z 20.3.2016
32 Manuál k sestavení platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí (BPM6)
33 Manuálu k sestavení platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí (BPM6)

1.3.1. Zdůvodnění kroků ČNB

V letech 2012-2013 procházela Česká ekonomika hospodářským útlumem a to negativně ovlivňovalo její vývoj. Rostla nezaměstnanost, klesala spotřeba i zisky firem. Na tento vývoj reagovala ČNB snížením úrokových sazeb na technickou nulu [34], což je jedním z možných způsobů, jak uvolnit měnovou politiku. ČNB dále avizovala, že je připravená použít v případě potřeby své ostatní nástroje k dalšímu uvolnění měnové politiky a i přesto byla veřejnost překvapena, když listopadové intervence přišly. *„ O tom, že dalším případným nástrojem uvolnění měnové politiky po dosažení nulové spodní hranice úrokových sazeb bude kurz koruny, rozhodla bankovní rada již na podzim roku 2012.“* [35]

Bankovní rada se shodla, že je třeba dalšího další uvolnění měnové politiky k naplnění hlavního úkolu, udržení cenové stability, a pro tento účel byly zvoleny devizové intervence. Recese odeznívala dle ČNB velmi pomalu a měla výrazné protiinfalční dopady. Tyto a další protiinflační tlaky dovedli ČNB k očekávání, že inflace klesne k nule. Přitom ceny spotřebního koše a to především spotřebního zboží v něm klesaly už déle. Dále hrozilo, že zesílený pokles inflačního očekávání napříč hospodářstvím vyvolá další silný protiinflační tlak a mohl by dle ČNB dále brzdit oživení ekonomiky a v krajním případě prohloubit recesi. ČNB tedy zasáhla, aby naplnila svojí hlavní úlohu, a tou jest péče o cenovou stabilitu a s tím související odvrácení deflační hrozby. Rozhodnutí bankovní rady, na jejímž základě se ČNB zavázala *„v případě potřeby intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.“* [36]

Hrozba deflace byla prvním důvodem, proč ČNB intervenovala. Dalším důvodem bylo naplnění inflačního cíle 2 %, od kterého se dle prognóz nebezpečně vzdalovala. Deflace, jako pokles cenové hladiny je dle centrálních bank po celém světě nebezpečným jevem „*Pokles cen nakupovaného zboží a služeb, který je na úrovni jednotlivce jako spotřebitele zdánlivě pozitivní skutečností, je na úrovni národního hospodářství jevem krajně nepříznivým a nevítaným. Centrální banky všude ve světě*

34 0,05 %
35 ČNB, měnový kurz jako nástroj měnové politiky , [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html , citace z 24.3.2016
36 ČNB, Kurzový závazek [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/kurzovy_zavazek.html , citace z 24.3.2016

se maximálně snaží rizikům takového vývoje předcházet.“[37] Jedná se o obavu, že očekávané snížení ceny přesvědčí ekonomické subjekty k odložení své současné spotřeby. To může spustit řetězec událostí, které vychází z toho, že snížení spotřeby a nedostatečná poptávka vede k útlumu výroby firem a ty pak propouští zaměstnance. Což vede k snížení příjmů v domácnosti a zisku firem a to dále způsobuje pokles poptávky a další tlak na pokles cen. Když se tento jev opakuje stále dokola, tak mluvíme o deflační spirále.[38] Této situaci se snažila ČNB pomocí listopadových intervencí předejít. Lze tedy říci, že ČNB intervenovala, aby zabránila deflaci a přiblížila se svému inflačnímu cíli 2 %.

1.3.2. ČNB a její reakce na „mýty“ ohledně devizových intervencí

V této kapitole se podíváme na *„mýty“*[39], které vznikaly při vášnivých debatách ohledně intervencí. Tyto mýty se Tomáš Holub a Petr Král ve jménu ČNB pokusili uvést na pravou míru ve svém díle „Mýty opřádající intervence ČNB“. Vzhledem k rozsahu práce jsou rozebrány jen některé mýty a to ty, které se v debatách vyskytly nejčastěji. Rozbor mýtů v této kapitole je parafrází a doplněním výše zmíněného článku pana Holuba a Krále.

Prvním z mýtů, který se pokusila ČNB uvést na pravou míru, je, že rozhodnutí o intervenci bylo překvapením. ČNB totiž informovala veřejnost o potřebě dalšího uvolnění monetární politiky a dokonce i o způsobu, jakým to chce provést.

Dalším mýtem je, že šlo o bezprecedentní oslabení kurzu. Hodnota 27 CZK/EUR však zdaleka není extrémem. Například v mezi lety 2008 a 2009 dosahoval kurz až k hranici 30 CZK/EUR. Třetí mýtus, který hovoří o tom, že 2% inflace je špatný cíl, že cílit by měla 0 % růst cen a že by ČNB neměla intervenovat. Na konto cílování 0% inflace odpovídají *„nulová inflace není považována za cenovou stabilitu mimo jiné proto, že měření inflace bývají zkreslená směrem nahoru a nula by fakticky znamenala pokles cen očištěných o změny kvality.“* [40] Dále je tu přítomen strach z blízkosti tohoto cíle deflaci. Cíl 2% používá většina centrálních bank ve vyspělém světě a žádná debata je zatím nepřesvědčila o tom, že je to cíl špatný.

37 ČNB, Důvody a přínosy oslabení koruny – nejčastější otázky , [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html , citace z 24.3.2016
38 ČNB, slovník pojmů [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/obecne/slovnik/d.html , citace z 10.4.2016
39 Není jednoznačné, zda se jedná o mýty. Mnoho laiků i odborníků to za pouhé mýty nepovažuje
40 Holub, T. – Král, P., ČNB, Mýty opřádající intervence ČNB, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2013/cl_13_131112_holub_kral.html , citace z 24.3. 2016

Další mýtus, který se často objevoval v debatách, je vysoká cena intervencí a že ČNB vyhodila miliardy oknem. Intervence vedly k nákupu deviz, které jsou spíše investicí. Ohledně zhodnocení uvidíme více v budoucnu, protože záleží na vývoji úrokových sazeb a kurzu.

Předposledním mýtem, kterým se tato kapitola více zabývá, je tvrzení, že koruna zůstane na oslabené úrovni jen krátce a to dále navyšuje nejistotu o dalším kolísání kurzu a cen. ČNB prohlásila, že hodlá držet asymetrický kurzový závazek na hranici 27 CZK/EUR. Jinými slovy to znamená, že bude intervenovat na devizovém trhu, aby zabránila propadu kursu koruny pod 27 CZK/EUR. Tento závazek se ji daří plnit a právě proto lze vyvrátit argument o nejistotě vývoje kurzu koruny, protože dlouhodobý závazek na 27 CZK/EUR dodává nezvyklou jistotu ohledně vývoje zmíněného kurzu.

Posledním mýtem, kterým se budeme v kapitole zabývat, je tvrzení, že domácnosti reálně skokově zchudly vlivem intervencí. Král a Holub tvrdí, že pokles vnější kupní síly domácí měny zhorší situaci těch, kdo příjmy inkasují v korunách a výdaje platí v eurech. Takových případů je relativně málo. Dále zdůrazňují, že domácnosti mohou mít i různé úvěry, u kterých by jejich reálný nárůst vlivem deflace mohl mít katastrofální dopady. Pokud by větší množství domácností nemohlo zmíněné úvěry splácet, mohlo by to dostat do problémů i jejich věřitele a bankovní sektor. Nebrání se však tvrzení, že vlivem devizových intervencí došlo k redistribuci bohatství ve společnosti.[41]

1.3.3. Argumentace odborné veřejnosti proti krokům ČNB

Pavel Kohout je ekonom a jedním z odpůrců listopadových intervencí 2013. Tvrdí, že intervenovat na měnovém trhu dává smysl jen výjimečně. Ve svém článku o intervencích uvádí důvody dva. Jmenovitě *„/1/ když se obchodní bilance ekonomiky propadá a měna musí oslabit, aby ekonomika byla opět konkurenceschopná; /2/ kvůli turbulencím na mezinárodních trzích je měna příliš pohyblivá a je nutno ji „uklidnit“.*[42] Ani jedna z těchto situací však nenastala. Jak již bylo zmíněno, ČNB intervenovala pro potlačení deflační hrozby. Pavel Kohout je však názoru, že deflace je dvojího druhu a to cenová[43] a monetární.[44] V případě monetární se jedná o jev opravdu nebezpečný,

41 Holub, T. – Král, P., ČNB, Mýty opřádající intervence ČNB, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2013/cl_13_131112_holub_kral.html , citace z 24.3.2016
42 Kohout, P., Intervence ČNB – otázky a odpovědi [on-line]. Dostupné z: http://www.pavel-kohout.cz/clanky/intervence-cnb-otazky-a-odpovedi , citace z 25.3.2016
43 Cenová deflace je v podání pana Kohouta poklesem cen zboží a služeb

protože lidé nebudou mít dostupné peníze na spotřebu, podniky na výplatu, apod. a to může vést k hospodářské recesi. Avšak dnes se obecně užívá slovo inflace ve významu té cenové. Toto kategoricky odmítal Ludwig von *Mises „Je zjevné, že tyto nově stvořené významy slov inflace a deflace jsou naprosto matoucí a zavádějící a je nutné je bezpodmínečně odmítnout.“*[45]

Cenová deflace však nemusí být nutně problém pro zdravý vývoj ekonomiky. Může nastat například v rostoucím hospodářství, kde roste produkce a výrobci se musí mezi sebou soutěžit o stále stejný objem peněžních jednotek. Z toho plyne, že hodnota peněžních jednotek bude růst a bude možné koupit za jednotku více statků. Nově vzniklé ceny budou odrážet tržní situaci a tím vzniká předpoklad pro další rozvoj hospodářství.[46] Pokles cen nemusí nutně způsobovat hospodářský útlum, jak můžeme vidět na příkladu Spojených států v letech 1880 -1896, kdy zároveň probíhal průměrný roční pokles cen 1,75 % a růst reálného důchodu v průměru 5 % za rok.[47] Argument, že cenová deflace nemusí být nutně špatná, podporuje i fakt, že máme plno odvětví v ekonomice, kde dochází k poklesu cen dlouhodobě a stejně roste, jako například trhy s výpočetní technikou.

F. A. Hayek se ostře vymezuje proti stabilizační měnové politice: *„Tak dlouho, dokud se bude nepřetržitě měnit množství peněz v oběhu, nemůžeme se zbavit hospodářských výkyvů. Obzvláště platí, že každá měnová politika, která si klade za cíl stabilizovat hodnotu peněz, a proto se při každém nárůstu výroby uchyluje k nárůstu jejich nabídky, musí způsobovat přesně ty výkyvy hospodářství, kterým chce zabránit.“*[48] Na základě této teze vyvstává otázka, zda je moudré užívat nástroje měnové politiky na základě domněnky o škodlivosti hrozící deflace, když mohou způsobit mnoho problémů v celé ekonomice. Jedním z problémů, který nutně vzniká spolu s nafukováním peněžní zásoby, je rozředění kupní síly a následná redistribuce peněžních prostředků. Při redistribuci prostředků nutně dochází ke zvýhodnění jedné skupiny nad druhou a to je jenom jeden z mnoha důvodů, proč je redistribuce prostředků ožehavé téma a to nejenom ekonomické, ale také morální. Dochází vlastně k dani na peněžní zůstatky, kdy je perzekuována skupina lidí, která provedla racionální volbu a preferovala spoření oproti spotřebě, aby v budoucnu mohla tyto naspořené

44 Monetární deflace je pokles objemu peněz v ekonomice
45 VON MISES, L., Lidské jednání: pojednání o ekonomii. Praha: Liberální institut, 2006. xxvii, 959 s. ISBN 80-86389-45-6.
46 Ludwig von Mises Institut Česko a Slovensko, Intervence ČNB: Obr s rukou v naší kapse, [on-line]. Dostupné z: http://www.mises.cz/database/clanky/1293_1257_inside_final_color_1.pdf
47 Friedman, M. – Schwartz, A., A Monetary History of the United States: 1867–1960. Princeton, Princeton University Press, 1960
48 Hayek, F. A., Profits, Interests, and Investment and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations. New York, Augustus M. Kelley Publishers, 1969, s. 262–63

prostředky spotřebovat. Dalším problémem je narušení cenového systému a informační funkce peněz v důsledku snížení kupní síly nahromaděných peněžních zůstatků.[49]

Hypotéza odkladu spotřeby, dle Pavla Kohouta *„je hypotéza, která má zřejmě kořeny v nesprávné analýze chování spotřebitelů během Velké deprese a podobných období.“*[50] Je nasnadě otázka, jestli klesne spotřeba zboží a služeb po tom co zlevní. Zvlášť pokud dochází k poklesu ceny poklidným tempem a dlouhodobě, jako u zmíněného trhu s výpočetní technikou. Argument ČNB o odkladu spotřeby v očekávání poklesu ceny lze částečně obrátit a to tak, že by výrobce v případě očekávání růstu ceny odkládal prodej zboží. Lukáš Kovanda označil deflační spirálu jako pouhého strašáka.[51]

1.3.3.1. Václav Klaus

Václav Klaus byl jedním z prvních odpůrců listopadových intervencí a vzhledem k autoritě, kterou představuje, má v této práci svou kapitolu. Václav Klaus shrnul své argumenty proti intervencím do 8 základních bodů.[52]

První argument pojednává o tom, že situace v České ekonomice v období pětileté stagnace byla nejistá. Tvrdí, že lepší by bylo, kdyby stát, nebo jeho instituce svojí politikou nejistotu nezvyšoval.

Druhý bod navazuje na první. I přesto, že důvody stagnace byly opravdu rozdílné, tak jedna věc byla jistá: *„…příčinou absence ekonomického růstu není nedostatečná nabídka peněz“*[53] Tím je myšleno, že nebyla třeba monetární expanze.

Ve třetím bodě zmiňuje Václav Klaus sporné efekty a nesporné náklady devizových intervencí. Jednoznačným efektem oslabení kurzu koruny je tlak na zvyšování cen zboží z dovozu a to může mít neblahý vliv na domácí poptávku.

V bodě čtyři kritizuje samotné cílování inflace, jako mylnou doktrínu. Cílování inflace označuje dokonce za chybný výklad teorie racionálních očekávání a tvrdí, že to dále pokřivuje vnímání věrohodnosti centrálních bank. Intervenování k dosažení inflace, konkrétně tedy 2 %, označuje za nesmysl.

---

49 Ludwig von Mises Institut Česko a Slovensko, Intervence ČNB: Obr s rukou v naší kapse, [on-line]. Dostupné z: http://www.mises.cz/database/clanky/1293_1257_inside_final_color_1.pdf

50 Kohout, P., Intervence ČNB – otázky a odpovědi [on-line]. Dostupné z: http://www.pavel-kohout.cz/clanky/intervence-cnb-otazky-a-odpovedi , citace z 25.3.2016

51 Kovanda, L., Singera straší paní Columbová [on-line]. Dostupné z: http://roklen24.cz/a/whXfN/singera-strasi-pani-columbova, citace 7.5.2016

52 Klaus, V. - Weigl, J., Omyl devizových intervencí ČNB [on-line]. Dostupné z: http://www.klaus.cz/clanky/3469, citace z 25.3.2016

53 Klaus, V., Konečně známe argumenty ČNB – ale neobstojí, [on-line]. Dostupné z: http://www.klaus.cz/clanky/3477, citace z 25.3.2016

V pátém bodě dodává, že dogma ohledně plnění inflačního cíle je nesmyslné, protože tento cíl si stanovila naše ČNB a nejedná se tedy o „žádnou z hůry posvěcenou hodnotu“. Není tedy potřeba jí za každých okolností dosahovat.

Dále tvrdí, že argumenty ohledně snížené reputace ČNB při dlouhodobém neplnění inflačního cíle, jsou irelevantní. Problém České ekonomiky vidí v absenci poptávky po zboží, investicích, apod. poptávku znehodnocení kurzu nezvýší.

Václav Klaus varuje před panikou, kterou působí strašák deflace. Poukazuje na to, že s deflací máme zkušenost z dob Aloise Rašína, který praktikoval vědomou politiku deflace. Důležité je, že touto deflační politikou nevznikla žádná deflační spirála a nedocházelo v jejím důsledku k dlouhodobému negativnímu vývoji ekonomiky.

Je možné vést dlouhé debaty o účincích deflace na vývoj ekonomiky, ale Václav Klaus je názoru, že: *„Je možné o tom teoretizovat, ale není oprávněné stavět na tom měnovou politiku státu, která svými dopady ovlivňuje životy milionů lidí.“*[54]

54 Klaus, V., Konečně známe argumenty ČNB – ale neobstojí, [on-line]. Dostupné z: http://www.klaus.cz/clanky/3477, citace z 25.3.2016

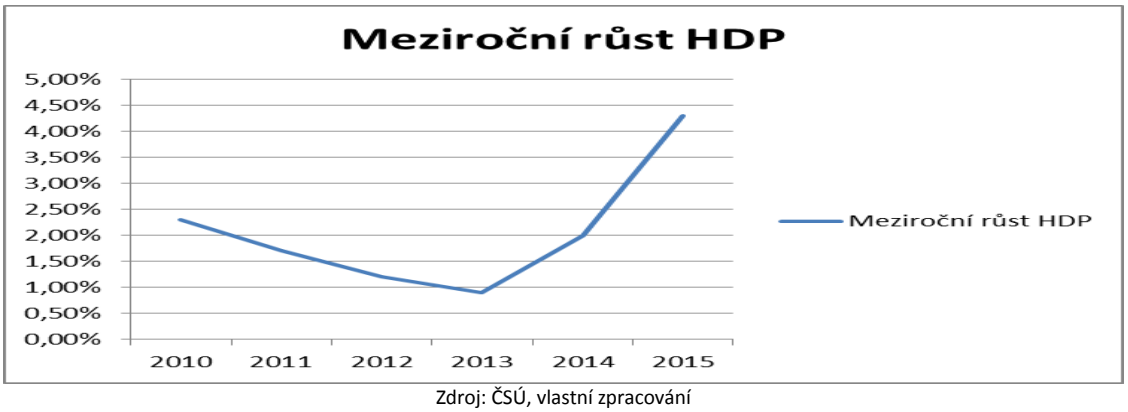
2.Praktická část

2.1. Analýza vývoje vybraných makroekonomických ukazatelů v letech 2010-2015

V této kapitole praktické části budeme zkoumat vývoj vybraných makroekonomických ukazatelů a to konkrétně platební bilance dle manuálu BPM6[55], hrubý domácí produkt vypočítaný převážně výdajovou metodou a v běžných cenách a čistý export. Znázorníme si na těchto ukazatelích vliv devizových intervencí České národní banky a budeme sledovat změny ve vývoji výše zmíněných ukazatelů. Časová řada 2010 – 2015 dává možnost srovnání období po začátku devizových intervencí s krátkým obdobím před intervencemi, ale srovnání je pouze orientační, protože ne všechna data jsou očištěna o hospodářský cyklus. Zmíněná data jsou čerpána převážně z veřejné databáze ARAD, která patří do informačního systému ČNB, dále jsou data čerpána z Českého statistického úřadu a z Eurostatu. V závěru úvodu této kapitoly si ukážeme roční přehled základních hodnot výše zmíněných ukazatelů pro pohodlné uvedení do další analýzy. V dalších podkapitolách se budeme jednotlivým ukazatelům věnovat podrobněji.

Prvním ukazatelem, který si v úvodní kapitole přiblížíme je hrubý domácí produkt. Graf nám zobrazuje meziroční růst hrubého domácího produktu vypočteného výdajovou metodou.[56]

Graf 1: Meziroční růst reálného HDP výdajovou metodou v letech 2010 – 2015



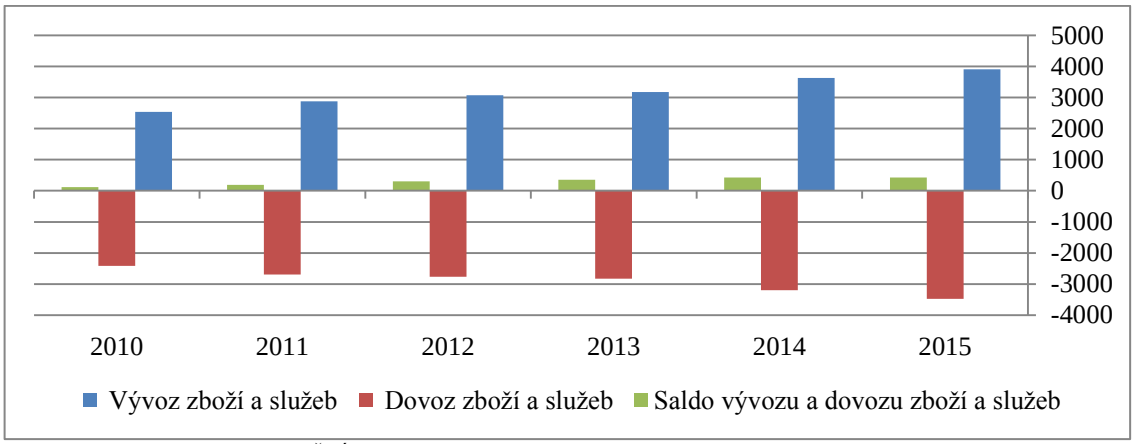
Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

55 Manuálu k sestavení platební bilance a investiční pozice vůči zahraničí
56 Za roky 2010-2014 máme přesné údaje. Za rok 2015 máme pouze odhad dle výrobkové metody z důvodu nedostupnosti dat v době psaní práce.

Jedná se o procentuální růst vůči předchozímu roku, takže tyto veličiny nemůžeme absolutně porovnávat, protože každý jeden procentuální růst v grafu má jiný základ. Vidíme tu však patrný trend, kdy nám meziroční růst klesá každým rokem, až do roku 2013. V roce 2014 se tento trend obrací a meziroční růst vystoupá na hodnotu 4,3 % v roce 2015.

Dalším ukazatelem, který si v závěru úvodu do teoretické části práce představíme, je vývoj zahraničního obchodu. Na grafu jsou zobrazeny hodnoty za celé roky v časové řadě od roku 2010 do roku 2015. Sledujeme zde vývoz a dovoz zboží a služeb a jejich saldo. Hodnoty jsou uvedeny v běžných cenách. Pro přehlednost je dovoz zboží a služeb v grafu znázorněn se záporným znaménkem, protože je odečítán od vývozu zboží a služeb pro vypočtení salda. Na grafu vidíme, že v nominálních hodnotách všechny 3 údaje rostou, až na saldo v roce 2015, které mírně kleslo. Nárůst byl nejmenší u vývozu a dovozu zboží a služeb mezi lety 2012 a 2013. Naopak nejvyšší nárůst proběhl mezi lety 2013 a 2014. Budoucí rozdíly v hodnotách zahraničního obchodu jsou způsobeny tím, že v metodice HDP je využito národního pojetí a pro kapitolu zahraniční obchod je použita metodika přeshraniční z důvodu dostupnosti dat ohledně skupin SITC.

Graf 2: Vývoj vývozu a dovozu zboží a služeb v běžných cenách v letech 2010-2015 v mld. Kč

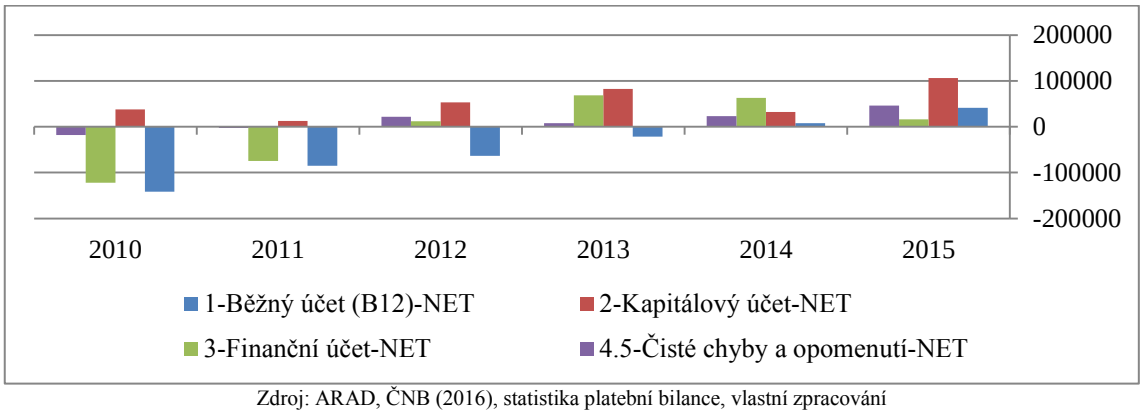


Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní výpočet a zpracování

Posledním ukazatelem, který si ukážeme v ročním členění je platební bilance. V grafu je znázorněna kumulace měsíčních dat za celý kalendářní rok u salda běžného účtu, kapitálového účtu, finančního účtu a salda chyb a opomenutí. Na první pohled

jsou z grafu patrné změny na běžném účtu, kde saldo součtu měsíčních hodnot za jednotlivé roky je v roce 2014 v přebytku poprvé za námi sledované období. Tento trend pokračuje dále v roce 2015, kde se dostává hlouběji do přebytku. U salda kapitálového účtu vidíme propady v letech 2011 a 2014, ale v následujících letech vždy vidíme nárůst na vyšší hodnotu, než byla před propadem.

Graf 3: Vývoj jednotlivých účtů platební bilance v letech 2010-2015



Zdroj: ARAD, ČNB (2016), statistika platební bilance, vlastní zpracování

Při pozorování vývoje salda finančního účtu na tomto grafu je nutné dbát zřetel na obrácenou znaménkovou konvenci. Záporná hodnota nám tedy znázorňuje přebytek a kladná deficit. V roce 2012 se nám saldo finančního účtu poprvé překlopí do deficitu a vydrží v deficitních hodnotách po celé sledované období. Mezi lety 2013 a 2014 vidíme mírnou klesající tendenci a v mezi lety 2014 a 2015 je klesající tendence skoková.

V úvodu této kapitoly jsme si ukázali vývoj makroekonomických ukazatelů, které budeme v práci dále podrobněji analyzovat. Na údajích znázorněných v ročních intervalech lze vypozorovat různé výkyvy a extrémy. Na všech třech grafech v úvodu můžeme pozorovat významný výkyv v hodnotách na přelomu roku 2013 a 2014, což by časově odpovídalo začátku devizových intervencí ČNB. Podrobně v dalších kapitolách zanalyzujeme další tvrdá data za roky 2010 až 2015 a budeme hledat příčiny konkrétního vývoje námi zkoumaných makroekonomických ukazatelů a souvislosti tohoto vývoje s devizovými intervencemi ČNB a dalších významných faktorů ovlivňující českou ekonomiku.

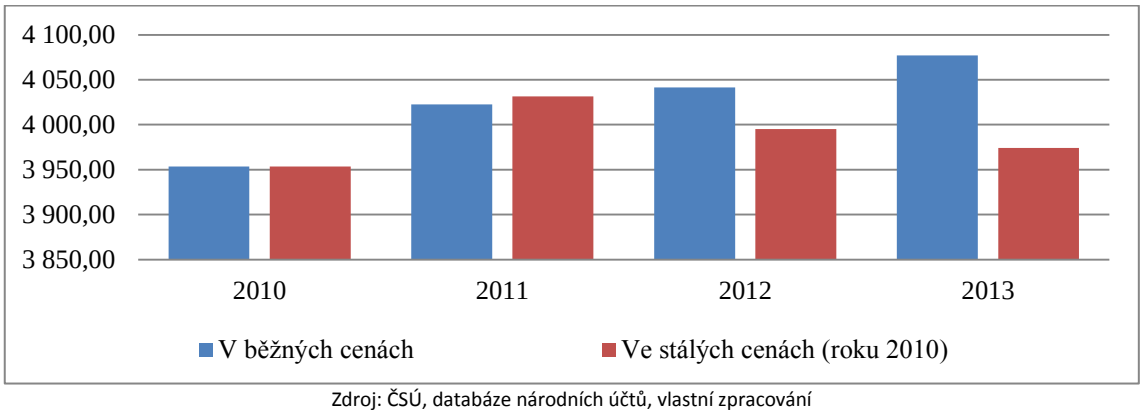
2.1.1. Vývoj HDP, čistého exportu a platební bilance v „předintervenčním období“ v letech 2010 – 2013

V této kapitole budou rozebrány vybrané ukazatele v časovém horizontu 2010- 2013, které podávají dílčí informace o výkonu ekonomiky v České republice, konkrétně hrubý domácí produkt, čistý export. Budeme pozorovat také vývoj platební bilance. Časový horizont byl nastaven od roku 2010 do roku 2013, aby znázorňoval vývoj výkonu ekonomiky před začátkem devizových intervencí. ČNB začala intervenovat na devizovém trhu 7. listopadu 2013, a tak jsou v tomto období z důvodu přehlednosti obsaženy necelé dva měsíce od začátku zmíněných intervencí.

2.1.1.1. Vývoj HDP v „předintervenčním“ období 2010-2013

V této kapitole bude podrobněji rozebrán hrubý domácí produkt za jednotlivé roky v období 2010-2013. Dále zde nalezneme meziroční srovnání jednotlivých údajů a některé z hlavních důvodů pro konkrétní vývoj ukazatele v daném období. Dále bude graficky znázorněn podíl jednotlivých složek HDP na jeho celkové hodnotě. Na následujícím grafu máme hodnoty HDP za celé sledované období 2010-2013 spočítané výdajovou metodou v běžných cenách i v cenách stálých z roku 2010.

Graf 4: Vývoj HDP spočítaného výdajovou metodou v letech 2010-2013 v mld. Kč

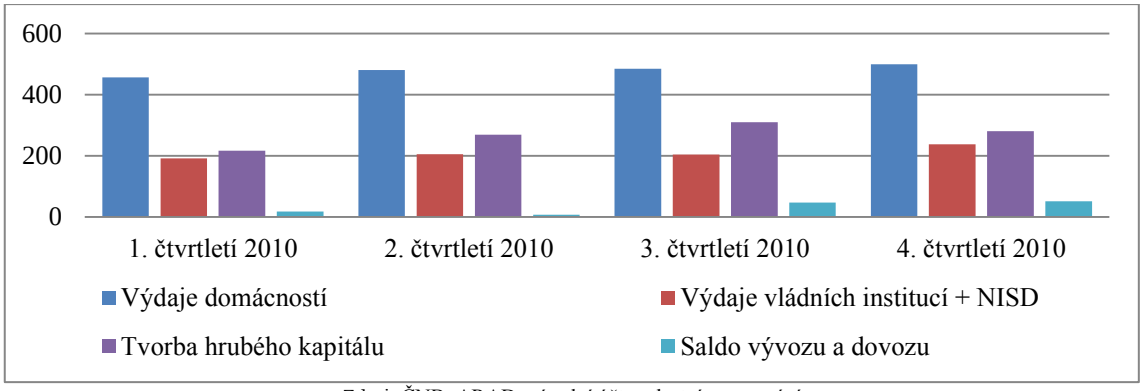


Zdroj: ČSÚ, databáze národních účtů, vlastní zpracování

Zatímco HDP v běžných cenách znázorňuje údaje v cenách daného roku, HDP ve stálých cenách znázorňuje hodnotu přepočítanou na stálé ceny z konkrétního roku. V tomto případě na ceny z roku 2010. Toto přepočítání může pomoci při srovnávání hodnot, protože očistí údaje o inflaci a pomáhá tak jistým způsobem lépe

znázornit reálný produkt v národním hospodářství. Z grafu je patrné, že HDP v běžných cenách každoročně roste, i přes zpomalení mezi roky 2011 a 2012. V meziročním srovnání bylo HDP v součtu za rok 2010 vyšší o 2,3 % ve srovnání s krizovým rokem 2009, kde se ekonomika propadla o 4 %. Na růstu ekonomiky se podepsala ve velké míře zvedající se výkonnost průmyslových odvětví a služeb. V exportní zemi jako je ČR, pozitivně ovlivnilo národní hospodářství ekonomické probuzení v zemích našich obchodních partnerů. Jednalo se především o odvětví strojírenství, výrobě dopravních prostředků, chemické a gumárenské. Na druhé straně postihl pokles objemu zakázek a poptávky po bytech odvětví stavebnictví. Tento pokles byl částečně způsoben vysokou nabídkou v minulém roce, kde krizový vývoj stlačil zájem o nové byty a jejich ceny. Dále bylo odvětví zemědělství negativně ovlivněno nepříznivým klimatem v druhé polovině roku.[57]

Graf 5: Hodnoty vybraných složek HDP ve čtvrtletích roku 2010 v mld. Kč



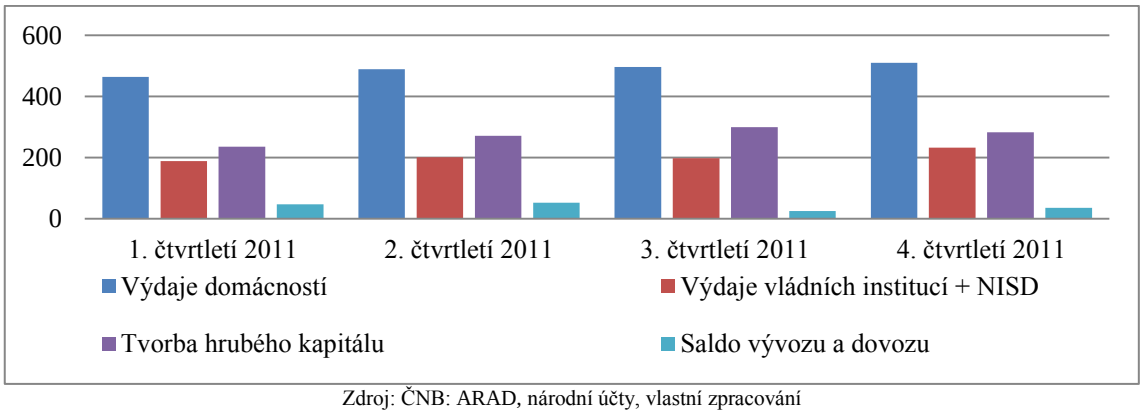
Zdroj: ČNB: ARAD, národní účty, vlastní zpracování

V grafu vidíme podíl vybraných složek na celkovém HDP roku 2010. Z hodnot v grafu je patrné, že pouze první čtvrtletí nepřekonalo hranici 1 000 miliard Kč, zatímco ostatní čtvrtletí ji překročila. Výrazněji nad pomyslnou hranici 1 000 miliard roste až 4. čtvrtletí. Ve srovnání s unijním průměrem růstu 1,8 % si vedla česká ekonomika lépe a také vývoj vývozu byl ve srovnání s průměrem EU rychlejší zhruba dvakrát.[58] Od prvního čtvrtletí se vezla česká ekonomika na rostoucím trendu, který ale v posledním čtvrtletí dále nepokračoval. Tento růst byl podpořen zejména silnou dynamikou vývozu a dovozu a růstem tvorby kapitálu, kde s podílem na růstu dominovala především tvorba zásob.

57 ČSÚ, Předběžný odhad čtvrtletního HDP. [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/predbezny-odhad-ctvrtletniho-hdp-4-ctvrtleti-2010-fzz5y9b0xk, citace z 4.4.2016
58 ČSÚ, Vývoj české ekonomiky v roce 2010 on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20549901/e110910q4t.pdf/f5c19bae-b42f-4001-a09c-6578c0720a29?version=1.0

V součtu za rok 2011 vzrostl hrubý domácí produkt o 1,7 % ve stálých cenách oproti roku 2010. Růst se ale konal pouze v prvním pololetí, protože v druhém ekonomika stagnovala. Významně k tomu přispěl zpracovatelský průmysl, který ale také ztrácel tempo od druhého pololetí. Na ekonomickém růstu se podílel velkou měrou zahraniční obchod, kde vývoz vzrostl o 11 % a dovoz pouze o 7,5 %. Významné poklesy nastaly opět v sektoru stavebnictví, dále pak v komunikačních, informačních, vědeckých a dalších činnostech. Výdaje domácností na konečnou spotřebu klesly o 0,5 procent a výdaje vládních institucí o 1,4 procent. [59]

Graf 6: Hodnoty vybraných složek HDP ve čtvrtletích roku 2011 v mld. Kč



Zdroj: ČNB: ARAD, národní účty, vlastní zpracování

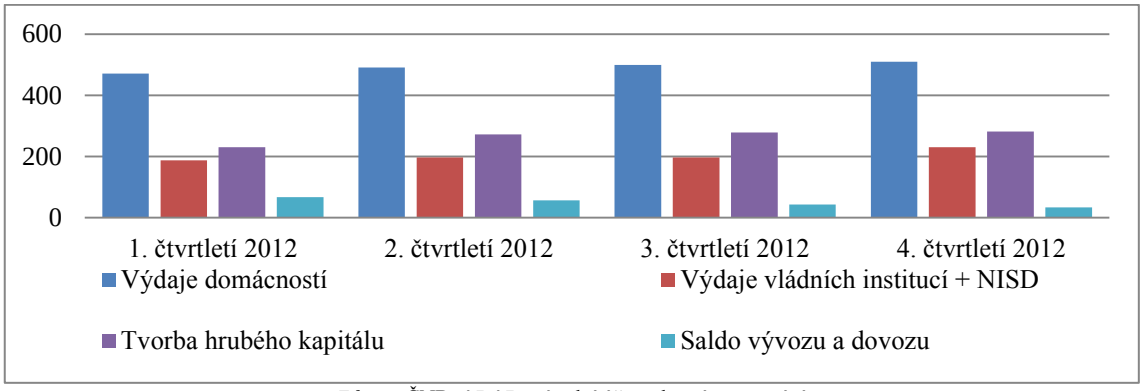
Česká ekonomika zpomalila tempo v každém čtvrtletí z roku 2011. Pokles tempa byl pozvolný stejně jako v EU. Mezikvartálně poklesla česká ekonomika ve 3. a 4. čtvrtletí o 0,1 %. Zpomalení bylo u nás větší, než v EU. Dílčí vliv na to měla i vnější poptávka, ale hlavním důvodem zpomalení tempa české ekonomiky bylo vnitřní prostředí. A to zejména dlouhodobý pokles výdajů na konečnou spotřebu, které tvoří většinu tuzemského HDP. Propad výdajů na konečnou spotřebu byl dle Eurostatu jedním z nejhlubších ve srovnání se zeměmi EU. V menší míře mělo vliv snížení investic po většinu roku 2011, které naopak ve zbytku EU převážně rostly. Růst podpořil tradičně zahraniční obchod.[60]

V roce 2012 klesl hrubý domácí produkt ve srovnání s rokem 2011 o 1,2 %. Rok 2012 byl tak rokem recese. Hrubý domácí produkt klesal ve všech čtvrtletích. Pokles se zrychloval ve všech dalších čtvrtletích a tak se v průběhu roku recese v ekonomice prohlubovala. Hlavním důvodem byl stálý pokles domácí poptávky na všech frontách

59 ČSÚ, Národní účty - 2011. [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/narodni-ucty-4-ctvrtleti-2011-xoseorpuk0, citace z 4.4.2016
60 ČSÚ, Vývoj české ekonomiky v roce 2011 [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/vyvoj-ekonomiky-ceske-republiky-1-az-4-ctvrtleti-2011-llrv2x5ey1

a především šlo o pokles výdajů domácností. Šlo dosud o nejhlubší pokles výdajů na spotřebu českých domácností. Vládní výdaje v průběhu roku zmírňovaly svůj pokles, až ve čtvrtém čtvrtletí stouply. Tento nárůst však nebyl schopen vyrovnat propady z předchozích čtvrtletí a tak měly vládní výdaje ve výsledku negativní vliv na tempo HDP v roce 2012. Vysoké aktivní saldo zahraničního obchodu působilo pozitivně na ekonomiku, ale nedokázalo kompenzovat již zmíněný pokles tuzemské poptávky.[61]

Graf 7: Hodnoty vybraných složek HDP ve čtvrtletích roku 2012 v mld. Kč



Zdroje: ČNB: ARAD, národní účty, vlastní zpracování

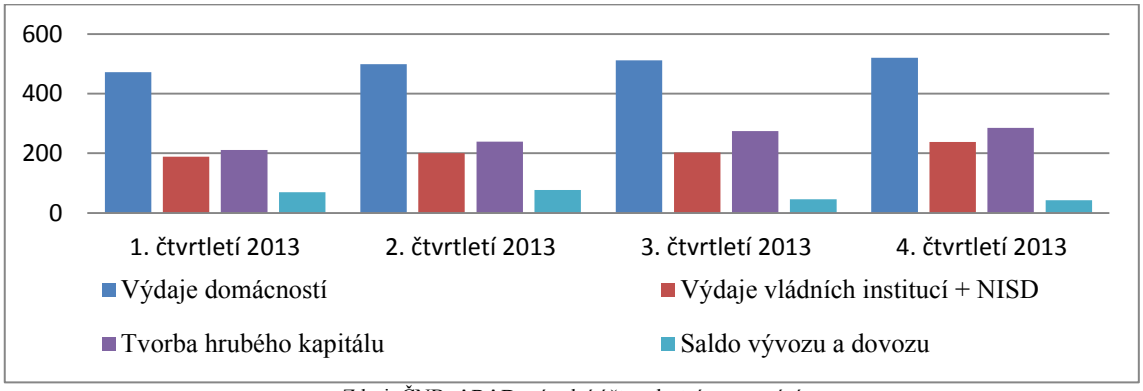
V posledním čtvrtletí byl pokles oproti předchozímu čtvrtletí mírnější a to z důvodu mírného nárůstu výdajů na spotřebu ve srovnání s třetím kvartálem 2012. Také ve srovnání s EU byl pokles mírnější. Tvorba hrubého kapitálu se propadla ve třetím čtvrtletí a v tom čtvrtém v meziročním srovnání stagnovala. Investice jako takové po drobném růstu v prvním pololetí začaly v druhém pololetí klesat. Zahraniční obchod si udržel kladné saldo v každém čtvrtletí 2012. Export i přes zpomalení tempa nadále rostl. Tempo importu překvapivě neoslabilo ani přes oslabenou domácí poptávku. Propad v růstu HDP zmírnilo významně 4. čtvrtletí, kde pozitivně působil zahraniční obchod a růst tempa vládních výdajů.

Hrubý domácí produkt v roce 2013 poklesl o 0,9 % ve srovnání s rokem 2012. Meziroční vývoj HDP byl ovlivněn nerovnoměrným výběrem spotřební daně z tabákových výrobků. Firmy se předzásobí výrobky z tabáku ke konci roku a zaplatí také příslušnou spotřební daň, což se projevuje jako zvýšení HDP v posledním čtvrtletí předchozího roku na účet následujícího čtvrtletí. Je to reakce na avízované zvýšení spotřební daně na počátku roku 2014. Lze tím částečně vysvětlit mezikvartální růst

61 ČSÚ, Národní účty 2012. [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/narodni-ucty-4-ctvrtleti-2012-8hccjyjqan, citace z 4.4.2016

ve čtvrtém čtvrtletí. Snižování výkonnosti z roku 2012 pokračovalo dále do konce první poloviny roku. V druhé polovině roku se situace stabilizovala a ve 4. čtvrtletí 2013 byl zaznamenán oproti 4. čtvrtletí 2012 růst. I přes oživení ve 4. čtvrtletí 2013 došlo k již zmíněnému meziročnímu poklesu o 0,9 %.[62]

Graf 8: Hodnoty vybraných složek na HDP ve čtvrtletích roku 2013 v mld. Kč



Zdroj: ČNB: ARAD, národní účty, vlastní zpracování

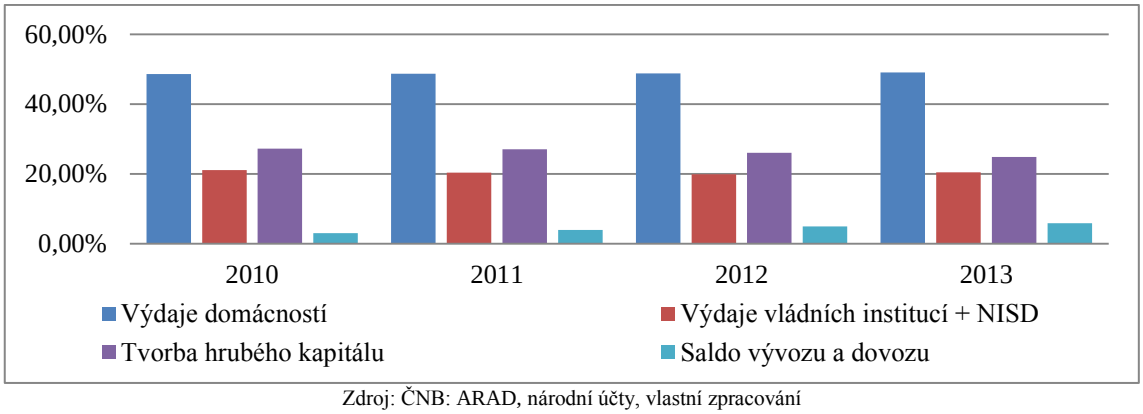
Zatímco v roce 2012 na poklesu tempa HDP dolehla především nízká spotřeba domácností, tak v roce 2013 výdaje na konečnou spotřebu a investice nepatrně meziročně vzrostly. Propad v HDP byl velmi ovlivněn poklesem salda zahraničního obchodu a to především v 1. a 3. čtvrtletí. V průběhu roku se tempo ekonomiky postupně zvyšovalo. Ve čtvrtém čtvrtletí byl mezikvartální růst mezi zeměmi EU jednoznačně nejvyšší, ale je nutno mít na paměti, již zmíněný vliv změny spotřební daně od roku 2014 a s tím související předzásobení. Navýšení investic v posledním čtvrtletí putovalo především do strojů a zařízení, z čehož těžil především tuzemský průmysl. Stále ale nedochází k oživení investic do stavebnictví a tak lze usuzovat, že se zvýšená investiční aktivita týká hlavně odvětví, kde se očekává zvýšení poptávky v blízké době. Pozitivní očekávání některých firem podtrhává fakt, že od druhé poloviny roku dochází k navyšování zásob. Zde je opět nutné dodat, že vliv na zvýšení zásob má i zmíněné předzásobení tabákovými výrobky.

V následující tabulce jsou znázorněny vybrané složky HDP a jejich podíl na jeho tvorbě. Vidíme, že dominantní složka tvorby HDP jsou výdaje na konečnou spotřebu domácností, kde se podíl na tvorbě HDP ve sledovaném období pohybuje v intervalu 48 až 49 %. Z toho plyne, že pokud spotřeba domácností roste pouze nepatrně, stagnuje,

62 ČSÚ, Tvorba a užití HDP - 2013. [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/tvorba-a-uziti-hdp-4-ctvrtleti-2013-wlru6dbgb9, citace z 4.4.2016

nebo dokonce klesá, jako tomu bylo v letech 2010 – 2013, tak je vývoj HDP v ČR významně negativně ovlivněn. Výdaje vládních institucí a neziskových institucí sloužících domácnostem spolu s tvorbou hrubého kapitálu ztrácí procentní zastoupení ve tvorbě HDP v letech 2010 – 2013 na úkor bilance zahraničního obchodu, která vykazuje kladné saldo po celé sledované období.

Graf 9: Podíl vybraných složek na tvorbě HDP v období 2010 – 2013



Zdroj: ČNB: ARAD, národní účty, vlastní zpracování

2.1.1.2. Vývoj zahraničního obchodu v „předintervenčním“ období 2010 – 2013

V této kapitole podrobněji rozebereme vývoj zahraničního obchodu v České republice. Rozebereme si zahraniční obchod za jednotlivé roky ve sledovaném období, kde se zaměříme na objem vývozu a dovozu zboží a služeb. Podíváme se také na vývoj v rámci zbožových struktur dle kategorizace SITC pro lepší porozumění vývoje obchodu.

Jak již bylo zmíněno v kapitole o hrubém domácím produktu, česká ekonomika zaznamenala meziroční zlepšení výkonnosti. Obrat (součet vývozu a dovozu) zahraničního obchodu v běžných cenách dosahoval v roce 2010 hodnoty 4 909 miliard korun. V meziročním srovnání se obrat navýšil o necelých 782 miliard korun. Konkrétní hodnoty pro dovoz a vývoz za rok 2010 a jednotlivá čtvrtletí ukazuje následující tabulka. Dovoz máme znovu se záporným znaménkem pro ilustraci vlivu na saldo.

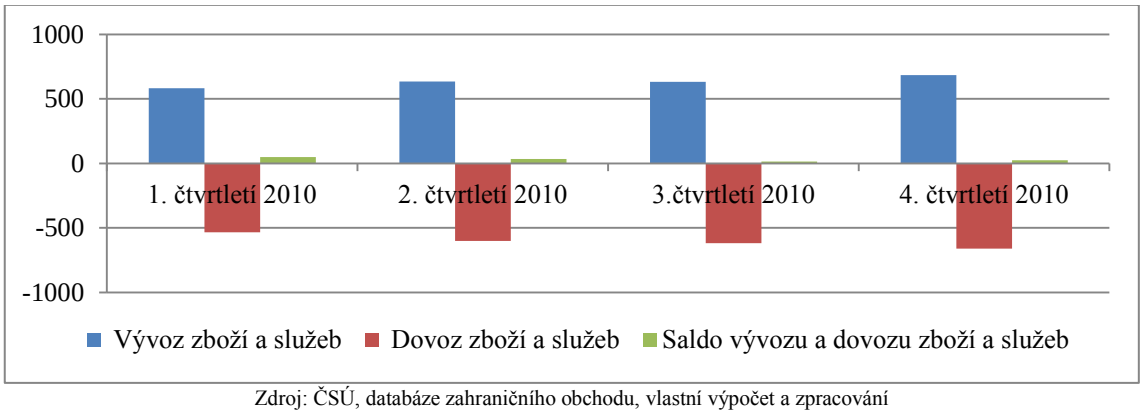
Tabulka 1:Vývoj zahraničního obchodu za rok 2010 v běžných cenách a mld. Kč

Rok	Vývoz zboží a služeb	Dovoz zboží a služeb	Saldo vývozu a dovozu zboží a služeb
1. čtvrtletí 2010	583,168	-533,620	49,549
2. čtvrtletí 2010	633,564	-599,960	33,603
3. čtvrtletí 2010	632,162	-617,700	14,461
4. čtvrtletí 2010	683,901	-660,270	23,627
Celý rok 2010	2 532,795	-2 411,560	121,240

Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní výpočet a zpracování

Na následujícím grafu můžeme lépe vidět vývoj vývozu, dovozu zboží a služeb a jejich salda. Jak je patrné i z předchozí tabulky, tak saldo vývozu a dovozu je v roce 2010 kladné a to na hodnotě 121,24 miliard Kč.

Graf 10: Vývoj zahraničního obchodu za rok 2010 v běžných cenách a mld. Kč



Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní výpočet a zpracování

Kladné saldo za celý rok je důsledkem přebytků zahraničního obchodu v každém čtvrtletí. Jak můžeme vidět v tabulce vývoje zahraničního obchodu za rok 2010, je nejvyšší přebytek hned v prvním čtvrtletí. Nejnižší vývoz v rámci měsíců nastal v lednu a to necelých 175 000 milionů Kč. Nejvyšší naopak v listopadu a to necelých 242 000 miliónů Kč. Nejnižší hodnota dovozu připadla taktéž na leden a to necelých 160 000 miliónů Kč a nejvyšší byla taktéž znovu v listopadu a to v rozsahu necelých 230 000 miliónu Kč. V meziročním srovnání máme v roce 2010 oproti roku 2009 vyšší nárůst v kategorii dovozu, než vývozu. Tento trend předstihu tempa u dovozu ve srovnání s vývozem platí od března do prosince. Celkové saldo negativně ovlivnil

hlavně vysoký schodek zahraničního obchodu se státy mimo EU a to především s Čínou.[63]

V následující tabulce, která zachycuje zbožové struktury, vidíme, že významným tvůrcem přebytku obchodní bilance je zbožová skupina 7, čili stroje a dopravní prostředky. Meziroční nárůst nastal však ve všech exportních zbožových strukturách a nejvíc opět zmíněná skupina 7. V dovozu byla situace obdobná, až na skupinu 4 – živočišné a rostlinné oleje a tuky, která jako jediná propadla.

Tabulka 2: Zbožová struktura dovozu a vývozu 2010 dle kategorií SITC

SITC - Zbožové skupiny	EX 2010 (mil. Kč)	Změna oproti 2009	IM 2010 (mil. Kč)	Změna oproti 2009	Saldo 2010 (mil. Kč)
0 Potraviny a živá zvířata	76 265	+4087	112 559	+6 132	-36 293
1 Nápoje a tabák	16 780	+701	14 372	+947	+2 407
2 Suroviny nepoživatelné, bez paliv	75 907	+18 503	64 647	+19 385	+11 260
3 Minerální paliva a maziva	93 874	+16 101	231 446	+45 456	-137 572
4 Živočišné rostlinné oleje a tuky	4 592	+1 301	4 073	-1 410	+518
5 Chemikálie	164 213	+27 068	257 351	+31 676	-93 137
6 Průmyslové zboží podle druhu materiálu	435 348	+62 336	430 280	+77 603	+5 068
7 Stroje a dopravní prostředky	1 382 306	+217 603	1 046 029	+213 975	+336 276
8 Různé hotové výrobky	280 531	+28 599	247 443	+9 339	+33 087
9 Komodity jinde nezařaditelné	2 978	+942	3 352	+900	-373
Celkový součet	2 532 794	+377242	2 411 552	+404005	+121 240

Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní zpracování

Dalším výrazným tvůrcem přebytku obchodní bilance byla skupina 8 – různé hotové výrobky. Nejvyšším tvůrcem schodku obchodní bilance jsou tradičně skupiny 3 – minerální paliva a maziva a 5 – chemikálie. Výkyv ve skupině minerálních paliv a maziv je často zapříčiněn citlivostí plynu a ropy na změny cen. U chemikálií jsou hlavní dovozní i vývozní položkou léčiva a farmaceutické výrobky.

V roce 2011 se tempo růstu české ekonomiky meziročně zpomalilo na 1,7 %. Jedná se o zpomalení o jeden procentní bod. HDP v běžných cenách dosáhlo zhruba 3 809 miliard Kč oproti zhruba 3 775 z roku 2010. Více o HDP roku 2011 nalezneme v konkrétní kapitole vývoj HDP v letech 2010-2013, která se touto problematikou

63 Český statistický úřad, Zahraniční obchod České republiky v roce 2010 [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20550769/t-6008-11.pdf/0cb6757f-5514-4df9-9735-b8814641312e?version=1.0 , citace z 20.3.2016, ISBN 978-80-250-2108-8

zabývá podrobněji. Dynamiku celé ekonomiky ovlivnila opět rostoucí tendence zahraničního obchodu. Obrat zahraničního obchodu se vyšplhal na hodnotu zhruba 5 566 miliard Kč a to znamená meziroční nárůst o necelých 603 miliard Kč. Změna nastala také ve struktuře obratu a to tak, že se zvýšil poměr exportu na obratu o zhruba půl procentního bodu na konečných 51,7 %. Tento zdánlivě zanedbatelný nárůst poměru export na obratu zahraničního obchodu se odrazil na nárůstu salda vývozu a dovozu o 70 miliard Kč na konečných 191,1 miliardy Kč. Konkrétní hodnoty nalezneme dále v následující tabulce. Dovoz je jako tradičně v této práci zaznamenán se záporným znaménkem.

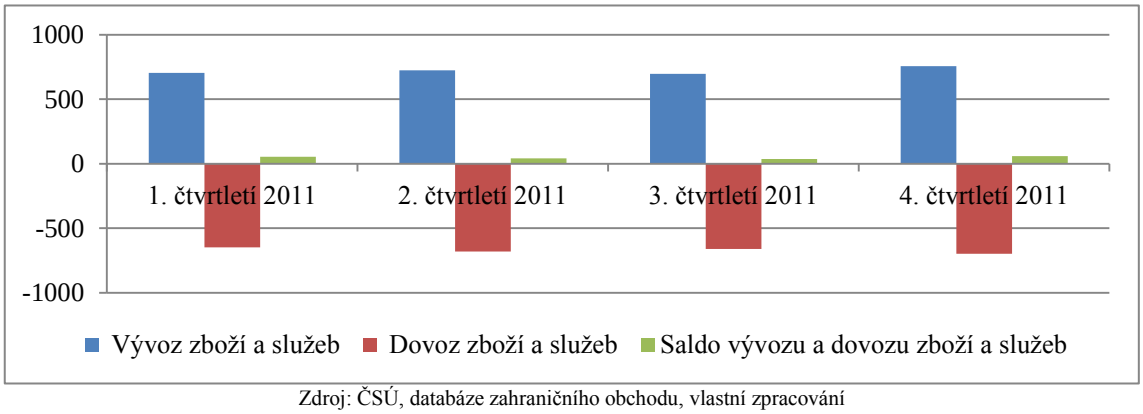
Tabulka 3:Vývoj zahraničního obchodu za rok 2011 v běžných cenách a mld. Kč

Rok	Vývoz zboží a služeb	Dovoz zboží a služeb	Saldo vývozu a dovozu zboží a služeb
1. čtvrtletí 2011	703,550	-648,435	55,115
2. čtvrtletí 2011	722,784	-680,139	42,645
3. čtvrtletí 2011	696,451	-660,760	35,691
4. čtvrtletí 2011	755,905	-698,227	57,678
Celý rok 2011	2 878,690	-2 687,561	191,129

Zdroj: ČSÚ, databáze vlastní výpočty a zpracování

V následujícím grafu máme vizualizaci hodnot z předchozí tabulky pro další znázornění vývoje zahraničního obchodu za jednotlivá čtvrtletí 2011 a za celý rok souhrnně. Vidíme kladná salda za každé sledované období a můžeme zpozorovat trend klesání hodnot salda od prvního až do třetího čtvrtletí. Ve čtvrtém čtvrtletí vidíme nárůst a to nad hodnoty z čtvrtletí prvního. V meziročním srovnání však saldo vývozu a dovozu vyšší, než v předešlém roce.

Graf 11: Vývoj zahraničního obchodu za rok 2011 v běžných cenách a mld. Kč



Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní zpracování

Nejvyšší schodek v bilanci s jednotlivými zeměmi nastal s Čínou a to v hodnotě necelých 305 miliard Kč a nejvyšší aktivní bilance nastala s Německem a to v hodnotě necelých 237 miliard Kč. Nejnižší měsíční vývoz byl zaznamenán v únoru a nejvyšší tradičně v listopadu. Stejně tomu tak je i u dovozu, kde v únoru dosáhl dovoz nejnižších hodnot za rok 2011 a v listopadu naopak nejvyšších. Tempo dovozu předstihlo tempo vývozu v lednu, únoru, dubnu a květnu. V srpnu bylo tempo v rovnováze a ostatní měsíce byli už v režii vývozu.[64]

V tabulce zbožových struktur vidíme, že významným tvůrcem přebytku bilance zahraničního obchodu je opět jako v roce 2010 skupina 7 – stroje a dopravní prostředky s podílem okolo 55 % na celkovém vývozu ČR. Na druhém místě v podílu na vývozu je skupina 6 – průmyslové a zboží podle druhu materiálu, je však nutno zdůraznit, že druhé místo ve tvorbě pozitivního salda zaujímá skupina 8 – různé hotové výrobky a to hlavně z důvodu nižšího dovozu v rámci této skupiny. Stejně jako tomu je u vývozu, je tomu tak i v dovozu.

Tabulka 4: Zbožová struktura dovozu a vývozu 2011 dle kategorií SITC

SITC - Zbožové skupiny	EX 2011 (mil. Kč)	Změna oproti 2010	IM 2011 (mil. Kč)	Změna oproti 2010	Saldo 2011 (v mil. Kč)
0 Potraviny a živá zvířata	91 354	+15 392	123 161	+10 130	-31 806
1 Nápoje a tabák	17 120	+437	16 334	+1 897	+775
2 Suroviny nepoživatelné, bez paliv	80 854	+4 899	80 071	+ 15 942	+782
3 Minerální paliva a maziva	109 585	+13 643	286 232	+ 52 281	-176 647
4 Živočišné rostlinné oleje a tuky	4 752	+245	5 904	+1 796	-1 152
5 Chemikálie	180 175	+16 176	293 699	+ 35 072	-113 524
6 Průmyslové zboží podle druhu materiálu	507 775	+71 763	490 123	+55 183	+17 651
7 Stroje a dopravní prostředky	1 576 337	+182 464	1 126 862	+ 75 561	+ 449 474
8 Různé hotové výrobky	307 200	+30 922	259 513	+16 323	+47 687
9 Komodity jinde nezařaditelné	3 535	+583	5 648	+2 109	-2 112
Celkový součet	2 878 687	+336 524	2 687 547	+266 295	191 129

Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní výpočty a zpracování

64 Český statistický úřad, Zahraniční obchod České republiky v roce 2011 [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20550773/6008-12.pdf/a7457f43-428b-48a3-83e6-fe2c6fd7635f?version=1.0 , citace z 20.3.2016, ISBN 978-80-250-2225-2

Nejvyšší hodnoty dovozu má skupina 7 – stroje a dopravní prostředky zaujímající zhruba 42 % celkového dovozu. V absolutních číslech je druhá nejvyšší hodnota dovozu u skupiny 6 – průmyslové zboží podle druhu materiálu, ale nejvýznamnější tvůrci schodku bilance zahraničního obchodu jsou, jak můžeme v tabulce vidět, skupiny 3 – minerální paliva a maziva a 5 – chemikálie. Důvody vysokého schodku a objem jednotlivých komodit v rámci skupin se podstatně nemění. Absolutní meziroční nárůst jak na straně vývozu, tak na straně dovozu zaznamenali všechny zbožové struktury. Největší nárůst zaznamenala na obou stranách bilance skupina 7 – stroje a dopravní prostředky.

V roce 2012 se tempo meziročního HDP v běžných cenách snížilo na 0,1 %. Samotná hodnota dosahovala 3 843,6 miliardy Kč, což představuje nárůst 2 miliard Kč v běžných cenách. Jednalo se o reálný meziroční pokles HDP okolo - 1,3 %. Z výdajových složek HDP působil pozitivně pouze výsledek zahraničního obchodu. Negativně působil hlavně pokles výdajů na spotřebu, pokles výdajů vládních institucí a pokles výdajů na tvorbu hrubého kapitálu. Dále v kapitole o vývoji HDP v příslušném roce. Obrat zahraničního obchodu v běžných cenách dosáhl hodnoty necelých 5 822 miliard Kč, což vychází na meziroční růst o necelých 256 miliard Kč. Struktura vývozu a dovozu opět zaznamenala změnu při nárůstu a to konkrétně zvýšením poměru dovozu o jeden procentní bod ve srovnání s rokem 2011.

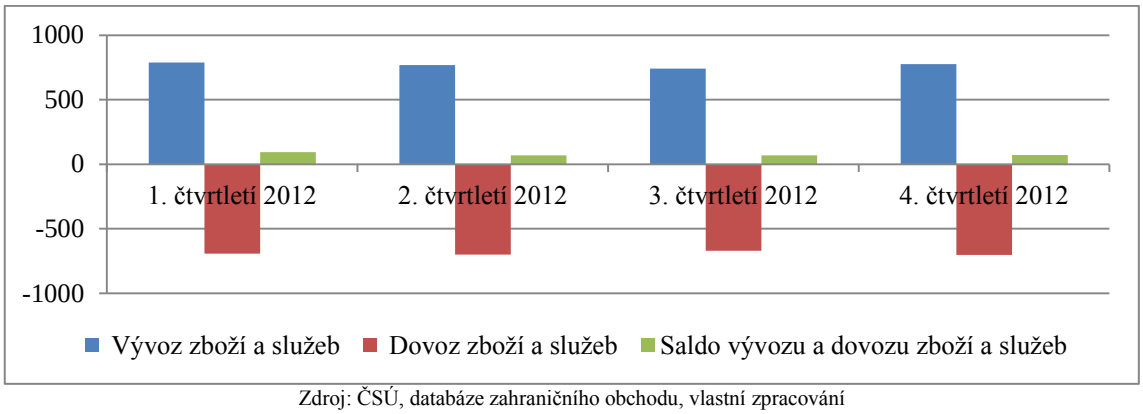
Tabulka 5:Vývoj zahraničního obchodu za rok 2012 v běžných cenách a mld. Kč

Rok	Vývoz zboží a služeb	Dovoz zboží a služeb	Saldo vývozu a dovozu zboží a služeb
1. čtvrtletí 2012	787,325	-692,790	94,535
2. čtvrtletí 2012	769,523	-699,832	69,691
3. čtvrtletí 2012	740,884	-671,297	69,587
4. čtvrtletí 2012	774,866	-702,969	71,897
2012	3 072,598	-2 766,888	305,710

Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní zpracování a výpočty

Konkrétní hodnoty vidíme v tabulce č. 3. Vidíme, že nejvyšší saldo vývozu a dovozu bylo v prvním čtvrtletí. V prvním čtvrtletí máme zároveň nejsilnější složku vývozu, kterou nepřekoná ani tradičně silné čtvrté čtvrtletí. Na dalším grafu jsou vizualizována data z tabulky nad tímto odstavcem, pro lepší představu o vývoji salda.

Graf 12: Vývoj zahraničního obchodu za rok 2012 v běžných cenách a mld. Kč



Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní zpracování

Stejně jako v letech 2010 a 2011 i v roce 2012 vzniká největší schodek zahraničního obchodu s Čínou, kde ale došlo k meziročnímu zlepšení o necelých 33 miliard Kč na konečnou hodnotu necelých 273 miliard Kč. O zhruba stejnou hodnotu se navýšil i přebytek zahraničního obchodu s Německem a to na necelých 268 miliard Kč, tím se udržuje na pomyslném vrcholu tvůrců přebytku zahraničního obchodu v ČR. V roce 2012 byl vývoz vyšší v meziročním srovnání ve všech čtvrtletích a to vysvětluje dramatický nárůst salda o bezmála 100 miliard Kč. Nejnižší hodnota vývozu připadá na prosinec a nejvyšší na říjen, což přerušuje trend z roku 2010 a 2011 a stejně tomu tak je i u dovozu. V následující tabulce máme rozčleněn vývoz a dovoz do zbožových skupin.[65] Nejvýznamnějším tvůrcem přebytku zahraničního obchodu byla již tradičně skupina 7 – stroje a dopravní prostředky. Meziroční nárůst vývozu byl vyšší než meziroční nárůst dovozu a tak tento fakt ještě umocnil. Dále byla významná skupina 8 – různé hotové výrobky.

65 Český statistický úřad, Zahraniční obchod České republiky v roce 2012 [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20550777/600813.pdf/65416ab3-8564-42cb-95a7-e53a71b08c03?version=1.0 , citace z 24.3.2016, ISBN 978-80-250-2391-4

Tabulka 6: Zbožová struktura dovozu a vývozu 2012 dle kategorií SITC

SITC - Zbožové skupiny	EX 2012 (mil. Kč)	Změna oproti 2011	IM 2012 (mil. Kč)	Změna oproti 2011	Saldo 2012
0 Potraviny a živá zvířata	108 057	+16 702	136 784	+13 622	-28 727
1 Nápoje a tabák	19 873	+2 753	18 539	+2 194	+1 334
2 Suroviny nepoživatelné, bez paliv	86 439	+5 585	79 306	-766	+7 133
3 Minerální paliva a maziva	118 705	+9 120	307 576	+21 343	-188 871
4 Živočišné rostlinné oleje a tuky	9 177	+4 425	5 430	-474	+3 949
5 Chemikálie	189 474	+9 298	307 017	+13 317	-118 871
6 Průmyslové zboží podle druhu materiálu	532 504	+24 729	493 687	+3 564	+38 817
7 Stroje a dopravní prostředky	1 663 416	+87 079	1 143 512	+16 650	+519 904
8 Různé hotové výrobky	340 363	+33 162	267 494	+7 980	+72 869
9 Komodity jinde nezařaditelné	4 591	+1 055	7 545	+1 897	-2 954
Celkový součet	3 072 598	+193 908	2 766 888	+79327	+305 710

Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní výpočet

Z tabulky je však vidět, že skupina 7 má na přebytek zahraničního obchodu několikanásobně větší vliv. Největším tvůrcem schodku bilance je tradičně skupina 3 – minerální paliva, která zároveň zaznamenala nejvyšší meziroční nárůst ve skupinách dovozu a maziva a 5 – chemikálie. Meziroční nárůst vývozu zaznamenaly všechny skupiny, jinak tomu bylo na straně dovozu, kde výjimkou v nárůstu byly skupiny 2 – suroviny nepoživatelné, bez paliv a 4 – živočišné rostlinné oleje a tuky.

V roce 2013 dochází ke zpomalení ekonomiky. V meziročním srovnání klesá HDP oproti roku 2012 o 0,9 % a to i přes oživení ve čtvrtém kvartálu 2013. Růst zahraničního obchodu však pořád trval a to i přes zpomalení oproti přechozím rokům. Rostl o necelých 160 miliard a obrat dosahoval bezmála 6 000 miliard Kč. Podíl vývozu na celém obratu byl 52,9 %. Konkrétní hodnoty pro jednotlivá čtvrtletí nalezneme v následující tabulce. V tabulce znázorňující vývoj zahraničního obchodu za rok 2013 můžeme vidět stoupající tendenci u hodnoty dovozu. Skokové zvýšení nastává mezi třetím a čtvrtým čtvrtletím. V hodnotách dovozu vidíme víceméně rostoucí vývoj, až na období mezi druhým a třetím obdobím, kde došlo k mírnému poklesu.

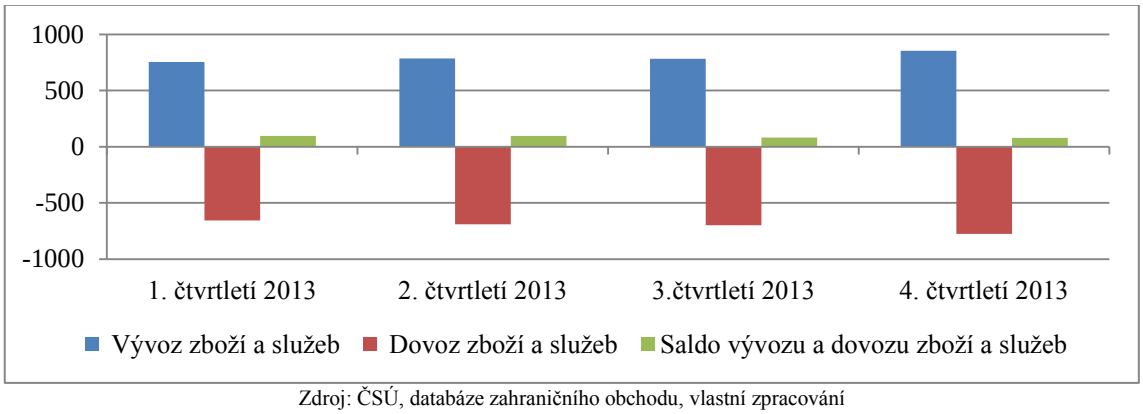
Tabulka 7:Vývoj zahraničního obchodu za rok 2013 v běžných cenách a mld. Kč

Rok	Vývoz zboží a služeb	Dovoz zboží a služeb	Saldo vývozu a dovozu zboží a služeb
1. čtvrtletí 2013	752,950	-656,115	96,835
2. čtvrtletí 2013	784,344	-689,613	94,731
3. čtvrtletí 2013	783,013	-700,571	82,442
4. čtvrtletí 2013	854,397	-777,185	77,212
2013	3 174,704	-2 823,485	351,219

Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní zpracování a výpočty

Stejně jako u dovozu je nejvyšší skokové zvýšení ve čtvrtém čtvrtletí. Saldo vývozu a dovozu ve všech čtvrtletích klesá. Následuje grafické znázornění hodnot ze zmíněné tabulky pro lepší představu o vývoji hodnot zahraničního obchodu.

Graf 13: Vývoj zahraničního obchodu za rok 2013 v běžných cenách a mil. Kč



Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní zpracování

Saldo necelých 352 miliard Kč za rok 2013 je nejvyšší od roku 2005, kdy bylo saldo poprvé kladné. Takto vysoký přebytek byl docílen kladným saldem ve všech čtvrtletích. Nejnižší vývoz stejně jako v letech 2010 a 2011 je zaznamenán v únoru a obdobně nejvyšší vývoz v listopadu. Nejnižší hodnota dovozu byla dosažena v únoru, ale nejvyšší v říjnu, což je změna oproti rokům 2010-2012. Nejvyšší schodek bilance je tradičně tvořen ve vztahu s Čínou a nejvyšší přebytek ve vztahu s Německem.[66]

Následující tabulka zachycuje strukturu vývozu a dovozu dle kategorií SITC. V tabulce je na první pohled vidět, že skupina 7 – stroje a dopravní prostředky zaujímá velkou část jak v hodnotách vývozu, tak v hodnotách dovozu. U vývozu j to dokonce

66 Český statistický úřad, Zahraniční obchod České republiky v roce 2013 [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20550781/241015-14.pdf/23a9e7cd-3017-4cde-b636-cff8f55e757f?version=1.0 , citace z 24.3.2016, ISBN 978-80-250-2563-5

většina a to 53,9 %. U dovozu to sice většina není, ale stále se jedná o největší podíl a to konkrétně 41 %. Nejvyšší absolutní nárůst vývozu zaznamenala rovněž skupina 7, ale u vývozu tomu byla skupina 8 – různé hotové výrobky.

Tabulka 8: Zbožová struktura dovozu a vývozu 2013 dle kategorií SITC

SITC - Zbožové skupiny	EX 2013 (mil. Kč)	Změna oproti 2012	IM 2013 (mil. Kč)	Změna oproti 2012	Saldo 2013
0 Potraviny a živá zvířata	116 093	+8 036	145 766	+8 982	-29 674
1 Nápoje a tabák	22 588	+2 715	19 824	+1 285	+2 764
2 Suroviny nepoživatelné, bez paliv	84 796	-1 643	78 332	-974	+6 464
3 Minerální paliva a maziva	96 980	-21 725	292 337	-15 239	-195 357
4 Živočišné rostlinné oleje a tuky	9 238	+61	6 824	-1 394	+2 415
5 Chemikálie	202 517	+13 043	323 019	+16 002	-120 502
6 Průmyslové zboží podle druhu materiálu	550 360	+17 856	505 671	+11 984	+44 689
7 Stroje a dopravní prostředky	1 710 900	+ 47 484	1 156 399	+12 887	+554 501
8 Různé hotové výrobky	374 028	+33 665	285 628	+18 134	+88 400
9 Komodity jinde nezařaditelné	7 205	+2 614	9 686	+2 141	-2 480
Celkový součet	3 174 705	+102 106	2 823 486	+53 808	+351 220

Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní zpracování a výpočty

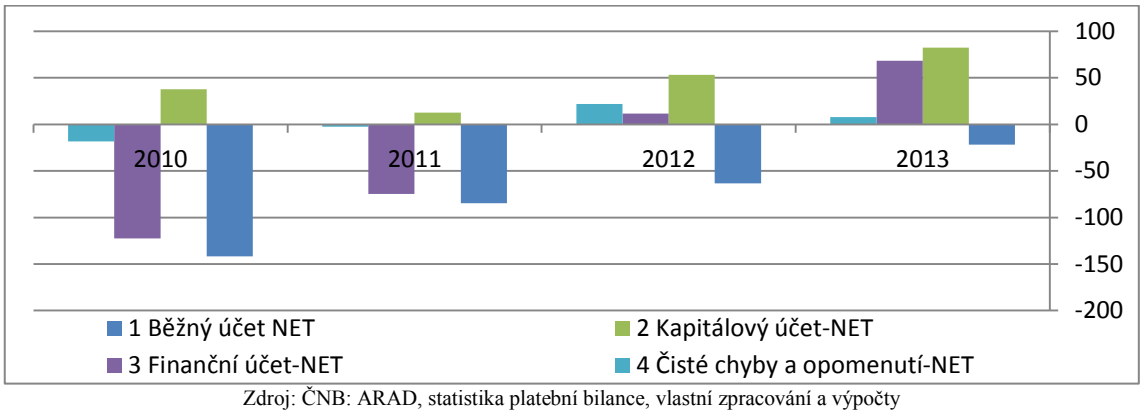
Hlavním tvůrcem přebytku je skupina 7 se saldem 554,5 miliard Kč a nejvyšším tvůrcem schodku je skupina 3 – minerální paliva a maziva a to se saldem –195,4 miliard Kč. Za zmínku stojí také skupina 5 – chemikálie, která tradičně tvoří také velkou část schodku. V roce 2013 je saldo skupiny 5 v hodnotě – 120,5 miliard Kč. Meziroční nárůst vývozu zaznamenala každá skupina s výjimkou skupiny 2 – surovin nepoživatelné a 3- minerální paliva a maziva. Na straně dovozu nezaznamenaly nárůst pouze skupiny 3 a 4 – živočišné rostlinné oleje a tuky. Saldo zahraničního obchodu je i přesto o zhruba 46 miliard vyšší, než tomu bylo v roce 2012.

2.1.1.3. Vývoj účtů platební bilance v „předintervenčním“ období 2010 – 2013

V této kapitole se budeme podrobněji zabývat vývojem jednotlivých účtů platební bilance se zvláštním zřetelem na běžný účet. Na běžném účtu se podíváme především na vývoj obchodního salda, bilance služeb a vývoj hodnot prvotních

a druhotných důchodů. Na finančním účtu znázorníme jeho strukturu a to rozdělením do kategorií: přímé investice, portfoliové investice, finanční deriváty a ostatní investice. Vývoj zahraničního obchodu je podrobněji rozepsán ve zvláštní kapitole zahraničního obchodu, spolu s podílem jednotlivých zbožových struktur. V následujícím grafu lze Pozorovat salda jednotlivých účtů platební bilance za období 2010-2013.

Graf 14: Vývoj sald účtů platební bilance v letech 2010 – 2013 v mld. Kč

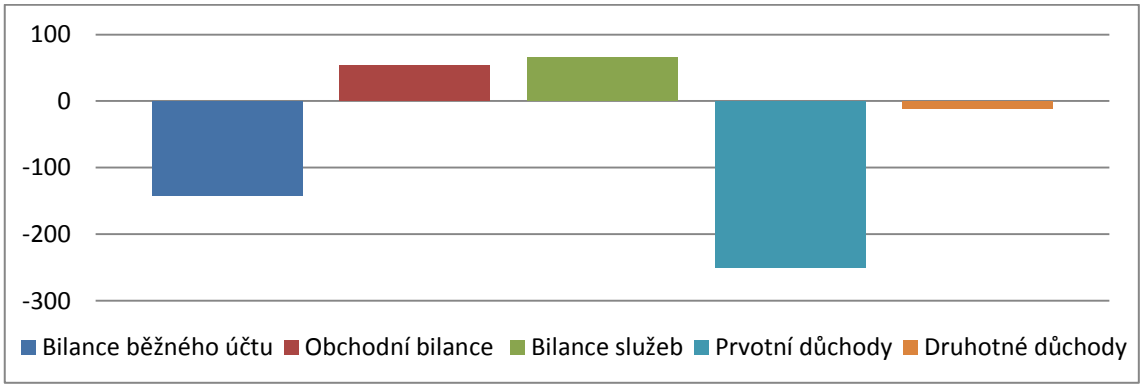


Zdroj: ČNB: ARAD, statistika platební bilance, vlastní zpracování a výpočty

V grafu lze podchytit základní trendy tohoto období. Zjevný trend je snižování pasiva na běžném účtu. Zajímavý je i vývoj na finančním účtu, kde můžeme v poměrně krátkém období vidět obrat z relativně vysokého přebytku do deficitu. O vývoji jednotlivých účtů v daných letech se zmíníme dále.

Ze souhrnného grafu za sledované období lze vidět, že nejvyšší pasivum běžného účtu nastalo v roce 2010 a to v hodnotě necelých 142 miliard Kč. Přispěl k tomu meziroční pokles salda obchodní bilance.

Graf 15: Vývoj jednotlivých složek běžného účtu v roce 2010 v mld. Kč



Zdroj: ČNB: ARAD, statistika platební bilance, vlastní zpracování a výpočty

Významný vliv měl růst domácí poptávky po dováženém zboží a to zejména ze zemí mimo EU jako je například Čína a Rusko. Bilance služeb dosáhla v meziročním růstu podobné hodnoty, jako tomu bylo v roce 2009. Obchodní bilance v národním pojetí dosáhla přebytku necelých 54 mld. Kč. Jedná se o meziroční snížení o necelých 28 mld. Kč. Obrat v obchodní bilanci se však zvýšil. Byl tlačen nárůstem vývozu i dovozu služeb a zboží, kde dovoz rostl o 3 procentní body rychleji, než vývoz.[67] Bilance služeb s mírným meziročním přírůstkem dosahovala 66,1 mld. Kč. Přírůstek byl příznivě ovlivněn cestovním ruchem. Další podrobnosti jsou obsaženy v kapitole o zahraničním obchodu. Deficit prvotních důchodů dosahoval v roce 2010 bezmála -250 mld. Kč v reakci na pokles výnosů ze zahraničních aktiv v bankovním a podnikovém sektoru. Pokles je především znatelný na straně úroků z dluhopisů. Částečně to vyvažuje nárůst reinvestovaného zisku. Celkové výdaje se v rámci prvotních důchodů výrazně nezměnily. Snížené náklady na mzdy cizinců o zhruba 12 mld. Kč jsou kompenzovány přírůstkem do reinvestovaného zisku, který dosahoval hodnoty necelých 9 mld. Kč. Ve druhotných důchodech byl schodek necelých 11 mld. Kč. Vládní aktivita zde převažuje a to zejména díky převodům s rozpočty EU.[68]

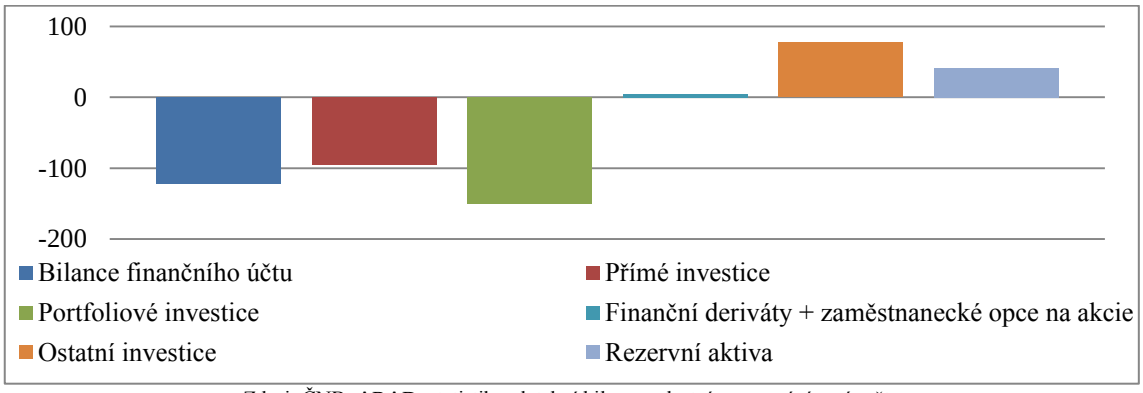
Přebytek kapitálového účtu se meziročně snížil vlivem sníženého příjmu z fondů EU z necelých 35 mld. Kč v roce 2009 na necelých 25 mld. Kč v roce 2010 obchod s emisními povolenkami, který patří do položky nevyráběných nefinančních aktiv, byl v roce 2010 výraznou složkou v rámci obratu celého účtu.[69]

V roce 2010 došlo k čistému přílivu zahraničních aktiv v hodnotě necelých 123 mld. Kč což je více, než v roce 2009. Důvody tohoto přílivu jsou především přímé a portfoliové investice. Nejvíce investic z ČR do zahraničí putovalo do odvětví výroby a distribuce energií. Pokles investic lze stejně jako v roce 2009 najít ve zpracovatelském průmyslu. U přímých zahraničních investic do ČR došlo k meziročnímu zvýšení přes 130 %. Šlo o investice především do základního kapitálu a reinvestici zisku. Dominantní podíl investic putoval do sektoru služeb a to skoro 94 %. Saldo portfoliových investic se od roku 2009 téměř nezměnilo a dosáhlo tak přílivu necelých 151 mld. Kč. V roce 2010 došlo k meziročnímu poklesu investic tuzemců

67 Česká národní banka, Zpráva o vývoji platební bilance 2010, [on-line]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/2010/pb_2010.pdf, citace z 26.4.2016
68 Česká národní banka, Zpráva o vývoji platební bilance 2010, [on-line]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/2010/pb_2010.pdf, citace z 26.4.2016
69 Česká národní banka, Zpráva o vývoji platební bilance 2010, [on-line]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/2010/pb_2010.pdf, citace z 26.4.2016

do zahraničních cenných papírů. Na straně pasiv přišel nejvyšší příliv díky dluhovým cenným papírům emitovaných v zahraničí a to bezmála 105 mld. Kč. U finančních derivátů nedošlo k výrazné změně oproti roku 2009. [70] Další složka finančního účtu, která ve svém saldu zaznamenala odliv, je složka ostatních investic a to ve výši necelých 67 mld. Kč. Na tomto odlivu se nejvíce podílel podnikový sektor a to především díky splácení krátkodobých, i dlouhodobých úvěrů a nárůstu vkladů u zahraničních bank. Odliv kapitálu na účtu ostatních investic zmírnil vládní sektor, který čerpal dlouhodobé úvěry na politiku infrastruktury. Poslední složkou finančního účtu jsou rezervní aktiva, která vykázala pasivum necelých 42 mld. Kč. Hodnoty sald jednotlivých složek finančního účtu můžeme vidět v následujícím grafu.

Graf 16: Vývoj sald jednotlivých složek finančního účtu v roce 2010 v mld. Kč

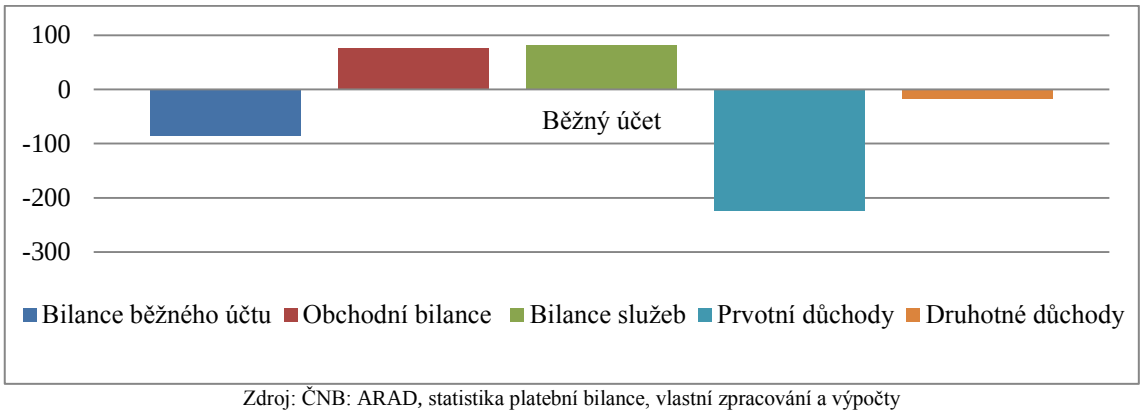


Zdroj: ČNB: ARAD, statistika platební bilance, vlastní zpracování a výpočty

V roce 2011 dosáhl běžný účet schodku necelých 85 miliard Kč, což v meziročním srovnání s rokem 2010 znamená snížení schodku o zhruba 65 miliard Kč, což můžeme spojit se změnou v obchodní bilanci. Jak můžeme vidět na následujícím grafu. Přebytek obchodní bilance vzrostl na 75 mld. Kč. V druhém pololetí se tempo růstu vývozu zpomalilo v důsledku zpomalení tempa zahraniční poptávky. Bilance služeb byla také v přebytku a to konkrétně necelých 82 mld. Kč a značí tím tedy meziroční zvýšení, o které se zasloužil vývoj v cestovním ruchu. Více v samotné kapitole o zahraničním obchodu.

70 https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/2010/pb_2010.pdf

Graf 17: Vývoj jednotlivých složek běžného účtu v roce 2011 v mld. Kč



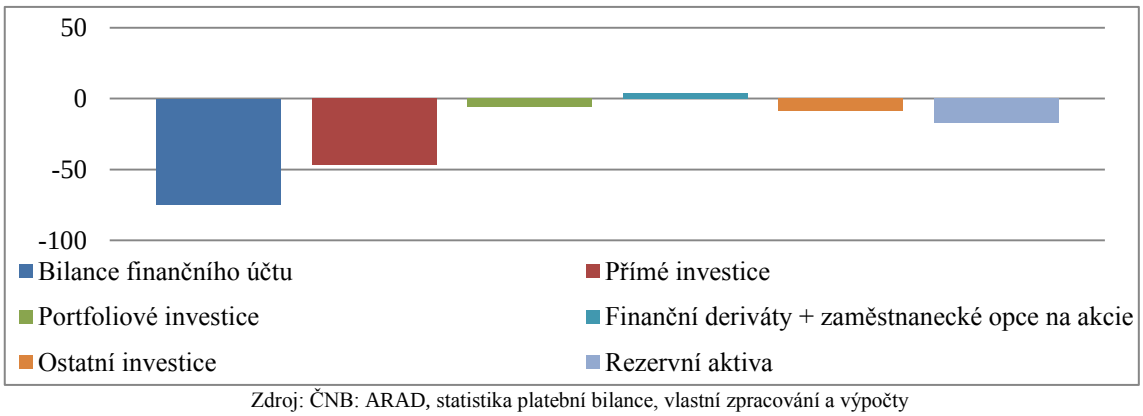
Zdroj: ČNB: ARAD, statistika platební bilance, vlastní zpracování a výpočty

Saldo prvotních důchodů se dostalo do schodku 223 mld. Kč. Rozhodující složkou byl schodek výnosů z přímých investic a to necelých 275 mld. Kč. Meziroční snížení schodku salda prvotních důchodů je spojeno s nižší výplatou dividend z přímých investic. Mírný schodek salda druhotných důchodů je spojen s odvody vlády ČR do rozpočtu Evropské unie.[71]

Kapitálový účet skončil v přebytku necelých 13 mld. Kč. Meziroční propad o téměř 25 mld. Kč je způsoben především snížením příjmů a to hlavně z fondů EU a z obchodu s emisními povolenkami.[72]

Finanční účet skončil s přebytkem necelých 75 mld. Kč, což zaznamenává meziroční pokles o necelých 47 mld. Kč a k tomu přispěl mimo jiné příliv přímých investic, kde se schodek snížil na 46,8 mld. Kč z původních 95 mld. Kč v roce 2010.

Graf 18: Vývoj jednotlivých složek finančního účtu v roce 2011 v mld. Kč



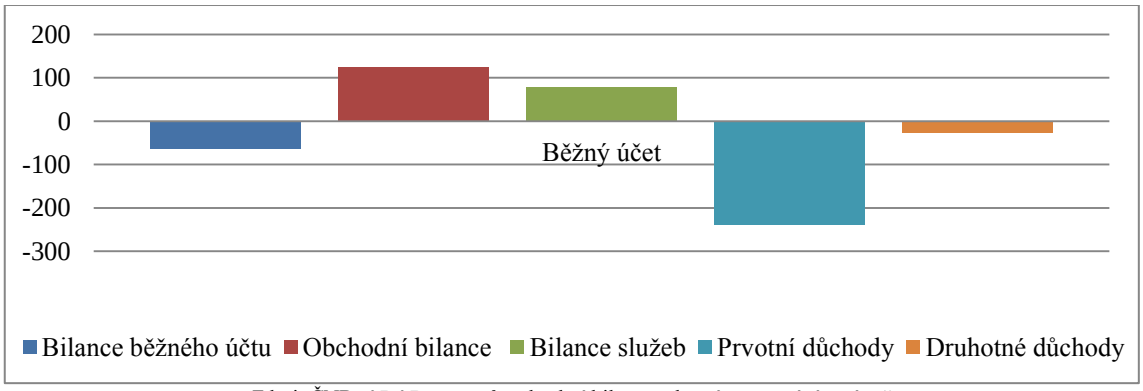
Zdroj: ČNB: ARAD, statistika platební bilance, vlastní zpracování a výpočty

71 Česká národní banka, Zprávy o inflaci, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/, citace z 27.4.2016
72 Česká národní banka, Zprávy o inflaci, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/, citace z 27.4.2016

Snížení schodku bylo způsobeno sníženým přílivem přímých zahraničních investic. Portfoliové investice měly malý schodek a to necelých 6 mld. Kč což je obrovský skok o téměř 145 mld. Kč oproti roku 2010. Skok byl způsoben omezením zahraničních emisí státních dluhopisů a zájmem domácích investorů o zahraniční investice. Ostatní investice zaznamenaly mírný deficit, který byl způsoben odlivem kapitálů podnikového sektoru v souvislosti s rychlým růstem úvěrů a vkladů v zahraničí. Rezervní aktiva poklesla o necelých 18 mld. Kč a to především vlivem kurzových rozdílů.[73]

Na běžném účtu platební bilance byl v roce 2012 výrazný vysoký přebytek obchodní bilance a vysoký schodek prvotních důchodů. Meziroční přírůstek byl v obou případech znatelný, ale v důsledku protichůdného působení na celkové saldo běžného účtu, se jeho schodek snížil o necelých 22 mld. Kč. Jak můžeme vidět na následujícím grafu.

Graf 19: Vývoj jednotlivých složek běžného účtu v roce 2012 v mld. Kč



Zdroj: ČNB: ARAD, statistika platební bilance, vlastní zpracování a výpočty

Jak je uvedeno výše, tak snížení schodku běžného účtu je spojeno především s vývojem obchodní bilance, která meziročně rostla o necelých 50 mld. Kč. Bilance služeb mírně poklesla na konečných 77,6 mld. Kč. Přebytek byl stejně jako v minulém roce tvořen především přebytkem v oblasti dopravy a cestovního ruchu. Více k této problematice nalezneme v konkrétní kapitole o vývozu a dovozu v roce 2012. Bilance prvotních důchodů dosáhla deficitu 237,5 mld. Kč, což je v meziročním srovnání o 15 mld. Kč více. Důvody pro tento nárůst můžeme hledat především v saldu výnosů z přímých investic, které meziročně také klesalo v souvislosti s hodnotou

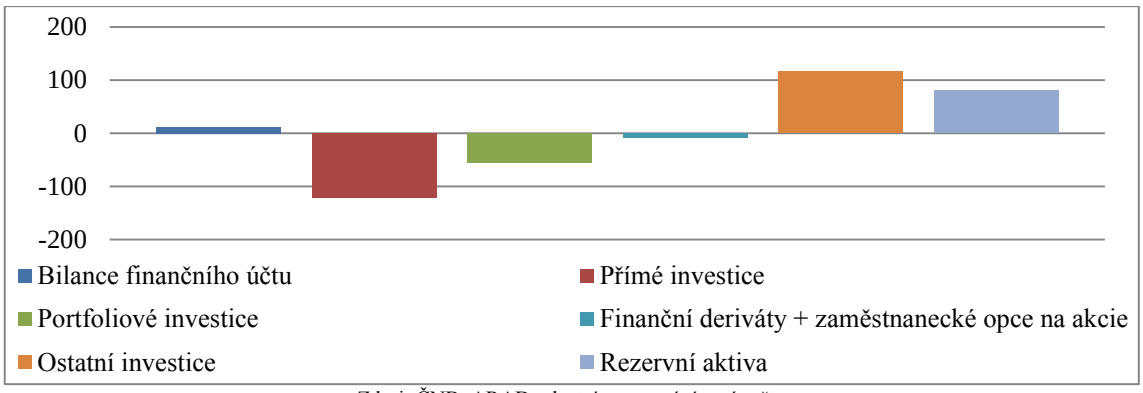
73 Česká národní banka, Zprávy o inflaci, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/, citace z 27.4.2016

reinvestovaného zisku. Přebytek druhotných důchodů se meziročně propadl o necelých 10 mld. Kč, což souvisí s nižším příjmem v rámci vládních převodů.[74]

Na kapitálovém účtu došlo ke skokovému meziročnímu zvýšení jeho přebytku z původních 12,7 mld. Kč na 53 mld. Kč, což je spojeno především s čerpáním zdrojů z rozpočtů Evropské unie. Nárůst mírně brzdil drobný schodek v obchodu s emisními povolenkami.[75]

Finanční účet v roce 2012 byl poprvé za námi sledované období v přebytku a to i přes propad hlouběji do deficitu přímých i portfoliových investic. Tento propad byl však kompenzován výrazným nárůstem salda ostatních investic o bezmála 120 mld. Kč v meziročním srovnání. Dále byl znatelný nárůst na položce rezervních aktiv, která jsou v přebytku 80 mld. Kč. Konkrétní hodnoty jednotlivých složek finančního účtu můžeme vidět na následujícím grafu.

Graf 20: Vývoj jednotlivých složek finančního účtu v roce 2012 v mld. Kč



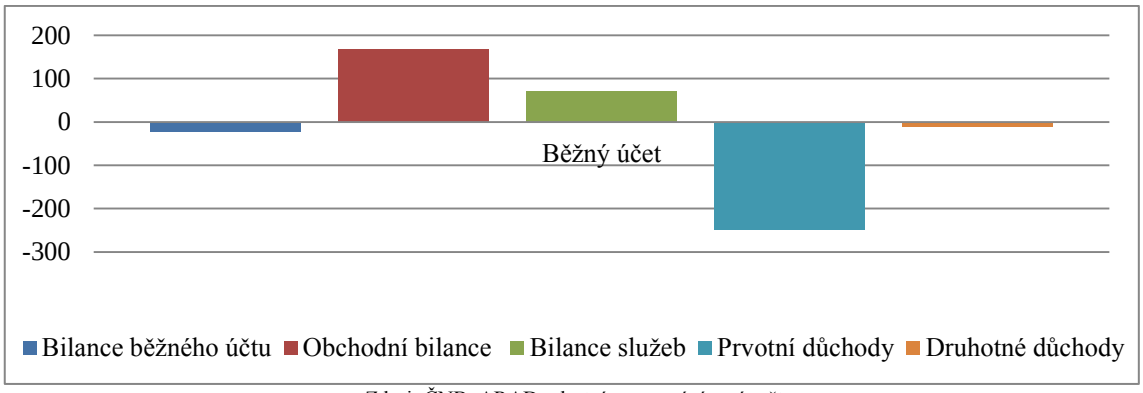
Zdroj: ČNB, ARAD, vlastní zpracování a výpočty

V roce 2013 se snížil schodek běžného účtu platební bilance především z důvodu rostoucího salda obchodní bilance. Ve vstupu do přebytku bránil tradičně vysoký schodek salda prvotních důchodů, kde je vysoké pasivum ve formě výnosů z přímých investic patřících nerezidentům. Obchodní bilance vzrostla meziročně o zhruba 40 mld. Kč v důsledku příznivého cenového vlivu a oživením vnější poptávky. Dovoz přidal na tempu v závěru roku z důvodu oživení domácí poptávky a zmírnil tak celkový přebytek v závěru roku. V bilanci služeb došlo meziročně k mírnému

74 Česká národní banka, Zprávy o inflaci, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/, citace z 27.4.2016
75 Česká národní banka, Zprávy o inflaci, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/, citace z 27.4.2016

snížení salda v důsledku snížení celkových přebytku v bilanci dopravy a cestovního ruchu.

Graf 21: Vývoj jednotlivých složek běžného účtu v roce 2013 v mld. Kč



Zdroj: ČNB, ARAD, vlastní zpracování a výpočty

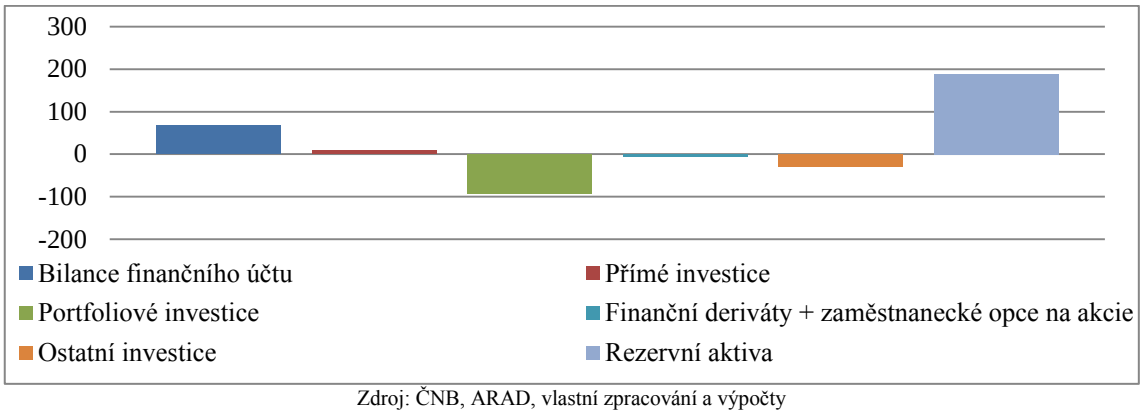
Saldo prvotních důchodů se propadlo hlouběji o dalších 10 mld. Kč a to především v důsledku vývoje výnosů z přímých investic. Snížení přebytku salda druhotných důchodů souviselo s přebytkem převodů mezi ČR a EU.[76]

Kapitálový účet dosáhl přebytku 82,5 mld. Kč, což je o bezmála 30 mld. Kč více, než tomu bylo v roce 2012. Přebytek byl tradičně pozitivně ovlivněn čerpáním z rozpočtů EU a netradičně jednorázovým čerpáním příjmů plynoucí z mezinárodní arbitráže mezi energetickými firmami. Tento jednorázový příjem je hlavním důvodem vysokého meziročního růstu na kapitálovém účtu.

V roce 2013 se nachází finanční účet ve vysokém přebytku. Důvodem toho je vysoké saldo rezervních aktiv v důsledku devizových intervencí z listopadu. Dále se saldo přímých investic dostalo meziročně z deficitu do mírného přebytku v důsledku sníženého přílivu investic do ČR a odlivu investic do zahraničí. Portfoliové investice zaznamenaly nejvyšší schodek ve svém saldu a to necelých 93 mld. Kč v důsledku zvýšeného nakupování domácích dluhových cenných papírů zahraničními subjekty. Saldo ostatních investic bylo ovlivněné přílivem kapitálu v sektoru finančních institucí.

76 Česká národní banka, Zprávy o inflaci, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/, citace z 27.4.2016

Graf 22: Vývoj jednotlivých složek finančního účtu v roce 2013 v mld. Kč



Zdroj: ČNB, ARAD, vlastní zpracování a výpočty

Tento kapitál měl formu krátkodobých vkladů jako protipoložka zvýšených devizových rezerv v důsledku devizových intervencí ČNB z konce roku. V následujícím grafu můžeme vidět jednotlivé hodnoty. Už na první pohled jsou zřejmé změny oproti letům 2010-2012, které jsme v této kapitole spolu s rokem 2013 zkoumali.[77]

2.1.1.4. Dílčí závěr „předintervenčního“ období 2010-2013

Při pohledu na sledované období 2010-2013, které je až na výjimku listopadu a prosince roku 2013 obdobím před začátkem devizových intervencí, lze pozorovat mírné oživování ekonomiky v prvních dvou letech a následný pozvolný propad v letech 2012 a 2013. Propad nastal v reakci na zpomalenou zahraniční poptávku, ale také na velmi slabou domácí poptávku. V analýze lze vidět, že již v roce 2011 docházelo k zpomalení tempa ekonomiky oproti roku 2010. V roce 2011 lze také pozorovat již zmíněný hluboký propad výdajů na spotřebu českých domácností, a to jeden z největších v EU, což může částečně vysvětlit vyšší zpomalení naší ekonomiky, než tomu bylo u některých sousedních států. V roce 2012 propad domácí poptávky dále pokračoval na všech frontách, včetně dalšího propadu u výdajů domácností. To však už nadále neplatilo pro rok 2013, kde výdaje na konečnou spotřebu a investice nepatrně vzrostly v meziročním srovnání. Je nutno podotknout, že zvýšení investic souviselo z velké části s předzásobením tabákovými výrobky z důvodu avízované změny daně. Od poloviny roku 2013 docházelo k pomalému oživení, které vyústilo nejvyšším mezikvartálním růstem v EU. Celé období bylo ovlivněno restriktivní fiskální politikou

77 Česká národní banka, Zprávy o inflaci, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/, citace z 27.4.2016

a vysokou výkonností zahraničního obchodu, zejména díky automobilovému průmyslu a snížení cen strategických surovin. ČNB se na základě predikcí dalšího vývoje hospodářství rozhodla intervenovat, aby potlačila hrozbu deflace a hluboké recese v naší ekonomice. Prvotním cílem ČNB je sice cenová stabilita a až druhotným cílem je zajištění stabilního hospodářského růstu, ale v tomto případě šlo dle ČNB o provázaný jev. S tím nesouhlasí řada ekonomů a mezi nimi i Václav Klaus. Ten tvrdí, že nejasná situace české ekonomiky v letech po krizi 2009 nebyla rozhodně způsobena nedostatkem peněžních jednotek v ekonomice a nemá tedy smysl řešit zmíněnou ekonomickou stagnaci zvýšením nabídky peněz. Podrobnější rozbor argumentace obou stran sporu lze dohledat v teoretickém úvodu této práce a dále v jejím závěru.

2.1.2. Vývoj HDP, čistého exportu a platební bilance v roce 2014 bezprostředně po intervencích

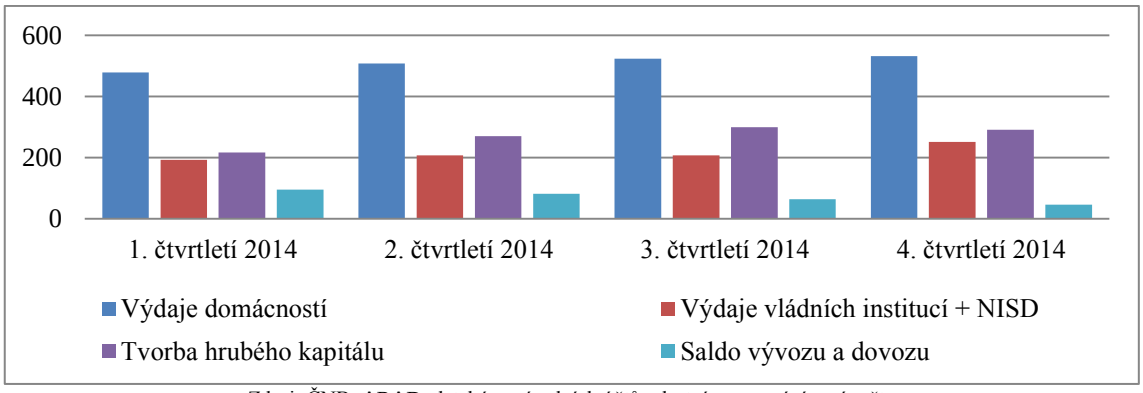
V roce 2014 se nacházíme v období těsně po začátku intervencí ČNB, kde v závěru roku mělo být možné pozorovat první dopady zmíněných intervencí, právě z důvodu již zmíněného 6-9 měsíčního zpoždění dopadu na nominální produkt. Je nutné mít stále na paměti, že u odborné veřejnosti není shoda ohledně dopadů intervencí a že není 100 % způsob, jak ověřit, zda ekonomika roste nebo klesá právě v reakci na monetární politiku ČNB. V této kapitole budeme analyzovat vývoj HDP a jeho jednotlivých složek, vývoj zahraničního obchodu a jeho zbožových skupin a v neposlední řadě i vývoj platební bilance s důrazem na běžný účet.

2.1.2.1. Vývoj HDP v roce 2014

HDP za rok 2014 rostlo o 2 %. Ekonomika, která se ve 2. Čtvrtletí 2013 vymanila z recese, dále v průběhu roku 2014 ožívá. Růstu pomohla zahraniční poptávka, která rostla spolu s hrubým kapitálem. Výkonnost ekonomiky rostla po celý rok 2014 a navázala tak na započatý růst ve 4. čtvrtletí 2013. Hlavním faktorem ovlivňující růst byl zahraniční obchod. Rostly i výdaje na konečnou spotřebu,

kde domácnosti utratili o 1,7 % více, než tomu bylo v roce 2013 a dále pozitivně ovlivnily růst HDP i zvýšené vládní výdaje, které se zvýšily o 1,6 % oproti roku 2013.[78]

Graf 23: Hodnoty vybraných složek na HDP ve čtvrtletích roku 2014 v mld. Kč



Zdroj: ČNB: ARAD, databáze národních účtů, vlastní zpracování a výpočty

V grafu vidíme, že se všechny složky HDP podílely na růstu a lze říci, že v roce 2014 překonala česká ekonomika 2 roky recese. Objem průmyslové produkce poprvé za námi sledované období překonává předkrizové hodnoty z roku 2008. Oživení přišlo po pěti letech i do sektoru stavebnictví, a to hlavně díky výstavbě nových bytů a většímu podílu na veřejných zakázkách. I přes efekt předzásobení tabákovými výrobky, česká ekonomika od prvního čtvrtletí roste. Přispěla tomu tvorba hrubého fixního kapitálu – investic, jejichž meziroční příspěvek byl po dvou letech kladný. Postupně rostla spotřeba domácností i vládních institucí. U domácností byl však meziroční růst podstatně větší. V porovnání s EU si vedla ekonomika dobře, když růstem 1,5 % předehnala průměr eurozóny, který činil 0,9 %. Zvýšená poptávka po investicích, jak již bylo zmíněno výše, zůstávala po celý rok 2014 hnacím motorem hospodářského růstu.[79]

2.1.2.2. Vývoj zahraničního obchodu v roce 2014

V této kapitole se budeme zabývat vývojem zahraničního obchodu v roce 2014. Bude nás zajímat především jeho objem, zda pokračuje rostoucí tendence a v jaké míře vzhledem k tomu, že v roce 2014 česká ekonomika překonala období recese. Dále se také podíváme na vývoj složení exportu dle kategorizace SITC. Obrat zahraničního

78 ČSÚ, Národní účty 2014. [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/ctvrtletni-narodni-ucty-4-ctvrtleti-2014-sfszid0ykn, citace z 4.4.2016
79 ČSÚ, Národní účty 2014. [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/ctvrtletni-narodni-ucty-4-ctvrtleti-2014-sfszid0ykn, citace z 4.4.2016

obchodu dosahoval dle údajů ČSÚ necelých 6850 mld. Kč, což je obrovský meziroční nárůst svědčící o oživení ekonomiky. Konkrétní hodnoty dovozu a vývozu za rok 2014 a jeho jednotlivá čtvrtletí zobrazuje následující tabulka.

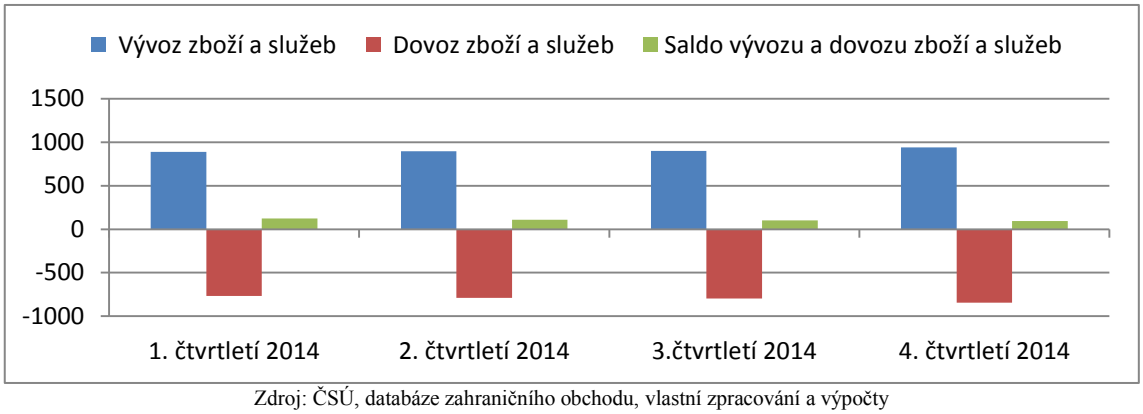
Tabulka 9:Vývoj zahraničního obchodu za rok 2014 v běžných cenách a mld. Kč

Rok	Vývoz zboží a služeb	Dovoz zboží a služeb	Saldo vývozu a dovozu zboží a služeb
1. čtvrtletí 2014	890,979	-767,158	123,821
2. čtvrtletí 2014	897,411	-789,476	107,935
3. čtvrtletí 2014	900,575	-797,952	102,623
4. čtvrtletí 2014	939,859	-845,044	94,815
2014	3 628,824	-3 199,630	429,194

Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní zpracování a výpočty

Meziroční přírůstek obratu zahraničního obchodu dosahoval hodnot více než 800 mld. Kč, což je druhý nejvyšší meziroční přírůstek zahraničního obchodu od vstupu do EU. Rok 2014 je také charakteristický vysokým kladným saldem zahraničního obchodu, které je nejvyšší od roku 2005. V následujícím grafu jsou vizualizovány hodnoty z tabulky pro lepší představu o jejich vývoji během čtvrtletí.

Graf 24: Vývoj zahraničního obchodu za rok 2014 v běžných cenách a mld. Kč



Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní zpracování a výpočty

Čtvrtletní přebytek zahraničního obchodu postupně klesá z důvodu rychlejšího nárůstu absolutní hodnoty na straně dovozu, než na straně vývozu. Tempo růstu se zpomalovalo postupně v případě dovozu i vývozu. Saldo zahraničního obchodu bylo také ovlivněno zvýšením průměrných vývozních (o 3,5 %) a dovozních cen (o 1,9 %) oproti roku 2013. Nutno však dodat, že zahraniční obchod rostl i ve vyjádření ve stálých cenách. Ve stálých cenách se hodnota přebytku zahraničního obchodu pohybovala

v hodnotě 371 mld. Kč a tak lze zjednodušeně stanovit vliv cen na hodnotu přebytku v běžných cenách na zhruba 58 mld. Kč.[80]

V následující tabulce můžeme vidět jednotlivé zbožové skupiny zahraničního obchodu a jejich meziroční vývoj. Na první pohled vidíme, že meziročně narostly všechny skupiny v rámci vývozu. V dovozu tuto skutečnost ruší drobné meziroční zhoršení u skupin 1 – nápoje a tabák a 9 – komodity jinde nezařaditelné. U první zmíněné skupiny je situace stále ovlivněna předzásobením tabákem na konci roku 2013.

Tabulka 10: Zbožová struktura dovozu a vývozu 2014 dle kategorií SITC

SITC - Zbožové skupiny	EX 2014 (mil. Kč)	Změna oproti 2013	IM 2014 (mil. Kč)	Změna oproti 2013	Saldo 2014
0 Potraviny a živá zvířata	130 369	+14 276	158 631	+12 865	-28 262
1 Nápoje a tabák	27 363	+4 775	19 814	-10	+7 549
2 Suroviny nepoživatelné, bez paliv	88 862	+4 066	80 117	+1 785	+8 744
3 Minerální paliva a maziva	98 804	+1 824	269 411	-22 926	-170 608
4 Živočišné rostlinné oleje a tuky	10 376	+1 138	7 955	+1 131	+2 421
5 Chemikálie	240 861	+38 344	371 459	+48 440	-130 599
6 Průmyslové zboží podle druhu materiálu	598 470	+48 110	561 565	+55 894	+36 905
7 Stroje a dopravní prostředky	1 997 378	+286 478	1 384 051	+227 652	+613 327
8 Různé hotové výrobky	428 374	+ 54 346	337 683	+52 055	+90 690
9 Komodity jinde nezařaditelné	7 970	+765	8 942	-744	-973
Celkový součet	3 628 827	+454 122	3 199 628	+ 376 145	+429 195

Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní zpracování a výpočty

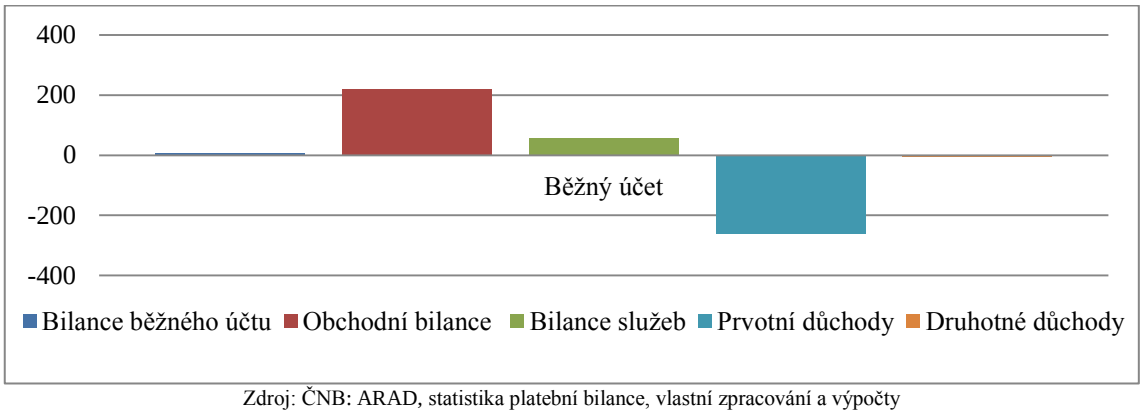
Nejvyšší nárůst v absolutních hodnotách můžeme sledovat u skupiny Strojů a dopravních prostředků a to jak u vývozu, tak i dovozu. Jde o pokračování nastoleného trendu oživení automobilového průmyslu, který začal již v roce 2013. Při pohledu na salda jednotlivých skupin, lze vidět, které skupiny se nejvíce podílejí na tvorbě přebytku a které ho naopak snižují. Situace se příliš oproti roku 2013 neliší. Skupina 7 tvoří dominantní část přebytku a schodky ve skupinách 3 a 5 tento přebytek v konečném saldu snižují. U skupiny 3 – minerální paliva a maziva došlo k meziročnímu snížení schodku o necelých 25 mld. Kč.

80 Český statistický úřad, Zahraniční obchod České republiky v roce 2014 [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/34323495/241015-15.pdf/2e256c3f-97be-43e6-9868-8e41e1b8aaf5?version=1.1, citace z 24.3.2016, ISBN 978-80-250-2633-5

2.1.2.3. Vývoj účtu platební bilance v roce 2014

Běžný účet byl za rok 2014 v mírném přebytku 7,5 mld. Kč. Do kladných hodnot vynesla běžný účet výkonová bilance a to především přebytek na obchodní bilanci. Schodek na účtu prvotních důchodů zmíněný vytvořený přebytek skoro celý vyrovnal.

Graf 25: Vývoj jednotlivých složek běžného účtu v roce 2014 v mld. Kč



Zdroj: ČNB: ARAD, statistika platební bilance, vlastní zpracování a výpočty

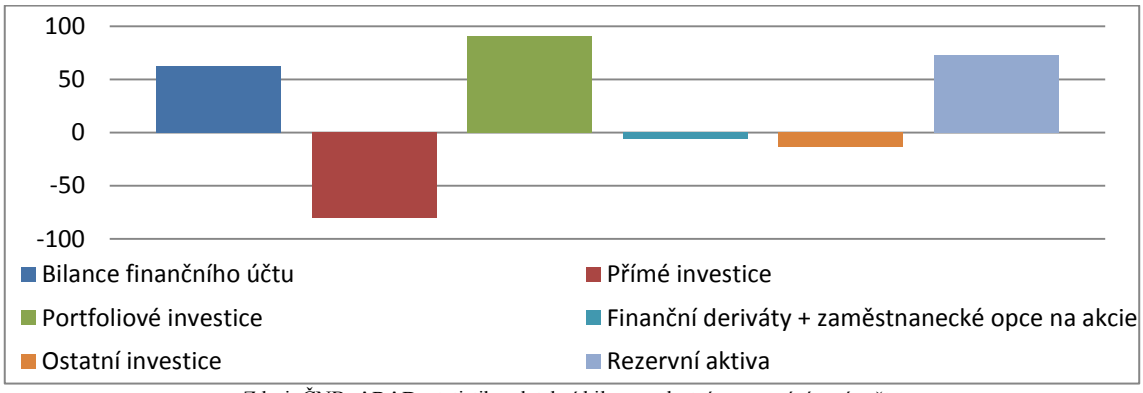
Zmíněný vývoj se však lišil v průběhu jednotlivých čtvrtletí. Hned v prvním čtvrtletí vystoupal přebytek běžného účtu na necelých 82 mld. Kč díky vysokému přebytku obchodní bilance a to bezmála 92 mld. Kč. Dalším důvodem takto vysokého přebytku bylo i kladné saldo prvotních důchodů, které obyčejně bývá hluboce schodkové. Zmíněné saldo se dostalo do přebytku v důsledku nízkých hodnot vyplacených dividend zahraničním subjektům. To se ovšem mění hned v dalším čtvrtletí, kde schodek prvotních důchodů dosahuje necelých 132 mld. Kč právě díky schodku důchodů z přímých investic, který vznikl především díky vyplaceným dividendám nerezidentům. Stále vysoký přebytek na obchodní bilanci nedokázal tento schodek vyrovnat a tak zůstal běžný účet ve druhém čtvrtletí ve schodku 37,6 mld. Kč. Obdobná situace se odehrává i ve třetím čtvrtletí a běžný účet je opět ve schodku a to 38,7 mld. Kč. Ve čtvrtém čtvrtletí se saldo běžného účtu dostává do mírného přebytku 2 mld. Kč. Tento obrat ze schodku do přebytku souvisí s nižším saldem prvotních důchodů v porovnání s 2. a 3. čtvrtletím. Tvůrcem přebytku je již tradičně

obchodní bilance, kde se odrazil cenový vliv. Více o tomto vývoji v kapitole o zahraničním obchodu.[81]

Kapitálový účet dosáhl přebytku 32,3 mld. Kč a to především vlivem příznivého vývoje v prvním kvartále. Vývoj na kapitálovém účtu byl provázaný především s čerpáním zdrojů z fondů EU. Čerpání z fondů bylo právě ve zmíněném prvním čtvrtletí nejvyšší a postupně klesalo. Výjimkou je čtvrtletí čtvrté, kde došlo k drobnému zvýšení oproti třetímu čtvrtletí na necelých 7,5 mld. Kč

Finanční účet skončil v roce 2014 v přebytku 63 mld. Kč, což je meziroční snížení o 5 mld. Kč. Na první pohled je zřejmý propad salda přímých investic, které se z mírného přebytku v roce 2013 dostalo do schodku 80 mld. Kč, což bylo spojeno především splátkami úvěru zahraničními firmami tuzemcům a předpokládanou hodnotou reinvestovaného zisku. Portfoliové investice se dostaly do výrazného přebytku 90 mld. Kč, což je významná meziroční změna, vzhledem k tomu, že v roce 2013 byly ve schodku 92,8 mld. Kč. To je spojeno především s jejich vysokým odlivem ve druhém kvartále 2014. Podstatnou část tohoto odlivu tvořily splátky dluhopisů emitovaných na zahraničních trzích. Čistý příliv zaznamenaly portfoliové investice pouze v prvním kvartále.

Graf 26: Vývoj jednotlivých složek finančního účtu v roce 2014 v mld. Kč



Zdroj: ČNB: ARAD, statistika platební bilance, vlastní zpracování a výpočty

Saldo ostatních investic sahalo ke schodku 14 miliard, což je meziroční snížení schodku o 15 mld. Kč. První čtvrtletí začalo vysokým odlivem zdrojů v důsledku splácení krátkodobých úvěrů. Tento odliv vyrovnávalo druhé a třetí čtvrtletí a díky tomu jsme se dostali k přílivu zmíněných 14 mld. Kč v saldu ostatních investic. Zmíněný

81 Česká národní banka, Zprávy o inflaci, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/, citace z 27.4.2016

příliv je spojený především s navýšením krátkodobých zahraničních vkladů ve druhém a čtvrtém čtvrtletí. Konkrétní hodnoty zmíněných sald lze dohledat na následujícím grafu.

2.1.2.4. Dílčí závěr za rok 2014 - období bezprostředně po intervencích

Rok 2014 byl charakteristický ekonomickým růstem, který byl hnán poptávkou tuzemskou i zahraniční. Ekonomika rostla ve všech čtvrtletích a pokračovala tak v trendu, který začal v polovině roku 2013. Růst byl tvořen na všech frontách. Rostly výdaje na konečnou spotřebu domácností, vládních institucí i neziskových institucí sloužících domácnostem, významně rostly investice i obrat zahraničního obchodu a česká ekonomika tak nechala 2 roky recese za sebou. Obrat zahraničního obchodu rostl mezikvartálně po celý rok a dostal se na celkový obrat 6800 miliard Kč, což je zatím nejvyšší hodnota za námi sledované období. Meziroční nárůst obratu činil 800 miliard a dosáhl tak na pomyslnou druhou příčku od doby, co ČR vstoupila do EU. Důležité také je, že zvýšení obratu doprovázelo i zvýšení salda zahraničního obchodu na necelých 430 miliard Kč. Zahraniční obchod ČR těží z oživení automobilového průmyslu, které začalo v létě 2013 a vytáhlo tak průmysl našeho regionu z pomyslného dna ve kterém se nacházel první kvartál 2013. Klesl i schodek skupiny minerálních paliv, kde můžeme hledat zdůvodnění v klesajících cenách těchto surovin. To mělo dále pozitivní efekt na saldo zahraničního obchodu. Tempo růstu vývozu i dovozu však každým čtvrtletím klesá. Nutno dodat, že podobné oživení ekonomického růstu proběhlo i v sousedních zemích jako je Polsko, Slovenko, Maďarsko a to i bez ohledu na intervence centrálních bank. Což může sloužit jako dílčí argument odpůrců intervencí.

2.1.3. Vývoj HDP, čistého exportu a platební bilance v roce 2015 s časovým odstupem od započetí intervencí

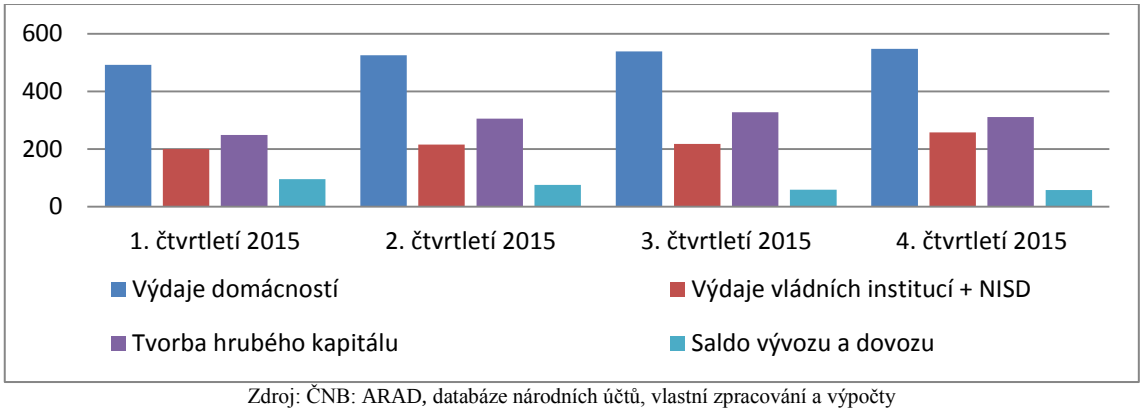
V roce 2015 zažívala česká ekonomika růstové období. Tento růst byl nejvyšší za posledních 8 let. Analýza dat z roku 2015 nabízí možnost srovnání vývoje v ekonomice s větším odstupem od listopadu 2013, kdy ČNB započala devizové

intervence, než tomu bylo u roku 2014. Stejně jako v předchozích kapitolách zanalyzujeme vývoj HDP, zahraničního obchodu a změny na účtech platební bilance.

2.1.3.1. Vývoj HDP v roce 2015

Dle předběžného odhadu vzrostlo HDP v roce 2015 meziročně o 4,3 %. Jedná se o nejvyšší růst české ekonomiky za posledních 8 let. Růst byl v porovnání s průměrem EU, který dosahoval + 1,8 %, více jak dvojnásobný. Tento vysoký ekonomický růst byl způsoben mimo jiné zvýšenou spotřebou domácností, zvýšenou investiční aktivitou, nízkou cenou ropy, zrychleným čerpáním zdrojů z fondů EU a expanzivní měnovou a fiskální politikou. Růst provázel první tři čtvrtletí, ale ve čtvrtém čtvrtletí došlo ke zpomalení. [82] Na následujícím grafu lze vidět vývoj jednotlivých složek HDP ve všech čtvrtletích 2015.

Graf 27: Hodnoty vybraných složek na HDP ve čtvrtletích roku 2015 v mld. Kč



Zdroj: ČNB: ARAD, databáze národních účtů, vlastní zpracování a výpočty

Meziročním zlepšením prošla tvorba hrubého kapitálu a především investice. Z grafu lze vyčíst, že jejich pomyslný vrchol nastal ve třetím čtvrtletí a pak mírně klesaly. Můžeme vidět postupný růst výdajů vládních institucí a NISD, kde byl meziroční přírůstek nejvyšší za celé námi sledované období. Celoroční objem překonal všechny roky v námi sledovaném období. Zmíněné zpomalení ekonomiky v průběhu roku došlo až ke stagnaci ve čtvrtém čtvrtletí, kde se HDP oproti třetímu čtvrtletí nezměnil. Je to důsledek doznívání mimořádných vlivů, které jsou zmíněny v úvodu kapitoly. Výjimkou se v roce 2015 stalo saldo zahraničního obchodu, které vlivem

82 ČSÚ, Předběžný odhad HDP 2015. [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/predbezny-odhad-hdp-4-ctvrtleti-2015, citace z 4.4.2016

nižšího tempa růstu vývozu, než dovozu rostlo nominálně pouze o 2 mld. Kč a to je nejméně za posledních 5 let.

2.1.3.2. Vývoj zahraničního obchodu v roce 2015

Český export dosáhl v přeshraničním pojetí rekordní sumy 3 902 miliard Kč, což značí meziroční nárůst o 274 miliard Kč. Je to největší objem exportu od vzniku naší republiky i přes výrazný pokles vývozu do Ruska z důvodu pokračujících sankcí v reakci na situaci na Ukrajině. V přeshraničním pojetí saldo zahraničního obchodu naopak kleslo a o necelé 3 miliardy Kč. Konkrétní čísla za jednotlivá čtvrtletí a celý rok 2015 jsou zaznamenána v následující tabulce.

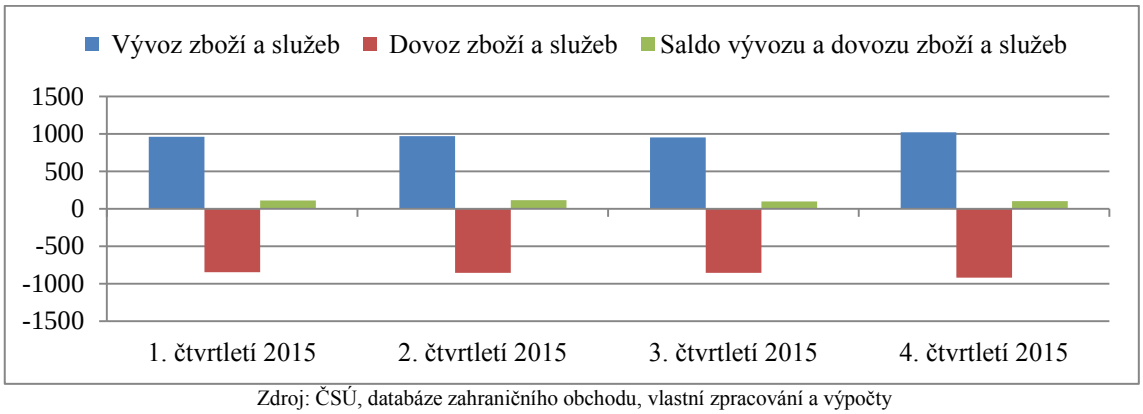
Tabulka 11:Vývoj zahraničního obchodu za rok 2015 v běžných cenách a mld. Kč

Rok	Vývoz zboží a služeb	Dovoz zboží a služeb	Saldo vývozu a dovozu zboží a služeb
1. čtvrtletí 2015	959,838	-846,799	113,039
2. čtvrtletí 2015	969,238	-854,144	115,094
3. čtvrtletí 2015	951,794	-854,093	97,701
4. čtvrtletí 2015	1 021,220	-920,736	100,484
2015	3 902,090	-3 475,772	426,318

Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního ochodu, vlastní zpracování a výpočty

Bilance zahraničního obchodu i přes rekordní sumu na straně vývozu mírně meziročně klesla kvůli rychlejšímu tempu růstu dovozů, které souvisí s rostoucí kupní silou domácností, která jde v případě ČR ruku v ruce s hospodářským růstem. Obrat tak dosahoval 7,377 miliard Kč. Takto vysoký objem vývozu dokazuje stále silnou konkurenceschopnost českých subjektů a dále schopnost prosadit se na trzích zemí EU, kam putuje tradičně velký podíl českého exportu. Je nutné zdůraznit výrazný pád cen ropy a ostatních energetických komodit, který měl na bilanci velmi příznivý dopad. Na následujícím grafu je vývoj veličin vizualizován.

Graf 28: Vývoj zahraničního obchodu za rok 2015 v běžných cenách a mld. Kč



Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní zpracování a výpočty

Dále se výrazně na celkové bilanci odrazil pokračující trend rostoucího automobilového průmyslu a příznivý vývoj na evropských automobilových trzích. Příznivý cenový vliv pomáhal exportu, což ale na straně importu vyvažovala zvýšená spotřeba domácností a průmyslová aktivita, která podporovala dovoz do země.

V následující tabulce jsou data ohledně struktury exportu a meziročních změn v jejich rámci. Největší kladné saldo má již tradičně skupina 7- stroje a dopravní prostředky a to 590,3 miliard Kč. Saldo se meziročně snížilo o zhruba 23 mld. Kč v důsledku vyššího absolutního nárůstu na straně dovozu v rámci skupiny.

Tabulka 12: Zbožová struktura dovozu a vývozu 2015 dle kategorií SITC

SITC - Zbožové skupiny	EX 2015 (mil. Kč)	Změna oproti 2014	IM 2015 (mil. Kč)	Změna oproti 2014	Saldo 2015
0 Potraviny a živá zvířata	142 382	+12 013	174 612	+15 981	-32 230
1 Nápoje a tabák	33 391	+6 028	23 532	+3 718	+9 859
2 Suroviny nepoživatelné, bez paliv	86 563	-2 299	76 419	-3 698	+10 143
3 Minerální paliva a maziva	116 646	+17 842	231 432	-37 979	-114 786
4 Živočišné rostlinné oleje a tuky	12 510	+2 134	9 422	+1 467	+3 088
5 Chemikálie	241 309	+448	395 216	+23 757	-153 907
6 Průmyslové zboží podle druhu materiálu	617 479	+19 009	597 441	+35 876	+20 037
7 Stroje a dopravní prostředky	2 165 395	+168 017	1 575 092	+191 041	+590 303
8 Různé hotové výrobky	476 696	+48 322	383 342	+45 659	+93 353
9 Komodity jinde nezařaditelné	9 718	+1 748	9 262	+320	+456
Celkový součet	3 902 089	+273 262	3 475 770	+276 142	+426 318

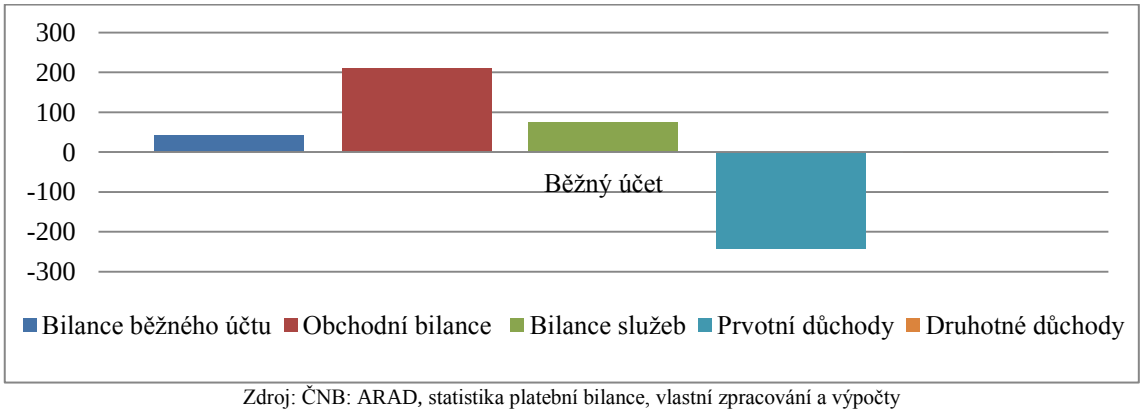
Zdroj: ČSÚ, databáze zahraničního obchodu, vlastní zpracování a výpočty

V rámci skupiny 3 – minerální paliva a maziva došlo k meziročnímu snížení schodku o bezmála 65 mld. Kč v souvislosti se snížením ceny ropy. Zajímavé je, že množství dovezené ropy vzrostlo, ale saldo díky snížení ceny bylo méně záporné. Nejvyšším tvůrcem schodku se tak stává nově skupina chemikálií, kde se na rozdíl od skupiny 3 meziročně saldo propadlo hlouběji do schodku. Znatelný, ale stále několikanásobně menší přebytek vytvořila skupina 8 – různé hotové výrobky, tzv. polotovary. Na straně exportu došlo k navýšení ve všech skupinách kromě skupiny 2 – suroviny nepoživatelné, bez paliv. Obdobně tomu bylo i na straně dovozu, kde rostla hodnota dovozu ve všech skupinách s výjimkou skupiny 3 – minerální paliva a maziva, právě z důvodu zmíněného prudkého poklesu cen ropy. V celkovém součtu můžeme vidět, že vývoz rostl o zhruba 3 miliardy Kč v absolutní hodnotě méně než dovoz, což vysvětluje drobný propad na bilanci zahraničního obchodu.

2.1.3.3. Vývoj účtů platební bilance v roce 2015

V roce 2015 se běžný účet platební bilance dostal hlouběji do přebytku 41,4 mld. Kč i vzhledem k tomu, že se saldo obchodní bilance propadlo meziročně o necelých 9 miliard Kč. Tento propad částečně vyrovnal nárůst salda bilance služeb o 20 mld. Kč. Bilance prvotních důchodů se meziročně propadla hlouběji do deficitu. Tento celkový vliv zmírnilo snížení schodku na účtu druhotných důchodů.

Graf 29: Vývoj jednotlivých složek běžného účtu v roce 2015 v mld. Kč



Zdroj: ČNB: ARAD, statistika platební bilance, vlastní zpracování a výpočty

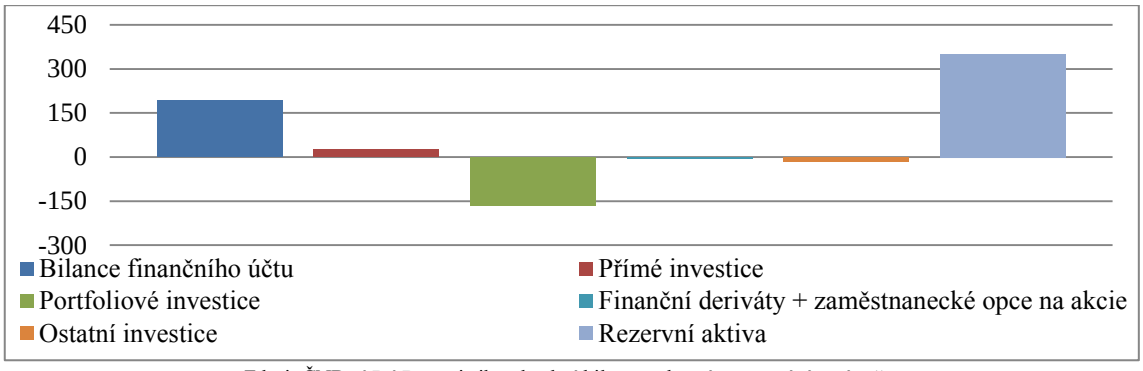
Zmíněný vývoj se lišil podobně, jako tomu bylo v roce 2014. Vysoký přebytek běžného účtu byl vytvořen hned v prvním čtvrtletí a to bezmála 92 mld. Kč. Další dvě čtvrtletí zaznamenal běžný účet negativní saldo 29,5 mld. Kč a 35,5 mld. Kč. Čtvrté

čtvrtletí mělo mírný přebytek 14,6 mld. Kč. Vysoký přebytek běžného účtu v prvním čtvrtletí souvisel s pozitivním vývojem na účtu druhotných důchodů a vysokým přebytkem v obchodní bilanci a v bilanci služeb. Více k tomuto tématu je obsaženo ve zvláštní kapitole o zahraničním obchodu. Dalším příznivým vlivem v prvním čtvrtletí byl relativně nízký schodek bilance prvotních důchodů. Právě zmíněná bilance prvotních důchodů stojí za propadem salda běžného účtu ve druhém a třetím čtvrtletí, kdy bilance prvotních důchodů dosahovala schodku 102 mld. Kč ve druhém čtvrtletí a 92 mld. Kč ve třetím. Na propadu se podepsalo i klesající saldo výkonové bilance (obchodní bilance + bilance služeb), které začalo klesat ve druhém čtvrtletí a klesalo až do konce roku. Kladný výsledek běžného účtu ve čtvrtém čtvrtletí proto nesouvisí s dramatickým nárůstem výkonové bilance, ale se zmírněním schodku prvotních důchodů.

Kapitálový účet prošel vysokým meziročním růstem přebytku na konečných 106 mld. Kč. Přebytek byl tvořen především čerpáním zdrojů z EU. Nejvyšší čerpání proběhlo v rámci druhého čtvrtletí a to 86 mld. Kč a nejnižší ve čtvrtém čtvrtletí v hodnotě 15,5 mld. Kč.[83]

Finanční účet dosáhl dle předběžných údajů přebytku 193 mld. Kč, což je obrovský meziroční nárůst v absolutní hodnotě o zhruba 130 mld. Kč. Výrazná je položka rezervních aktiv, která dosáhla kladného salda 351 mld. Kč. V následujícím grafu lze vidět hodnoty jednotlivých složek finančního účtu.

Graf 30: Vývoj jednotlivých složek finančního účtu v roce 2015 v mld. Kč



Zdroj: ČNB: ARAD, statistika platební bilance, vlastní zpracování a výpočty

83 Česká národní banka, Zprávy o inflaci, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/, citace z 27.4.2016

Zajímavý je i vývoj u přímých investic, které se meziročně přesunuly ze schodku do přebytku a zaznamenaly tak čistý odliv 26,6 mld. Kč. V průběhu čtvrtletí se různě střídaly mírné schodky a přebytky. Výkyvy byly způsobeny střídavou tendencí přílivu investic ze zahraničí do ČR a naopak. Portfoliové investice dosáhly přílivu zhruba 164 mld. Kč. V prvním pololetí roku 2015 docházelo postupně k odlivu portfoliových investic způsobeném především nákupem zahraničních cenných papírů rezidenty. To se však zlomilo ve třetím čtvrtletí, kde započal velký nákup státních cenných papírů nerezidenty. Tento vývoj pak způsobil zmíněný příliv portfoliových investic. Na účtu ostatních investic nedošlo k velkým meziročním změnám. Kladné saldo u rezervních aktiv nastalo každý měsíc v roce s výjimkou října v souvislosti s kladným saldem transakcí pro klienty ČNB a devizovými intervencemi ČNB.[84]

2.1.3.4. Dílčí závěr období s časovým odstupem – rok 2015

Rok 2015 byl provázen nejvyšším meziročním růstem HDP ČR za posledních 8 let. V meziročním růstu více jak dvojnásobně překonala průměr EU. Tento vysoký růst byl podpořen zvýšenou investiční aktivitou a spotřebou domácností. Velký vliv na růst měla i klesající cena ropy, která hledala svá minima a expanzivní fiskální a měnová politika. Výjimkou se stala v roce 2015 bilance zahraničního obchodu, která v národním pojetí rostla jen velice mírně a v pojetí přeshraničním dokonce klesala. Zahraniční obchod dosáhl obrovského obratu a v hodnotě exportu dosáhl historického maxima. I přes toto všechno se v přeshraničním pojetí saldo zahraničního obchodu snížilo vlivem vyššího meziročního růstu dovozu než vývozu. Vyšší nárůst dovozu je způsoben zvýšenou domácí poptávkou, která souvisí s vyšší kupní silou domácností. Absolutní nárůst hodnoty dovozu byl vyšší, než absolutní nárůst hodnoty vývozu, i přes pozitivní cenový vliv a velice příznivou situaci na evropském automobilovém trhu, který je pro českou ekonomiku klíčový, což souvisí i s obrovským podílem zbožové struktury strojů a dopravních prostředků na celkovém dovozu a vývozu ČR. Tyto vlivy pravděpodobně začaly odeznívat, protože ke konci roku začala česká ekonomika zpomalovat a ve čtvrtém čtvrtletí dokonce meziročně stagnovala.

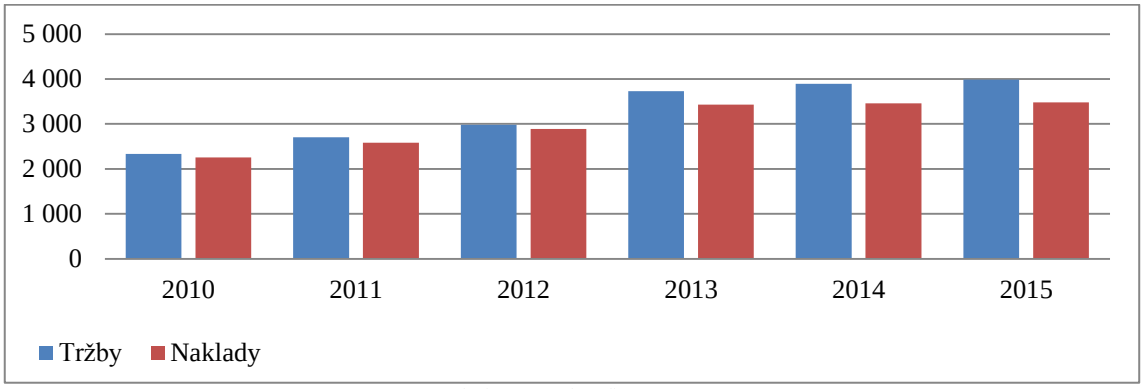
84 Česká národní banka, Zprávy o inflaci, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/, citace z 27.4.2016

2.1.4. Případová studie – exportní firma XYZ na území ČR

Tato krátká případová studie zjednodušeně popíše vývoj v rámci exportní firmy na území ČR v letech 2010 – 2015. Firma XYZ se sídlem v ČR je dceřinou společností zahraničního giganta a funguje, v automobilovém průmyslu. Operuje na trhu v mnoha měnách, ale pro potřeby studie jsou stěžejní převody mezi korunou a eurem. Na konkrétním příkladu ukáže, jak mohli devizové intervence konkrétní firmu ovlivnit. Je však nutné dodat, že je nespočetně mnoho vlivů, které dohromady ovlivňují úspěšnost fungování firmy a nelze proto s naprostou jistotou říci, zda a jaký měli zmíněné intervence vliv. Dále je nutno zdůraznit, že se jedná pouze o jednu konkrétní firmu a nelze výsledky aplikovat plošně na celou ekonomiku. Použitá data v této studii jsou interním materiálem zmíněné firmy, která si nepřeje být jmenovaná. S tím souvisí i omezení zveřejňování důvěrných informací na minimum.

V následujícím grafu vidíme tržby a náklady firmy XYZ. Rostoucí trend nákladů i tržeb souvisí s nárůstem objemu výroby. Nejvýraznějším skokem byl rok 2013, kdy tržby meziročně vzrostly o 750 mil. Kč. Tento jev byl spojen s již v práci zmiňovaným oživením automobilového průmyslu v roce 2013. Vzhledem k tomu, že intervence ČNB přišly až ke konci roku, je zřejmé, že růst objemu výroby v roce 2013 u této konkrétní firmy nebyl způsoben intervencemi ČNB. To podporuje i fakt dlouhodobějších plánů výroby, které firma XYZ od 7. Listopadu 2013 do konce roku 2013 neměnily. V roce 2014 a 2015 pokračoval růst objemu výroby a pokračuje tak v trendu, který začal v roce 2013. Růst byl podpořen dalším posílením zahraniční i domácí poptávky. Více k charakteristice vývoje v jednotlivých letech v příslušných kapitolách této práce.

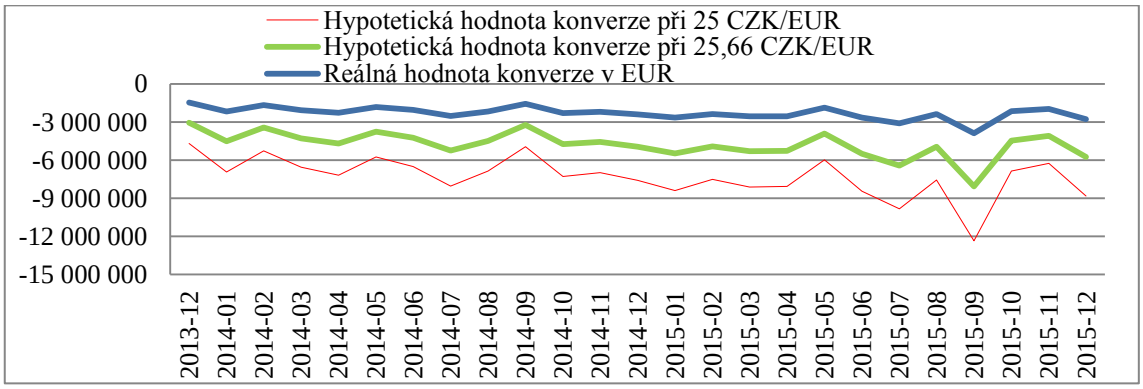
Graf 31: Tržby a náklady firmy XYZ v letech 2010-2015 v mil. KČ



Zdroj: Interní data firmy XYZ

Drtivá většina tržeb firmy XYZ je v eurech. To souvisí s tím, že své výrobky prodává na Evropských trzích za Eura, které je zároveň tzv. hlavní a nejpoužívanější měnou ve firmě. Mnohem zajímavější je však struktura nákladů, kde je pouze 70 % nákladů hrazených v zahraničních měnách a to především v Eurech. Zbylá část je hrazena v korunách. Jedná se především o náklady na služby, které poskytují tuzemské firmy a mzdové náklady. K pokrytí těchto nákladů, respektive uhrazení konkrétních faktur, musí firma měnit eura za koruny. Na následujícím grafu jsou hodnoty množství eur potřebné k získání potřebných korun k hrazení těchto nákladů. Vybrána jsou měsíční data od prosince 2013 do prosince 2015 k zjednodušení dílčího porovnání.

Graf 32: Množství EUR potřebných k získání cíleného objemu korun



Zdroj: Interní data firmy XYZ

V grafu vidíme různé množství eur potřebných k získání cílového objemu Korun v různých kurzech a jejich srovnání. Reálná hodnota značí množství EUR, které firma XYZ opravdu potřebovala k dosažení cílového objemu. Kurz 25,66 CZK/EUR byl vybrán jako kurz v říjnu 2013, což je poslední měsíc před začátkem devizových intervencí a kurz 25 CZK/EUR na základě vyjádření některých ekonomů, kteří tvrdí, že bez intervencí ČNB by kurz byl 25 CZK/EUR a méně. Například vyjádření paní docentky Švihlíkové pro ČT.[85]

Na grafech můžeme vidět, o kolik více eur by bylo potřeba na pokrytí nákladů při silnější koruně a velmi zhruba odhadnout úsporu, která souvisí se slabší korunou. Tento odhad posiluje fakt, že drtivá většina smluvních závazků, z kterých vyplývají zmíněné náklady (vyjma nákladů mzdových), jsou smlouvy dlouholeté a to klidně

85 Švihlíková, I., Podbízíme se pod cenou, bez intervencí ČNB by EURO stálo 25 korun. [online] Dostupné z: http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/1650097-ekonomka-svihlikova-podbizime-se-pod-cenou-bez-intervenci-cnb-euro-stalo-25-korun , citace z 3.5. 2016

i na 8 let s předem stanovenou cenou a jejím vývojem v čase. Tzv. „úspory“ nelze kvantifikovat, nicméně lze předpokládat, že ve zmíněných podmínkách nastaly a jedním z důvodů mohou být být právě rigidity ve smlouvách. Toto relativní zlevnění, respektive snížení nákladů může firmě pomoci k vyššímu zisku, ale hlavně k vyšší konkurenceschopnosti, což by mělo pozitivní vliv na další vývoj této konkrétní firmy XYZ. Je nutno však poznamenat, že zmíněné úspory mohou pro jiné firmy znamenat ztráty. Pokud by tomu tak opravdu bylo, tak nastává potom otázka, zda je morální umělým zásahem do vývoje kurzu měny na jedné straně „přilepšit“ a na druhé straně „přihoršit“.

Závěr

Když Česká národní banka začala intervenovat 7. listopadu 2013 na devizovém trhu, spustila se rozsáhlá debata napříč společností. Debatovali mezi sebou odborníci i laici. Debata se dostala daleko za okruh ekonomů do dalších oborů, ať už vědních nebo nevědních. I nyní, kdy debata zvláště mezi laiky ztrácí na tempu, můžeme zachytit další příspěvky do debaty a argumenty mnoha stran sporu. Vzhledem k tomu, že se ČNB zavázala dodržovat asymetrický kurzový závazek na hranici 27 CZK/EUR, a proto dále intervenuje na devizovém trhu, je toto téma velmi aktuální. Zmíněné devizové intervence ovlivňují celé národní hospodářství a jednotlivce v něm, a proto jsem toho názoru, že téma práce je velice významné. Při zpracovávání tohoto tématu jsem se utvrdil v názoru, že zásahy do vývoje trhů a ekonomiky, by měly být prováděny s obezřetností a co nejméně. Pokud možno, tak vůbec. Zvláště v nejistých situacích, kdy ani výsledek oněch zásahů nelze vždy zcela předvídat.

Česká národní banka započala zmíněné devizové intervence v rámci svého mandátu pro naplnění svého hlavního úkolu, udržení cenové stability. Hospodářský útlum v letech 2012 a 2013 odezníval dle ČNB pomalu a měl silné protiinflační tlaky. Bankovní rada nejdříve snížila úrokové sazby na technickou nulu a následně postupovala dalším uvolněním měnové politiky skrze devizové intervence v reakci na hrozbu deflace a vzdalování se od 2% inflačního cíle. Zvláštní obava vznikala z hrozby takzvané deflační spirály, která dle mnoha odborníků vzniká prostřednictvím odkladu spotřeby, jako reakce na očekávané snížení cen v ekonomice.

V problematice deflační spirály není mezi odbornou veřejností konsenzus. Někteří vidí deflační spirálu nanejvýše jako nepravidelný jev v historii, pokud tedy vůbec k něčemu jako k deflační spirále vůbec kdy došlo. Ekonom Lukáš Kovanda přirovnal deflační spirálu ke Columbově ženě, totiž ženě detektiva Columba, kterou nikdo nikdy neviděl, ale v pořadu se o ní stále mluví. Václav Klaus připomíná deflační politiku Aloise Rašína, která k deflační spirále nevedla, a to ani k negativnímu vývoji ekonomiky. Jiní ji vidí jako veliké a opravdové nebezpečí, které je nutno odvrátit, jelikož se obávají jejích následků, například úpadku do hluboké hospodářské recese. Odkazují na 30. léta minulého století jakožto na odstrašující příklad případných dopadů deflace. Ve vší úctě k odborníkům, kteří zastávají názor o škodlivosti deflace,

se přikláním spíše k názoru, že deflace nemusí být nutně škodlivý jev s negativním dopadem na vývoj ekonomiky. Příkladem může být hospodářský vývoj Spojených států v letech 1880 – 1896, kdy docházelo k průměrnému poklesu cen 1,75 % za rok, ale reálný důchod rostl v průměru 5 % ročně. Je žádoucí být v této delikátní problematice obezřetný a nezavrhovat na základě dílčích údajů o zmíněném vývoji celou teorii deflační spirály, protože zmíněný efekt deflační spirály mohl být jednoduše přetlačen velmi silným hospodářským růstem. Na druhou stranu máme v ekonomice plno odvětví, kde dochází dlouhodobě k poklesu cen, a přesto tato odvětví raketově rostou, jako je tomu například v odvětví výpočetní techniky. Toto se dá považovat za silný protiargument hrozby z poklesu cen.

Cenová deflace jako taková nemusí být nutně škodlivým jevem, může být naopak projevem zdravého vývoje ekonomiky, kde roste produkce a výrobci mezi sebou soutěží o stále stejný objem peněžních jednotek. Tedy v případě, kdy se nenafukuje množství peněžních jednotek. Jednotky budou v důsledku této soutěže nabývat na hodnotě a bude možné pořídit více statků za stejný objem peněžních jednotek, což bude odrážet tržní situaci. Mohu se částečně ztotožnit s obavami, které vyjádřil Aleš Michl, a to konkrétně z dopadů poklesu cen na rigidní trhy. Příkladem by mohl být rigidní trh práce, kde zaměstnancům porostou reálné mzdy, které nemusí být provázené zvýšenou produktivitou. Toto by mohlo firmám snižovat zisky a nutit je k propouštění. Nicméně si myslím, že vyšší reálné mzdy zároveň podpoří domácí poptávku a že by tento vliv mohla částečně kompenzovat. Já však problém vidím v oněch rigiditách spíše, než v deflaci.

Česká národní banka se však zavázala k dodržování dvouprocentního inflačního cíle v rámci svého mandátu pečovat o cenovou stabilitu. Jedním z důvodů je právě vyhnout se deflaci a deflačně recesní spirále. V rámci intervence se chtěla přiblížit právě zmíněnému cíli, který se zavázala držet. Je pravda, že by ČNB mohla ztratit na důvěryhodnosti právě při dlouhodobém nedodržování stanoveného cíle. Nedůvěra v instituci jako je ČNB by mohla mít negativní dopady na prostředí v české ekonomice.

Ono zdůvodnění vyvolalo reakci Václava Klause, který označil celou doktrínu cílování inflace za mylnou. Mohu se ztotožnit s názorem, že inflační cíl si stanovila sama ČNB a je to její cíl, nikoliv náš. A intervence tedy měly proběhnout, protože my, ekonomické subjekty, svým chováním neumožňujeme tento jejich cíl jinak naplnit?

Reálné HDP klesalo od roku 2010 do roku 2013, kdy nastal obrat a HDP začalo opět meziročně růst. Rok 2010 meziročně rostl oproti krizovému roku 2009, a to díky oživení zahraniční poptávky a s tím související posílení dynamiky zahraničního obchodu, kde došlo k vysokému nárůstu obratu. V roce 2010 bylo zároveň dosaženo nejvyšší pasivum na běžném účtu platební bilance v námi sledovaném období vlivem zvýšené poptávky po dováženém zboží ze zemí mimo EU. Rok 2010 byl charakteristický přílivem zahraničních investic, což se podepsalo na výsledném saldu finančního účtu. V roce 2011 a 2012 se meziroční tempo růstu zpomalilo. Růst probíhal pouze v prvním pololetí roku 2011 a dále po celý rok 2012 klesal nebo stagnoval. Rok 2012 byl rokem recese. Tažným koněm v těchto letech byl zahraniční obchod, kde tempo vývozu výrazně předčilo tempo dovozu. Obrat zahraničního obchodu opět meziročně rostl a spolu s ním i saldo, které je v meziročních srovnání opět o něco vyšší. Nízké tempo dovozu se dá částečně vysvětlit i poklesem výdajů domácností na konečnou spotřebu, který byl jedním z nejhlubších v EU. Vysoký výkon zahraničního obchodu však nedokázal vyrovnat negativní vliv nízké domácí poptávky. Ekonomika klesala v každém čtvrtletí. Důvodem byl stálý pokles domácí poptávky ve všech složkách, a to především u výdajů domácností, kde nastal jeden z nejhlubších poklesů. Trend snižování výkonnosti ekonomiky z roku 2012 pokračoval do první poloviny roku 2013. V druhé polovině roku začalo oživení ekonomiky a ve čtvrtém čtvrtletí došlo dokonce k růstu ve srovnání se stejným čtvrtletím 2012. V průběhu roku se tedy tempo ekonomiky zvyšovalo, a to díky zvýšení výdajů na konečnou spotřebu. Investiční aktivita také meziročně vzrostla. Ve čtvrtém čtvrtletí došlo k jednomu z nejvyšších mezikvartálních růstů mezi zeměmi EU. To však souviselo s předzásobením tabákovými výrobky z důvodu avizovaného zvýšení spotřební daně. Růst obratu zahraničního obchodu stále rostl.

Kladné saldo zahraničního obchodu mělo pozitivní vliv na vývoj ekonomiky v celém námi sledovaném předintervenčním období. Dle vývoje zbožových struktur SITC měla největší pozitivní dopad na vývoj zahraničního obchodu skupina strojů a dopravních prostředků, do které patří automobilový průmysl. S tím částečně souvisí oživení ekonomiky v druhém pololetí 2013. Automobilový průmysl začal totiž v tu dobu růst a vzhledem k tomu, že tvoří více jak polovinu vývozu našeho hospodářství, podepsal se tento vliv velmi výrazně na české ekonomice. Z analýzy vývoje dále vyplynulo, že problémem české ekonomiky je slabá domácí poptávka,

kterou dle Václava Klause znehodnocení kursu nevyřeší. Domácí poptávka začala v roce 2013 po delší době růst, což je dalším významným dílčím faktorem začátku růstu české ekonomiky. Oba zmíněné pozitivní faktory se začaly objevovat dříve, než ČNB zahájila intervence na devizovém trhu, a tak lze říci, že začátek oživení české ekonomiky nebyl těmito intervencemi způsoben. Toto tvrzení částečně potvrzuje i případová studie firmy XYZ, kde zlepšení vývoje hospodaření firmy nastalo už od počátku roku 2013. Nelze však vyloučit, že zmíněné intervence pomohly růstu české ekonomiky v posledních dvou měsících v roce 2013.

Rok 2014 byl růstový, a to díky pozitivnímu vývoji domácí i zahraniční poptávky. Ekonomika pokračovala v růstovém trendu z druhé poloviny roku 2013. Velmi prorůstovým faktorem se v roce 2014 stal zahraniční obchod, kde obrat dosáhl vysokého meziročního nárůstu, a dále také zvýšené výdaje na konečnou spotřebu domácností i vlády. Pozitivní vliv měl i růst tvorby hrubého kapitálu, především investic, kde byl po dvou letech meziroční přírůstek kladný. Přebytek salda zahraničního obchodu každé čtvrtletí roku 2014 klesá z důvodu zrychleného tempa nárůstu dovozu. Saldo bylo také ovlivněno zvýšením průměrných vývozních i dovozních cen. Zajímavé je, že dovoz rostl i přes zvýšení cen. Znehodnocení měny mělo dovoz zdražit, ale dovoz přesto rostl vlivem silné domácí poptávky dokonce rychleji, než export, na který mělo znehodnocení vliv pozitivní. Může se tedy částečně jednat o náhled do důvodů růstového vývoje. Na základě této zajímavosti lze předpokládat, že oživení domácí poptávky má mnohem větší vliv na tento vývoj, než zmíněné znehodnocení kurzu. Další zajímavostí je, že země v našem regionu (Polsko, Slovensko, Maďarsko) prožívaly podobný ekonomický růst i bez intervencí jejich centrálních bank.

V roce 2015 došlo k nejvyššímu meziročnímu růstu HDP za posledních 8 let. Oproti průměru EU byl tento růst téměř dvojnásobný. Růst byl hnán zvýšenou spotřebou domácností, investiční aktivitou, nízkou cenou ropy, zrychleným čerpáním zdrojů z fondů EU a expanzivní fiskální politikou. Růst trval první tři čtvrtletí roku 2015, po kterých přišlo nakonec zpomalení, které bylo způsobeno odezníváním některých zmíněných vlivů, především těch mimořádných. Zahraniční obchod dosáhl opět vysokého obratu, kde si absolutní hodnota exportu v přeshraničním pojetí sáhla na pomyslný vrchol ve sledovaném období 2010-2015. I přes tuto rekordní sumu kleslo

saldo zahraničního obchodu díky vysokému absolutnímu nárůstu na straně dovozu, který předčil absolutní nárůst vývozu. A to přes zmíněný cenový vliv a i přes velmi pozitivní situaci na evropském automobilovém trhu. Je nutno také zdůraznit vysoký vliv nízké ceny ropy, který způsobil snížení schodku skupiny minerálních paliv, i přes nárůst objemu dovozu. Je to pokračování růstového trendu, který byl způsoben především oživením domácí a zahraniční poptávky a pozitivním vývojem v automobilovém průmyslu.

Na základě argumentace odpůrců i zastánců intervencí ČNB a analýzy tvrdých dat jsem došel k názoru, že zmíněné intervence nebyly dostatečně opodstatněné, a tím potvrzuji první stanovenou hypotézu. Obava z poklesu cen a lpění na naplnění inflačního cíle nejsou dle mého názoru dostatečnými důvody pro takto výrazný zásah do našeho hospodářství, který ovlivnil všechny subjekty v něm a u kterého nelze předvídat všechny jeho důsledky. Růstové období dle analýzy nastalo především díky oživení domácí a zahraniční poptávky a vývoji automobilového průmyslu v průběhu roku 2013. Tímto potvrzuji druhou stanovenou hypotézu, že intervence neměly výrazný vliv na oživení ekonomiky. Není však způsob, jak ostrým řezem oddělit různé vlivy na růst hospodářství, a proto nelze přesně říci, jak velký vliv měly intervence ČNB na vývoj hospodářství, což je jedním ze slabých míst této analýzy. Znehodnocení domácí měny by přinejmenším mohlo do budoucnosti pomoci s vyšší konkurenceschopností tuzemských firem. Cíl práce, kterým bylo zhodnocení oprávněnosti započetí intervencí a jejich dopadů na ekonomiku, byl naplněn. Jisté limity však přichází s krátkou časovou řadou dat po intervencích, a proto navrhuji pro další zkoumání rozšířit časový horizont především směrem do budoucnosti, pro lepší a přesnější zhodnocení konečných dopadů devizových intervencí. Zajímavé by mohlo být rozšíření analýzy o několik zemí a následná segmentace jednotlivých ekonomik do různých odvětví a sektorů pro pozorování vlivů deflace a inflace uvnitř jednotlivých segmentů na jejich vývoj.

Seznam grafů a tabulek

Graf 1: Meziroční růst reálného HDP výdajovou metodou v letech 2010 – 2015 19
Graf 2: Vývoj vývozu a dovozu zboží a služeb v běžných cenách v letech 2010-2015 v mld. Kč..... 20
Graf 3: Vývoj jednotlivých účtů platební bilance v letech 2010-2015 21
Graf 4: Vývoj HDP spočítaného výdajovou metodou v letech 2010-2013 v mld. Kč 22
Graf 5: Hodnoty vybraných složek HDP ve čtvrtletích roku 2010 v mld. Kč 23
Graf 6: Hodnoty vybraných složek HDP ve čtvrtletích roku 2011 v mld. Kč 24
Graf 7: Hodnoty vybraných složek HDP ve čtvrtletích roku 2012 v mld. Kč 25
Graf 8: Hodnoty vybraných složek na HDP ve čtvrtletích roku 2013 v mld. Kč..... 26
Graf 9: Podíl vybraných složek na tvorbě HDP v období 2010 – 2013..... 27
Graf 10: Vývoj zahraničního obchodu za rok 2010 v běžných cenách a mld. Kč 28
Graf 11: Vývoj zahraničního obchodu za rok 2011 v běžných cenách a mld. Kč 30
Graf 12: Vývoj zahraničního obchodu za rok 2012 v běžných cenách a mld. Kč 33
Graf 13: Vývoj zahraničního obchodu za rok 2013 v běžných cenách a mil. Kč 35
Graf 14: Vývoj sald účtů platební bilance v letech 2010 – 2013 v mld. Kč 37
Graf 15: Vývoj jednotlivých složek běžného účtu v roce 2010 v mld. Kč 37
Graf 16: Vývoj sald jednotlivých složek finančního účtu v roce 2010 v mld. Kč 39
Graf 17: Vývoj jednotlivých složek běžného účtu v roce 2011 v mld. Kč 40
Graf 18: Vývoj jednotlivých složek finančního účtu v roce 2011 v mld. Kč 40
Graf 19: Vývoj jednotlivých složek běžného účtu v roce 2012 v mld. Kč 41
Graf 20: Vývoj jednotlivých složek finančního účtu v roce 2012 v mld. Kč..... 42
Graf 21: Vývoj jednotlivých složek běžného účtu v roce 2013 v mld. Kč 43
Graf 22: Vývoj jednotlivých složek finančního účtu v roce 2013 v mld. Kč..... 44
Graf 23: Hodnoty vybraných složek na HDP ve čtvrtletích roku 2014 v mld. Kč..... 46
Graf 24: Vývoj zahraničního obchodu za rok 2014 v běžných cenách a mld. Kč 47
Graf 25: Vývoj jednotlivých složek běžného účtu v roce 2014 v mld. Kč 49
Graf 26: Vývoj jednotlivých složek finančního účtu v roce 2014 v mld. Kč..... 50
Graf 27: Hodnoty vybraných složek na HDP ve čtvrtletích roku 2015 v mld. Kč..... 52
Graf 28: Vývoj zahraničního obchodu za rok 2015 v běžných cenách a mld. Kč 54
Graf 29: Vývoj jednotlivých složek běžného účtu v roce 2015 v mld. Kč 55
Graf 30: Vývoj jednotlivých složek finančního účtu v roce 2015 v mld. Kč..... 56
Graf 31: Tržby a náklady firmy XYZ v letech 2010-2015 v mil. KČ..... 58
Graf 32: Množství EUR potřebných k získání cíleného objemu korun 59

Tabulka 1:Vývoj zahraničního obchodu za rok 2010 v běžných cenách a mld. Kč..... 28
Tabulka 2: Zbožová struktura dovozu a vývozu 2010 dle kategorií SITC..... 29
Tabulka 3:Vývoj zahraničního obchodu za rok 2011 v běžných cenách a mld. Kč..... 30
Tabulka 4: Zbožová struktura dovozu a vývozu 2011 dle kategorií SITC..... 31

Tabulka 5:Vývoj zahraničního obchodu za rok 2012 v běžných cenách a mld. Kč..... 32
Tabulka 6: Zbožová struktura dovozu a vývozu 2012 dle kategorií SITC..... 34
Tabulka 7:Vývoj zahraničního obchodu za rok 2013 v běžných cenách a mld. Kč..... 35
Tabulka 8: Zbožová struktura dovozu a vývozu 2013 dle kategorií SITC..... 36
Tabulka 9:Vývoj zahraničního obchodu za rok 2014 v běžných cenách a mld. Kč..... 47
Tabulka 10: Zbožová struktura dovozu a vývozu 2014 dle kategorií SITC..... 48
Tabulka 11:Vývoj zahraničního obchodu za rok 2015 v běžných cenách a mld. Kč..... 53
Tabulka 12: Zbožová struktura dovozu a vývozu 2015 dle kategorií SITC..... 54

Zdroje

Tištěné zdroje

DURČÁKOVÁ, MANDEL. Mezinárodní finance., 4. Aktualiz. vyd. Management Press,2010, ISBN 978-80-7261-221-5.

Friedman, M., Schwartz, A., A Monetary History of the United States: 1867–1960. Princeton, Princeton University Press, 1960, ISBN-10: 0691003548.

Hayek, F. A., Profits, Interests, and Investment and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations. New York, Augustus M. Kelley Publishers, 1969, ISBN-13: 978-0678065013.

KLAUS, V. *Byla deflace opravdu hrozbou?*. Vyd. 1. Praha: Institut Václava Klause, 2014, 44 s. Publikace (Institut Václava Klause). ISBN 978-80-87806-04-3.

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

VON MISES, L., Lidské jednání: pojednání o ekonomii. Praha: Liberální institut, 2006. xxvii, 959 s. ISBN 80-86389-45-6.

Zdroje dostupné online

ČNB, Databáze národních účtů, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=ACC&p_lang=CS, citace z 1.5.2016

ČNB, Důvody a přínosy oslabení koruny – nejčastější otázky , [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html, citace z 24.3.2016

ČNB, Jak se změny úrokových sazeb promítají do ekonomiky? [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_zmeny_urokovych_sazeb_promitajx.html, citace z 18.3.2016

ČNB, Kurzový závazek [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/kurzovy_zavazek.html, citace z 24.3.2016

ČNB, Měnověpolitcké nástroje, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/, citace z 24.3.

ČNB, měnový kurz jako nástroj měnové politiky, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html, citace z 9.5.2016

ČNB, slovník pojmů [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/obecne/slovnik/d.html, citace z 10.4.2016

ČNB, Statistika platební bilance, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_DRILL?p_strid=AD&p_lang=CS , citace z 1.5.2016

ČNB, Úloha měnové politiky[on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/uloha.html, citace 15.3.2016

ČNB, Zpráva o vývoji platební bilance 2010, [on-line]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/2010/pb_2010.pdf, citace z 26.4.2016

ČNB, Zprávy o inflaci, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/, citace z 27.4.2016

ČNB. Cílování inflace v ČR. [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html, citace 19.3.2016

ČNB. Devizové intervence v ČR. [on-line]. Dostupné z:https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/, citace z 20.3.2016

ČNB. Dohled nad bankovním sektorem. [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/, citace z 25.3.2016

ČNB. Povinné minimální rezervy . ČR. [on-line]. Dostupné z:https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/, citace z 20.3.2016

ČSÚ, Národní účty - 2011. [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/narodni-ucty-4-ctvrtleti-2011-xoseorpuk0, citace z 4.4.2016

ČSÚ, Databáze národních účtů. [on-line]. Dostupné z: http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenkavyber.makroek_vydaj, citace z 18.4. 2016

ČSÚ, Databáze zahraničního obchodu. [on-line]. Dostupné z: http://apl.czso.cz/pll/stazo/STAZO.STAZO, citace z 4.4.2016

ČSÚ, HDP-metodika [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hruby_domaci_produkt_-hdp-, citace z 20.3.2016

ČSÚ, Národní účty 2012. [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/narodni-ucty-4-ctvrtleti-2012-8hccjyjqan, citace z 4.4.2016

ČSÚ, Národní účty 2014. [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/ctvrtletni-narodni-ucty-4-ctvrtleti-2014-sfszid0ykn, citace z 4.4.2016

ČSÚ, Předběžný odhad čtvrtletního HDP. [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/predbezny-odhad-ctvrtletniho-hdp-4-ctvrtleti-2010-fzz5y9b0xk, citace z 4.4.2016

ČSÚ, Předběžný odhad HDP 2015. [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/predbezny-odhad-hdp-4-ctvrtleti-2015, citace z 4.4.2016

ČSÚ, Tvorba a užití HDP - 2013. [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/tvorba-a-uziti-hdp-4-ctvrtleti-2013-wlru6dbgb9, citace z 4.4.2016

ČSÚ, Vývoj české ekonomiky v roce 2010 [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20549901/e110910q4t.pdf/f5c19bae-b42f-4001-a09c-6578c0720a29?version=1.0, citace z 9.5.2016

ČSÚ, Vývoj české ekonomiky v roce 2011 [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cri/vyvoj-ekonomiky-ceske-republiky-1-az-4-ctvrtleti-2011-llrv2x5ey1, citace z 9.5.2016

ČSÚ, Zahraniční obchod [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/zahranicni_obchod_se_zbozim_ekon, citace z 20.3.2016

ČSÚ, Zahraniční obchod [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/zahranicni_obchod_se_zbozim_ekon, citace z 20.3.2016

ČSU, Zahraniční obchod České republiky v roce 2010 [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20550769/t-6008-11.pdf/0cb6757f-5514-4df9-9735-b8814641312e?version=1.0, citace z 20.3.2016, ISBN 978-80-250-2108-8

ČSU, Zahraniční obchod České republiky v roce 2011 [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20550773/6008-12.pdf/a7457f43-428b-48a3-83e6-fe2c6fd7635f?version=1.0, citace z 20.3.2016, ISBN 978-80-250-2225-2

ČSU, Zahraniční obchod České republiky v roce 2012 [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20550777/600813.pdf/65416ab3-8564-42cb-95a7-e53a71b08c03?version=1.0, citace z 24.3.2016, ISBN 978-80-250-2391-4

ČSÚ, Zahraniční obchod České republiky v roce 2013 [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20550781/241015-14.pdf/23a9e7cd-3017-4cde-b636-cff8f55e757f?version=1.0, citace z 24.3.2016, ISBN 978-80-250-2563-5

ČSU, Zahraniční obchod České republiky v roce 2014 [on-line]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/34323495/241015-15.pdf/2e256c3f-97be-43e6-9868-8e41e1b8aaf5?version=1.1, citace z 24.3.2016, ISBN 978-80-250-2633-5

Holub, T. – Král, P., ČNB, Mýty opřádající intervence ČNB, [on-line]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2013/cl_13_131112_holub_kral.html, citace z 24.3.

International Monetary Fund, Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition [on -line]. Dostupné z: http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf, citace z 11.5.2016, ISBN 978-1-58906-812-4.

Klaus, V. – Weigl, J., – Omyl devizových intervencí ČNB [on-line]. Dostupné z: http://www.klaus.cz/clanky/3469, citace z 25.3. 2016

Klaus, V., Konečně známe argumenty ČNB – ale neobstojí, [on-line]. Dostupné z: http://www.klaus.cz/clanky/3477, citace z 25.3.2016

Kohout, P., Intervence ČNB – otázky a odpovědi [on-line]. Dostupné z: http://www.pavel-kohout.cz/clanky/intervence-cnb-otazky-a-odpovedi, citace z 25.3.2016

Kovanda, L., – Singera straší paní Columbová [on-line]. Dostupné z: http://roklen24.cz/a/whXfN/singera-strasi-pani-columbova, citace z 7.5.2016

Ludwig von Mises Institut Česko a Slovensko, Intervence ČNB: Obr s rukou v naší kapse, [on-line]. Dostupné z: http://www.mises.cz/database/clanky/1293_1257_inside_final_color_1.pdf, citace z 25.4.2016

Svaz průmyslu a dopravy ČR, Šedá ekonomika v ČR [on-line]. Dostupné z: http://www.spcr.cz/pro-media/tiskove-zpravy/8018-eda-ekonomika-v-r-stale-unika-pes-600-miliard-k, citace z 20.3.2016

Švihlíková, I., - Podbízíme se pod cenou, bez intervencí ČNB by EURO stálo 25 korun. [online] Dostupné z: http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/1650097-ekonomka-svihlikova-podbizime-se-pod-cenou-bez-intervenci-cnb-euro-stalo-25-korun, citace z 3.5.2016