Vysoká škola ekonomická v Praze

Národohospodářská fakulta

Hlavní specializace: Hospodářská politika



ANALÝZA DEVIZOVÝCH INTERVENCÍ V TÉTO DEKÁDĚ NA PŘÍKLADU ČNB A ŠNB

diplomová práce

Autor: Bc. Daniel Janout
Vedoucí práce: Ing. Pavel Štěpánek, CSc.
Rok: 2017

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

Daniel Janout
V Praze, dne 13. 12. 2017

Vysoká škola ekonomická v Praze
Katedra hospodářské a sociální politiky

Národohospodářská fakulta
Akademický rok: 2017/2018

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Zpracovatel: **Bc. Daniel Janout**

Studijní program: Ekonomie a hospodářská správa

Obor: Hospodářská politika

Název tématu: **Analýza devizových intervencí v této dekádě na příkladu ČNB a SNB**

Zásady pro vypracování:

1. Cíl Práce
   Cílem práce je zanalyzovat a nastínit pravděpodobný vývoj české ekonomiky a zejména měnového kurzu po ukončení intervencí a komparace s příkladem Švýcarské NB. Mnohdy se český příklad intervencí spojuje s tím švýcarským, kde došlo po ukončení intervencí k prudkému posílení franku. Práce bude analyzovat, jak a proč k tomu došlo a také porovnávat ekonomickou situaci ve Švýcarsku a Česku a poskytnout ucelené vysvětlení proč průběh po ukončení intervencí bude naprosto rozdílný než v případě Švýcarska.
2. Význam a aktuálnost
   V posledních letech nemůže být v české ekonomice významnějšího tématu. Tento fakt byl ještě umocněn již už ukončenými devizovými intervencemi a nejasnosti ohledně možných dopadů na českou ekonomiku, měnové kurzy a i případné další měnové nástroje, které může ČNB v budoucnu využít v návaznosti na plnění svých cílů. Práce by měla navrhnout nejpravděpodobnější vývoj kurzu koruny, jelikož i mezi ekonomy panuje názorová disparita, zda dojde k posílení či k oslabení koruny.
3. Charakteristika teoretické části práce
   Teoretická část zahrne základní přehled o tom, co souvisí s devizovými intervencemi. Bude to popis měnové politiky ČNB s důrazem na aktuální měnově-politické nástroje. Teoretický rozbor devizových intervencí, kanálů, skrze které mohou intervence ovlivnit měnový kurz, jejich fungováním a způsobem využití. Další kapitoly teoretické části by se zabývaly změnou měnového kurzu, specifičtěji depreciací kurzu a jeho následnými dopady na dílčí makroekonomické ukazatele.
4. Charakteristika praktické části práce
   Praktická část práce bude již věnována analýze české ekonomiky a odhadu pravděpodobného vývoje kurzu, reakce trhu na ukončení intervencí a porovnání se švýcarským příkladem, jak a proč bude vývoj rozdílný. Budu se věnovat i příkladům intervenování ČNB z minulosti, jak a k čemu to vedlo. Nastíním i možné další nástroje, které může ČNB v budoucnu použít.

Rozsah práce: min. 65 normostran

Seznam odborné literatury:

1. Durčáková, J. – Mandel, M.: Mezinárodní finance, Management Press, 2. vydání, Praha, 2003. ISBN 80-7261-090-2
2. FRIEDMAN, Milton: Have Monetary Policies Failed? The American Economic Review, Vol. 62. No. 1/2, 1972
3. Holman, Robert. 2005.Dějiny ekonomického myšlení. Praha : C. H. Beck, 2005. ISBN: 80-7179-380-9. —. 2004.Makroekonomie: středně pokročilý kurz. Praha : C. H. Beck, 2004. ISBN: 80-7179-764-2.
4. Jílek, Josef. 2004.Peníze a měnová politika. Praha : Grada, 2004. ISBN: 80-247-0769-1.
5. Mankiw, Gregory N. 1999.Zásady ekonomie. Praha : Grada, 1999. ISBN: 80-7169-891-1.
6. Mises, Ludwig von. 1953. The Theory of Money and Credit. New Haven : Yale University Press, 1953. ISBN: 0913966711.
7. Revenda, Zbyněk. 2011. Centrální bankovnictví. Praha : Management Press, 2011. ISBN: 978-80-7261-230-7
8. ROTHBARD, Murray. Making Economic Sense. 2. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 2006. ISBN: 0-945466-46-3.

Datum zadání diplomové práce: duben 2017

Termín odevzdání diplomové práce: prosinec 2017

Bc. Daniel Janout
Řešitel

Ing. Pavel Štěpánek, CSc.
Vedoucí práce

doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Vedoucí katedry

doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Děkan NF VŠE

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá devizovými intervencemi České národní banky a Švýcarské národní banky. V posledních letech kdy se centrální banky ve svém měnovém uvolňování v prostředí velmi nízké inflace dostaly s úrokovými sazbami téměř na nulu, tak mnohé zvolily jako svůj alternativní měnový nástroj právě intervence ve snaze dosáhnout svých měnových cílů. V obou zemích byly již intervence ukončeny, tudíž pojmenování dopadů a vůbec analýza důvodů zvolení tohoto nástroje je atraktivním tématem. Cílem práce je rozebrat výchozí ekonomickou situaci v obou zemích, pojmenovat důvody a průběh intervencí a shrnout určité závěry. Poslední část je věnována komparaci obou intervencí. Rovněž je nastíněn budoucí vývoj měnové politiky ČNB a možné další konsekvence.

Klíčová slova – devizové intervence, deflace, depreciace, apreciace, měnový kurz, cílování inflace

This thesis is about interventions induced by the Czech national bank and the Swiss national bank. In last years central banks were using quantitative easing, but as they were in an environment of zero interest rates, most of them chose as an alternative monetary tool currency interventionism in an effort to achieve their monetary targets. Both countries have already ended their interventions, therefore analyzing the impacts and reasons for choosing this tool is highly interesting. The aims of this thesis are to analyze the default economic situation in both countries, state the reasons and the process of the interventions and to reach conclusions. The last part is devoted to a comparison of both interventions. Moreover it describes the future evolution of czech monetary policy and possible further consequences.

Key words – currency interventions, deflation, depreciation, appreciation, exchange rate, inflation-targeting

JEL klasifikace – E31, E52, E58,

Obsah

Úvod **1**
1. Měnová politika **3**
1.1. Měnově politické nástroje 4
1.1.1. Přímé a nepřímé nástroje 4
1.1.2. Operace na volném trhu 5
1.1.3. Diskontní nástroje 5
1.1.4. Povinné minimální rezervy 6
1.1.5. Kurzové intervence 6
1.1.6. Nepřímé kurzové intervence 7
1.1.7. Přímé kurzové intervence 8
1.2. Nezávislost centrální banky 9
1.2.1. Transparentnost měnové politiky 10
1.2.2. Časová zpoždění měnové politiky 11
1.3. Transmisní mechanismus měnové politiky 12
1.3.1. Úvěrový kanál 13
1.3.2. Měnový transmisní mechanismus 14
1.3.3. Kurzový transmisní mechanismus 14
1.4. Systém měnových kurzů 15
1.5. Cílování inflace 15
1.6. Měnový kurz a znehodnocení kurzu 18
1.6.1. Reálný měnový kurz 19
1.6.2. Nominální měnový kurz 20
1.6.3. Marshall – Lernerova podmínka 20
1.6.4. Efekt J – křivky 20
1.6.5. Devalvace a růst důchodu 21
1.7. Model ČNB a jeho důsledky 22
1.8. Deflace a její důsledky 24
1.9. Problém nulových úrokových sazeb 25
1.9.1. Nulové úrokové sazby a problém deflace 26
2 Intervence Švýcarské národní banky **28**
2.1. Měnová politika ŠNB 28
2.2. Důvody devizových intervencí ŠNB 32
2.3. Průběh devizových intervencí 34
2.3.1. Ukončení devizových intervencí 35
2.4. Důsledky devizových intervencí ŠNB 37
2.4.1. Hrubý domácí produkt 37

2.4.2. Inflace ... 39
2.4.3. Zahraniční obchod ... 39
2.4.4. Aktiva ŠNB ... 41
2.4.5. Akciové trhy ... 44
2.4.6. Dopady na spotřebitele ... 45
3 Intervence ČNB ... 46
3.1. Důvody intervencí ... 46
3.2. Průběh důsledky intervencí ... 51
3.2.1. Objem devizových intervencí ... 53
3.2.2. Dopady na kapitálové trhy ... 55
3.2.3. Vývoj exportu ... 57
3.2.4. Vývoj importu ... 60
3.3. Zhodnocení intervencí ČNB ... 62
3.4. Další vývoj měnové politiky ČNB ... 64
4 Porovnání intervencí ČNB a ŠNB ... 68
4.1. Objem devizových intervencí ... 69
4.2. Dopad na měnové kurzy ... 70
4.3. Úspěšnost obou politik ... 72
Závěr ... 73
Zdroje ... 78
Seznam tabulek a grafů ... 84
Seznam použitých zkratek ... 85

Úvod

Situace po finanční krizi vedla mnohé centrální banky k měnovému uvolňování s cílem plnit své měnové cíle. V této snaze nejčastěji využívaly jednoho ze svých tradičních nástrojů a to úrokové sazby. Když se ale dostaly ve svém snižování až na úroveň technické nuly, musely poté centrální banky hledat určité alternativy, jaké nástroje použít. Nejčastěji to byly právě devizové intervence.

Názory na efektivnost a účinnost tohoto nekonvenčního nástroje měnové politiky jsou poměrně nejednoznačné. Devizové intervence jsou jednou z alternativ, které mohou centrální banky v měnové politice používat, ale vzhledem k podstatě není dost dobře možné zkoumat případné konsekvence, které by přinášela volba jiné alternativy. Jedinou reálnou možností případného porovnání je tedy jen ekonomický model, který ale nikdy nebude dosahovat dokonalosti vzhledem k nekonečnému počtu proměnných a zákonitostí či nepředvídatelných událostí, které mohou v reálném ekonomickém světě často nastat.

Primárním cílem této práce je zanalyzovat devizové intervence, které byly použity Švýcarskou národní bankou a Českou národní bankou. Zvolil jsem případ Švýcarska, jelikož zde zaprvé již došlo k ukončení intervencí, zadruhé byl mnohdy dáván zdejší příklad důsledků intervencí do spojitosti s případným dopadem ukončení v České republice a zatřetí jsem chtěl zanalyzovat, z jakých důvodů budou tyto dopady naprosto rozdílné, než se mnohdy interpretovalo. Přestože v obou případech existovaly mnohé spojitosti jako třeba, že obě země využívají floating jako systém devizového kurzu, víceméně obě centrální banky mají podobný cíl měnové politiky v podobě cenové stability nebo, že se jedná o exportně orientované ekonomiky. V neposlední řadě je téma zajímavé i svoji aktuálností, jelikož se zrovna česká ekonomika nachází v situaci těsně po ukončení kurzového závazku a je tedy už možné predikovat určité závěry pro českou ekonomiku a vytvářet určité komparace s příkladem švýcarským. Zajímavou se zdá být i predikce budoucího vývoje měnové politiky ČNB.

V teoretické části práce se věnuji rozdělení možných nástrojů měnové politiky a jejich možné aplikaci. Důležitou vlastností centrálních bank je i jejich otevřenost, transparentnost a především nezávislost na vládě. Samotná měnová politika je prováděn skrz určité kanály resp. přes transmisní mechanismus, který je důležitý pro dosažení cíle měnové politiky – v našem případě to je u obou politik mechanismus cílování inflace. Vzhledem k tomu, že obě centrální banky zvolily znehodnocení měnového kurzu, tak je

proto žádoucí přiblížit i teoretický základ samotného znehodnocení měny. Teoretická část zároveň přibližuje ekonomický model, který je používán ČNB a jaké jsou z něho dopady na měnovou politiku. V závěru teoretické části se věnuji dopadům deflace v prostředí nulových úrokových sazeb a možné teoretické koncepty, které mohly obě centrální banky zvolit jako alternativní nástroj v dosahování svých měnových cílů.

V praktické části se nejdříve věnuji intervencím Švýcarské národní banky. Zejména se snažím objasnit jaký je teoretický koncept zdejší měnové politiky a rozdíly oproti ČNB. Co vůbec vedlo ŠNB k užití nástroje devizových intervencí resp. v jaké hospodářské situaci se ekonomika nacházela. Nastiňuji zde i průběh intervencí a rozebírám konkrétní etapy, které nastaly. Klíčovou částí ovšem jsou důsledky a dopady intervencí na ekonomiku, ať už se jedná o makroekonomickou situaci země, kapitálové trhy, ale i dopady na spotřebitele.

V dalších kapitolách praktické části se již věnuji intervencím ČNB. Snažím se stejně jako u kapitol věnujících se ŠNB nejdříve objasnit, jaký byl vůbec důvod ČNB využít devizových intervencí a dále rozebrat samotný průběh. Velká část je věnována dopadům na určité sektory ekonomiky. Vzhledem k tomu, že intervence již byly ukončeny, je možné již provádět určitá zhodnocení, na která navazuje predikce dalšího vývoje měnové politiky ČNB a další vývoj měnového kurzu.

Poslední větší kapitola se věnuje porovnání obou intervencí, ať už jde o vysvětlení důvodů, pojmenování určitých společných rysů obou intervencí, proč byly vůbec využity. Dále také komparování, jak probíhaly a především jak moc byly ve výsledku úspěšné a zda bylo dosaženo cílů, které centrální banky vedly k použití tohoto nástroje.

Cílem práce je přiblížit, upřesnit a vysvětlit důvody proč se obě centrální banky rozhodly pro využití intervencí, co je k tomu vedlo, v jaké situaci se nacházely tamní ekonomiky a samozřejmě vysvětlení průběhu a důsledků a dopadů na vybrané části ekonomiky a zároveň by měla být provedena určitá komparace, v čem se obě centrální banky lišily a rovněž zda se jim povedlo naplnit svých cílů, které si před intervencemi zvolily. V neposlední řadě je žádoucí na základě zodpovězení všech těchto témat provést určitou predikci možného dalšího vývoje.

1. Měnová politika

V moderním vyspělém ekonomickém světě, kam se Česká republika nepochybně řadí, není velkých rozdílů v měnových politikách. Monetární či měnová politika (monetary policy) znamená regulaci nabídky peněz ze strany centrální banky za účelem dosažení zvolených cílů, které si daná centrální banka stanovila.[1] Jinými slovy je to taková politika, kdy dochází k regulaci operačního cíle nástroji dané měnové politiky s cílem dosažení zprostředkujícího cíle a nakonec konečného cíle.[2]

Česká národní banka podobně jako Švýcarská národní banka si jako hlavní a konečný cíl vytyčila péči o cenovou hladinu a dále pokud není negativně ovlivněn hlavní cíl, tak i takovou hospodářskou politiku vlády, která vede k udržitelnému hospodářskému růstu.[3]Péči o cenovou stabilitu obě centrální banky dosahují pomocí jednoho z měnově politických režimů.[4] Úspěšnost měnové politiky centrální banky by se dala charakterizovat tak, že se díky její měnové politice daří tlumit hospodářské cykly a daří se stabilizovat cenovou hladinu na určité úrovni.

Mezi měnově politické režimy se řadí cílování měnové zásoby, cílování měnového kurzu, cílování inflace a režim s implicitní nominální kotvou. ČNB používala do roku 1998 režim cílování měnového kurzu, který byl následně nahrazen cílováním inflace. Inflační cílování spočívá ve veřejném vyhlášení inflačního cíle s tím, že centrální banka má určité výjimky z plnění inflačního cíle, kterými jsou velké neočekávané změny zejména na straně nabídky, na které nástroje měnové politiky centrální banky nemají výrazný vliv. Česká národní banka používá od ledna 2010 inflační cíl ve výši 2% bodů, přičemž usiluje o to, aby se skutečná výše inflace nelišila o více než jeden procentní bod na obě strany.[5]

[1]Rejnuš O.: Finanční trhy, Praha 2014, s.79

[2]Jílek J.: Peníze a měnová politika, Praha 2004, s.375

[3]Česká národní banka: Měnová politika ČNB, citace 25.10.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/menova_politika_cnb.html

[4]Tůma Z.: Je cílování inflace cestou k nižší inflaci?, citace 25.10.2017, dostupné na http://journal.fsv.cuni.cz/storage/2385_199804zt.pdf

[5]Česká národní banka: Cílování inflace, citace 25.10.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

1.1. Měnově politické nástroje

Pomocí měnově politických nástrojů centrální banka ovlivňuje tzv. operační cíle, jako jsou krátkodobá úroková sazba a měnový kurz, kterými dále působí na zprostředkující a konečné cíle.[6]Samotné nástroje měnových politik se dají členit podle různých kritérií.[7]

- Časové kritérium – jedná se především o krátkodobé či dlouhodobé úrokové sazby.
- Adresnost – kritérium, které bere v úvahu, zda se jedná o regulaci jednotlivých bank či zda se jedná o plošné zavedení na všechny banky.
- Frekvence použití – v tomto případě se může jednat o běžné nástroje či výjimečné.

Významnější způsob členění nástrojů centrální banky se ovšem považuje dělení na přímé, nepřímé a kombinace přímých a nepřímých nástrojů, jinými slovy členění podle adresnosti.

Tabulka 1: Členění nástrojů monetární politiky

Nepřímé nástroje	**Kombinace přímých a nepřímých nástrojů**	**Přímé nástroje**
Operace na volném trhu	Povinné minimální rezervy	Pravidla likvidity
Diskontní nástroje	Doporučení, výzvy	Limity úvěrů bank
Kurzové intervence		Limity úrokových sazeb
		Povinné vklady

Zdroj: Revenda Z.: Centrální bankovnictví, Praha 2011, s. 276, vlastní úprava

1.1.1. Přímé a nepřímé nástroje

Přímé nástroje jsou nástroje administrativního charakteru. Jejich používání je spíše výjimečné a svědčí o neefektivním fungování nástrojů nepřímých. Jsou směřovány na ty banky, na které je regulace centrální bankou určena. Mají dvě základní výhody. Za prvé je nelze ze strany regulovaných bank, tak jednoduše obejít a dále jsou používány většinou selektivně.[8] Přímých nástrojů může centrální banka využívat

[6]Jílek J.: Peníze a měnová politika, Praha 2004, s.379
[7]Rejnuš O.: Finanční trhy, Praha 2014, s.82
[8]Revenda Z.: Peněžní ekonomie a bankovnictví, Praha 2014, s.226

nepřeberné množství, ať už se jedná např. o úrokové limity, úvěrové limity, pravidla likvidity či povinné vklady.

Působení nepřímých nástrojů monetární politiky ovlivňuje aktivity všech obchodních bank. Působí tedy na celý bankovní sektor. Jedná se o neadresná a tržní opatření, na které banky nemusí reagovat. Patří sem operace na volném trhu, změny sazeb povinných minimálních rezerv a diskontní sazby.

1.1.2. Operace na volném trhu

Jedná se o nejčastěji využívaný nástroj centrálních bank. Při jeho užití dochází k nákupu cenných papírů centrální bankou od obchodních bank, čímž se bankám zvyšují jejich likvidní rezervy. Obchodní banky disponují větším množstvím likvidity a tuto přebytečnou likviditu nabízejí jako úvěry, které pak dále přes peněžní multiplikátor zvyšují peněžní zásobu v ekonomice a dochází k měnové expanzi. Pokud centrální banka naopak prodává cenné papíry, tak se pak jedná o měnovou restrikci. Operace na volném trhu mají výhodu především v jejich pružnosti, tedy mohou být používány v libovolném stupni. Jinými slovy malé nákupy či prodeje cenných papírů dokážou vyvolat i nepatrné změny rezerv či měnové báze. Další výhodou je, že operace na volném trhu mohou být prováděny i opačně. Pokud centrální banka usoudí, že peněžní zásoba roste příliš rychle, tak může ihned začít prodávat cenné papíry, aby přílišný nárůst částečně eliminovala. V neposlední řadě lze tento nástroj použít velice rychle, jelikož není zatížen administrativními zpožděními.[9]

1.1.3. Diskontní nástroje

Tyto nástroje souvisí s úvěrovou činností centrálních bank. Jedná se o určité podmínky a změny úrokových sazeb, které poskytuje daná centrální banka obchodním bankám. Poskytnuté úvěry poté zvyšují rezervy komerčním bankám.[10] Tento typ nástrojů se může lišit různými vlastnostmi, ať už se jedná o výši úrokových sazeb, délku splatnosti, limity na poskytování úvěrů atd. Pokud dojde ke zvýšení těchto úrokových sazeb centrální bankou, tak se sníží poptávka po penězích (poptávka po úvěrech od centrální banky)ze strany obchodních bank a následně dojde i ke zvýšení úrokové sazby v celé ekonomice. Jak moc budou obchodní banky reagovat na zvýšení úrokových

[9]Mishkin F.: Ekonomie peněz, bankovnictví a finančních trhů, Praha 1991, s.336
[10]Helísek M.: Makroekonomie, Praha 2002, s. 247

sazeb centrální bankou zvýšením svých sazeb, ovšem závisí na velikosti dosavadních úvěrů čerpaných od centrální banky či jaké jsou možnosti případného čerpání úvěru ze zahraničí.

Zvýšení úrokových sazeb centrální bankou lze označit za restriktivní měnovou politiku a naopak snížení sazeb lze označit za expanzivní měnovou politiku. V současnosti ČNB hojně využívá tzv. automatické facility, které regulují krátkodobé úrokové sazby. Slouží k poskytování či ukládání likvidity přes noc. Jelikož se z hlediska obchodních bank jedná o permanentní možnosti uložení či půjčení si peněz, tak je vytvářen určitý koridor, ve kterém se úrokové sazby pohybují.[11] Depozitní facilita zase umožňuje obchodním bankám uložit přebytečnou likviditu přes noc u ČNB a jsou při tom úročeny diskontní sazbou.

1.1.4. Povinné minimální rezervy

Pomocí tohoto nástroje může centrální banka kontrolovat objem likvidity v bankovním sektoru. Zvýšení těchto rezerv znamená, že obchodní banky musí držet více rezerv a mohou zapůjčit z každé peněžní jednotky, která je u nich uložena méně.[12] V posledních letech kdy je ovšem v České republice výrazný přebytek likvidity, tak tento nástroj nemá tak významnou roli.

1.1.5. Kurzové intervence

Důvodem pro využívání devizových intervencí centrálními bankami je snaha ovlivnit devizový kurz domácí měny. Důsledkem devizových intervencí bývá dočasné znehodnocení či zhodnocení devizového kurzu domácí měny, přičemž hlavním důvodem aplikace tohoto nástroje je snaha o změnu obchodní bilance země či změna inflace, jako tomu bylo v České republice.[13]

Mechanismem, který utváří měnový kurz dané země je zejména vztah mezi poptávkou a nabídkou po domácí měně, přičemž k ovlivnění dochází přímými či nepřímými intervencemi.

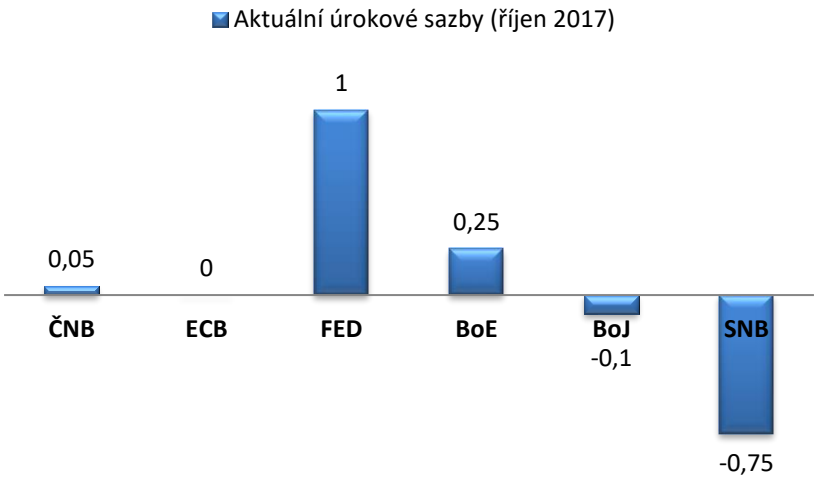
[11] Česká národní banka: Nástroje MP, citace 25.10.2017, dostupné na http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#devint
[12] Mankiw G.: Zásady ekonomie, Praha 1998, s.583
[13] Rejnuš O.: Finanční trhy, Praha 2014, s.88

1.1.6. Nepřímé kurzové intervence

Podstata nepřímých intervencí je změna úrokových sazeb centrální bankou. Důsledkem je příliv či odliv kapitálu ze zahraničí či do zahraničí. Centrální banka tak ovlivňuje poptávku či nabídku po domácí měně a tím dochází ke změnám měnového kurzu.

V současné době ČNB tento mechanismus nevyužívá, jelikož jsou úrokové sazby centrální banky již prakticky na technické nule. I převážná většina ostatních světových centrálních bank využívá tento nástroj zcela výjimečně.[14]

Graf 1 - Aktuální úrokové sazby významných centrálních bank[15]



Zdroj: ČNB, ECB, FED, BoE, BoJ, SNB, vlastní zpracování

Na grafu můžeme vidět aktuální úrokové sazby vybraných centrálních bank, kdy je výrazný rozdíl v měnových politikách FEDu a ŠNB. Snahou ŠNB je potlačení apreciace domácí měny (viz další kapitoly). V případě FEDu jde o restriktivní měnovou politiku.

[14]Centrální banky spíše než faktické změny úrokových sazeb využívají pouhé oznámení, že případně zvažují změnu úrokových sazeb

[15]Jedná se o diskontní úrokové sazby.

1.1.7. Přímé kurzové intervence

Častěji než nepřímé kurzové intervence jsou používány přímé kurzové intervence, které byly použity i v případě ČNB v říjnu 2013 resp. ŠNB v roce 2011. Podstata přímých intervencí spočívá v nákupu, resp. prodeji domácí měny za zahraniční měnu centrální bankou. Jinými slovy se jedná o změnu nabídky či poptávky po domácí měně a následné změně měnového kurzu.

Prodej zahraniční měny centrální bankou za domácí měnu zvyšuje nabídku po zahraniční měně na devizových trzích a zároveň dochází k růstu poptávky po domácí měně, která ceteris paribus začne zhodnocovat, resp. jsou alespoň zastaveny tendence k jejímu znehodnocení. V případě nákupu zahraniční měny za domácí měnu je mechanismus opačný a vede ke znehodnocení domácí měny.[16]

Nejčastěji k přímým kurzovým intervencím dochází přes spotový či forwardový obchod. Jedná se o nákupy či prodeje zahraniční měny za domácí měnu. Centrální banky mohou své devizové zdroje pružně doplňovat od ostatních centrálních bank pomocí swapových operací, což jsou kombinace forwardových a spotových operací. Jedná se o prodeje či nákupy zahraniční měny za spotový kurz, které jsou dále doprovázeny opačnými operacemi (nákupem či prodejem) v dohodnutém termínu a za předem domluvený forwardový kurz.[17]

Příklad ČNB je typickým příkladem devizových intervencí uplatňovaný centrálními bankami, které prosazují režim fixního kurzu. K uplatnění přímých kurzových intervencí může za jistých okolností dojít i v režimu cílování inflace, kde normálně dochází ke změnám měnového kurzu přes změny úrokových sazeb. Pod takovými jistými okolnostmi si můžeme představit situaci, kdy úrokové sazby jsou již prakticky na technické nule a případná další expanzivní měnová politika centrální banky je možné jedině přes přímé oslabení měnového kurzu, jako tomu bylo v případě ČNB.

[16] Úplnost a přesnost případného znehodnocení nám ukazuje J–křivka

[17] Revenda Z.: Peněžní ekonomie a bankovnictví, Praha 2014, s.235

Graf 2 - Aktuální úrokové sazby ČNB platné od 1.12.2017



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

ČNB naposledy 2. listopadu 2017 zvýšila své úrokové sazby. Jednalo se již o druhé zvýšení sazeb, které provedla po ukončení intervencí. Došlo ke zvýšení repo sazby o 0,25%, dále o zvýšení lombardní sazby dokonce o půl procenta. Diskontní sazby se rozhodla ponechat na stávající úrovni.[18]

1.2.Nezávislost centrální banky

Zkušenosti z minulosti či příklady některých zemí Latinské Ameriky nás vedou k názoru, že je mnohem racionálnější a ekonomicky bezpečnější, pokud je měnová politika ponechána v rukou centrálních bankéřů než v rukou politiků. V porovnání s rozvojovými zeměmi můžeme pozorovat, že nezávislá měnová politika vyspělých zemí vede k nižší inflaci. Pokud je centrální banka závislá na rozhodnutí vlády, tak může docházet k tomu, že se politici skrz mechanismy a nástroje centrální banky snaží dosáhnout svých politických cílů, kterými jsou nízká nezaměstnanost, snižování státního dluhu apod. V takovém případě měnová politika ztrácí na účinnosti.

Pokud hovoříme o samostatnosti centrálních bank, tak se jedná o instrumentální samostatnost, kdy centrální banky rozhodují o mechanismech a nástrojích samy. Následné rozdíly se týkají cílové samostatnosti, která se týká otázky rozhodování o cílech měnové politiky.[19] V případě nezávislosti centrální banky, tak mluvíme o nezávislosti na provádění měnové politiky a nezávislost na poskytování úvěrů státu.[20] Nezávislost je vymezení právního vztahu mezi vládou a centrální bankou, jaké jsou

[18]Česká národní banka – tisková zpráva, citace 15.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2017/20171102_menove_rozhodnuti.html
[19]Revenda Z.: Peněžní ekonomie a bankovnictví, Praha 2014, s.239
[20]Jílek J.: Peníze a měnová politika, Praha 2004, s.479

pravomoce centrální banky při jmenování guvernéra a jak nezávisle může centrální banka používat svých nástrojů nezávisle na vládě.

Dá se konstatovat, že ŠNB tak i ČNB mohou být považovány za centrální banky vysoce samostatné. Jejich samostatnost můžeme rozdělit na čtyři podmínky samostatnosti:[21]

- Institucionální samostatnost – centrální banka nemůže přijímat požadavky od vlád.
- Funkční samostatnost – stanovení jasného cíle.
- Osobní samostatnost – mělo by být stanovené delší funkční období s nemožností odvolání členů bankovní rady
- Finanční samostatnost – vlády nesmí využívat centrální banky k financování rozpočtových výdajů

Argumentem pro nezávislost centrální banky může být krátkozrakost politiků, kteří nesledují dlouhodobé cíle, ale sledují jen své zájmy v horizontu svého politického mandátu a je tedy nepravděpodobné, že by se zaměřovali na stabilitu cenové hladiny na místo krátkodobých řešení, jako jsou nezaměstnanost či financování státního dluhu. Dalším argumentem je, že měnová politika je příliš důležitá na to, aby se ponechala k rozhodování politikům.[22]

Proti nezávislosti centrální banky hovoří, že členové bankovní rady nejsou nikomu odpovědni a i případně nemohou být jednoduše vyměněni (odvoláni). V případě ČNB hovoříme o omezené kontrole od Nejvyššího kontrolního úřadu (NKÚ).[23] Obecně neexistuje konsensus na tom, zda má či nemá být centrální banka nezávislá.

1.2.1. Transparentnost měnové politiky

Jedná se o přístup centrální banky, kdy banka deklaruje, vysvětluje a interpretuje své cíle a záměry veřejnosti. Centrální banka se snaží přiblížit důvody a důsledky zvolené politiky a případné konsekvence z možných odchylek. Jinými slovy se jedná o míru otevřenosti centrální banky a její měnové politiky. Jde rovněž i o publikování výsledků hlasování členů bankovní rady, stupeň podrobnosti a obsáhlosti zveřejňovaných údajů a případných budoucích predikcí.

[21]Revenda Z.: Peněžní ekonomie a bankovnictví, Praha 2014, s.240
[22]Mishkin F.: Ekonomie peněz, bankovnictví a finančních trhů, Praha 1991, s.309
[23]Jílek J.: Finance v globální ekonomice, Měnová a kurzová politika, Praha 2013, s. 154

1.2.2. Časová zpoždění měnové politiky

Časová zpoždění mají značný vliv na efektivnost měnové politiky a jsou jedním z klíčových faktorů pro činnost centrálních bank. Rozeznáváme čtyři druhy časových zpoždění:

- Poznávací časové zpoždění

V realitě trvá nějaký čas, než dojde ke sběru dat, k jejich publikaci a zpracování. Mezi klíčové údaje, které centrální banky sledují, patří inflace, která je publikována přibližně s týdenním zpožděním. Dále údaje o platební bilanci, které jsou publikovány patnáctý den v měsíci. Data o peněžní zásobě máme asi s měsíčním zpožděním. Nejdůležitějším údajem jsou ale data o vývoji hrubého domácího produktu, která máme někdy až po devadesáti dnech. Vzhledem k těmto zpožděním se centrální banky mohou mnohdy řídit již nepravdivými údaji či pracují s ekonomickými modely, které jsou založené na odhadech.

- Rozhodovací zpoždění

Rozhodovací zpoždění je dáno dobou, která uplyne mezi získáním dat a následnému rozhodnutí, jak na ně reagovat. Délka tohoto zpoždění závisí na mnoha faktorech, jako je například údaj, který je sledován a jeho případná závažnost nebo jaké cíle sleduje centrální banka. Nejdůležitější je ovšem samotná nezávislost centrální banky. Pokud by byla nedostatečně nezávislá a podléhala rozhodnutí politiků, tak by se samozřejmě rozhodovací období značně prodloužilo.

- Realizační zpoždění

Realizační či implementační zpoždění je doba nutná ke změnám stávajících nástrojů či mechanismů. Toto zpoždění je dáno tím, že realizace určitých nástrojů zabere určitý čas, než se je povede zavést.

- Adaptační zpoždění

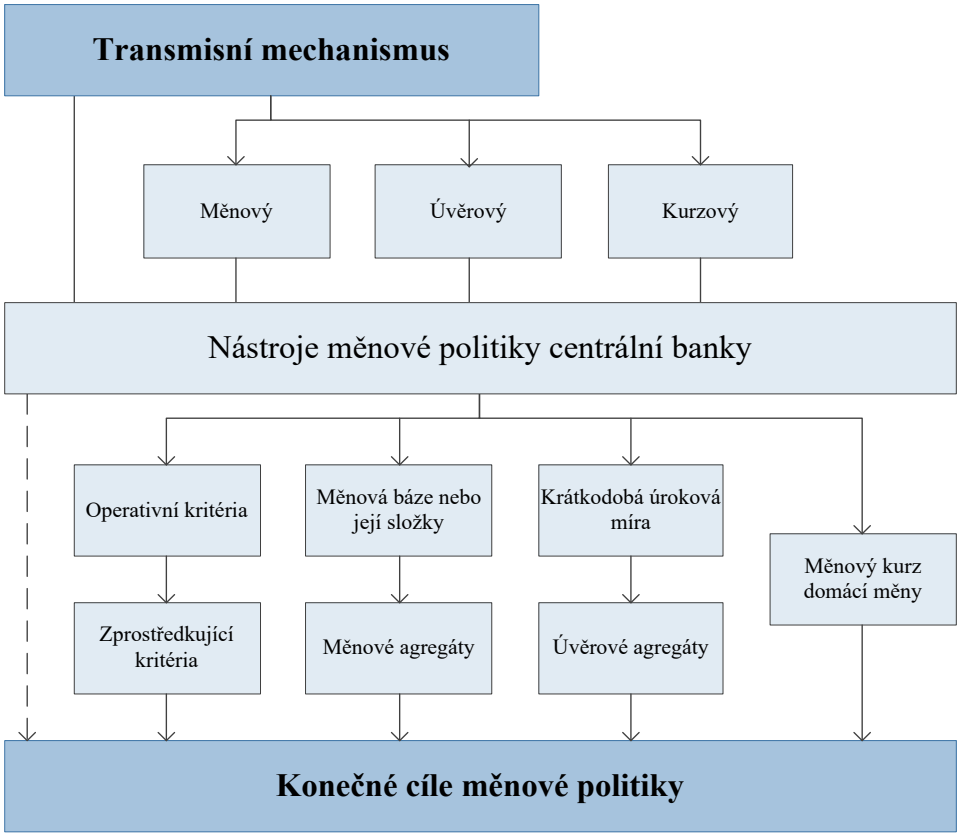
Je nejdelší časové zpoždění, jelikož je dáno samotnou reakcí trhů a spotřebitelů. Jinými slovy je to doba, za kterou se trhy přizpůsobí daným nástrojům. Čím častější jsou změny nástrojů a měnových politik, tak tím více je daná měnová politika neúčinná. Délka tohoto zpoždění je rovněž závislá na ekonomickém cyklu a kondici dané ekonomiky. ČNB uvádí, že se adaptační časová zpoždění pohybují v rozmezí 12 – 18 měsíců.[24] Čím delší jsou případná časová zpoždění, tím horší je účinnost predikcí centrálních bank a následně efektivnost měnové politiky.

[24]Česká národní banka – měnová politika, citace 1.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/menova_politika_cnb.html

1.3. Transmisní mechanismus měnové politiky

Transmisní mechanismus měnové politiky by se dal charakterizovat jako řetězec ekonomických vztahů, jenž umožňuje, aby změny provedené v nastavení operačních cílů (nejčastěji změny úrokových sazeb) měly dopad na změny inflace (případně pozitivní dopad na růst hrubého domácího produktu a snížení nezaměstnanosti).[25] Jedná se o počáteční změnu operačního cíle, která má za následek změnu chování zprostředkujícího cíle, což má poté dopad na konečné trhy a poté ovlivňuje cenovou hladinu. Fungování transmisního mechanismu je přes několik cest – kanálů transmisního mechanismu.

Obrázek 1 - Průběh transmisního mechanismu



Zdroj: Revenda, Centrální bankovnictví, vlastní úprava

Měnová politika dané centrální banky je prováděna přes určité kanály měnové politiky. Tyto kanály, které jsou zobrazeny na následujícím obrázku plní funkci tzv. zprostředkujících trhů měnové politiky. Mezi základní kanály se řadí kanál uvěrový,

[25] Jílek J.: Finance v globální ekonomice, Měnová a kurzová politika, Praha 2013, s.125

měnový a kurzový. Problémem transmisního mechanismu je časové zpoždění, které může být různě dlouhé (záleží na mnoha faktorech dané ekonomiky, měnové politiky centrální banky, ale i charakteristik spotřebitelů dané země nebo institucionálnímu uspořádání apod.), působení daných kanálů je i různě proměnlivé a v neposlední řadě díky své složitosti má transmisní mechanismus značně nejisté s neurčitými dopady na danou ekonomiku. Predikovat předem přesné dopady transmisního mechanismu je i vzhledem k těmto všem vyjmenovaným charakteristikám výrazně nespolehlivé.

1.3.1. Úvěrový kanál

Tento kanál patří mezi nejstarší používané kanály. Centrální banka pomocí nástrojů měnové politiky působí na zprostředkující cíle, kde je ovlivňována dlouhodobá úroková míra, která následně ovlivňuje agregátní poptávku a poté i samotný hrubý domácí produkt. Tento kanál směřuje především na ovlivnění investičních aktivit a poté i ovlivnění dlouhodobé spotřeby obyvatelstva (tedy ovlivňuje celkové agregátní výdaje) a následně ovlivňuje i zaměstnanost.[26]

Graf 3 - Úvěrový transmisní mechanismus v širší podobě



Zdroj: Revenda Z.: Centrální bankovnictví, Praha 2011, s.181, vlastní úprava

Pokud dojde ke snížení krátkodobé úrokové míry centrální bankou, tak roste poptávka po úvěrech od domácností[27] a zejména podniků. Tím pádem dojde k růstu peněžní zásoby, který je dále znásoben peněžní multiplikací. Dojde ke zvýšení poptávky po spotřebním zboží a k následnému růstu cen, produktu a zaměstnanosti. Efekt je ještě zvýrazněn díky finančním trhům. Ochota poskytovat úvěry je v dobách nízkých úrokových sazeb vyšší, jelikož se věřitelům snižuje riziko zbankrotování dlužníka. Někdy bývá tento mechanismus označován jako keynesovský (postkeynesovský) přístup k měnové politice.

[26]Bank of England: The transmission mechanism of monetary policy, citace 28.10.2017, dostupné na http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/montrans.pdf

[27]Domácnosti nejvíce investují do nemovitostí a tedy při poklesu úrokové sazby neotálí a zvyšují poptávku po hypotékách, což dále tlačí na nárůst počtu novostaveb, což má poté širší dopad na ekonomiku. Dojde k růstu poptávky po stavebních materiálech a dalších službách pro domácnosti a mimo jiné je ovlivněna zaměstnanosti ve stavebním sektoru

1.3.2. Měnový transmisní mechanismus

Jedná se o opačný pohled na úlohu peněz, než zastávali keynesovci či postkeynesovci, kteří zastávali teorii, že úloha peněz při vzniku inflace je bezvýznamná. Naproti tomu monetaristé říkali, že změny cenové hladiny jsou v dlouhém období monetárního původu. Monetaristé tedy zastávají názor, že stabilní míry inflace může být dosahováno pomocí ovlivňování peněžní báze, která dále působí na peněžní zásobu.

Problémem peněžních multiplikátorů je, že na ně působí velké množství faktorů, na které musí centrální banky reagovat. V měnové politice následně panuje nejistota a centrální banka stanovuje cílování daného peněžního agregátu či častěji rozpětí.[28] Rovněž v tomto případě, kdy centrální banka cíluje peněžní agregát nemá banka jistotu, že se ji podaří dané rozpětí trefit, a proto přistupuje k ovlivňování peněžní zásoby přes regulace krátkodobých úrokových sazeb. I v tomto případě není jisté, zda dojde k naplnění cílů centrální banky. I pokud by centrální banka provedla vše správně, tak nemá v důsledku skutečností, na které nemá banka vliv, jistotu dosažení cílů. Z těchto důvodů zvolily mnohé centrální banky na světě jiný mechanismus měnové politiky.

1.3.3. Kurzový transmisní mechanismus

Tento kanál je kanálem měnového kurzu a tedy se týká především otevřených ekonomik, kde působí tak, že změnou krátkodobých úrokových sazeb centrální bankou dojde k následné změně měnového kurzu a to prostřednictvím kapitálu. Snížení tržních krátkodobých úrokových sazeb domácí měny vede k okamžitému odlivu spekulačního kapitálu do zahraničí. Jinými slovy dojde k růstu nabídky domácí měny a k růstu poptávky po zahraniční měně, což v konečném důsledku znamená depreciaci domácí měny.[29]

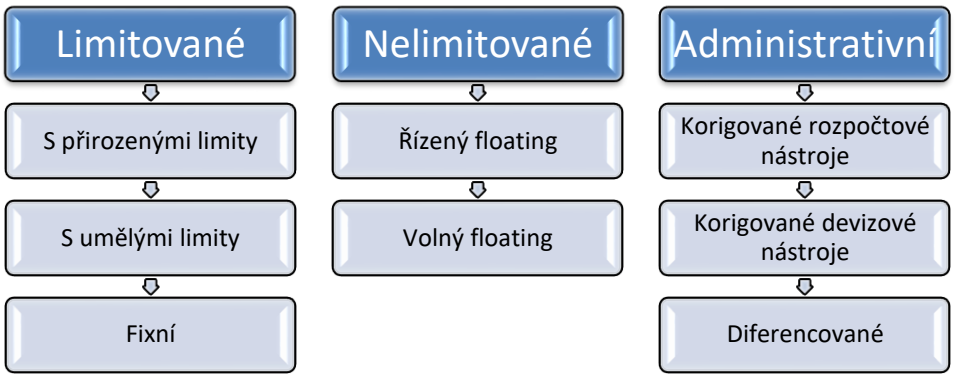
[28] Revenda Z.: Centrální bankovnictví, Praha 2011, s. 171

[29] Jílek J.: Peníze a měnová politika, Praha 2004, s.464

1.4.Systém měnových kurzů

Dalším důležitým aspektem při fungování transmisního mechanismu je, v jakém systému měnových kurzů se daná země pohybuje. V současnosti je poměrně nejednotné uspořádání systému měnových kurzů. Nejčastěji se ovšem uvádí šest základních systémů.[30]

Obrázek 2 - Systémy měnových kurzů



Zdroj: Revenda Z.: Centrální bankovnictví, Praha 2011, s. 147, vlastní úprava

Pro fungování transmisního mechanismu je důležité, jaký druh systému měnového kurzu centrální banka stanoví. Většina centrálních bank dodržuje systém fixního měnového kurzu, řízeného floatingu či případně volného floatingu.

1.5.Cílování inflace

Pokud se ohlédneme do historie inflačního cílování, tak první centrální bankou, která se rozhodla pro tento režim měnové politika, byla Rezervní banka Nového Zélandu v roce 1989, přičemž v 90. letech počet zemí, které tento režim využívaly, tak výrazně narostl. Dlouhodobě je tento režim využíván například Velkou Británií, Austrálií, Kanadou, Polskem, Maďarskem, Českou republikou a dalšími zeměmi.

Mezi hlavní argumenty vhodnosti cílování inflace se především uvádí: do té doby využívaný měnový transmisní mechanismus obsahoval mnoho problémů,[31]

[30]Revenda Z.: Centrální bankovnictví, Praha 2011, s.206

[31]Zejména se jedná o nestabilitu některých veličin – peněžní multiplikátor, rychlost oběhu peněz, nepříliš jasný vztah měnových agregátů k inflaci atd.

cílování inflace je transparentnější a pro trh srozumitelnější než případné cílování peněžní zásoby, centrální banka nemůže sledovat více než jeden cíl a tj. vnitřní cenová stabilita.[32]

Cílování inflace přináší určitý řád, pravidla a disciplínu do rozhodování centrální banky. Díky tomu se dá lépe předvídat budoucí reakce na vývoj hospodářské politiky měnovou politikou centrální banky.[33] V dnešní době je již určující pro finanční trhy samotné vyhlášení údaje o vývoji inflace. Analytici dokážou odhadnout reakci centrální banky na nově publikovaná data. Dá se říci, že inflační cílování využívané ve vyspělých zemích je jedním z klíčových bodů, díky kterému se daří držet inflaci na relativně nízké úrovni. V rámci cílování inflace máme dva základní vztahy[34]:

- Reakční funkce centrální banky: $repo_t - repo_E = f1[Pt\ (pt+1) - pTt+1]$

Kde $pTt+1$udává inflační cíl centrální banky v čase t+1, $Pt\ (pt+1)$ je inflační prognózou v čase t na čas t +1, $repo_t$je repo sazbou v čase t, $repo_E$ je rovnovážnou repo sazbou

- Inflační prognóza: $Pt\ (pt+1) = f2(xt,\ 1 \ldots xt,\ n)$

Kde $x_{t,\ 1} \ldots x_{t,\ n}$ – jsou exogenní vysvětlující proměnné v inflační prognóze

Výše uvedené vztahy nám říkají, že cílování inflace skrývá některé systémové proměnné. Obsahuje stanovení inflačního cíle, podmíněnou a nepodmíněnou inflační prognózu a operativní řízení skrz repo sazby.

Klíčovou charakteristikou inflačního cílování je střednědobost této strategie, veřejné explicitní vyhlášení inflačního cíle, využívání prognózy či posloupnost cílů.[35] Bankovní rada vyhodnocuje inflační prognózy a vyvozuje možná rizika z případného nenaplnění inflačního cíle. V případě nenadálých změn centrální banka může měnit využívání svých měnově-politických nástrojů a tím kompenzovat dezinflační tlaky či excesivní inflační tlaky, které vychylují budoucí inflaci mimo inflační cíl.[36]

Cílování inflace je postaveno na dvou klíčových pilířích.[37] Prvním je transparentnost či odpovědnost měnové politiky. Pokud je toto dodržováno, tak se snižuje nejistota, která může být vyvolána nepřehlednou měnovou politikou. Ideálně by lidé při vysoké transparentnosti měli projevovat podporu cílům měnové politiky prostřednictvím svého chování. Transparentnost by se také dala interpretovat tak, že v případě změn úrokových sazeb centrální bankou, tak trhy nejsou překvapeny. Jinými

[32]Revenda Z.: Peněžní ekonomie a bankovnictví, Praha 2014, s.346

[33]Jílek J.: Finance v globální ekonomice, Měnová a kurzová politika, Praha 2013, s. 118

[34] Mandel M., Tomšík V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Praha 2008, s. 259

[35]Česká národní banka – inflační cílování, citace 29.10.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

[36]Česká národní banka – inflační cílování, citace 29.10.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

[37]Jílek J.: Finance v globální ekonomice, Měnová a kurzová politika, Praha 2013, s. 121

slovy daná měnová politika se dá dobře předvídat. Druhým pilířem je explicitnost inflačního cíle, čímž centrální banka bere na zřetel svoji odpovědnost vůči veřejnosti. Inflační cíl by měl být na takové úrovní, aby ideálně maximalizoval růst produktu. Ve většině vyspělých zemí se pohybuje mezi 1 – 3 %. Co je důležité, tak že veřejnost (domácnosti a podniky) ví, že pokud inflace překročí stanovený cíl, tak centrální banka zakročí a bude se snažit svými nástroji dostat inflaci směrem k inflačnímu cíli.

ČNB si stanovila cílovat 2% inflaci, ale v některých případech může být inflační vývoj značně ovlivněn vnějšími exogenními šoky. Především se jedná o šoky na straně nabídky, které jsou mimo kompetence centrální banky a při nastání tohoto šoku by banka neměla na šok reagovat a měla by pracovat s tzv. výjimkami ze závazku cílování inflace. Pokud by centrální banka na takový šok reagovala, mohla by způsobit nežádoucí výkyvy nezaměstnanosti či pokles produktu.[38]

Tabulka 2 - Vývoj inflačního cíle ČNB

Rok	Výše	Plnění k měsíci	Datum stanovení
1998	5,5 - 6,5%	Prosinec 1998	Prosinec 1997
1999	4 - 5%	Prosinec 1999	Listopad 1998
2000	3,5 - 5,5%	Prosinec 2000	Prosinec 1997
2001	2 - 4%	Prosinec 2001	Duben 2000
2005	1 - 3%	Prosinec 2005	Duben 1999

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Hlavními důvody, proč ČNB přešla k cílování inflace byla hlavně snaha zamezit růstu setrvačné inflace, která ke konci roku dosahovala až 16%.[39] Hlavní důraz byl kladen na samotné formování inflačního očekávání trhů s tím, že by již neměla být očekávána akcelerující inflace. Z těchto důvodů byl zvolen režim cílování inflace.

ČNB používala jako hlavní inflační ukazatel tzv. čistou inflaci (net inflation).[40] Již koncem roku 1997 centrální banka stanovila jako svůj střednědobý cíl k prosinci 2000 cílování inflace ve výši 3,5 – 5,5%. Zároveň stanovila jako svůj krátkodobý cíl k prosinci 1998 cílování inflace ve výši 5,5 – 6,5% se záměrem zabudování daného inflačního očekávání do ekonomiky. V následujících letech byly zabudovávány další krátkodobé

[38] Jedním z nejčastějších šoků je změna nepřímých daní

[39] Česká národní banka – inflační cílování, citace 29.10.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

[40] Jílek J.: Peníze a měnová politika, Praha 2004, s.454

inflační cíle. V listopadu 1998 inflační cíl ve výši 4 – 5% a v dubnu 2000 inflační cíl ve výši 2 – 4%. Dlouhodobý cíl byl v dubnu 1999 nakonec stanoven ve výši 1 – 3%.

V dubnu roku 2001 došlo ke změně inflačního ukazatele a začalo se používat cílování celkové inflace[41], které je pro veřejnosti srozumitelnější a ČNB tak může jednodušeji formovat inflační očekávání veřejnosti. Bylo také stanovené pásmo inflačního očekávání, které postupně během let klesalo, tak jak se postupně formovala očekávání trhů a veřejnosti. Toto pásmo bylo stanoveno k prosinci 2005 ve výši 2 – 4 %.[42]

V březnu roku 2004 ČNB vyhlásila nový dlouhodobý cíl tzv. bodový cíl, který byl stanoven ve výši 3% indexu CPI s tím, že inflace by měla být držena v pásmu jednoho procentního bodu nahoru i dolu. Tento mechanismus byl zaveden v souladu s Evropskou centrální bankou, jelikož počítal s přistoupením České republiky do eurozóny. Vzhledem k okolnostem a především nevstoupení naší země do eurozóny byl v roce 2007 změněn inflační cíl, který je platný od ledna 2010, kdy ČNB cíluje inflaci na úrovni 2% s tím, že by se skutečná inflace neměla lišit o více než jeden procentní bod na obě strany.[43]

1.6.Měnový kurz a znehodnocení kurzu

Měnový kurz je důsledkem fungování poptávky a nabídky na devizovém trhu. Determinanty, které ovlivňují nabídku po domácí měně, jsou především velikost exportu zboží a služeb, import transferů, důchodů a kapitálu.[44] Rovněž by se dal charakterizovat jako výsledný poměr výměny dvou měn, tedy cena jedné měna vyjádřená v jednotkách měny jiné.[45]Poptávka je dána importem zboží a služeb, exportem transferů, důchodů a kapitálu. Dalšími determinanty, které ovlivňují měnový kurz, jsou také úrokové míry v dané ekonomice, úroveň cenové hladiny a samotný systém měnových kurzů.

V krátkém období má znehodnocení domácí měny vliv na objem importu a exportu zboží a služeb. V dlouhém období je jím ovlivněna inflace, produkt, spotřeba a platební bilance. Znehodnocení může mít formu depreciace či devalvace. V případě

[41]Celková inflace je dána přírůstkem spotřebitelských cen

[42]Česká národní banka – inflační cílování, citace 30.10.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

[43]Česká národní banka – nový inflační cíl ČNB, citace 30.10.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/inflacni_cil_cnb_2010.pdf

[44]Revenda Z.: Centrální bankovnictví, Praha 2011, s.207

[45]Jílek J.: Peníze a měnová politika, Praha 2004, s.565

depreciace mluvíme o situaci, kdy dojde ke znehodnocení měny na devizovém trhu působením nabídky a poptávky, přičemž se jedná o tržní změnu kurzu.[46]

V případě devalvace dochází ke znehodnocení domácí měny v situaci, kdy domácí měna funguje v režimu oficiálně stanoveného centrálního kursu resp. kurzu relativně fixního.[47]

1.6.1. Reálný měnový kurz

Důsledkem změny reálného měnového kurzu jsou následné změny v bilanci běžného účtu. Depreciace reálného měnového kurzu zlepšuje bilanci běžného účtu, naopak apreciace bilanci zhoršuje.

$$E_R = E_N * P_X / P_D$$

Z rovnice je patrné, že reálný měnový kurz udává relativní cenu domácího zboží v cenách zahraničního zboží, díky čemuž můžeme srovnávat cenové hladiny dvou zemí po přepočtení na jednotky společné měny. Při zkoumání cenové hladiny se sleduje celková cenová hladina spíše než dílčí ceny jednotlivých statků – k měření jsou využívány cenové indexy (nejčastěji se používá index spotřebitelských cen).[48]

V případě, že hodnota reálného měnového kurzu je menší než 1, tak to znamená, že domácí zboží je méně konkurenceschopné než zahraniční. Zahraniční cenová hladina přepočtená na peněžní jednotky domácí měny je nižší než domácí cenová hladina přepočtená do peněžních jednotek zahraniční měny. V případě, že hodnota je větší než 1, tak je domácí zboží více konkurenceschopné než zahraniční. Pokud je hodnota rovna 1, tak nastává parita kupní síly, kdy jsou stejné cenové hladiny doma i v zahraničí.

Změny reálného měnového kurzu nastávají v případě, že přebytek finančního účtu převyšuje schodek běžného účtu. Následně dochází k přebytečné poptávce po domácí měně, která poté apreciuje. Důsledkem je nárůst objemu dovozu a postupnému vyrovnání rovnováhy.

[46] Neumann P., Tamberský P., Jiránková M.: Mezinárodní ekonomie, Praha 2010, s. 63
[47] Helísek M.: Makroekonomie, Praha 2002, s. 296
[48] Mankiw G.: Zásady ekonomie, Praha 1998, s.626

1.6.2. Nominální měnový kurz

Nominální měnový kurz je dán poměrem domácí a zahraniční ceny určitého zboží či služby, po jejich vyjádření ve stejné měně.[49] Změny nominálního měnového kurzu jsou způsobeny změnami v peněžní zásobě dané měny.

$$\uparrow E_R = E_N * P_X / P_D \downarrow$$

Pokud peněžní zásoba klesne, tak následně klesne cenová hladina. Tato reálná depreciace ale způsobí pokles čistého dovozu zboží a služeb, což bude mít dopad na snížení nabídky korun a ve výsledku bude koruna nominálně apreciovat. V případě růstu peněžní zásoby je mechanismus opačný.

1.6.3. Marshall – Lernerova podmínka

V případě, že dojde k depreciaci domácí měny (předpoklad neměnné domácí zahraniční cenové hladiny), pak tato situaci zapříčiní zlepšení bilance běžného účtu v případě, že je splněna Marshall – Lernerova podmínka.[50]

$$\varepsilon_X + \varepsilon_M > 1$$

Kde ε_X udává pružnost poptávky po exportu v návaznosti na hodnotu měnového kurzu. ε_M udává pružnost poptávky po importu v návaznosti na hodnotu měnového kurzu. Součet těchto dvou ukazatelů musí být větší než 1.

V ekonomii je tato podmínka často rozebíraným tématem a je prováděno mnoho testů, zda je podmínka splněna. Výhodou této podmínky je, že je to podmínka postačující, ovšem není nutná.[51] Pokud je tato podmínka splněna dojde tedy ke zlepšení salda běžného účtu, ale pokud není splněna, tak i přesto může devalvace přinést zlepšení.

1.6.4. Efekt J – křivky

Tato křivka říká, jak ovlivní znehodnocení domácí měny objem exportu a importu. V dlouhém období platí, že znehodnocení povede k levnějšímu exportu domácího zboží a zdražení importu. J-křivka uvádí, jak tato situace vypadá, jedná-li se o krátké období.

V krátkém období dochází k situaci, kdy po znehodnocení domácí měny dojde k poklesu devizových příjmů v důsledku nepružnosti zahraniční poptávky po domácím

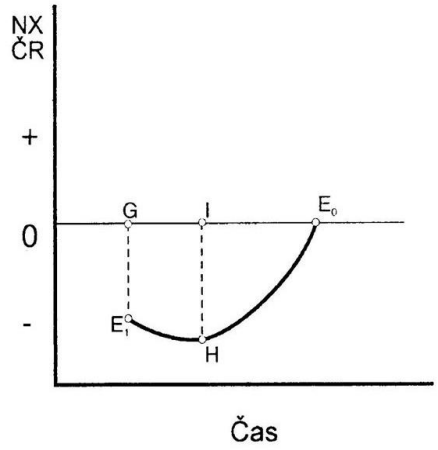
[49] Kalínská E: Mezinárodní obchod v 21.století, Praha 2010, s,79

[50] Neumann P.Tamberský P., Jiránková M.: Mezinárodní ekonomie, Praha 2010, s. 111

[51] Mandel M., Tomšík V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Praha 2008, s. 55

exportu v krátkém období.[52] Znehodnocení domácí měny v krátkém období tedy nevede ke zvýšení devizových příjmů okamžitě z důvodů časového zpoždění.

Graf 4 - J-křivka



Zdroj: vlastní úprava

Z grafu je patrné, že v čase G kdy také dojde ke znehodnocení domácí měny, tak dojde ke zhoršování běžného účtu platební bilance a tedy pozorujeme negativní efekt znehodnocení. Až po určité době kdy jsme v bodě I, tak pozorujeme, že dochází k postupnému zlepšování běžného účtu a zlevňování exportního zboží a zdražování importního zboží. Konečným důsledkem je nárůst objemu exportovaného zboží a pokles objemu importovaného zboží.

1.6.5. Devalvace a růst důchodu

Situace kdy po devalvaci domácí měny dojde k růstu důchodu, tak je základem teorie absorpce. Tato teorie vychází ze základní makroekonomické identity. Klíčovým je určení produktu přes poptávku.[53]

$$Y_p = C + I + G + NX$$

Po úpravě rovnice dostaneme: $NX = Y_P - (C + I + G) = Y_p - A$

V případě, že domácí absorpce (výraz C + I + G) po znehodnocení domácí měny neklesne, tak pak může dojít ke snížení salda běžného účtu za situace, že produkt roste. Teorie zároveň tvrdí, že při růstu reálného produktu musí dojít i ke zhoršení zahraničních

[52] Mandel M., Tomšík V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Praha 2008, s. 57
[53]Mandel M., Tomšík V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Praha 2008, s. 61

směnných relací.[54] Z toho vyplývá, že devalvace kurzu bude mít pozitivní dopad na reálný produkt u ekonomik, které se pohybují pod potenciálem, a tudíž je u nich prostor na případné zlepšení tempa růstu. Toto zvýšení přináší zvýšení důchodů a v tom případě i zvýšení hodnoty absorpce resp. po znehodnocení kurzu je v ekonomice vyrobeno více, ale to je následně absorbováno.

Díky teorii absorpce není jednoznačné, zda devalvace měny následně zvyšuje reálný domácí produkt. Výsledný efekt je zejména dán citlivostí absorpce na důchod, zahraničními směnnými relacemi a jak moc ovlivní devalvace produkt.[55]

1.7.Model ČNB a jeho důsledky

ČNB při plánování svých měnových politik vychází z tzv. G3 modelu, který je jádrovým predikčním modelem, pomocí kterého dochází k základním ekonomickým předpovědím ekonomického vývoje. Jedná se o model všeobecné rovnováhy, který je postaven na teoriích ekonomického mainstreamu konkrétně je postaven na teorii reálného hospodářského cyklu a nové keynesovské teorie.[56] Jako hlavní prognostický model je užíván od července 2008.

Jedná se o model koncipovaný pro malou otevřenou ekonomiku v post-tranzitivní fázi vývoje. Teoretický koncept je postaven na desítkách rovnic, které respektují Taylorovy principy. Model by byl i vhodný pro případnou implementaci pro další malé otevřené ekonomiky.

Model je založen na několika předpokladech.[57] Měl by být přesně definovaný BGP (balance growth path) a také zohledněna importní náročnost exportu a vývoj růstu otevřenosti domácí ekonomiky. Rovněž pracuje s nominální rigiditou cen (jeden z předpokladů teorie reálného hospodářského cyklu). Klíčovou ekonomickou veličinou ve vztahu komunikace se zahraničím hrají směnné kurzy. Ve střednědobém horizontu by měla být pozorována stálost sledovaných proměnných a nemělo by docházet k častým ekonomickým výkyvům.

[54]Mandel M., Tomšík V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Praha 2008, s. 62

[55]Mandel M., Tomšík V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Praha 2008, s. 63

[56]Česká národní banka – definice modelu, citace 30.10.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/obecne/slovnik/g.html

[57] Andrle M., Hlédik T., Kameník O., Vlček J.: Implementing the New Structural Model of The Czech National Bank, citace 1.10.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publications/cnb_wp/download/cnbwp_2009_02.pdf

Základní ekonomické rovnice, na kterých je model postaven jsou:

$$\text{NK IS: } y = y^* - \alpha(r - r_{nat}) + \varepsilon$$

$$\text{NK PC: } \pi = \pi^e + \beta(y - y^*) + \eta$$

$$\text{FP: } r_R = r_n - \pi$$

$$\text{TR: } i_{CB} = r_{nat} + \pi + \theta_\pi(\pi - \pi^T) + \theta_y(y - y^*)$$

První dvě rovnice jsou Novokeynesovské rovnice IS křivky a Phillipsovy křivky. Třetí rovnice představuje Fisherovo pravidlo, kdy reálná úroková sazba je dána rozdílem mezi nominální úrokovou sazbou a inflací. Poslední rovnicí je rovnice Taylorova pravidla. Mnoho ekonomů ovšem tuto rovnici podrobilo kritice, jelikož se neshoduje s realitou a je značně nepřesnou. Především McCallum[58] ve své práci podrobně rozebral hlavní nedostatky rovnice. Tvrdil, že není možné definovat r_{nat} tedy přirozenou úrokovou míru. Dalším problémem je produkční GAP rovnice $(y - y^*)$, kde sice známe produkt, ale již neznáme potenciální produkt, který je produktem dosaženým při přirozené míře nezaměstnanosti.

Taylorův princip: $(1 + \theta_\pi) > 1$:

$$\uparrow \pi \rightarrow \uparrow\uparrow i_{CB} \text{ (TR)} \rightarrow \uparrow r_{CB} \text{(Fisher)} \rightarrow \downarrow y \text{ (IS)} \rightarrow \downarrow \pi \text{ (PC)}$$

Zároveň model ČNB zohledňuje tzv. Taylorův princip,[59] který někdy bývá označován jako pravidlo úrokové míry. Udává nám vztah mezi inflací, úrokovou mírou a hospodářským růstem. Tento vztah udává, že pokud inflace roste nad stanovený inflační cíl, tak potom centrální banka zvyšuje úrokovou sazbu více než je rovnovážná úroveň úrokové sazby. Jinými slovy Taylorův princip nám říká, že pokud se inflace zvýší o n procent, tak se nominální úrokové sazby musí zvýšit o více než n procent.[60]

Na Taylorovo pravidlo reagoval i Wicksell[61], který říkal, že pokud dojde ke zvýšení inflačního očekávání, tak dle Fisherova pravidla dojde ke snížení reálné úrokové sazby, což zvýší agregátní poptávku a poté vzniknou další inflační tlaky a postupně dojde k dalšímu snížení reálné úrokové míry. Navrhl, že jediným možným řešením je zvýšení reálných úrokových sazeb.

[58] McCallum T.Bennett, Carnegie Mellon University, Federal Reserve Bank of Richmond.: Alternative monetary policy rules, citace 2.10.2017, dostupné na https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/mccall.pdf

[59] Whelan K.: The Taylor principle, citace 2.10.2017, dostupné na http://www.karlwhelan.com/Macro2/Notes3.pdf

[60] Davig T., Leeper E.: Generalizing the Taylor Principle, citace 2.10.2017, dostupné na http://dept.ku.edu/~empirics/Emp-Coffee/davig-leeper_aer07.pdf

[61] Bauducco S., Caputo R.: Wicksellian rules and Taylor principle: some practical implications, citace 2.10.2017, dostupné na http://www.dynare.org/DynareConference2016/papers/Bauducco_Caputo.pdf

1.8. Deflace a její důsledky

Deflace je situace, kdy dochází k poklesu cenové hladiny resp. situace, kdy většina cen klesá.[62] Většina ekonomů zastává názor, že deflace je negativní jev ve vztahu k ekonomickému růstu a prosazují tedy, aby se centrální banky svými měnovými nástroji snažily o eliminaci výskytu potencionální deflace v ekonomice. To je právě příklad ČNB, která z obavy z deflace intervenovala a svými nástroji se snažila nastartovat růst inflace.

Jedním z hlavních důsledků deflace, kterého se ekonomové nejvíce obávají, je vznik tzv. deflační spirály[63], která vzniká v prostředí, kde převládají adaptivní očekávání, které následně zapříčiní, že spotřebitelé odloží svoji spotřebu, jelikož do svých očekávání zakomponují pozdější opětovný pokles cenové hladiny. Pokud klesají ceny, tak firmám klesají i výnosy, což následně zapříčiní, že firmy musí začít propouštět zaměstnance a roste nezaměstnanost v celé ekonomice. S poklesem výnosů se zastavují i případné investiční aktivity firem a dochází k poklesu agregátní poptávky s tím, že se tento efekt poté znovu opakuje.[64] Problémem této teorie ovšem je, že domácnosti jsou ve svém rozhodování a zejména ve spotřebě konstantní a neradi ji mění. V důsledku efektu bohatství (Pigouův efekt) může nakonec dojít k situace, kdy při poklesu cenové hladiny c.p., tak se zvýší kupní síla peněžních zůstatků a spotřebitelé následně část svých peněžních zůstatků považují za přebytečné a ve výsledku se cítí bohatší a zvyšují svoji spotřebu. Na agregátní poptávku může působit efekt likvidity, což je situace, kdy lidé přeměňují své přebytečné reálné zůstatky v jiná aktiva, což zvyšuje v důsledku rostoucí poptávky po těchto aktivech jejich cenu a snižuje jejich výnos (nejčastěji úroková sazba), což zapříčiňuje růst investic i spotřeby.

Dalším negativním důsledkem deflace je riziko růstu reálného dluhu. Pokud firmám klesají příjmy a spotřebitelům mzdy, tak roste riziko případného nesplácení úvěrů. Toto úvěrové riziko se následně přenese do bankovního sektoru resp. na banky samotné, které se mohou dostat do problémů se solventností.

[62] Mankiw G.: Zásady ekonomie, Praha 1998, s.589

[63] Blumen R.: The deflationary spiral bogey, citace 7.11.2017, dostupné na https://mises.org/library/deflationary-spiral-bogey

[64] Blumen tuto situaci nazývá the deflation death spiral – deflační smrtící spirála

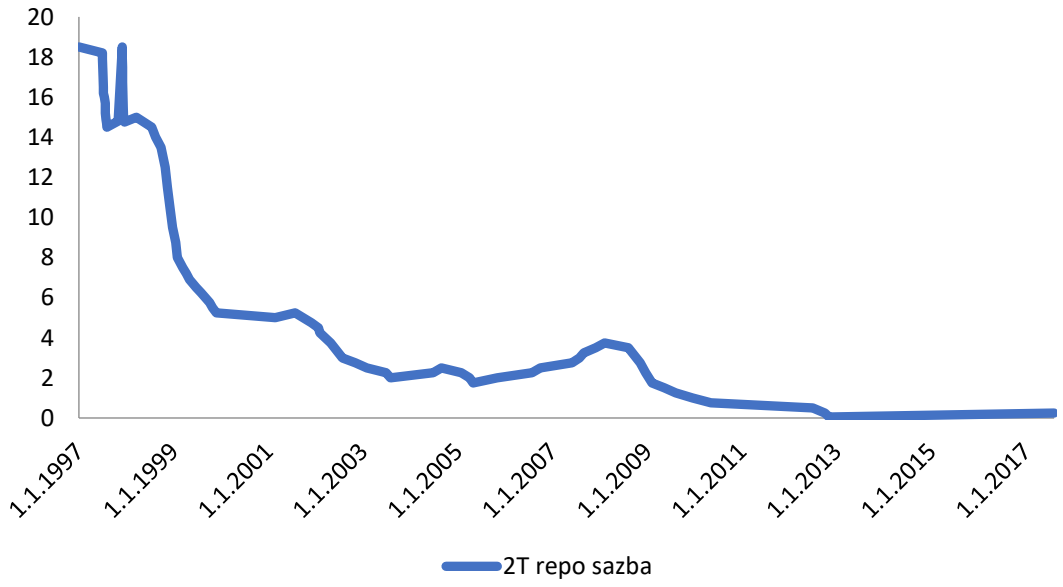
V případě deflace dochází i k přerozdělování bohatství od dlužníků směrem k věřitelům.[65] Dochází k situaci, kdy reálné úrokové sazby rostou[66], což je pozitivní situace pro věřitele či subjekty, které mají vyšší míru sklonu k úsporám. Tato situace je příznivá pro investory, kteří investují svůj kapitál, jelikož dochází k růstu hodnoty jejich pohledávek.

Při bližším zkoumání deflace nejde jednoznačně konstatovat, zda z ní převažují pozitivní či negativní důsledky.

1.9. Problém nulových úrokových sazeb

Problémem těchto předpokladů v prostředí měnové politiky, ve kterém se ČNB i ŠNB nacházely, byla situace, kdy úrokové sazby byly již prakticky na nule, tudíž nebylo možné je dále snižovat a zvyšovat inflaci, popřípadě se vyhnout případné deflaci, které se obě centrální banky obávaly.

Graf 5 - Oficiální úrokové sazby ČNB v %, dvou týdenní repo sazba



Zdroj: ČNB, vlastní úprava

Jak je z grafu patré, tak ČNB konstantně snižovala 2T repo sazbu až se 1.10.2012 dostala na úroveň 0,25%, prakticky tedy na technickou nulu, kdy už

[65] Jílek J.: Peníze a měnová politika, Praha 2004, s.439

[66] Je dáno Fisherovou rovnicí, která udává vztah mezi reálnou a nominální úrokovou mírou a inflací (deflací). Reálná úroková míra = nominální úroková míra – inflace (deflace), pokud nastává deflace, tak poté reálná úroková sazba roste.

nebylo možné dále sazbu snižovat a ve své další měnové strategii musela přikročit k jinému nástroji.

Problémem nulové úrokové sazby (zero lower bond) je, že není splněn Taylorův princip $(1 + \theta_\pi) > 1$, tedy při nulových úrokových sazbách vztah tento vztah vypadá následovně[67] $(1 + \theta_\pi) = 0 < 1$

$$\pi < \pi^T \rightarrow \downarrow \downarrow i_{CB} \text{ (Taylorovo pravidlo a princip)}$$

Pokud je ale úroková sazba na nule, tak dochází k:

$$(\downarrow \pi \text{ a zároveň } i = 0\%) \rightarrow \uparrow r_{CB} \text{ (Fisher)} \rightarrow \downarrow y \text{ (IS)} \rightarrow \downarrow \pi \text{ (PC)}$$

V takové situaci pak dochází k deflační spirále.[68]

1.9.1. Nulové úrokové sazby a problém deflace

Existuje několik teoretických konceptů, jak se dá řešit situace, kdy centrální banka již postupným snižováním úrokových sazeb dosáhla technické nule a další snižování není možné. ČNB zvolilo pro nastartování inflace a vyhnutí se případné deflaci koncept depreciace koruny. Měla ovšem i jiné možnosti. Paul Krugman[69] navrhoval zvýšit inflační očekávání trhů.[70] Eggertsson[71] navrhuje fiskální expanzi, kdy vláda výrazně navýší svoje výdaje či sníží daně a tím stimuluje poptávku. Lidé poté více utrácí a tím se nastartuje inflace. Jedním z konceptů je i kvantitativní uvolňování, kdy se jedná o měnové uvolňování a jehož důsledkem je růst měnové báze.

Koncept, který byl nakonec zvolen, tak je založen na teoriích Larse Svenssona[72], který ve své práci[73]doporučoval depreciaci domácí měny. Průběh této strategie, kterou označil jako zaručená metoda (The foolproof way) by měl být takový, že se explicitně vyhlásí inflační cíl, který by měl být vyšší než je současná cenová hladina. V další fázi dojde k depreciaci domácí měny pomocí nástrojů měnové politiky. Měna funguje dočasně v režimu crawling peg. V poslední fázi by měla být stanovena vhodná strategie ukončení tohoto režimu, která by měla být taková, aby nebyla negativně postihnuta ekonomická výkonnost dané ekonomiky. Jde tedy o kombinaci znehodnocení

[67] Williamson S.: New Monetarist Economics, citace 3.10.2017, dostupné na http://newmonetarism.blogspot.cz/2015/02/taylor-rules-zero-lower-bound-inflation.html

[68] Daniel B.: Taylor-rule exit policies for the Zero Lower Bound, citace 3.10.2017, dostupné na http://www.albany.edu/~bd892/Papers/TaylorRule.pdf

[69] Paul Krugman (1953) je americký ekonom, držitel Nobelovy ceny za příspěvek k teorii obchodu

[70] Krugman P.: Japan´s trap, citace 3.10.2017, dostupné na http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html

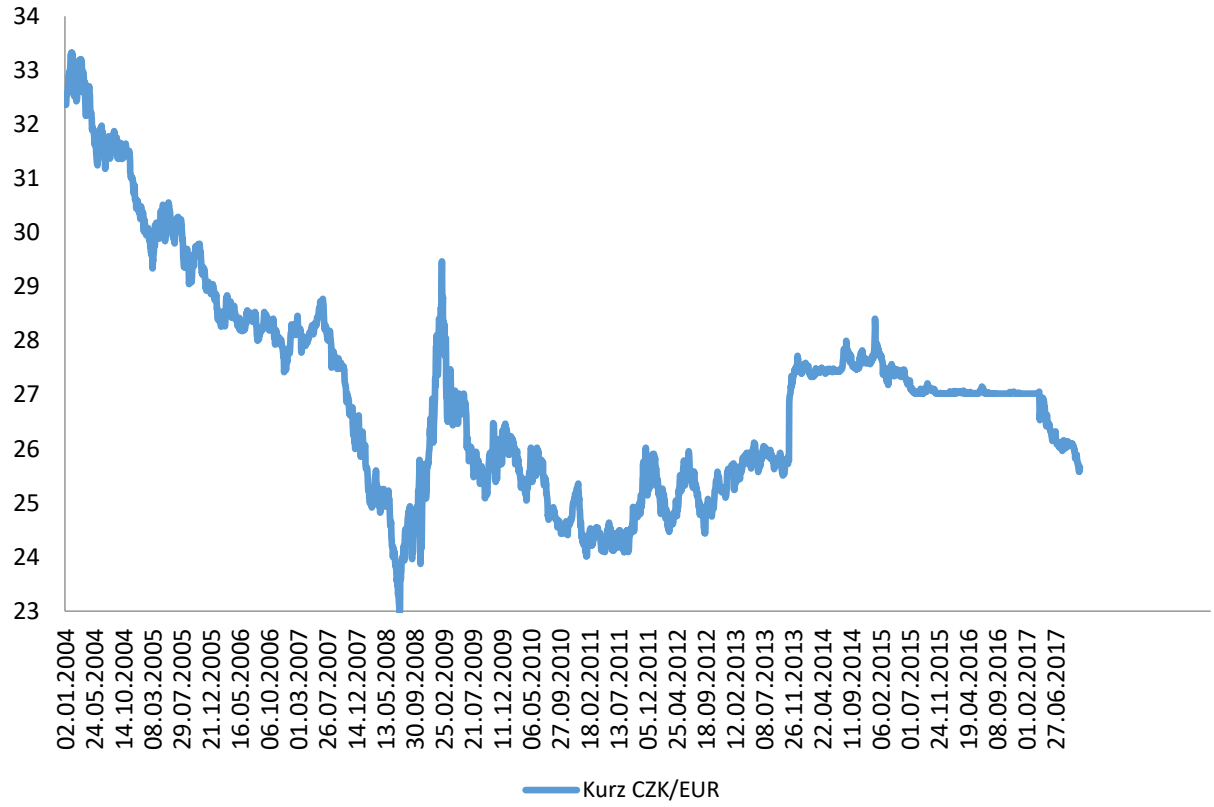
[71] Eggertsson G.: What fiscal policy is effective at zero interest rates?, citace 3.10.2017, dostupné na https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr402.pdf

[72] Lars Svensson (1947) je švédský ekonom, který se zabývá zejména monetární ekonomií

[73] Svensson L.: Escaping from a liquidity trap and deflation: the foolproof way and others, citace 3.10.2017, dostupné na http://www.nber.org/papers/w10195.pdf

kurzu a režimu crawling peg. Hlavní výhodou tohoto konceptu je jeho kredibilita, která představuje pro trh jasně daný závazek o budoucím vývoji cenové hladiny.

Graf 6 - Vývoj devizového kurzu CZK/EUR



Zdroj: ČNB, vlastní úprava

Na grafu výše je jasně patrný vývoj měnového kurzu CZK/EUR při provádění devizových intervencí v režimu crawling peg, kdy byl jasně daný kurz 27 CZK/EUR s tím, že v posledních měsících, kdy již byly intervence ukončeny, můžeme sledovat posilování koruny směřování k hranici 25,5 CZK/EUR.

2 Intervence Švýcarské národní banky

Přestože bankovní vývoj ve Švýcarsku se v porovnání s dalšími evropskými zeměmi začal vyvíjet poměrně pozdě, tak dnes o něm můžeme mluvit jako o jednom z nejvyspělejších na světě. Co se týče cílů Švýcarské národní banky, tak v letech 1980 – 1999 cílovala peněžní zásobu, kdy se svými monetárními nástroji snažila ovlivňovat měnové agregáty a přes transmisní mechanismus působit na peněžní zásobu a ve výsledku na cenovou hladinu.[74] V dalších letech jako u většiny ostatních centrálních bank, tak ŠNB od cíle opustila z důvodů klesající efektivnosti cílování měnových agregátů.

2.1. Měnová politika ŠNB

V současnosti ŠNB na rozdíl od ČNB používá cílování cenové hladiny, které se od cílování inflace liší v horizontu. Ostatní proměnné jsou víceméně stejné, rozdílem je, že v případě cílování cenové hladiny je tento horizont poměrně delší než v případě cílování inflace.[75] ŠNB se pro udržení stabilních cen snaží vytvářet prostředí, ve kterém může ekonomika plně využívat svého výrobního potenciálu. ŠNB i veřejně deklaruje, že se snaží o cenovou stabilitu ve středně dlouhém i delším horizontu, jelikož krátkodobé cenové výkyvy, které dopadají na ekonomiku, tak není možné měnovou politikou dost dobře potlačit.[76] V rámci své uvolněné měnové politiky ŠNB výrazně využívala úrokové sazby LIBOR ke stabilizaci ekonomiky. Prostřednictvím tohoto nástroje se jí dařilo poměrně dobře kontrolovat stabilitu cenové hladiny. ŠNB tedy využívá cílování cenové hladiny, které je charakteristické svým delším horizontem cílování z důvodů, že banka velmi výrazně využívá změny úrokových sazeb, které mají dopad na cenový trend domácí ekonomiky přes nabídku peněz. Problémem ovšem může být prostředí nulových úrokových sazeb a případná nutnost další snižování úrokových sazeb vzhledem k ekonomické situaci. Základními body cílování inflační hladiny v případě ŠNB jsou 3hlavní proměnné[77]:

[74] Revenda Z.: Centrální bankovnictví, Praha 2011, s.506

[75] Böhm J., Filáček J., Kubicová I., Zamazalová R.: Price-level-targeting – A real alternative to inflation targeting?, citace 7.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publications/irpn/download/rpn_1_2011.pdf

[76] The Swiss national bank – monetary policy strategy, citace 25.11.2017, Dostupné na https://www.snb.ch/en/iabout/monpol/id/monpol_strat#t3

[77] The Swiss national bank – monetary policy, citace 6.11.2017, dostupné na https://www.snb.ch/en/iabout/monpol

- Správné definování cenové hladiny
- Střednědobá inflační předpověď
- Využívání operačního cíle v podobě 3 - měsíční LIBOR sazby

Hlavní důvod proč ŠNB na rozdíl od ČNB cíluje cenovou hladinu resp. zaměřuje se na plnění cenové stability ve středně dlouhém a dlouhém horizontu je i samotná struktura švýcarské ekonomiky, která je ještě více otevřenou ekonomikou než je ta česká. Je tedy vystavena jak domácím šokům, tak i především zahraničním šokům, které poté vytváří tlak na ceny. Tato situace může nastat, pokud se agregátní poptávka po zboží a službách nepohybuje v souladu s výrobními kapacitami. Deflační tlaky můžou nastat, když nejsou plně využity výrobní kapacity. ŠNB poté může obnovit cenovou stabilitu zpřísněním své měnové politiky pomocí úrokových sazeb.

ŠNB rovněž zmiňuje, že je pro ní klíčový i ukazatel předpovědi inflace. Na rozdíl od ČNB využívá tuto prognózu hlavně na rozhodování o změnách v úrokových sazbách (LIBOR) a dále stejně jako u ČNB je míra inflace hlavním komunikačním ukazatelem směrem k veřejnosti.

Podobně jako ČNB tak i ŠNB prognózuje vývoj inflace v příštích 3 letech, což víceméně odpovídá horizontu potřebného k přenesení a k implementaci dané měnové politiky do domácí ekonomiky. Prognózy jsou založené i na předpovědi světového hospodářského vývoje a na neměnnosti domácích úrokových sazeb – tedy při konstantní domácí měnové politice.[78]

Tabulka 3 - Vývoj rozpětí 3-měsíční Libor sazby v období 2008 - 2015

Platnost	3-měsíční Libor horní hranice	3-měsíční Libor dolní hranice
8.10.2008	2	3
6.11.2008	1,5	2,5
20.11.2008	0,5	1,5
11.12.2008	0	1
12.3.2009	0	0,75
3.8.2011	0	0,25
18.12.2014	-0,75	0,25
15.1.2015	-1,25	-0,25

Zdroj:SNB interest rates, vlastní úprava

[78]The Swiss national bank – monetary policy, citace 25.11.2017, dostupné https://www.snb.ch/en/iabout/monpol/id/monpol_strat#t10

Tříměsíční Libor sazba plní důležitou roli v měnové politice ŠNB, kdy na základě vývoje inflační prognózy a inflačního cíle je zvoleno pásmo 3M LIBOR. Tato referenční úroková sazba pro mezibankovní trh nesekuritizovaných úvěrů se vypočítává jako průměr úrokových sazeb jedenácti vedoucích bank a je publikována denně. K výsledné hodnotě je přidána kladná a záporná hodnota 1% pásma a centrální se snaží držet LIBOR právě v tomto koridoru.[79]

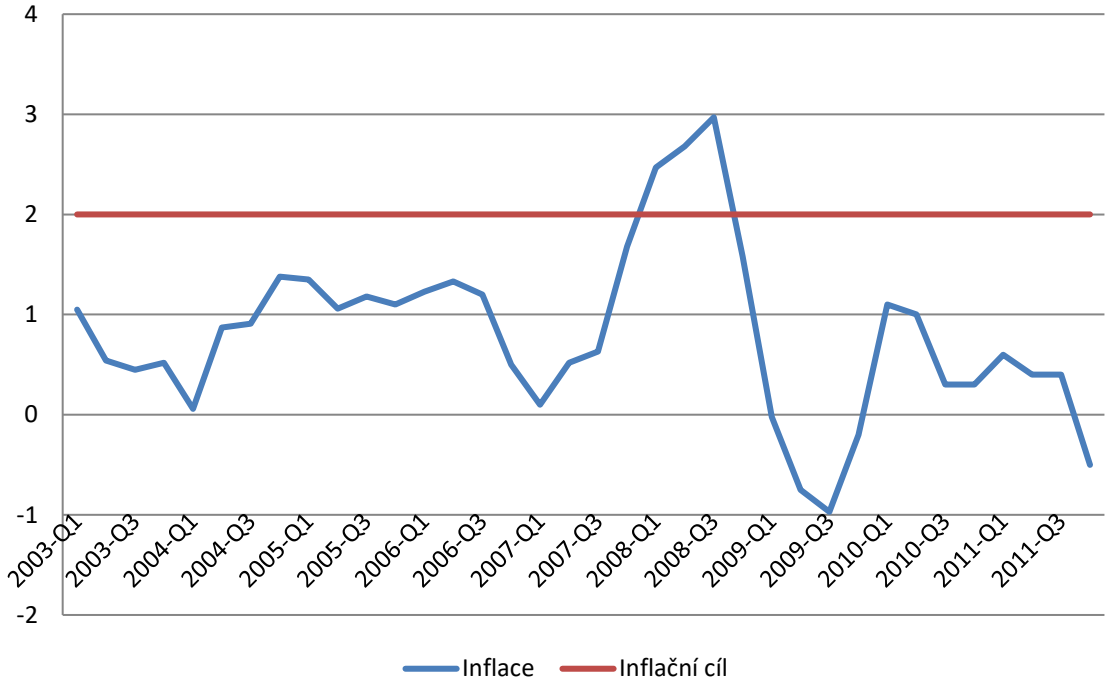
Jak už bylo řečeno, ŠNB využívá cílového rozpětí referenční úrokové sazby LIBOR k implementaci své měnové politiky. ŠNB dále čtvrtletně publikuje své měnové a ekonomické prognózy, na základě kterých určuje svoji měnovou politiku a pokud si to daná ekonomická situace žádá, tak poté také případně upravuje pásmo, ve kterém se LIBOR pohybuje.

Hlavním instrumentem měnové politiky ŠNB, ve které využívá sazby LIBOR, jsou repo transakce, které jsou využívány k ovlivňování peněžní zásoby a úrovně LIBOR. Pokud chce dosáhnout zvýšení likvidity a snížení LIBOR, tak nakupuje cenné papíry od bank a jím naopak připisuje účet s protihodnotou a zároveň se tato banka zavazuje, že v budoucnu odkoupí zpět daný cenný papír. Obchodní banka po dobu této transakce obdrží od centrální banky úvěr, na který platí úrok resp. úrokovou repo sazbu.[80] V případě nulových úrokových sazeb a potřeby dalšího měnového uvolňování, tak musí centrální banka hledat určité alternativy, jak ovlivňovat stabilitu cenové hladiny. Jak už bylo nastíněno v kapitole nulové úrokové sazby a problém deflace, tak může využívat mechanismů zásobování ekonomiky dodatečnou likviditou, kvantitativního uvolňování či jak nakonec bylo zvoleno nákupem deviza tedy ovlivňování měnového kurzu.

[79]The Swiss national bank – monetary policy stategy, citace 6.11.2017, dostupné na https://www.snb.ch/en/iabout/monpol/id/monpol_strat#t14

[80]The Swiss national bank – monetary policy stategy, citace 26.11.2017, dostupné na https://www.snb.ch/en/iabout/monpol/id/monpol_strat#t15

Graf 7 - Vývoj celkové míry inflace měřené indexem CPI v % v období 2003 - 2011



Zdroj: Economic data SNB, vlastní úprava

Podobně jako v případě ČNB, tak i ŠNB cíluje inflace na úrovni 2% s tím rozdílem, že pokud inflace klesne pod úroveň 2%, tak ŠNB nemluví o neplnění cíle. 2% inflační cíl tedy tvoří horní hranici. ŠNB využívá pro měření inflace index CPI (Consumer price index) a ve své strategii zohledňuje i situaci, kdy ne každé zvýšení cen je hned inflační a bere v potaz také nepřesnosti v měření inflace.[81] Je si vědoma, že určitým problémem v měření inflace mohou být situace, kdy dochází k nárůstu kvality zboží a služeb. ŠNB proto nezohledňuje plně tyto dopady do svých kalkulacích ve výpočtu CPI – měřená inflace je poté mírně nadhodnocená.

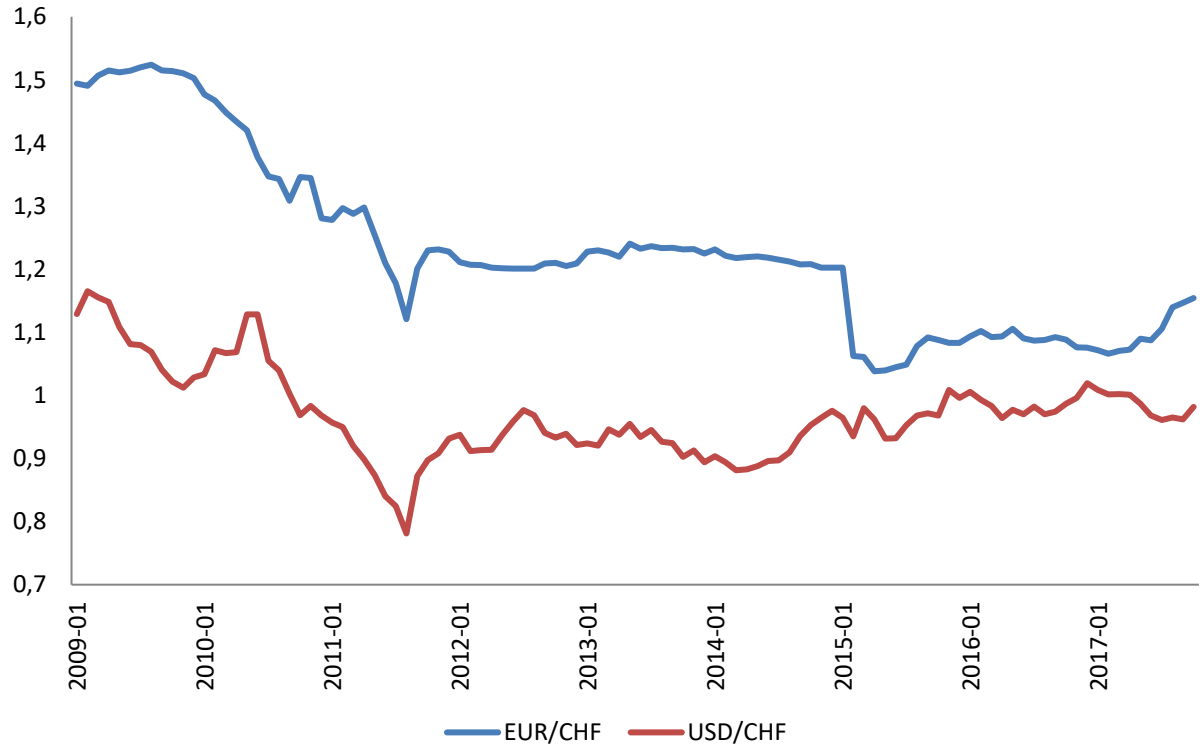
[81]The Swiss national bank – monetary policy stategy, citace 25.11.2017, dostupné na https://www.snb.ch/en/iabout/monpol/id/monpol_strat#t8

2.2.Důvody devizových intervencí ŠNB

Jak bylo nastíněno v předchozím výkladu, tak se inflace ve Švýcarsku až na rok 2008 neustále snižovala až se propadla do deflace, na což ŠNB reagovala podobě jako většina centrálních bank snižováním úrokových sazeb až na nulovou hranici. Podobně jako v případě ČNB, kdy další snižování sazeb už nebylo možné, tak následně přešla na devizové intervence.

Průběh intervencí by se dal rozdělit na takové dvě období. V prvním období intervencí, které začalo 12. březnem 2009[82], tak ŠNB oznámila, že bude provádět devizové intervence (nakupovat dolary a eura za frank). Koncem roku 2009 devizové intervence ŠNB ukončila, což následně vedlo k apreciaci franku. Banka proto ve 2. a 3. kvartálu 2010 znovu dočasně intervenovala. Druhá fáze devizových intervencí započala v září 2011, kdy ŠNB oznámila svůj kurzový závazek na úrovni 1,2 EUR/CHF. Devizové intervence byly poté ukončeny 16. ledna 2015.

Graf 8 - Vývoj kurzu EUR/CHF a USD/CHF



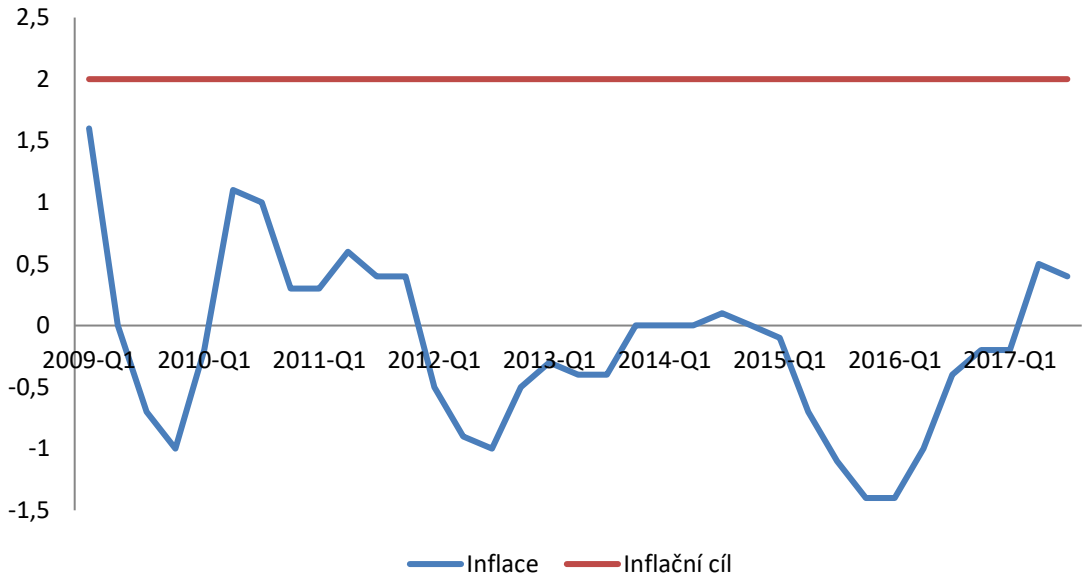
Zdroj: Foreign exchange rates SNB, vlastní úprava

[82]The Swiss national bankMonetary policy assessment of 12th march 2009, citace 6.11.2017, dostupné na https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20090312/source/pre_20090312.en.pdf

Mezi hlavní důvody, proč se ŠNB rozhodla v březnu 2009 pro devizové intervence, patří především to, že frank byl celosvětově považován za bezpečný přístav v dobách stále přetrvávající finanční krize. Jak je z předešlého grafu patrné, vlivem výrazného přílivu zahraničního kapitálu docházelo k trvalému posilování franku a sílily obavy z následného zhoršení platební bilance a zhoršování ekonomické výkonnosti země. Při posilování franku by postupně docházelo ke snižování konkurenceschopnosti domácího zboží.

Druhým důvodem bylo, že nebylo dosahováno inflačního cíle na úrovni 2% a hrozilo riziko trvalé deflace. ŠNB stejně jako ČNB a ECB vnímají deflaci jako riziko pro ekonomický vývoj.

Graf 9 - Vývoj inflace v letech 2009 až 2017



Zdroj: Economic data SNB, vlastní úprava

Pokud se podíváme na samotnou institucionální podobu ŠNB, tak se jedná o akciovou společnost vlastněnou kantonálními bankami a průmyslovými korporacemi. Přibližně třetina kapitálu je dále vlastněna soukromníky, kteří však mohou akcie přeprodávat jen dalším akcionářům banky.[83] Vzhledem k těmto skutečnostem by ŠNB měla zohledňovat práva akcionářů na zisk. Případné posilování franku negativně ovlivňuje případné výplaty zisků.

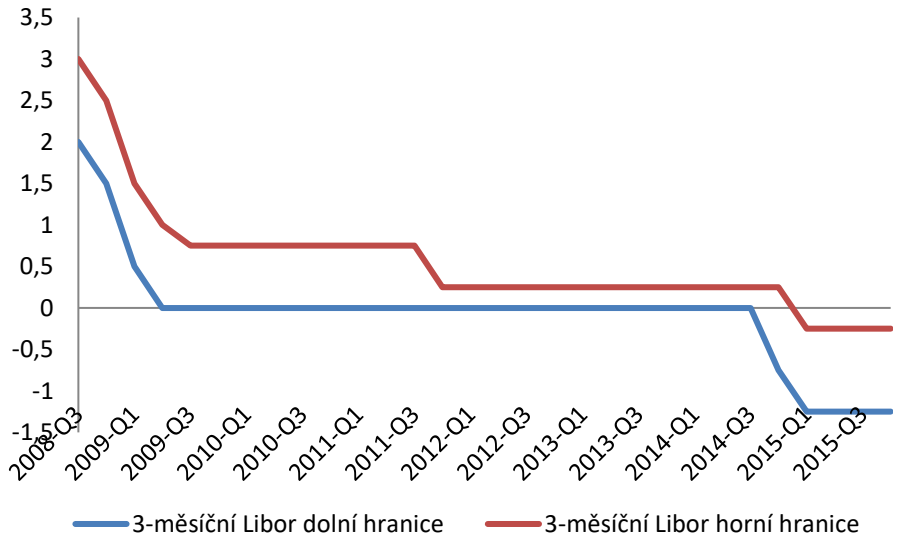
[83]Revenda Z.: Centrální bankovnictví, Praha 2011, s.505

2.3.Průběh devizových intervencí

Již v průběhu roku 2008 se snažila ŠNB zabránit posilujícímu franku krátkodobými intervencemi, kdy se snažila držet kurz na úrovni 1,5 EUR/CHF. Přesto frank stále posiloval.

Dalším problémem, který znepokojoval banku a vedl nakonec k devizovým intervencím, byla úroveň míry inflace, která se postupně změnila v deflaci. ŠNB také neustále využívala i jako nástroj své měnové politiky úrokové sazby, které konstantně snižovala. Problémem úrokových sazeb je, že nemohou být snižovány do nekonečna. V případě, že se dostanou na úroveň technické nuly, tak je jejich význam výrazně omezen. Naposledy byly sníženy v lednu 2015.

Graf 10 - Vývoj rozpětí 3-měsíční LIBOR sazby v letech 2008 - 2016



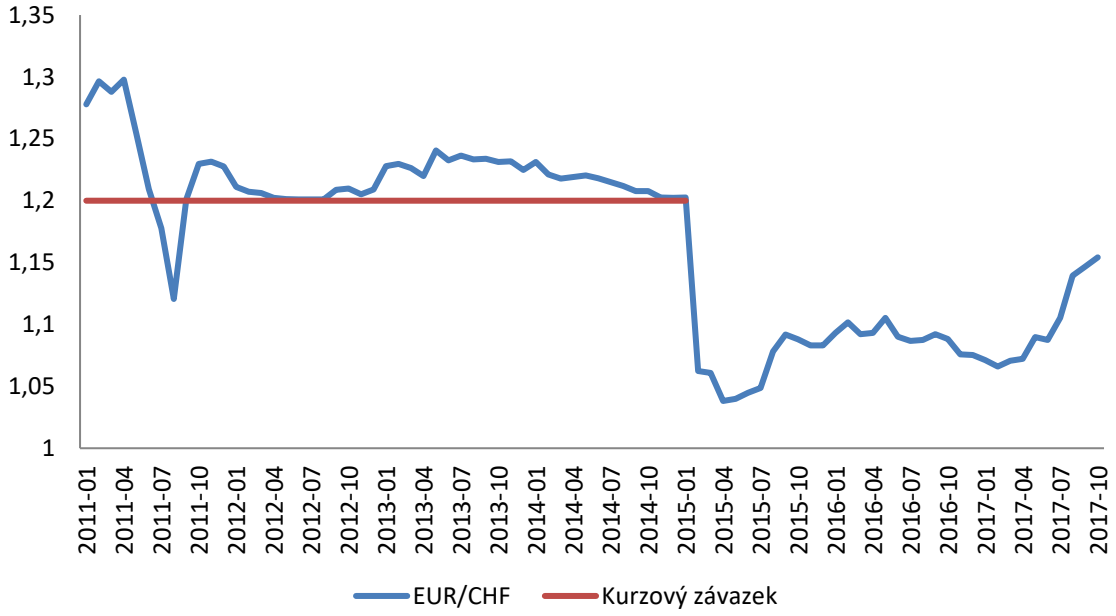
Zdroj: Economic data SNB, vlastní úprava

Mimo snižování rozpětí LIBOR sazby, tak ŠNB dále intervenovala s cílem oslabení domácí měny. I přes krátkodobé depreciace zůstával frank stále tím bezpečným přístavem a cílem investic zahraničního kapitálu a v důsledku toho měna nadále apreciovala. ŠNB také krátkodobě využívala kvantitativního uvolňování resp. nákupů státních dluhopisů obchodních bank s cílem navýšení rezerv těchto bank, ale ani tento krátkodobě využívaný mechanismus na omezení pokračující apreciace nezabral.

Z těchto důvodů a nezafungování zmíněných mechanismů se ŠNB rozhodla 15.září 2011 k intervenování měnového kurzu – 1,2 EUR/CHF s tím, že explicitně

deklarovala, že pod tuto hranici nesmí frank klesnout.[84] V podstatě se jedná o stejnou situaci, jako v případě ČNB, kdy obě banky deklarovaly téměř neomezený objem intervencí s cílem bránit zvolený kurzový závazek.

Graf 11 - Vývoj měnového kurzu EUR/CHF během intervencí a kurzový závazek



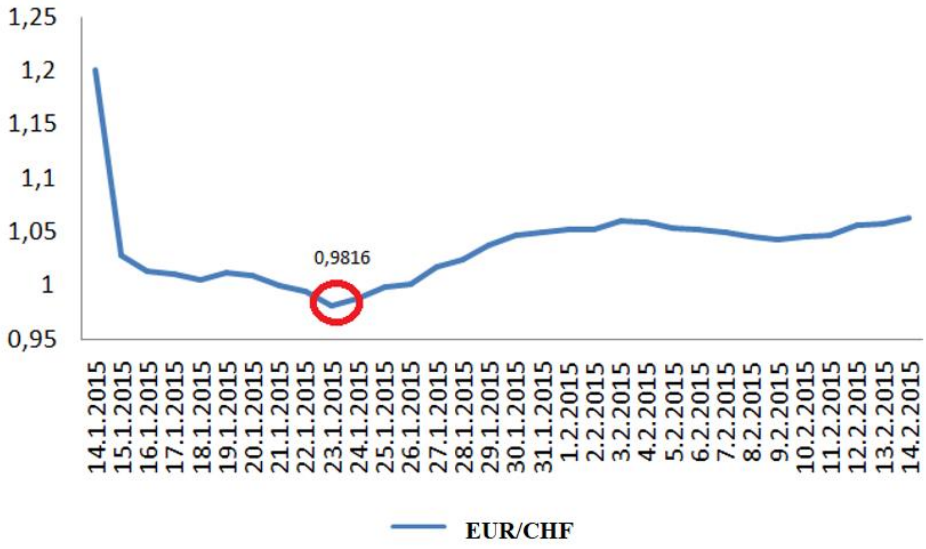
Zdroj: Economics data SNB, vlastní úprava

2.3.1. Ukončení devizových intervencí

Stejně jako ČNB, tak i ŠNB dopředu neoznámila, jak dlouho bude daný kurz bránit. K ukončení intervencí došlo 15. ledna 2015 a frank následně extrémně aprecioval. Zároveň došlo i ke změnám úrokových sazeb. ŠNB stlačila úrokové sazby pod technickou nulu. Z pásma 0 – 0,25% byla dolní hranice sazby LIBOR v prosinci 2014 nejdříve snížena na úroveň -0,75% s tím, že hned v lednu 2015 bylo celé pásmo posunuto ještě více do záporných hodnot na pásmo -0,25 až -1,25%. Centrální banka tento krok komentovala, tak že by mělo dojít z důvodů snížení úrokových sazeb k nárůstu investičních aktivit a zároveň by měl být frank méně atraktivní pro zahraniční investory.[85]

[84]The Swiss national bank – Monetary policy assessment, citace 6.11.2017, dostupné na https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20110915_1/source/pre_20110915_1.en.pdf
[85] TheSwiss national bank - Swiss National Bank discontinues minimum exchange rate and lowers interest rate to – 0.75%, citace 7.11.2017, dostupné na www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20150115/source/pre_20150115.en.pdf

Graf 12 - Vývoj měnového kurzu v období ukončení intervencí



Zdroj: ECB, vlastní úprava

Na grafu výše je znázorněn vývoj kurzu bezprostředně po ukončení devizových intervencí. Můžeme vidět, že 15. ledna v den ukončení kurzového závazku 1,2 EUR/CHF, tak frank prudce aprecioval a během pár dní klesl pod hranici 1 EUR/CHF. Nejnižší hodnoty dosahoval týden po ukončení závazku na úrovni 0,9816 EUR/CHF. Jinými slovy posílení franku během 1 týdne dosáhlo téměř 20%. Pokud bychom sledovali vývoj franku pouze 15.1.2015, tak bychom mohli pozorovat krátkodobé posílení na 0,85 franku za jedno euro, tedy téměř 30% posílení.

Hlavním důvodem, proč se ŠNB rozhodla pro ukončení intervencí, tak bylo především to, že Evropskou centrální bankou bylo dlouhodobě deklarováno, že dojde ke kvantitativnímu uvolňování[86], které opravdu proběhlo v březnu 2015.[87] ECB rozhodla, že bude nakupovat aktiva v hodnotě 60 mld. eur měsíčně.[88] Švýcarská národní banka se bála, že v důsledku kvantitativního uvolňování dojde k oslabování eura vůči dolaru, což bude následně tlačit na oslabování také franku, čímž by při dalším bránění kurzového závazku ŠNB vznikaly náklady na bránění kurzu 1,2.

[86]Kvantitativní uvolňování (quantitative easing) je měnovou politikou, kterou používají centrální banky v době, kdy se standardní ekonomické nástroje stávají neefektivními a selhávají. Nejčastější důvod QE bývá, že v důsledku měnové politiky se úrokové sazby dostaly na technickou nulu a centrální banka (mimo jejich snížení do záporu) ztrácí mechanismy na další činnosti. QE je nákup aktiv s dlouhodobějším výnosem. Zvýšenou poptávkou po dlouhodobých aktivech roste jejich cena a klesá výnos (úroková sazba). Nižší úroková sazba vede k růstu agregátní poptávky a ve výsledku i cenové hladiny.

[87] Economist: Why the Swiss unpegged the franc, citace 7.11.2017, dostupné na https://www.economist.com/blogs/economist-explains/2015/01/economist-explains-13

[88]Dědek O.: Základní fakta o kvantitativním uvolňování ECB, citace 7.11.2017, dostupné na http://www.zavedenieura.cz/cs/narodni-koordinacni-skupina/tiskove-centrum/aktuality/2015/zakladni-fakta-o-kvantitativnim-uvolnova-2437

Druhý důvod částečně souvisí s institucionální strukturou ŠNB, kdy po více než pětiletém intervenování výrazně rostl podíl deviz v aktivech centrální banky. V případě apreciace domácí měny dojde ke kurzovým ztrátám způsobených kurzovým rizikem, což následně negativně ovlivní potencionální zisky akcionářů banky.

2.4. Důsledky devizových intervencí ŠNB

Od ukončení devizových intervencí uplynuly téměř 3 roky, takže můžeme konstatovat poměrně přesné závěry z účinnosti devizových intervencí ŠNB na rozdíl od příkladu ČNB, kde byly intervence ukončeny poměrně nedávno.

Co se týče míry inflace, jak již bylo rozebráno v předešlých kapitolách, tak švýcarská ekonomika zažívala téměř 4 roky trvající deflaci. Přesněji od října 2011 krátce po stanovení kurzového závazku 1,2 EUR/CHF až do roku 2015. Tato dlouhá deflace je vysvětlována zpožděným efektům apreciačních tlaků a určitým protiinflačním tlakům.[89] Svého dna deflace dosáhla na konci roku 2015 a v současnosti je již dosaženo kladné míry inflace.

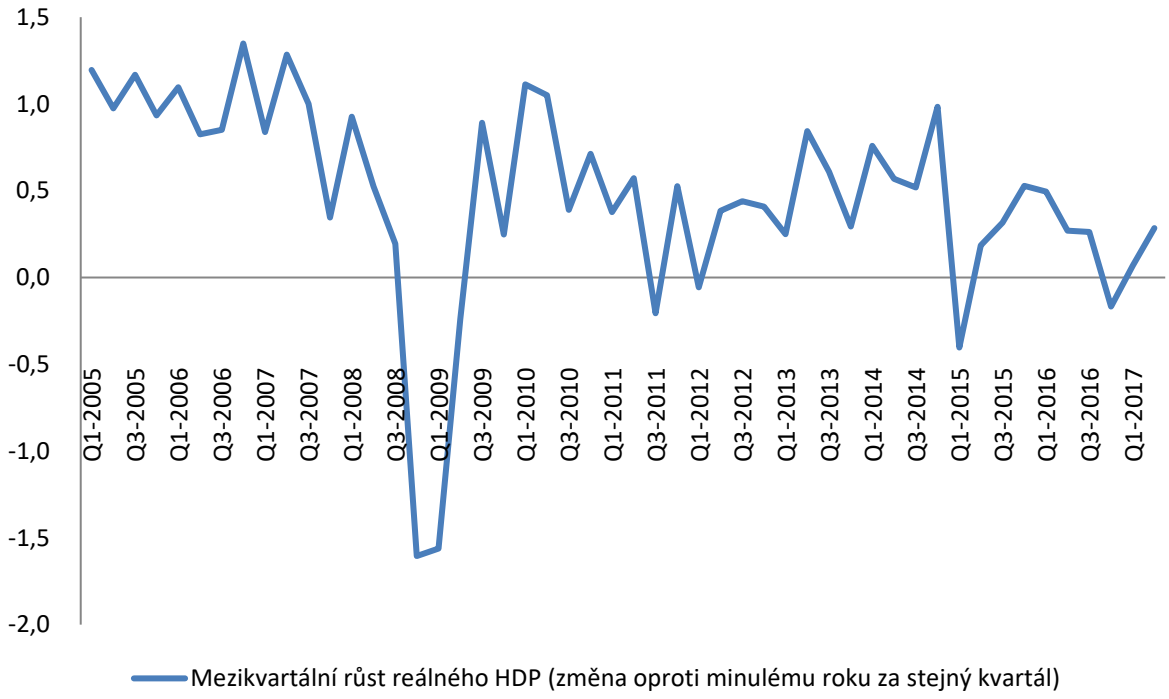
2.4.1. Hrubý domácí produkt

Klíčovou roli ve švýcarské ekonomice zastává export a domácí spotřeba. V předkrizových letech byla švýcarská ekonomika v konjunktuře, ale i tak silná ekonomika se dostala v době Finanční krize do záporných čísel, co se týče meziročního reálného růst HDP.

Posílení franku po ukončení devizových intervencí mělo především dopad na snížení konkurenceschopnosti domácích exportérů, u kterých došlo ke snižování zisků. Silná měna negativně ovlivnila i turismus, jelikož je kvůli vyšším cenám Švýcarsko méně zajímavé. Stejný pokles zaznamenala průmyslová výroba, odvětví luxusního zboží či farmacie. Je otázkou, zda tyto negativní efekty jsou vyšší, než pozitivní efekty jako například zvýšení investic či růst spotřeby.

[89] Jordan T.: The Swiss National Bank's monetary policy after the discontinuation of the minimum exchange rate, citace 7.11.2017, dostupné na https://www.bis.org/review/r150427b.htm

Graf 13 - Růst reálného HDP



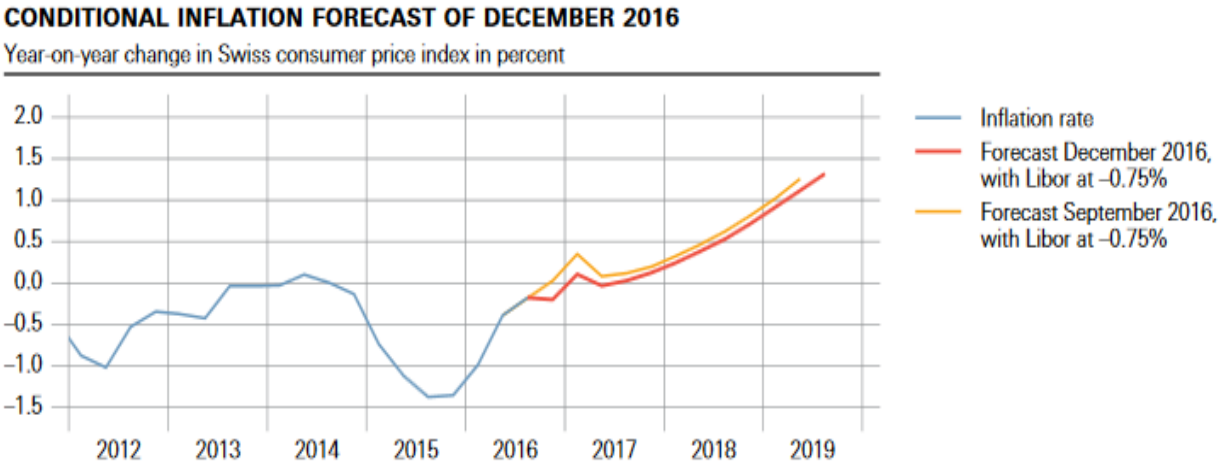
Zdroj: OECD, vlastní úprava

Graf výše znázorňuje vývoj meziročního růstu reálného HDP v letech před devizovými intervencemi resp. v letech před finanční krizí, tak i v letech kdy probíhaly devizové intervence. Stejně jako ve většině vyspělých zemí došlo v krizových letech 2008 – 2009 k propadu HDP do záporných hodnot po dobu 2 kvartálů. V dalším roce se ekonomika dostala již zpět do kladných hodnot, ale již na konci roku 2011 opět meziročně klesla. Pokles meziročního tempa růstu HDP v prvním kvartálu roku 2015 byl způsoben ukončením devizových intervencí, a jak už bylo nastíněno v předchozích kapitolách ke skokovému posílení franku a tím pádem ke znevýhodnění domácích exportérů. Vzhledem k tomu, že švýcarská ekonomika je exportně zaměřena, tak to mělo poměrně velký dopad na růst HDP.

2.4.2. Inflace

Jak již bylo diskutováno v předchozích kapitolách, tak vývoj inflace v posledních skoro dvou dekádách je téměř trvale pod hranicí 2 procent. S nástupem intervencí se nárůst deflace podařilo zastavit, ale i tak inflace nebylo dosaženo především z důvodů zpomalení ekonomického růstu většiny zemí platící eurem, dále také kvůli propadu ceny ropy na světových trzích a samozřejmě posílení franku.

Graf 14 - Předpověď vývoje inflace



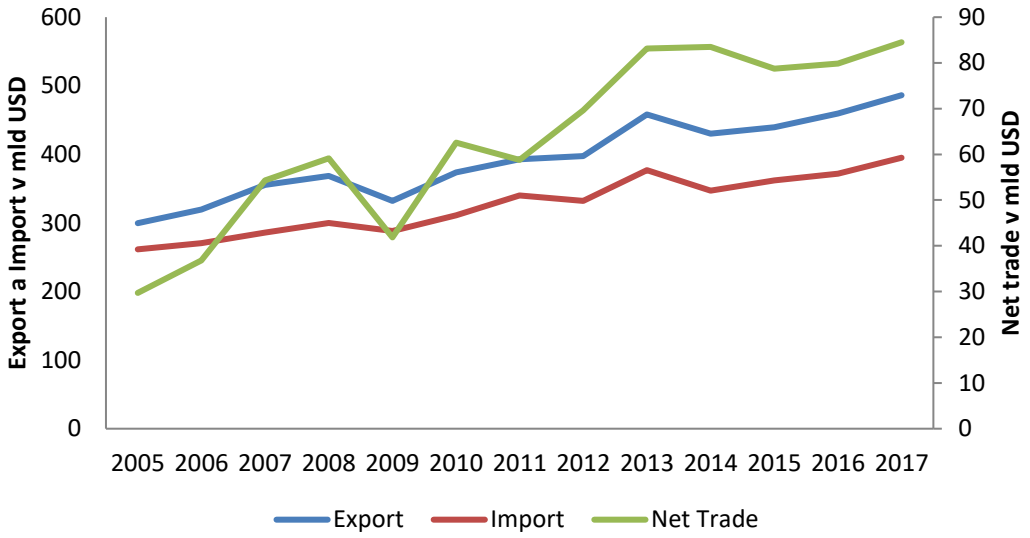
Zdroj: SNB, citace 27.11.2017, dostupné na: https://www.snb.ch/en/mmr/reference/annrep_2016_rechenschaft/source/annrep_2016_rechenschaft.en.pdf

Švýcarská národní banka ve svých ročních předpovědích předpokládala, že inflace bude dosaženo již na začátku roku 2017, ale ve skutečnosti tomu bylo až v průběhu druhého kvartálu 2017. Z těchto předpovědí je velice pravděpodobné, že inflace na úrovni 1 – 1,5% může být dosaženo nejdříve v roce 2020.

2.4.3. Zahraniční obchod

V případě depreciace platí stejná situace jako v případě České republiky, tedy že oslabení domácí měny by mělo pomoci exportérům (za splnění určitých předpokladů, které byly rozebrány v teoretické části). Co se týče hlavního rozdílu mezi švýcarským zahraničním obchodem a českým, tak švýcarské firmy dokážou produkovat zboží s vysokou přidanou hodnotou, takže jsou poté schopni dosahovat vyšších marží.

Graf 15 - Švýcarský zahraniční obchod (import, export a čistý export)



Zdroj: OECD, vlastní úprava

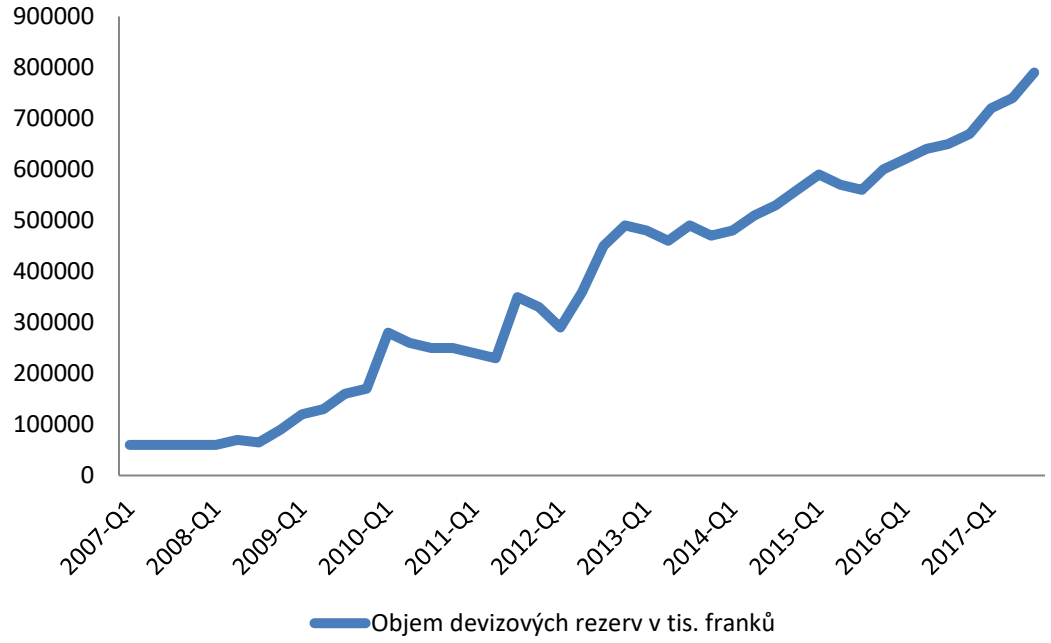
Ukončení devizových intervencí, i přestože bylo nečekané a domácí exportéři se mnohdy ani nezajišťovali proti kurzovým rizikům, tak nemělo negativní dopad na vývoj exportu resp. čistého exportu. Čemu je ovšem potřeba se dlouhodobě přizpůsobit, je nová úroveň kurzu EUR/CHF, která se postupně ustálila na úrovni 1,1 – 1,2 EUR/CHF.

Exportně orientované firmy musely čelit dlouhodobému posílení franku. Od roku 2010, kdy se frank pohyboval na úrovni kolem 1,5 EUR/CHF posílila měna k dnešnímu dni o téměř 40%. Tato situace se dá teoreticky vyřešit přesunem výroby do levnějších regionů, ale to vzhledem k tomu jaká je závislost ekonomiky na exportu, tak není příliš vhodným řešením. Druhou možností může být změna, v jaké měně jsou kalkulovány náklady. V případě, že by došlo ke změně kalkulace nákladů (mzdy) v exportně orientovaných firmách na místo frankem eurem, tak dojde k přenesení kurzového rizika z podniku na zaměstnance. Tato situace je ovšem nežádoucí pro celou ekonomiku a nese s sebou mnoho negativních důsledků.

2.4.4. Aktiva ŠNB

Podobně jako tomu bylo v případě ČNB, tak i devizové intervence ŠNB měly dopad na devizová aktiva centrální banky. Švýcarská národní banka prodávala frank a nakupovala zahraniční měny. Jednalo se především o eura a dolary, ale i další měny jako britská libra či jen.

Graf 16 - Vývoj objemu devizových intervencí v letech 2007 - 2017

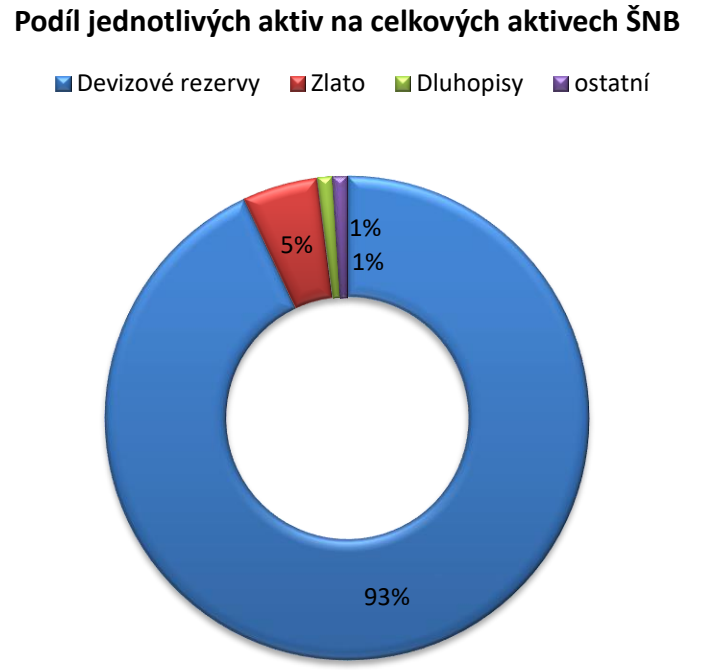


Zdroj: SNB, vlastní úprava

Z grafu výše je patrné, že ŠNB ve snaze zabránit silné apreciaci franku, tak od roku 2007 do 3. kvartálu 2011 intervenovala v objemu kolem 250 mld. CHF ale bez úspěchu. Deklarovala, že je připravena nakupovat zahraniční měny v neomezeném množství s cílem oslabovat domácí měnu. Stanovila si cíl 1,2 EUR/CHF. Postupně intervenovala v objemu 165 mld. v roce 2012, 17 mld. v roce 2013 a dalšími 41 mld. v roce 2014. Vše s cílem zabránit apreciaci franku, který mimo jiné posiloval nejen z důvodů, že pro mnohé investory se zdál být „bezpečným přístavem“, ale také z neochoty švýcarských residentů investovat v zahraničí.[90]

[90]Klein M.: Have the Swiss National Bank´s currency interventions actually been good for Switzerland?, citace 8.11.2017, dostupné na https://ftalphaville.ft.com/2017/06/02/2189554/have-the-swiss-national-banks-currency-interventions-actually-been-good-for-switzerland/

Graf 17 - Podíl jednotlivých aktiv na celkových aktivech ŠNB

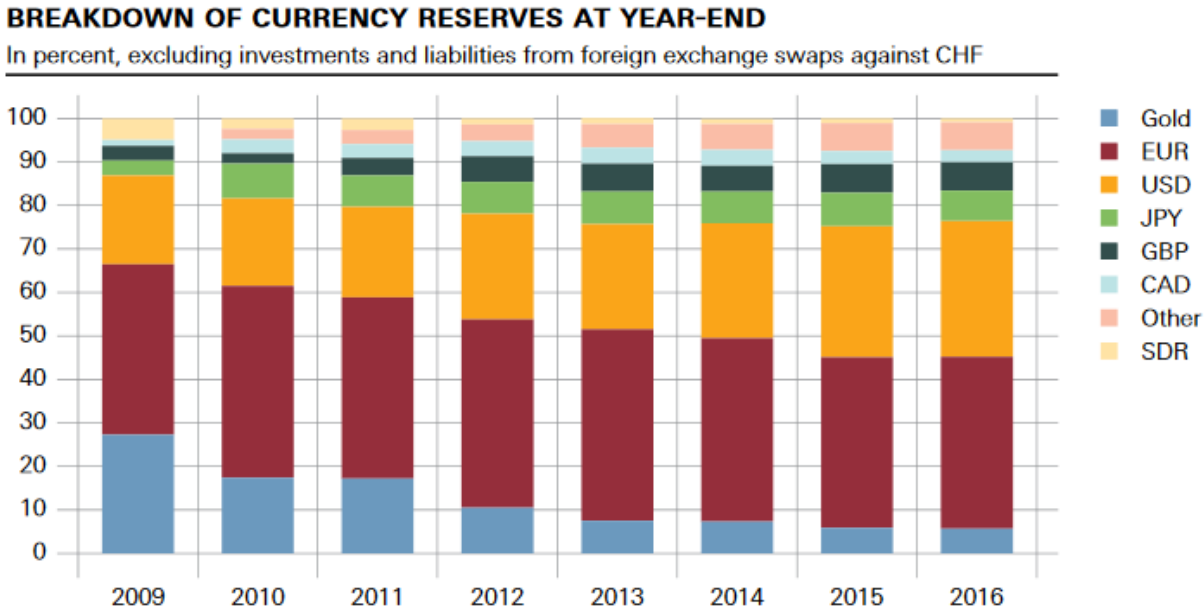


Zdroj: SNB, vlastní úprava

Na přelomu roku 2016 a 2017 byla aktiva ŠNB 747 mld. CHF, což je 106 mld. více než v předešlém roce. Tato aktiva byla z největší části tvořena devizovými rezervami (696 mld. CHF), zlatem (39 mld. CHF), švýcarskými dluhopisy (4 mld. CHF) a ostatními aktivy. Meziroční nárůst podílu devizových rezerv v aktivech banky i po ukončení intervencí byl dán tím, že došlo k určitému přecenění devizových aktiv.[91] Na dalším grafu je zobrazena struktura devizových rezerv a také v jakých měnách jsou devizové rezervy. Jak již bylo řečeno, tak rostoucí objem devizových rezerv byl jedním z důvodů ukončení devizových intervencí. Pokud nějaká měna výrazně převládá v daném objemu devizových rezerv, tak může být daná měnová politika dané centrální banky úzce spojena s měnovou politikou centrální banky země, od které vlastní měnu tvořící značný podíl devizových rezerv.

[91] Accountability report SNB, citace 7.11.2017, dostupné na https://www.snb.ch/en/mmr/reference/annrep_2016_rechenschaft/source/annrep_2016_rechenschaft.en.pdf

Graf 18 - Struktura devizových rezerv ŠNB



Zdroj: SNB, citace 25.11.2017 převzato z: https://www.snb.ch/en/mmr/reference/annrep_2016_rechenschaft/source/annrep_2016_rechenschaft.en.pdf

Co se týče objemu zlata v aktivech ŠNB, tak v listopadu 2014 proběhlo ve Švýcarsku referendum, zda navýšit podíl zlata v aktivech Švýcarské centrální banky z dosavadních 7% na 20%. Kolem 78% voličů s návrhem nesouhlasilo.[92] Tento případný krok by stejně příliš nepomohl ŠNB s její snahou zamezit apreciaci a omezit deflaci, jelikož vazba mezi podílem zlata v bilanci centrální banky a cenovou stabilitou země je přinejmenším nízká.[93] V porovnání s dalšími zeměmi mj. i s Českou republikou, tak poměr zlata v aktivech ŠNB je vyšší, než je tomu u většiny centrálních bank.

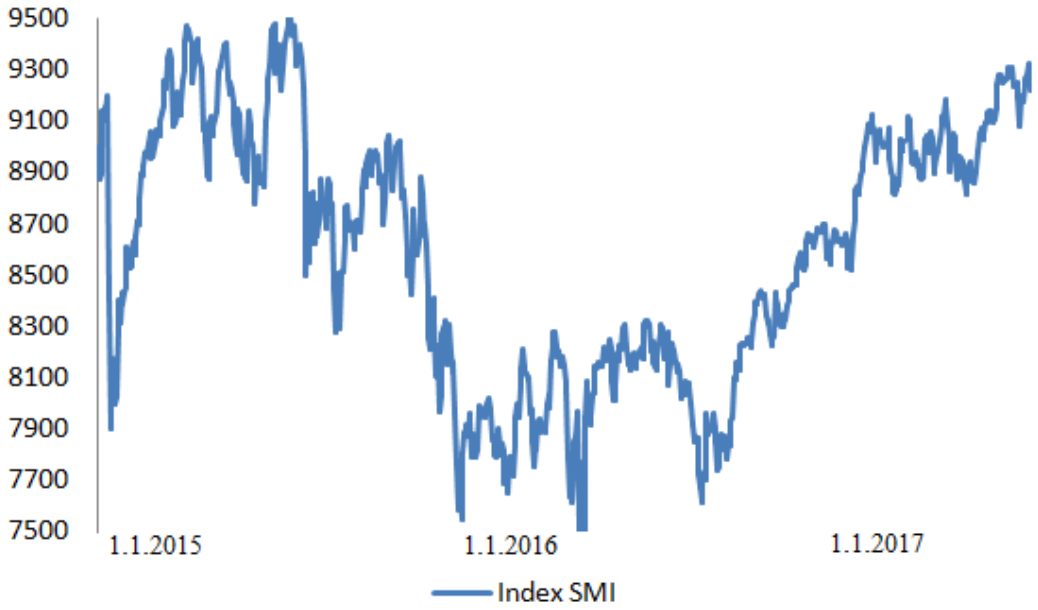
[92] Hartley J.: Swiss voters reject increasing gold reserves in referendum, citace 7.11.2017, dostupné na https://www.forbes.com/sites/jonhartley/2014/11/30/swiss-voters-reject-increasing-gold-reserves-in-referendum/#e1a97e945532

[93] The Swiss national bank – Arguments of the SNB against the initiative, citace 8.11.2017, dostupné na https://www.snb.ch/en/mmr/reference/media_dossier_gold_tjn/source/media_dossier_gold_tjn.en.pdf

2.4.5. Akciové trhy

Stejně ostře jako měnový kurz, tak reagovala i švýcarská burza a především akcie firem, které jsou závislé na exportu. Na grafu níže je znázorněn vývoj indexu SMI[94], který je nejvýznamnějším akciovým indexem ve Švýcarsku. Sdružuje 20 nejdůležitějších firem resp. přes 80% celkové kapitalizace akciového trhu ve Švýcarsku.[95]

Graf 19 - Vývoj indexu SMI v období 1.1.2015 – 1.11.2017



Zdroj:
finance.yahoo,https://finance.yahoo.com/quote/%5ESSMI/history?period1=1420066800&period2=1510182000&interval=1d&filter=history&frequency=1d, vlastní úprava

Jak je z grafu patrné, tak bezprostředně po ukončení intervencí ŠNB došlo k obrovskému propadu SMI s tím, že na svoje před intervenční hodnotu se dostaly ještě v průběhu března až dubna 2015. Ten kdo naopak na tomto propadu vydělal, tak byli zahraniční investoři, kterým se hodnota investice po následném přepočtení do dolarových, eurových či jiných měn zhodnotila. V posledních měsících můžeme opět pozorovat růst hodnoty indexu, což může být ovlivněno ustálením kurzu EUR/CHF či měnovými politikami ŠNB případně ECB a FEDu.

[94] Někdy je označován i jako blue chip index

[95] Swiss exchange – SMI, citace 9.11.2017, dostupné na https://www.six-swiss exchange.com/indices/data_centre/shares/smi_en.html

2.4.6. Dopady na spotřebitele

Vzhledem k silné apreciaci franku je dopad na spotřebitele pozitivní. Švýcarský frank za poslední dekádu výrazně posílil a nic ani na tom nezměnily devizové intervence. Kupní síla obyvatelstva vůči zahraničí se díky vývoji měnového kurzu zvýšila. Dalším věcí je, že i přes všechny snahy se nedaří ŠNB dosahovat svého inflačního cíle a cenová hladina několik let klesala. I přes tuto několikaletou deflaci se dařilo švýcarské ekonomice dosahovat ekonomického růstu i navzdory tvrzením, že deflace je pro hospodářský růst nežádoucí.

Příznivá ekonomická situace pro spotřebitele je mimo rostoucí kupní sílu umocňována i vysokou životní úrovní a velmi nízkou mírou nezaměstnanosti. V takovém to prostředí by neměly vznikat negativní dopady z posilující měny na spotřebitele.

Riziko současné ekonomické situace můžeme pozorovat v dalších letech ze situace, že spotřebitelé resp. zaměstnanci firem mohou být negativně ovlivněni posílenou měnou skrz firmy, kde jsou zaměstnáni. Zaměstnavatel v lepším případě nebude zvyšovat mzdy a v horším případě bude muset část zaměstnanců propustit. Tento problém je dán tím, že velká část švýcarských firem je exportně orientována, a tudíž jsou negativně ovlivněny silnou domácí měnou. Rizikem pro domácí spotřebitele může být i situace, že do země budou z důvodu silnější měny, chodit zahraniční pracovníci hledat práci, což je vzhledem k vysoké nezaměstnanosti v okolních zemích (Itálie a Francie) pravděpodobné a tím pádem mohou zabírat pracovní místa „dražším“ domácím pracovníkům či případně bránit rychlejšímu růstu mezd.

Z důvodu silnějšího franku je teď pro domácí spotřebitele výhodnější jezdit nakupovat spotřební zboží do zahraničí. Teoreticky se může zvýšit i investiční aktivita domácích obyvatel do nemovitostí zejména kolem hranic.

3 Intervence ČNB

Tato kapitola bude věnována analýze devizových intervencí ČNB, které začaly 7.11.2013 a byly ukončeny 6.4.2017. Devizové intervence byly usneseny rozhodnutím bankovní rady, kdy byl stanoven kurzový závazek 27 CZK/EUR a bylo deklarováno, že ČNB nenechá kurz posílit pod tuto úroveň a bude mu bránit v posílení intervencemi v neomezeném rozsahu.

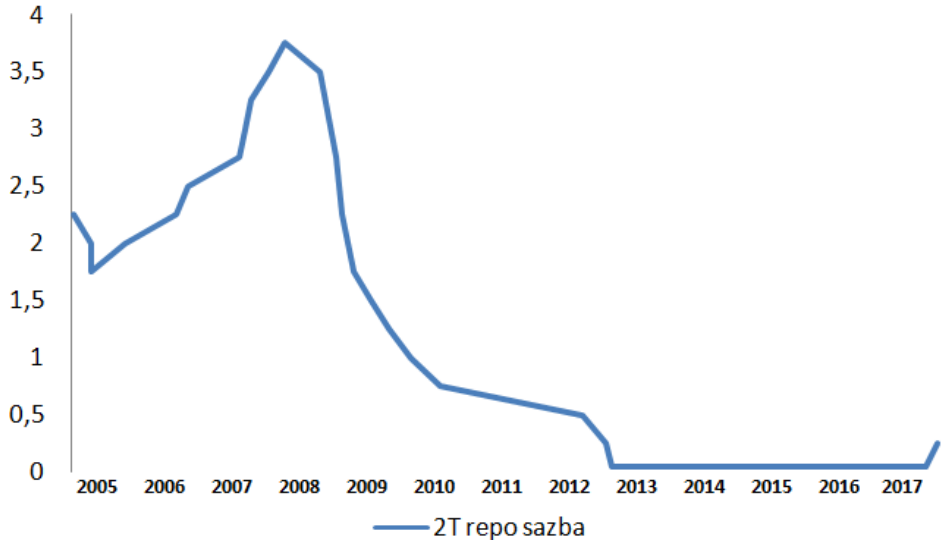
Situace, ve které se v letech 2012 – 2013 nacházela česká ekonomika, tedy prostředí nulových úrokových sazeb, vyústila nakonec k tomu, že ČNB použila alternativní nástroj své měnové politiky – devizové intervence za účelem dosažení cenové stability v ekonomice (případně podpoření hospodářského růstu). Toto rozhodnutí vyvolalo debaty o účinnosti dané politiky, smyslu centrální banky či o správnosti inflačního cílování.

Cílem centrálních bank je snaha o nastolení stále cenové stability a o maximální eliminaci cenových a ekonomických výkyvů v ekonomice. Ještě do období velké hospodářské krize se ekonomové přeli o to, zda by centrální banky měli raději usilovat o pokles cenové hladiny nebo o situaci, která je cílem dnes – tedy o stabilní cenovou hladinu.

3.1. Důvody intervencí

Ekonomická situace České republiky v letech 2012 – 2013 byla charakteristická rostoucí mírou nezaměstnanosti, poklesem domácí spotřeby a i zisků firem. V situaci tohoto hospodářského útlumu se ČNB rozhodla k použití jednoho ze svých měnových nástrojů – úrokových sazeb, které postupně snižovala až prakticky na úroveň technické nuly.

Graf 20 - Vývoj 2T repo sazby

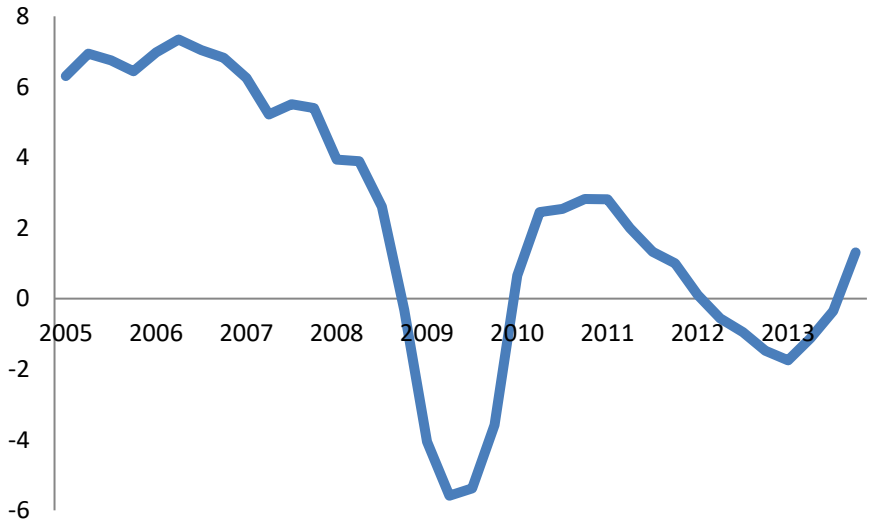


Zdroj: ČNB, vlastní úprava

Překážky, které ČNB spatřovala v dalším snižování úrokových sazeb resp. snižování sazeb do záporných hodnot, tak byly:[96]

- Upřednostňování oběživa a možná rizika z účinnosti
- Odporuje výpočtům sankcí, které ČNB uvaluje
- Rozpor s legislativou

Graf 21 - Vývoj růstu HDP v letech 2005 – 2013 (kvartální data)



Zdroj: OECD, vlastní úprava

[96]HOLUB, T., ŠMÍDKOVÁ, K., VAŠÍČEK, B.: Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR. ČNB, citace 9.11.2017, dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publikace/rpn/download/rpn_3_2014_cz.pdf

V důsledku světové finanční krize se růst české ekonomiky, který jsme dosahovali v předkrizových letech, výrazně začal zpomalovat. V roce 2009 se český ekonomický růst propadl meziročně o 5,5%. V následujících dvou letech se růst přehoupl opět do kladných čísel. Ale již v dalších letech 2012 – 2013 došlo opět k poklesu, což mělo dále negativní dopad na nezaměstnanost, pokles tržeb domácích podniků v návaznosti k poklesu zisků, klesala také spotřeba a firmy méně investovaly.

Zpomalení hospodářského růstu bylo zároveň doprovázeno nízkou inflací, kdy bylo predikováno, že v průběhu roku dojde k deflaci a nebude naplňován cíl ČNB, kterým je cenová stabilita v podobě plnění inflačního cíle 2%. Graf níže znázorňuje nejistý vývoj inflace, který ČNB predikovala v listopadu 2013.[97] Česká ekonomika se reálně blížila riziku propuknutí deflace. Příčinou vzniku deflace u nás byla především slabá domácí i zahraniční poptávka. Tato situace byla dále doprovázená zvýšeným sklonem k úsporám napříč celou ekonomikou a malou ochotou domácích subjektů investovat[98], což si vyžádalo další snižování úrokových sazeb, které už ze zmíněných důvodů nebylo dále možné. Z těchto důvodů se přestaly peníze dostatečně otáčet v ekonomice a ekonomika se začala přibližovat situaci deflační spirály.

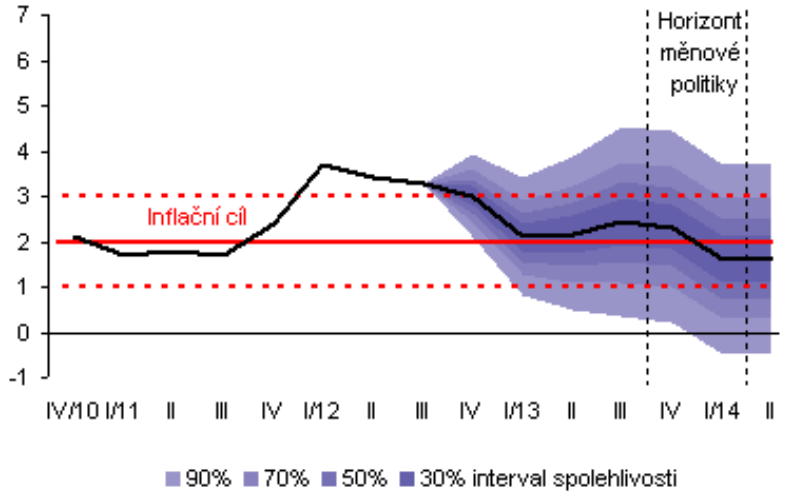
Česká národní banka se tedy obávala hrozící deflace a zároveň se snažila nastartovat ekonomický růst. Z důvodů toho, že úrokové sazby byly prakticky na technické nule a jejich další snižování tak nebylo možné, přistoupila ČNB k devizovým intervencím. Centrální banka dále deklarovala, že se bude snažit zajistit plnění inflačního cíle udržitelným rozvojem a přiblížit se do situace, kdy bude možné znovu používat svůj běžný měnový nástroj – úrokové sazby.[99]

[97] ČNB – prognóza ČNB ze 7.11.2013, citace 9.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/prognoza_1211.html

[98] ČNB – Sborník oslabení koruny, Holub T, Král P.: Deflace byla hrozbou, citace 12.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf

[99] ČNB – měnový kurz jako nástroj měnové politiky – nejčastější otázky a odpovědi, citace 9.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html

Graf 22 - Inflační prognóza ČNB ze 7.11.2013



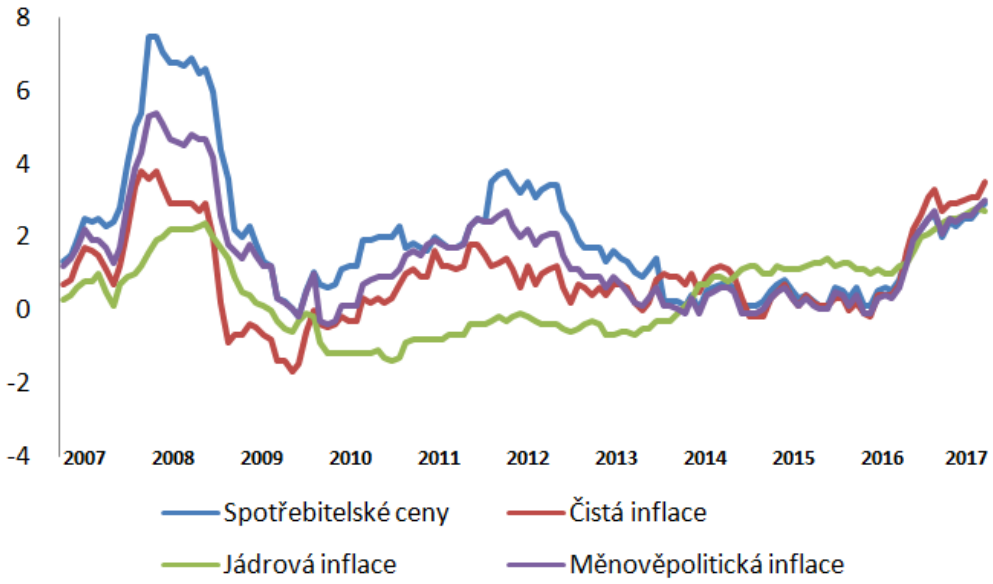
Zdroj: ČNB, citace 8.11.2017, dostupné na:
https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/prognoza_1211.html

ČNB stanovuje inflační cíl podle meziročního přírůstku spotřebitelských cen. Inflační cíl je stanoven na 2% úrovni s tím, že je možné jeho jedno procentní kolísání na obě strany. Centrální banka bere kromě indexu spotřebitelských cen v potaz i další druhy inflace.

- *Index spotřebitelských cen* je definován jako průměrná úroveň cen daného spotřebního koše, který jsou konzumován průměrnou domácností. Jsou zde obsaženy výdaje na výrobky tak i na služby.[100]
- *Čistá inflace* znázorňuje vývoj inflace, která je očištěná o změny nepřímých daní a regulovaných cen.[101]
- *Korigovaná míra inflace* je očištěna o pohonné hmoty[102]a ceny potravin - tedy položky značně volatelní. Mimo to jsou vyloučeny i administrativní položky.[103]
- *Měnově politická inflace* je očištěná o dopady změn nepřímých daní.[104] V takové situaci se jedná o exogenní šok, na který centrální banka nereaguje.

[100] Helísek M.: Makroekonomie, Praha 2002, s. 201
[101]Černohorský J, Teplý, P..: Základy financí, Praha 2011, s. 97
[102]Někdy bývá označována jako core inflation
[103]Rojíček M. a kolektiv: Makroekonomická analýza - teorie a praxe, Praha 2009, s. 382
[104]Rojíček M. a kolektiv: Makroekonomická analýza - teorie a praxe, Praha 2009, s. 383

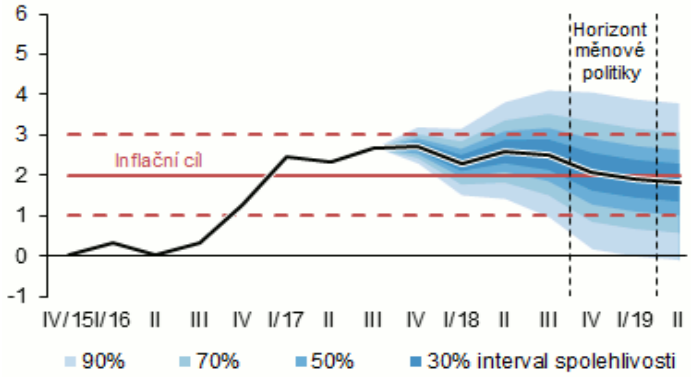
Graf 23 - Vývoj míry inflace (meziroční změny na měsíčních datech)



Zdroj: ČNB – ARAD systém, vlastní úprava

Graf výše nám znázorňuje vývoj inflace od krizových let 2007-09 přes období intervencí až do roku 2017, kdy už byly intervence ukončeny. Můžeme pozorovat, že různé druhy inflací se od sebe liší svojí volatilitou, jelikož mnohé jak už bylo nastíněno, bývají očištěny o různé proměnné. Nejnižší volatilita je pozorována u jádrové inflace, která je očištěna právě o ty nejvolatilnější položky, jako jsou pohonné hmoty, potraviny či administrativní položky. Pokud sledujeme index CPI, tak ten společně i s dalšími druhy sledovaných inflací před listopadem 2013 klesal a jak také ČNB deklarovala, hrozbu propadu do deflace se snažila zamezit intervencemi. Úroveň inflace v období intervencí byla víceméně konstantní. Na přelomu roku 2016 a 2017 začala růst a aktuálně (listopad 2017) se pohybuje kolem 2,5%.

Graf 24 - Inflační prognóza ČNB 2017

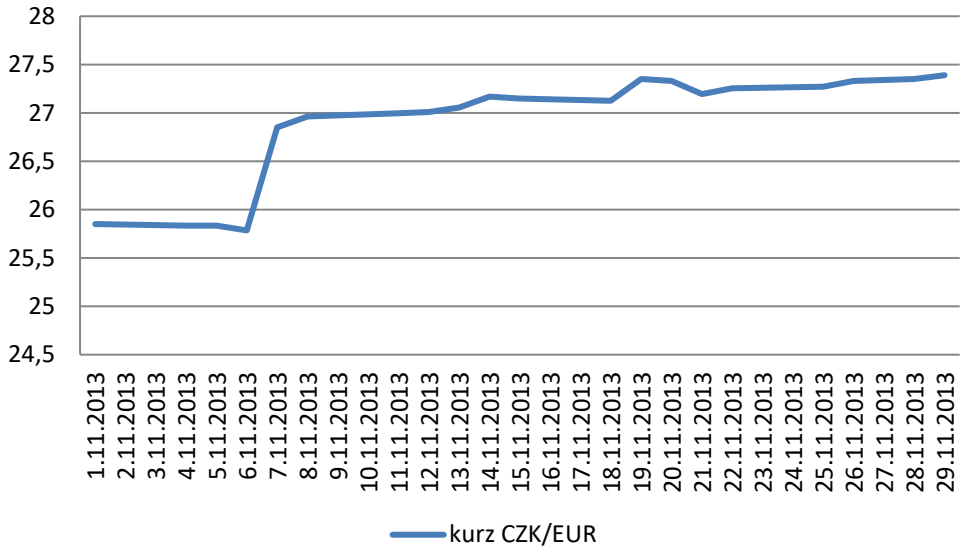


Zdroj: ČNB, citace 8.11.2017, převzato z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/

3.2. Průběh důsledky intervencí

Devizové intervence byly započaty 7.11.2013 z důvodů, které byly nastíněny v předchozích kapitolách. Bankovní rada České národní banky rozhodla, že ponechá stávající úrokové sazby na dosavadní úrovni[105] a dále bude používat devizový kurz jako nástroj její měnové politiky a zároveň bude intervenovat na oslabení koruny v takovém rozsahu, aby byl udržen kurz kolem hladiny 27CZK/EUR.[106]

Graf 25 - Vývoj měnového kurzu CZK/EUR během listopadu 2013



Zdroj: ČNB, vlastní úprava

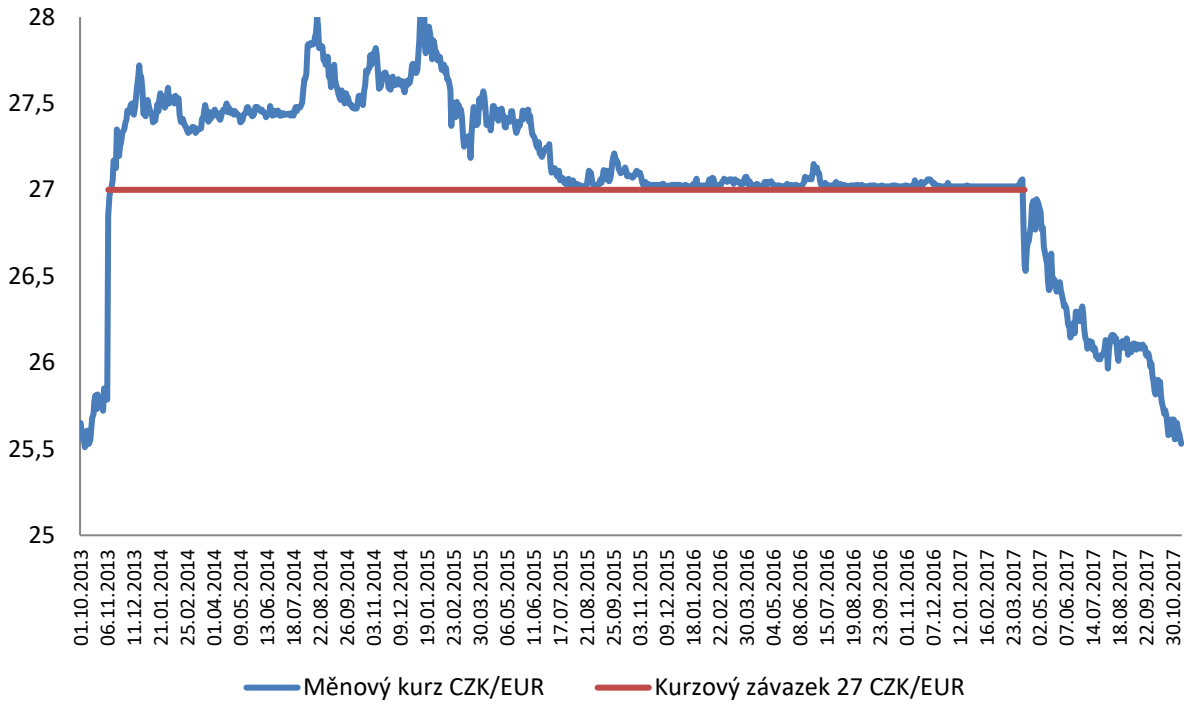
Intervence ČNB výrazně ovlivnily vývoj měnového kurzu CZK/EUR. Jak už bylo nastíněno na grafu výše - koruna během 5 dnů depreciovala z úrovně 25,8 CZK/EUR na hodnotu 27 CZK/EUR. Ještě do konce roku 2013 se kurz propadl na hodnotu 27,72 CZK/EUR. Na počátku roku 2014 poté mírně koruna posilovala. Vrchol přišel v lednu 2015, kdy kurz dosáhl hranice 28,41 CZK/EUR. Důvodem tohoto oslabení podle tehdejšího guvernéra Miroslava Singera byla nízká inflace, která tehdy byla v prosinci 2014. Inflace se tehdy blížila záporným hodnotám a trhy se domnívaly, že ČNB bude proti těmto deflačním rizikům zasahovat možným posunem kurzového závazku

[105] 2T repo sazba = 0,05%, diskontní sazba = 0,05%, lombardní sazba 0,25%
[106] ČNB ponechá úrokové sazby beze změny, rozhodla o intervencích, citace 10.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2013/20131107_menove_rozhodnuti.html

až na úroveň 28 CZK/EUR.[107] Poté co ČNB nějak do vývoje nezasahovala, tak se začal kurz opětovně přibližovat k hranici 27 CZK/EUR.

Vliv na posilování koruny mělo, kromě dalších devizových nákupů centrální bankou, také kvantitativní uvolňování Evropskou centrální bankou, která začala každý měsíc nakupovat aktiva v hodnotě 60 mld. eur. Vývoj měnového kurzu CZK/EUR v období listopad 2013 – listopad 2017 je znázorněn na grafu níže.

Graf 26 - Vývoj měnového kurzu CZK/EUR



Zdroj: ČNB, vlastní úprava

Intervence České národní banky byly původně plánovány minimálně do začátku roku 2015.[108] Centrální banka ovšem neustále oddalovala konec devizových intervencí, k jejichž ukončením se rozhodla 6.dubna 2017. Důvod ukončení devizových intervencí byl postupný nárůst inflačních tlaků zejména v domácí ekonomice sledovaný přes jádrovou inflaci a také postupný nárůst cen ropy a růst cen potravin.

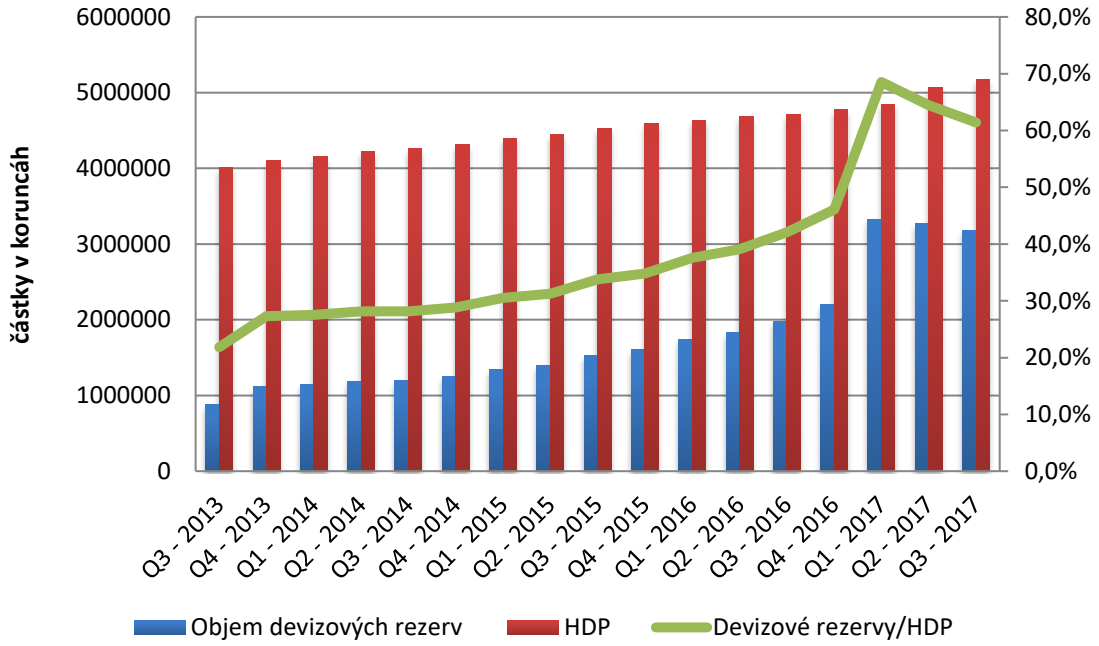
[107] Čím by dán propad korun v posledních dnech? ČRO Radiožurnál, citace 10.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2015/cl_15_150115_singer_radiozurnal.html
[108] ČNB – tisková konference bankovní rady, citace 10.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2013/download/tk_08sz2013_cz.pdf

3.2.1. Objem devizových intervencí

Devizové rezervy jsou součástí aktiv centrální banky a tvoří její největší část. Mezi devizové rezervy můžeme zařadit cenné papíry, které tvoří největší část devizových rezerv. Mezi tyto cenné papíry můžeme zařadit akcie a dluhopisy nakoupené od zahraničních subjektů. Dále mezi devizové rezervy patří vklady centrální banky u zahraničních institucí, což jsou vklady na termínovaných nebo běžných účtech. V neposlední řadě sem patří ostatní pohledávky, což jsou úvěry zahraničním subjektům.[109]

Na následujících grafech je znázorněno, jak postupně narůstaly devizové intervence a jak se měnil poměr devizových rezerv vůči HDP.

Graf 27 - Vývoj objemu devizových intervencí a jejich poměr vůči HDP[110]



Zdroj: ČNB, ČSÚ, vlastní úprava

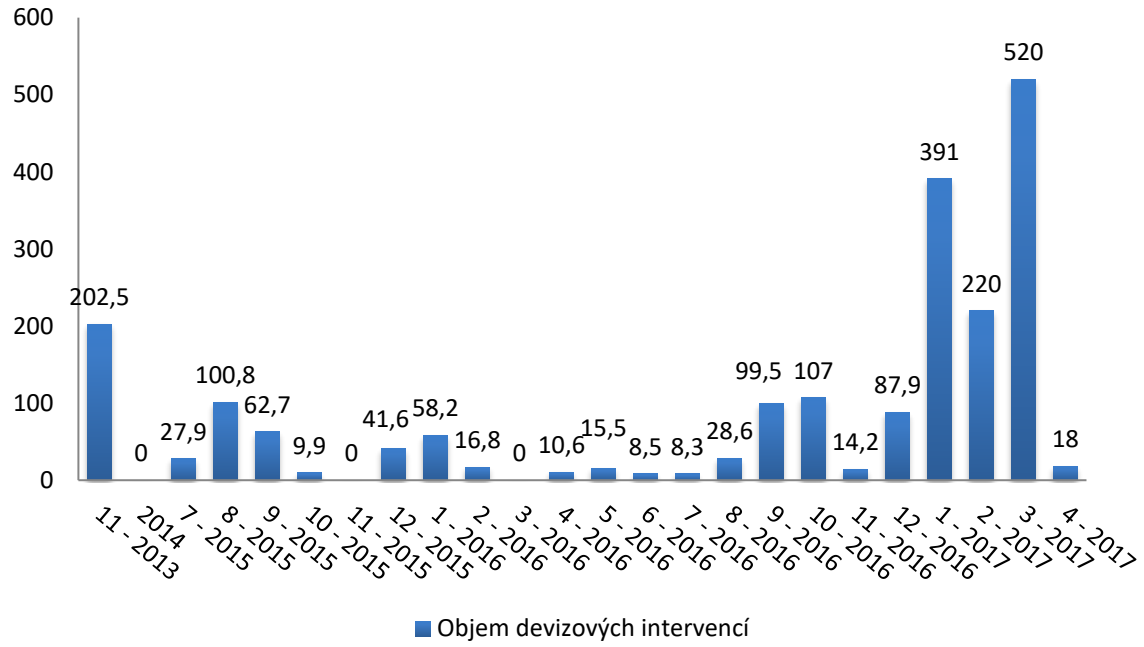
Devizové rezervy téměř kontinuálně rostly stejně tak jako jejich poměr vůči HDP, který i přes pokles v posledním kvartálu patří mezi nejvyšší v Evropě (stále ovšem výrazně nižší než ve Švýcarsku). Pokles tohoto poměru je dán především posilující korunou, která tak snižuje reálnou hodnotu eurových aktiv nakoupených centrální bankou a samozřejmě skvělými výsledky české ekonomiky v posledních kvartálech.

[109] ČNB – bilance CB, citace 11.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/dekadni_bilance/cnb_bilance.html
[110] 3. kvartál roku 2017 je odhad

Devizové intervence výrazným způsobem navyšovaly devizové rezervy centrální banky. Česká národní banka nakupovala zahraniční měnu za domácí korunu, čímž vytvářela tlak na oslabování koruny. V praxi intervence vypadaly tak, že centrální banka nakoupila eura, které pak investovala nejčastěji do zahraničních dluhopisů či akcií. Tyto aktiva ji pak přináší určitý výnos.

ČNB se snaží investovat do bezpečných a běžných aktiv, ve svém investičním rozhodování je spíše tedy konzervativní. Centrální banka veřejně neinformuje, kdy a v jakém objemu intervenuje. Nepřímo se dají tyto informace vysledovat z její bilance. Pravděpodobný budoucí vývoj, jak bude centrální banka s vysokým objemem devizových rezerv pracovat, bude pravděpodobně jejich další investování s cílem diverzifikovat a co nejvíce snižovat riziko případné ztráty plynoucí z držby rozdílných aktiv. V takovém případě se dá asi předpokládat, že ČNB bude investovat do instrumentů, které ponesou přiměřený zisk a nízké riziko. Tato konzervativnější strategie může mít podobu investic do dluhopisů s delší durací, další diverzifikace tedy pestřejší měnové rozložení investic.

Graf 28 - Vývoj objemu devizových intervencí



Zdroj: ČNB, vlastní úprava

Největší obchod, který ČNB na devizovém trhu provedla, byl dlouho dobu ten z poloviny listopadu 2013, kdy prodala korunu, resp. nakoupila eura v objemu

202 mld. Kč. Po celý rok 2014 nebyla centrální banka příliš aktivní na devizovém trhu. Především v roce 2015 přišlo několik nákupu s tím, že největší byl v polovině srpna v objemu 100 mld. Kč. Největší nákup, jaký Česká národní banka provedla, byl v březnu 2017, kdy nakoupila zahraniční měny v objemu více než půl bilionu korun. Celkový objem devizových intervencí v období listopad 2013 až duben 2017 činí kolem **2,050** bilionu korun.

Devizové rezervy ČNB jsou vedlejším efektem devizových intervencí a je otázkou, co s nimi. Devizové rezervy nejsou problém pro otevřenou ekonomiku s aktuálně volně pohyblivým kurzem, jako tomu aktuálně je v České republice. Problém ovšem je výše devizových rezerv, nejlépe názorná na poměru vůči HDP. V tomto ukazateli patří Česká republika mezi země s nejvyšší hodnotou. Negativní dopady nadměrných devizových rezerv mohou nastat v případě rychlého přistoupení České republiky do eurozóny, kdy může docházet k významným ztrátám, jelikož není zde určité krytí kurzového rizika. Dalším problémem může být případ velmi silné apreciace koruny, kdy by poté mohla mít centrální banka likvidní problémy.

3.2.2. Dopady na kapitálové trhy

Jak už bylo v předchozí kapitole nastíněno, tak objem devizových intervencí v porovnání s výší HDP byl obrovský. ČNB se zpočátku nedařilo naplnit cíl, který si předsevzala a to dostat inflaci k úrovni, který si vytyčila – tedy 2 % inflaci. To se jí povedlo až po téměř třech letech devizových intervencí v období, kdy docházelo k ekonomickému růstu prakticky v celé Evropě. Je tedy otázka, jak moc velkou zásluhu na pozitivním ekonomickém růstu máme přisuzovat právě devizovým intervencím.

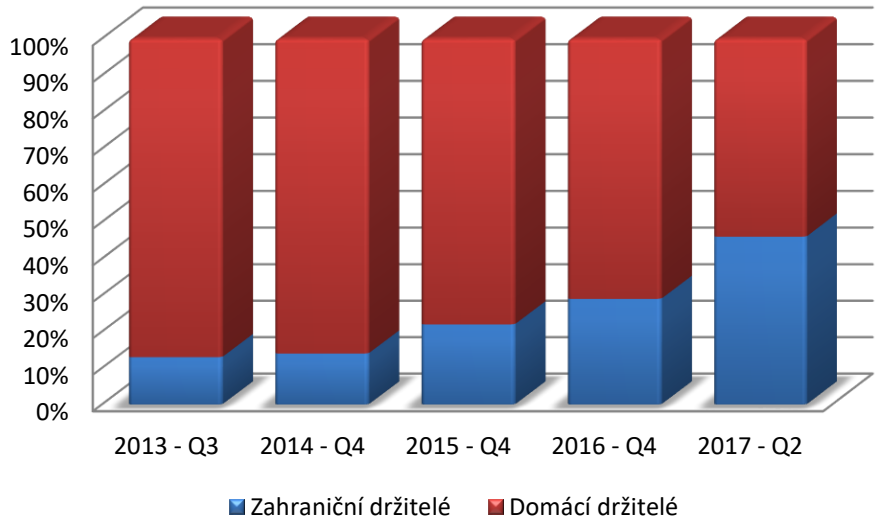
Dopad centrální bankou zvolenou expanzivní měnovou politikou, která byla ve sledovaném období charakteristická prostředím nízkých úrokových sazeb[111] a uměle podhodnocenou korunou, na českou ekonomiku byl takový, že se podařilo podpořit ekonomický růst. Pozitivní důsledky intervencí pravděpodobně již byly vstřebány, ovšem negativní dopady na ekonomiku budeme pravděpodobně sledovat až v delším období.

Jedním z možných negativních dopadů devizových intervencí může být bublina u cen některých aktiv. Zejména se jedná o trhy s nemovitostmi či trh cenných papírů. Prostředí nulových úrokových sazeb a díky intervencím nadměrné likvidity v bankovním

[111]Diskontní sazba je již od roku 2012 na úrovni 0,05%

sektoru způsobilo situaci, že se banky začaly orientovat na trh s nemovitostmi a spotřebitelé z důvodů nulových úrokových sazeb začali hledat možné příležitosti, jak investovat své volné finanční prostředky. Nejčastěji investovali do nákupu nemovitostí financované formou „levné“ hypotéky a výrazně začal narůstat objem úvěrů v ekonomice. Z důvodů všemožných regulací a nárůstu byrokratizace ale klesá výstavba nových nemovitostí a tím pádem klesá nabídka. Růst poptávky a pokles nabídky má dopad, že roste cena nemovitostí a vzniká riziko hypoteční bubliny.[112]

Graf 29 - Podíl domácích a zahraničních držitelů korunových dluhopisů



Zdroj: Ministerstvo financí, vlastní úprava

Co se týče trhu cenných papírů, tak se poměrně výrazně proměnila struktura vlastnictví korunových dluhopisů od domácích investorů směrem k zahraničním investorům. Nárůst poptávky po korunových dluhopisech z důvodu spekulací na změny měnového kurzu CZK/EUR tlačil cenu dluhopisů nahoru, tím pádem výnosy klesaly až do záporných hodnot.[113]

Zahraniční investoři spekulovali na posílení koruny po ukončení devizových intervencí centrální bankou. Jak je z grafu výše patrné, tak z těchto spekulačních důvodů se značně proměnila struktura vlastnictví dluhopisů. Ještě ve třetím kvartálu 2013 byl podíl zahraničních vlastníků korunových dluhopisů pouze 13%, naproti tomu v druhém kvartálu roku 2017 to bylo již 46%.

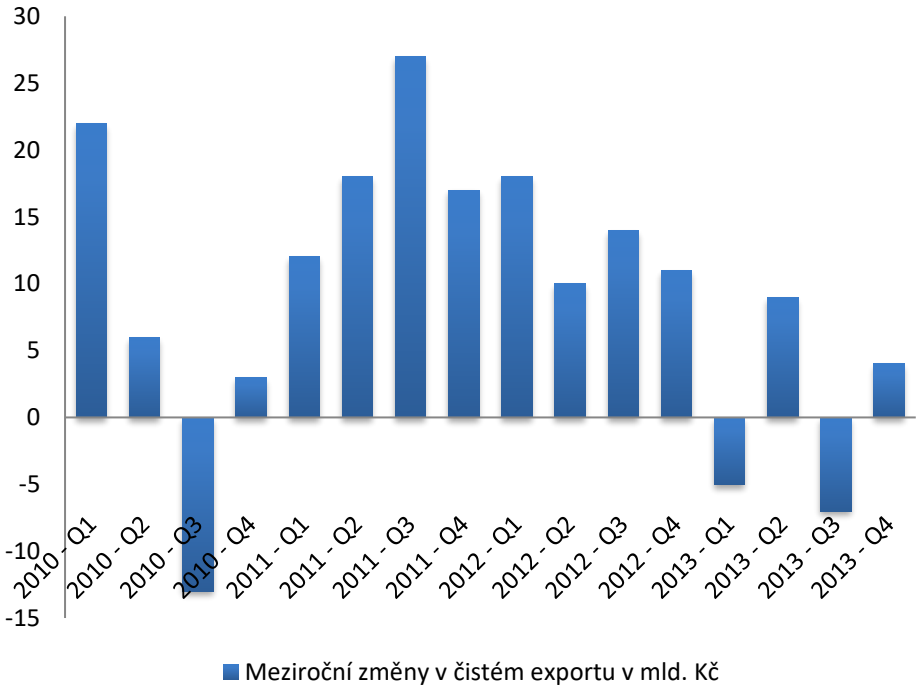
[112] ČNB se v poslední době snaží omezit riziko na trhu s nemovitostmi tím, že se snaží omezovat poskytování hypoték atd.
[113] V prosinci 2016 měl dluhopis s dvou letou splatností záporný výnos -0,94% (data ČNB)

Tento výrazný nárůst zahraničních vlastníků představuje možné budoucí riziko pro domácí ekonomiku a možnou zranitelnost finančního sektoru. Až nastane v dalších měsících a letech situace, kdy se budou zahraniční investoři zbavovat těchto korunových dluhopisů, tak pak to jednak může ovlivnit případné výnosy a ceny těchto aktiv ale zároveň to může mít dopady na hodnotu měnového kurzu koruny.

3.2.3. Vývoj exportu

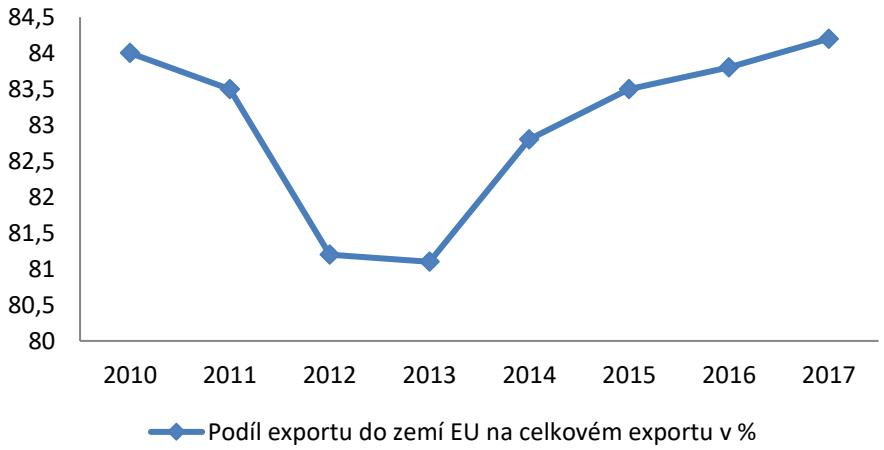
Vývoj čistého exportu v před intervenčních letech 2010 – 2013 byl, jak nám ukazuje následující graf značně volatilní. Ve třetím kvartálu 2010 a pak v prvním a ve třetím kvartálu 2013 se dokonce dostal do záporných hodnot. Po celý rok 2011 i 2012 byla meziroční změna čistého exportu kladná. V kvartálu, kdy začaly devizové intervence, tak došlo k meziročnímu poklesu 7 mld. Kč, ovšem kvartál před tím byla situace ještě opačná – došlo k meziročnímu nárůstu 14 mld. Kč.

Graf 30 - Čistý vývoz v letech 2010 - 2013



Zdroj: ČNB, vlastní úprava

Graf 31 - Podíl vývozu do zemí EU na celkovém exportu v letech 2010 - 2017



Zdroj: ČSÚ, vlastní úprava

Důsledkem devizových intervencí se zastavil trend nižší exportní závislosti českých exportérů na zemích EU. Efektem může být vyšší ekonomická propojenost s německým trhem potažmo ekonomickou situací v EU. Tato situace, která nastala, může být jedním z negativních efektů intervencí, jelikož roste už tak vysoká závislost na trzích EU. Tím, že se zvýšila naše závislost na trzích EU, tak zároveň roste počet transakcí prováděných v eurech, čímž může teoreticky dojít ke snížení účinnosti některých měnových nástrojů centrální banky.

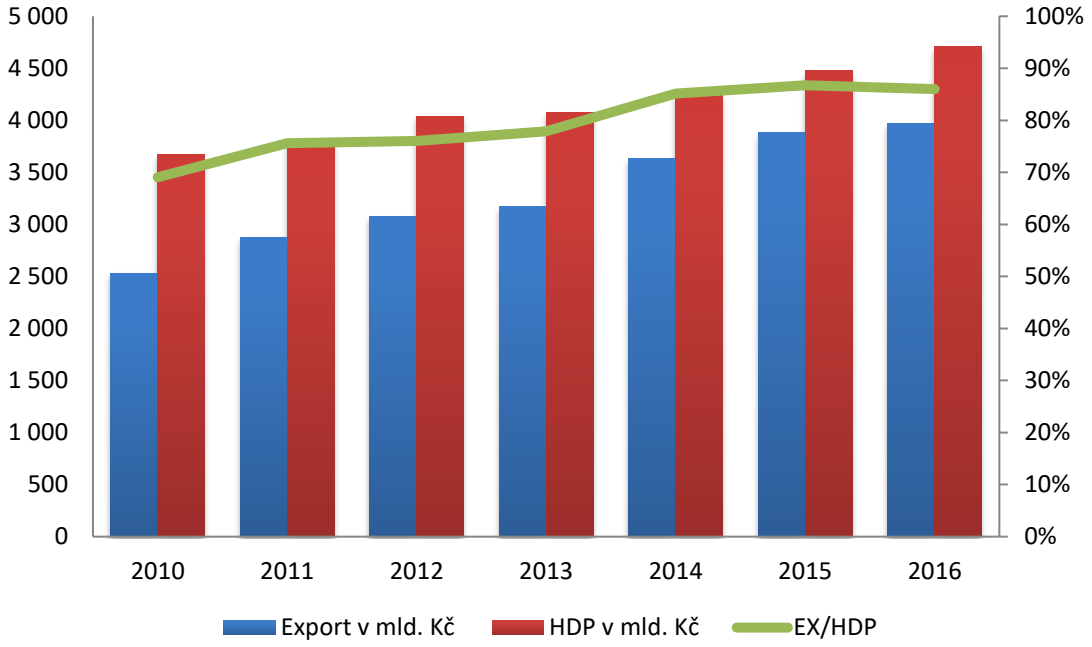
Na následujícím grafu můžeme vidět vývoj exportu v absolutních číslech a zároveň poměru exportu vůči HDP v období 2010 – 2016. V České republice jako v malé otevřené ekonomice hraje export důležitou roli. Exportní firmy reagují na znehodnocení domácí měny zpravidla dvěma možnými situacemi. Obě dvě situace vedou ve výsledku k navýšení zisků.

První situací je, kdy daná firma využije, že domácí měna díky depreciaci kurzu oslabila vůči měnám zahraničním a na tuto situaci nebude reagovat změnou ceny v zahraničí, jelikož se jí v důsledku oslabení měny zvednou zisky. Jinými slovy po znehodnocení koruny dostávají exportéři na zahraničních trzích za své výrobky 27 korun v porovnání s cenou, která platila před znehodnocením koruny, kdy dostávali „pouze“ 25,5 koruny. Došlo tedy vlivem znehodnocení koruny ke zvýšení jejich zisků, aniž by museli měnit cenu zboží v zahraničí.

Druhou reálnou možností je, že daná firma sníží v zahraničí ceny svých výrobků s motivací dosažení vyššího tržního podílu na daném zahraničním trhu a rozdíl mezi ziskem před snížením a po snížení ceny je vykompenzován změnou devizového kurzu.

Platí tedy, že procentuální změna devizového kurzu musí být alespoň rovna procentuálně změně ceny zboží dané firmy. Vyššího zisku tedy dosáhne díky zvýšení tržního podílu vlivem nižší ceny. Vyšší zisk má následně dopad i na zvýšení poptávky po práci od firmy - dojde ke zvýšení zaměstnanosti.

Graf 32 - Vývoj exportu mezi lety 2010 - 2016



Zdroj: ČSÚ, vlastní úprava

Pozitivní důsledek vyšší exportní činnosti je ve vyšších ziscích exportních firem, které si následně mohou dovolit více investovat. Díky vyšším investicím roste zaměstnanost, která tlačí na pokles volných pracovních míst. Díky vyšší poptávce po práci rostou mzdy zaměstnanců. Při vyšších mzdách dochází k nárůstu kupní síly celého obyvatelstva, což následně tlačí na zamýšlenou vyšší cenovou hladinu.

V případě exportně orientovaných firem je také důležité určité zajištění se proti kurzovému riziku. Nejzákladnějším instrumentem, jak se proti kurzovým výkyvům zajišťovat je pomocí forwardových kurzů. Toto zajištění má smysl, pokud se jedná o zajištění minimálně v jednotkách milionů korun. Většinou se jedná o společnosti, které mají vysoké obraty či hledají zajištění při jednorázové velké transakci či obchodu.

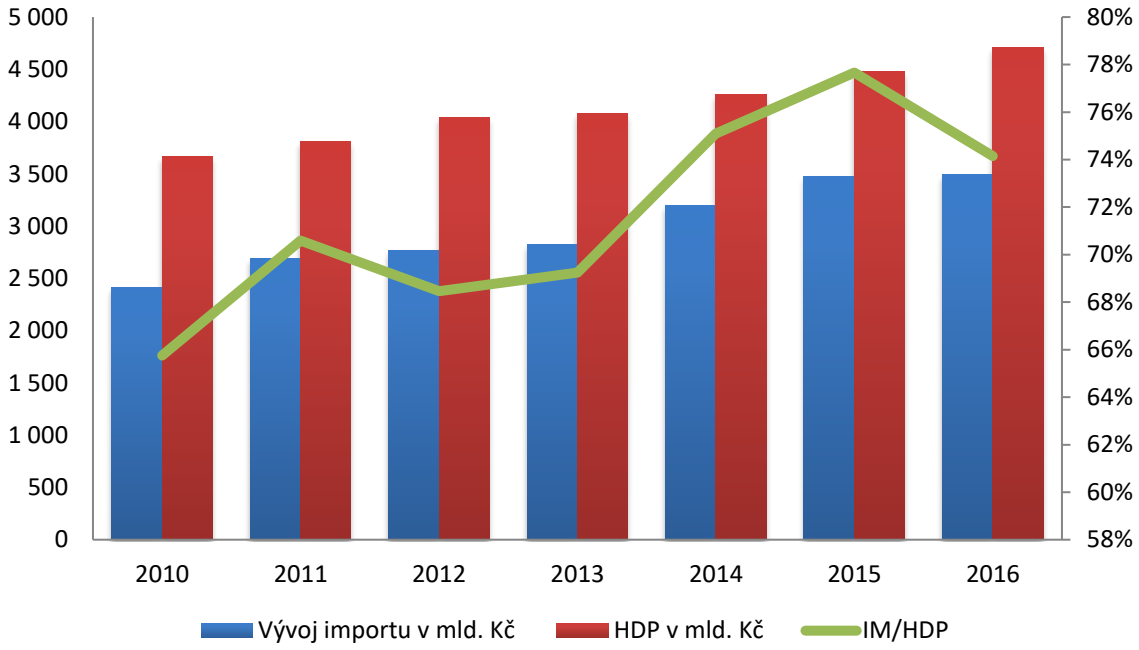
Na druhé straně existují i podniky, které nejsou tolik rizikově averzní. Tyto firmy si jsou vědomi hrozících ztrát plynoucích ze změn kurzů, ale nějak se proti těmto rizikům

nezajišťují. Potenciální riziko ztráty zisku se totiž snaží zakalkulovat předem do své ziskové marže.

3.2.4. Vývoj importu

Stejně jako u exportních firem, tak i u importních firem mají devizové intervence určité efekty na budoucí strategii těchto firem. Dovoz zboží a služeb tvoří silný mechanismus k ovlivnění budoucí cenové hladiny. V České republice hraje import důležitou roli z důvodů nedostatečné zásoby nerostných surovin. Klíčovou složkou importu dále je i tzv. reexport, kdy jsou u nás některé komponenty průmyslové výroby „dodělávány“ a poté exportovány na zahraniční trhy. V neposlední řadě je import tvořen potravinami a zbožím, které je u nás neefektivní či z objektivních důvodů nemožné produkovat.

Graf 33 - Vývoj importu mezi lety 2010 - 2016



Zdroj: ČSÚ, vlastní úprava

Na rozdíl od exportu, kde docházelo ke kontinuálnímu nárůstu ve sledovaném období, ať už v absolutní hodnotě exportu, tak i v poměru vůči HDP, tak u importu poměr vůči HDP není tak kontinuální. Například v roce 2012 došlo k poklesu tohoto poměru, jelikož import rostl pomaleji než HDP.

Jedním z dopadu devizových intervencí na činnost dovozních firem může být situace, kdy dojde ke zdražení dováženého zboží vlivem devizového kurzu. Jedná se o situaci, kdy zahraniční firma, která dováží zboží do České republiky, tak před tím než ČNB provedla intervence, prodávala zboží na českém trhu v měnovém kurzu 25,5 CZK/EUR. Poté co dojde k depreciaci koruny, tak prodává své zboží za již 27 CZK/EUR. Zboží této zahraniční firmy se na českém území v korunovém vyjádření tedy zdražilo, jelikož tato firma, aby dosáhla stejného zisku jako před tím, tak musí zvýšit cenu svého produktu na 27CZK/EUR. Vlivem zvýšení ceny jejího zboží následně může klesnout poptávka po tomto produktu.[114]

Druhou situací, která může nastat, je situace kdy české firmy, které zajišťují domácí produkci a směřují svoji výrobu čistě jen na domácí trh, tak zdraží své zboží, protože určitou část svých vstupů do výroby nakupují na zahraničních trzích a tím pádem jim rostou náklady na výrobu daného produktu. Aby tato firma negativně neovlivnila svoji ziskovou marži, tak zvyšuje ceny své produkce.

Třetí možností je reakce samotných spotřebitelů na zdražení zboží importovaného ze zahraničí. V takovém případě spotřebitel zvyšuje poptávku po domácím zboží, jelikož se domnívá, že toto zboží je levnějším substitutem zahraničního zboží. Domácí zboží není přímo ovlivňováno vývojem měnového kurzu. Zvýšená poptávka po domácím zboží povede ke zvýšení příjmů domácích firem, které budou zvyšovat poptávku po práci, navyšovat mzdy a v konečném důsledku dojde k nárůstu kupní síly obyvatelstva a tedy i k růstu cen.

[114]Jedná se o zjednodušený příklad. V reálném světě nebude korekce tak rychlá a patrně by ani neproběhla v takové míře.

3.3. Zhodnocení intervencí ČNB

Prozatímní dopady devizových intervencí na českou ekonomiku můžeme sledovat přes náklady a výnosy. Co se týče výnosů, tak bylo dosaženo cíle, který si ČNB od intervencí slibovala a to je naplnění cenové stability a zamezení hrozící deflace, které se centrální banka obávala.

Nákladem užití tohoto nekonvenčního měnového nástroje, který centrální banka využila, jsou intervence samotné a z nich plynoucí extrémně vysoké zásoby devizových rezerv, které přináší budoucí možné rizika ztrát. Společně s devizovými intervencemi, tak centrální banka začala využívat již v letech před intervenčních uvolňování měnové politiky pomocí snižování úrokových sazeb, které mají ve výsledku dopad na potencionální vznik rizik na hypotečním trhu skrz levné hypotéky a s tím související riziko případného navyšování úrokových sazeb v budoucnu, které může vést k problémům s případným nesplácením těchto úvěrů.

Dá se i konstatovat, že intervence napomohly rekordnímu nárůstu české ekonomiky v letošním roce, ale samozřejmě nebyly jediným determinantem určujícím tento růst. Společně s tímto ekonomickým růstem došlo i k poklesu nezaměstnanosti s tím, že v České republice je aktuálně nejnižší nezaměstnanost v celé EU. Dalšími tahouny ekonomického růstu jsou kromě intervencí rostoucí zahraniční poptávka, celková příznivá ekonomická situace v Evropě a také ukončování restriktivního fungování fiskální politiky České republiky.

Nákladem intervencí ovšem mohou být nadměrné devizové rezervy ČNB. V případě, který po intervencích nastal, tedy situaci kdy koruna posiluje, tak dochází ke snižování korunové hodnoty rezerv, což následně může vést k účetním ztrátám.[115] Na druhou stranu devizové rezervy ČNB jsou aktivně investovány a v budoucím vyjádření bude důležité, zda převáží výnos plynoucí z držby těchto zahraničních aktiv či zhodnocení koruny. Pozitivní stránkou nadměrné držby devizových rezerv také může být jejich případné využití v budoucnu z důvodu, kdy pokud se například objeví různá rizika kurzové a měnové nestability a případných tlaků na korunu, tak na tyto situace může centrální banka reagovat možným využitím devizových rezerv. Verdikt, zda nadměrná držba devizových rezerv přináší centrální bance automatické ztráty, není úplně jednoznačný.

[115] ČNB – autorské články a rozhovory, citace 16.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_171023_tomsik_vlcek_bankovnictvi.html

Co se týče situace v zahraničním obchodě, tak pozorujeme zvýšení salda platební bilance vlivem nárůstu exportu a tím pádem i nárůst tržeb, zisků a potencionálně navýšení mezd a poptávky po práci. N druhou stranu, ale dochází k opětovné obchodní orientaci na země EU, což by mohlo přinášet určitá rizika při vzniku krizí v EU a přílišné návaznosti na tyto trhy. V delším období znehodnocení domácí měny může přinést nižší motivaci exportně orientovaných firem k inovacím svých produktů, protože jsou si vědomi kurzového polštáře, který jim přináší další zisky. V případě ukončení devizových intervencí o tento polštář (v případě posílení koruny) přichází a musí opět hledat cesty k dalším inovacím a zvýšení produktivity své práce. Slabší měna pomůže exportu v krátkém období. Vzhledem k importní náročnosti exportu a vysokému podílu polotovarů pro koncové výrobce daného výrobku v zahraničí, tak není nějaký silný argument ohledně pozitivních dopadů na vývoz v dlouhém období.[116]

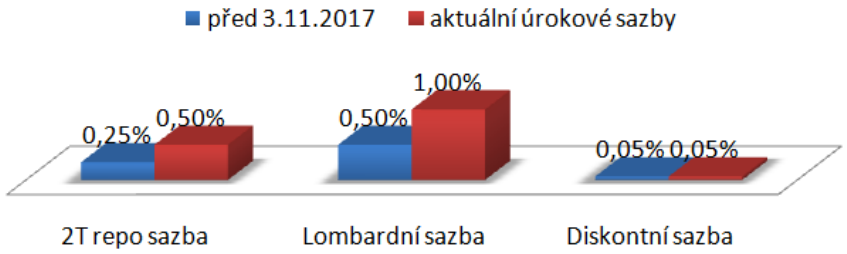
Negativní dopad uvolněné měnové politiky můžeme především spatřovat na trhu s aktivy, kde může dojít ke vzniku bublin a k budoucím nežádoucím účinkům na fungování celého finančního trhu. Takovým příkladem může být trh s cennými papíry, kdy vlivem spekulací na posilování koruny jsou česká aktiva (korunové dluhopisy) vlastněna zahraničními spekulanty a není jasné, kdy se tito spekulanti rozhodnou opustit své pozice, což by následně mohlo vést k případným změnám v měnovém kurzu CZK/EUR. Rizika mohou vznikat i na trhu nemovitostí z důvodů velmi nízkých úrokových sazeb, což při následném navýšení může přinést výrazné problémy se splácením hypoték.

[116] Klaus V.: Byla deflace opravdu hrozbou?, Praha 2014, s.28

3.4.Další vývoj měnové politiky ČNB

V dosavadních měsících po ukončení devizových intervencí jsme byli svědky postupného posilování koruny a také zvyšování úrokových sazeb, které naposledy proběhlo 3. listopadu 2017. Ukončením devizových intervencí byl podniknut první krok k normalizaci domácí měnové politiky a k opětovnému využívání úrokových sazeb jako hlavního nástroje měnové politiky. Centrální banka již v srpnu 2017 a poté v listopadu zvýšila úrokové sazby o 0,25%.

Graf 34 - Aktuální úrokové sazby



Zdroj: ČNB, vlastní úprava

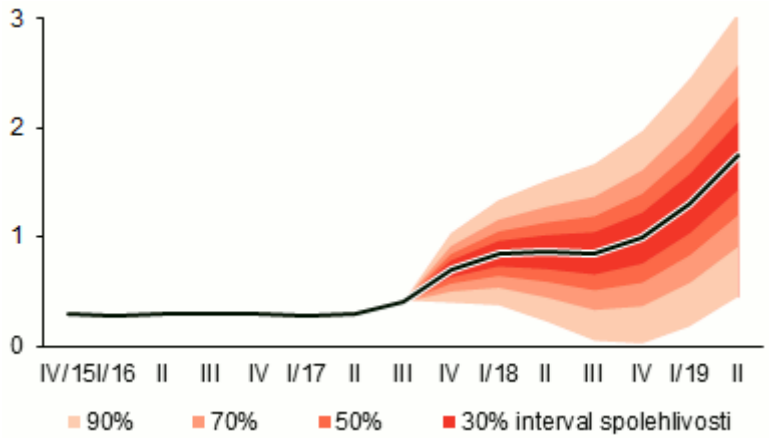
Pravděpodobně v nejbližších měsících dojde k dalšímu zvyšování úrokových sazeb. Viceguvernér ČNB Mojmír Hampl se vyjádřil, že zatím by se jednalo o zvýšení o čtvrt procentního bodu, ale pokud se bude situace v ekonomice vyvíjet trochu jinak, než říkají aktuální prognózy, tak je možné přistoupit i rychlejšímu zvýšení sazeb.[117] Zvýšením úrokových sazeb by se ekonomická situace mohla pomalu dostávat do normálu. Člen bankovní rady ČNB Tomáš Nidetzký řekl, že *"S tak nízkou základnou, ze které vycházíme, si to můžeme dovolit, aniž bychom vyslali signál, že se ekonomika nějak výrazně přehřívá."*[118]

Zvyšování úrokových sazeb nahrává právě i aktuální makroekonomická situace v České republice. Samotné posilování koruny není dostatečnou brzdou pomalu opět rostoucí inflace. Existuje zde stále prostor pro zpřísňování měnové politiky centrální banky prostřednictvím zvyšování úrokových sazeb a zpomalení inflace.[119] Dalším

[117]ČNB – autorské články a rozhovory, citace 15.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_171025_hampl_hn.html
[118]ČNB – autorské články a rozhovory, citace 15.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_171024_nidetzky_reuters.html
[119]ČNB – autorské články a rozhovory, citace 15.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_171013_benda_hn.html

důvodem vhodnosti využití úrokových sazeb jsou rizika plynoucí z hypotečního trhu, kdy zvýšením úrokových sazeb dojde k nárůstu úrokových sazeb z úvěrů resp. z hypoték a možnost získání do té doby velice výhodné hypotéky nebude mít již každý.

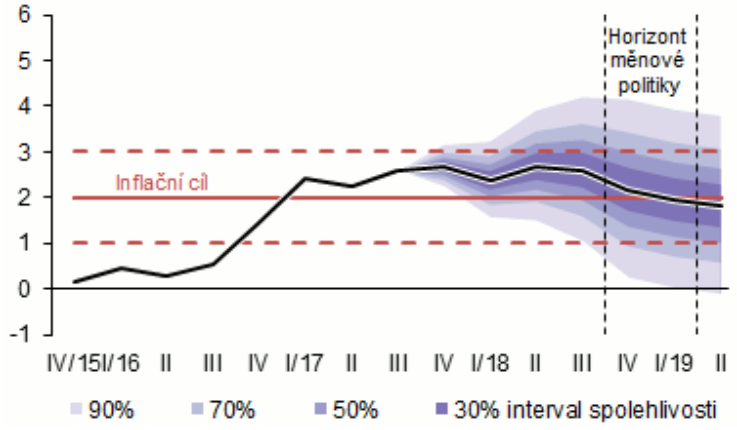
Graf 35 - Prognóza úrokových sazeb (3M PRIBOR)



Zdroj: ČNB, citace 14.11.2017, dostupné na: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/

Situace, kdy ČNB uvažuje o zvyšování úrokových sazeb je poměrně ekonomicky příhodná. Česká ekonomika se aktuálně nachází v dobré kondici a případná navýšení sazeb snáší ekonomika, která se nachází v době konjunktury lépe, než pokud by byla v recesi. Zvýšením sazeb vzniká také určitý prostor pro případné uvolnění měnové politiky do budoucna, tzn. případného snižování úrokových sazeb. Pokud tomu aktuální příznivá ekonomická situace nahrává, tak je lepší úrokové sazby zvyšovat třeba jen po čtvrt procentních bodech, ale o to častěji.

Graf 36 - Prognóza inflace

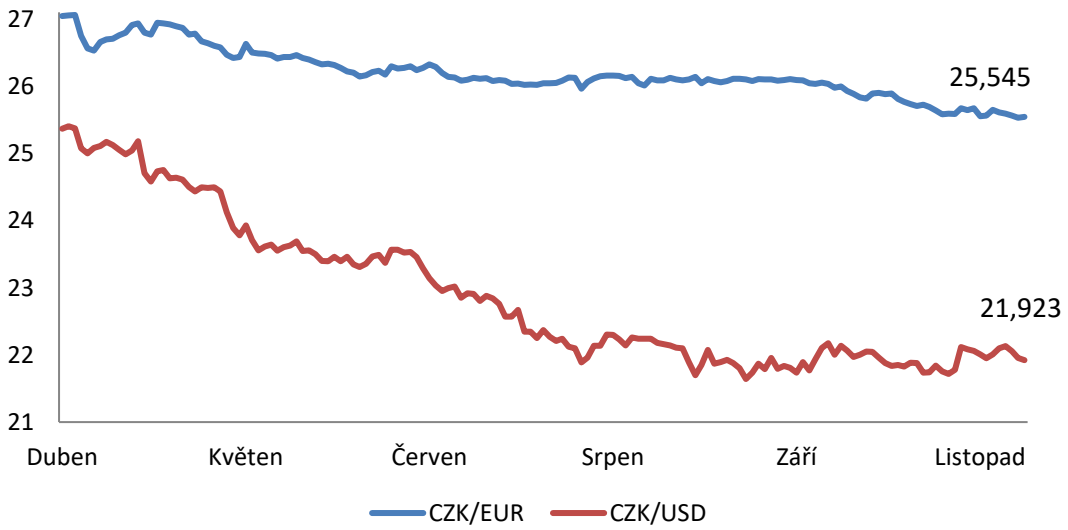


Zdroj: ČNB, citace 14.11.2017, dostupné na: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/

Česká národní banka ve svých aktuálních prognózách predikuje inflace ve svém horizontu měnové politiky tak, že se v následujících letech bude pohybovat s určitou pravděpodobností kolem svého inflačního cíle. V následujících 2 – 3 letech se bude inflace pohybovat s pravděpodobností 50% v koridoru 1 – 3 %. Za tohoto předpokladu, řekněme 2% inflace, tak podle Fisherovy rovnice[120] dojdeme k závěru, že ve sledovaném období by mohla ČNB směřovat své úrokové sazby někam na hranici 1%. V takovém případě by se nominální úrokové sazby pohybovaly na úrovni kolem 3%. Za této situace existuje pro centrální banku určitý prostor pro úrokové sazby, ve kterém se může centrální banka pohybovat – nastává určitá udržitelná situace, kdy může centrální banka v případě potřeby, pružně pohybovat s úrokovými sazbami směrem dolu. Jinými slovy má možnosti pro případné uvolňování své měnové politiky.

Pokud bychom ale měli hovořit o dalším zvyšování úrokových sazeb, tak především za předpokladu, že koruna nebude v příštích měsících a letech výrazně posilovat. Pokud by koruna zůstávala přibližně na úrovni 25,5 CZK/EUR je zde poměrně velký prostor na případné další zvyšování úrokových sazeb. Situaci samozřejmě značně ovlivňuje vnější makroekonomická situace, tedy budoucí strategie Evropské centrální banky. I přestože ČNB je ve své měnové politice nezávislá na chování ECB, tak je i přesto nepřímo ovlivňována např. úrokovým diferenciálem.[121]

Graf 37 - Vývoj měnového kurzu CZK/EUR a CZK/USD od ukončení intervencí



Zdroj: ČNB, vlastní úprava

[120]Nominální úroková sazba = reálná úroková sazba + inflace

[121]Rozdíl mezi úrokovými sazbami ČNB a ECB

Koruna od ukončení intervencí posílila vůči oběma světovým měnám. Zejména ve vztahu k euru, který nás zajímá nejvíce, je situace klidná. Nenastaly scénáře, které říkaly, že existuje určité riziko, kdy po ukončení devizových intervencí může koruna ještě více oslabit. V lednu 2017 se takto vyjádřil i guvernér ČNB Jiří Rusnok.[122] Taková situace by nastala v případě, že by se zahraniční investoři snažili zbavit koruny a nakupovat eura a zároveň by chyběl někdo, kdo by koruny byl od nich ochotný odkoupit.

Nenastala ani situace, kdy by koruna extrémně posílila, jako tomu bylo u našeho druhého pozorovaného příkladu s frankem a ŠNB. Koruna se sice dostala již prakticky na svoji úroveň, na které byla před intervencemi. Vývoj, který nastal tedy mírné posilování koruny bez větší volatility, je spíše nečekaným scénářem. Stále zde přetrvává velké riziko spojené s tím, že téměř 45% korunových dluhopisů je vlastněno zahraničními investory, kteří je ve velké míře drží z důvodů spekulací. Pokud by se v krátkém časovém úseku rozhodli tito investoři z různých důvodů prodat tyto dluhopisy, tak právě tato situace by mohla být spouštěčem potencionální vyšší volatility koruny a možného oslabení koruny. Mimo to by došlo i k nárůstu cen těchto aktiv a k poklesu jejich výnosů, což by následně mohlo vést investory k hledání určitých alternativ ve svém investování. Tato situace potencionálního velkého nárazového prodeje korunových dluhopisů představuje možné budoucí riziko pro domácí ekonomiku a možnou zranitelnost finančního sektoru.

Šéf měnové sekce ČNB Tomáš Holub uvádí, že v případě nepředvídatelné makroekonomické události a úprku investorů z našeho trhu, tzn. hromadný prodej korunových dluhopisů, který by následně vytvářel tlak na oslabování koruny, tak by centrální banka mohla reagovat zvyšováním úrokových sazeb, ale i částečnými intervencemi a postupným prodáváním devizových rezerv centrální banky.[123]

Klíčovým faktorem pro budoucí vývoj kurzu koruny budou hrát spekulanti. Je celkem pravděpodobné, že v případě nárůstu nějaké větší volatility, tak centrální banka může vstupovat na trh a reagovat na situaci. Obecně se dá situace v následujících měsících shrnout, tak že ČNB, pokud koruna nebude už příliš posilovat, tak přistoupí k dalšímu zvyšování úrokových sazeb (možná i k rychlejšímu než jen čtvrt procentní bod, jak ve svých prohlášeních naznačuje).

[122] Echo24, citace 15.11.2017, dostupné na https://echo24.cz/a/whmze/ceska-koruna-muze-po-intervencich-i-oslabit-varoval-rusnok
[123] ČNB – autorské články a rozhovory, citace 16.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_170915_holub_hn.html

Vlivem aktuální situace, kdy koruna oproti euru (a ostatním měnám) posiluje, tak začíná opět nastávat reálná konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny resp. k Německu. Tím pádem se zlepšuje případná výchozí situace pro případný vstup České republiky do eurozóny.

4 Porovnání intervencí ČNB a ŠNB

Důvodem proč se obě centrální banky rozhodly pro uplatnění tohoto nekonvenčního nástroje měnové politiky, bylo prostředí téměř nulových úrokových sazeb a problém, že tak jako většina světových ekonomik čelily obě země dezinflačním resp. deflačním tlakům, které reálně v obou ekonomikách hrozily. ČNB i ŠNB se rozhodly jako svůj měnově politický nástroj v prostředí cílování inflace resp. cenové hladiny použít kurzový závazek jako prostředek k dosažení měnových cílů. Výrazným rozdílem ovšem je, že frank jako světová měna byl považován v době finanční krize jako takový bezpečný přístav, do kterého se vyplatí investovat. V důsledku toho frank začal výrazně apreciovat především v letech 2010 – 2011. Kombinace nízké inflace (spíše se dá hovořit o deflaci) v roce 2009, na které už nebylo možné reagovat dalším měnovým uvolňováním v podobě snižování úrokových sazeb a situace posilování franku (riziko pro další konkurenceschopnost švýcarského exportu) tedy vedlo ŠNB k přistoupení k devizovým intervencím.

Intervence ŠNB se zpočátku velice podobaly situace u ČNB, kdy i ŠNB v roce 2009 explicitně vyhlásila, že bude bránit kurzový závazek (1,5 EUR/CHF) v neomezeném rozsahu a tuto svoji politiku zdůvodňovala velice nízkou inflací v prostředí nulových úrokových sazeb, stejně jako tomu bylo v případě ČNB v roce 2013. ŠNB intervenovala až do situace, kdy v důsledku intervencí hrozilo ohrožení jejího hlavního měnového cíle tedy nízké cenové hladiny. Poté byla donucena se k intervencím znovu vrátit z důvodu nadměrného přílivu zahraničního kapitálu. Zde již můžeme pozorovat rozdíl v obou politikách, kdy ŠNB krátkodobě intervence ukončila, jelikož se ji po pár měsících podařilo plnit její měnový cíl, ale z důvodu přílivu kapitálu a apreciaci franku se poté musela opět k intervencím vrátit. Silná apreciace domácí měny by bránila ekonomické prosperitě, jelikož by docházelo k poklesu konkurenceschopnosti domácího zboží v zahraničí, což mohl být pro exportně orientovanou ekonomiku jako je Švýcarsko potencionální problém.

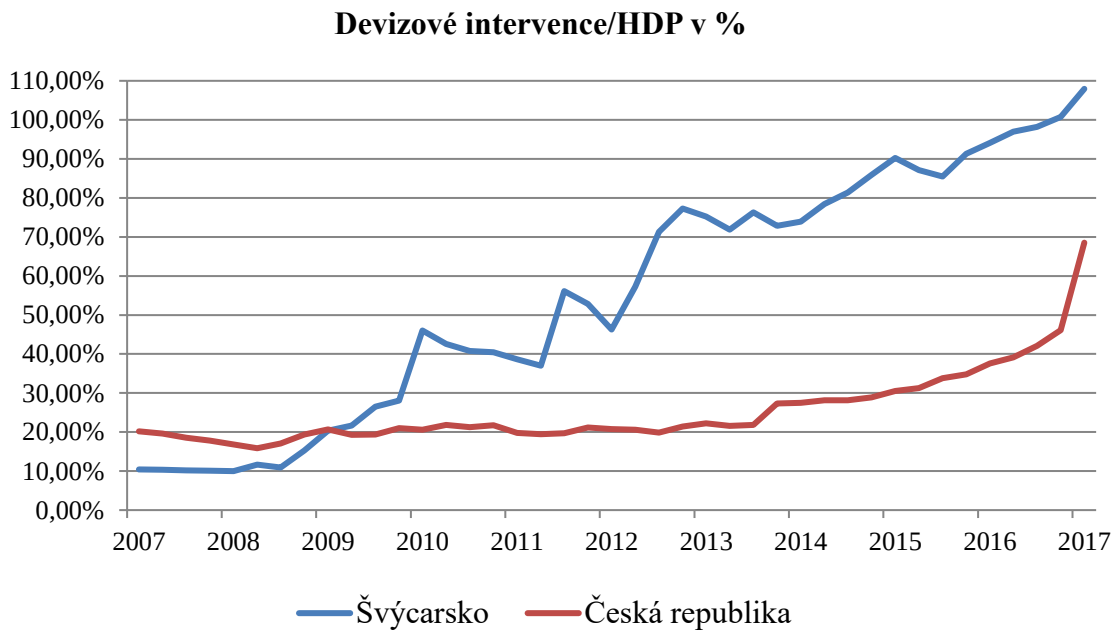
Následně v další etapě v roce 2011, kdy byl frank pod silným apreciačním tlakem, tak se ŠNB rozhodla stanovit kurzový závazek na úrovni 1,2 EUR/CHF. Inflace

se v té době nacházela ve Švýcarsku kolem nuly. Zde existuje určitá podobnost s ČNB, která také explicitně deklarovala, že bude bránit svůj kurzový závazek 27 CZK/EUR intervencemi v neomezeném. Obě ekonomiky se po dobu téměř 4 let, ve kterých intervence probíhaly, ocitly pod tlakem spekulačního kapitálu – efekt těchto spekulací bylo možné v případě Švýcarska sledovat bezprostředně po ukončení intervencí, kdy ještě ten den frank skokově posílil o téměř 30%. V případě české ekonomiky je důsledek spekulací možný pozorovat v nárůstu vlastníků českých korunových dluhopisů, které jsou aktuálně drženy téměř z 50% zahraničními vlastníky, což může být v budoucnu určité riziko.

4.1. Objem devizových intervencí

Pokud sledujeme úroveň kurzu a jeho po intervenční volatilitu, tak úspěšněji je na tom ČR. V případě Švýcarska byla stabilita měnového kurzu ve vztahu k euru úspěšná pouze v období intervencí ovšem za cenu extrémně vysokého nárůstu devizových rezerv. Zde existuje určitá paralela v obou situacích – výrazný nárůst devizových rezerv ve vztahu k HDP.

Graf 38 - Vývoj objemu devizových intervencí vůči HDP



Zdroj: ČNB, SNB, vlastní úprava

V letech před devizovými intervencemi byly devizové rezervy České republiky vůči HDP o něco vyšší, než tomu bylo ve Švýcarsku, což je jednoduše dáno nižší základnou, ke které veličinu poměřujeme – HDP České republiky bylo zkrátka nižší než Švýcarska. Zároveň v České republice již v předešlých dekádách docházelo k devizovým intervencím, a proto ČNB nějáké devizové rezervy již vlastnila. Z grafu je i patrný průběh intervencí včetně roku 2010, kdy se intervence ve Švýcarsku dočasně zastavily. Od roku 2011 můžeme ale pozorovat strmý nárůst objemu devizových intervencí až na dnešní úroveň, která aktuálně přesahuje více než 100% HDP země, což je extrémní hodnota, která řadí Švýcarsko mezi země s vůbec nejvyšším objemem devizových rezerv vůči HDP na světě. Česká republika i přes taktéž velké objemy devizových intervencí na tom není tak výrazně jako Švýcarsko. V předešlých kapitolách bylo nastíněno, že se v roce 2017 objem devizových rezerv vůči HDP postupně snižuje.

4.2. Dopad na měnové kurzy

Výrazným rozdílem je také, jak byly intervence ukončeny v obou ekonomikách. V případě ČNB nebyl konec v dubnu 2017 ničím nečekaným, jelikož už několik měsíců bylo neustále diskutováno, kdy dojde k ukončení kurzového závazku. Otázkou bylo, jak bude kurz reagovat. V případě ŠNB bylo ukončení v lednu 2015 šokem pro trhy. Okamžitě došlo k výrazné apreciaci franku (zhodnocení kolem 20%) i přestože se švýcarská ekonomika nacházela v prostředí záporných úrokových sazeb. Pravděpodobným důvodem tohoto posílení byla samotná úroveň kurzového závazku, která nekorespondovala se strukturou švýcarské ekonomiky.[124] Kurzový závazek 1,2 EUR/CHF plně neodpovídal tomu, že frank byl všeobecně považován za silnou měnou a byl tedy pod neustálým apreciačním tlakem z důvodu přílivu kapitálu ze zahraničí.

U posílení koruny se spíše jedná o přirozený průběh vývoje měnového kurzu, který směřuje ke své přirozené úrovni. Nejpravděpodobněji bude v příštích měsících docházet k dalšímu posilování i vzhledem k plánovanému dalšímu navyšování úrokových sazeb. Přesto zde existuje riziko, které může přinést volatilita měnového kurzu. V případě prodeje korunových českých dluhopisů vlastněných z velké části zahraničními investory může mj. dojít k případné mírné depreciaci koruny.

[124]Tomšík V. a Vlček J.: Devizové intervence a jejich konzistence s cílováním inflace, citace 26.11.2017, dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2015/cl_15_150317_tomsik_bankovnictvi.html

Důvodem proč nedošlo k takovému posílení koruny jako franku je především objem přílivu zahraničního kapitálu. Frank byl považován za jeden z bezpečných přístavů, a tudíž především v letech po finanční krizi byl pod neustálým tlakem na zhodnocování. Dále je to i důsledkem nějakého přirozeného směřování měnového kurzu a reálné konvergence české ekonomiky směrem k eurozóně. V neposlední řadě je potřeba zmínit, že zde existují již zmíněné možnosti případné depreciace koruny.

V případě, že by došlo k nějaké neočekávané volatilitě koruny, ať už nadměrné apreciaci (která už teď není příliš reálná a spíše bude docházet k pokračování průběžné a pomalé apreciace), tak případně nenadálému oslabování koruny směrem k hranici dřívějšího kurzového závazku, tak je zde vysoká pravděpodobnost, že ČNB případně opět přistoupí k devizovým intervencím a tlumení přílišné volatility koruny.

Co se týče měnových politik po období intervencí, tak ŠNB je stále se svoji referenční úrokovou sazbou LIBOR v záporných hodnotách, čímž se snaží bránit případnému posilování franku. Naproti tomu ČNB již dvakrát úrokové sazby zvedla (naposledy v listopadu 2017) a je pravděpodobné, že dojde k dalším zvyšováním. Těmito kroky si vytváří určitý prostor pro případné budoucí uvolňování své měnové politiky skrz snižování úrokových sazeb.

Graf 39 - Vývoj měnového kurzu CHF/CZK v letech 2009 až 2017



Zdroj: ČNB, vlastní úprava

Je poměrně zajímavé sledovat vývoj měnového kurzu CHF/CZK v období intervencí obou centrálních bank. V letech kdy ŠNB začínala intervenovat, tak můžeme pozorovat mírné posilování franku vůči koruně. Poté co k intervencím přistoupila i ČNB, tak došlo k dalšímu skokovému oslabení koruny. Od listopadu 2013 až do ledna 2015, kdy byly intervenci ve Švýcarsku ukončeny, je víceméně měnový kurz konstantní. Stejně jako tomu bylo vůči euru, tak i směrem ke všem ostatním měnám došlo ke skokové apreciaci franku s tím, že poté až do konce intervencí ČNB byl kurz opět celkem stálý kolem hranice 25 CHF/CZK. Po dubnu 2017 kdy přestala ČNB bránit kurzový závazek vůči euru, tak došlo i k posilování koruny vůči franku až na listopadovou úroveň 21,814 CHF/CZK.

4.3. Úspěšnost obou politik

Cílem obou centrálních bank bylo dosažení svého měnového cíle a to určité výše cenové hladiny resp. inflace. Z tohoto pohledu se jeví ČNB jako mnohem úspěšnější. Inflace se aktuálně pohybuje ve zvoleném pásmu 1 – 3% s tím, že podle prognóz bude dlouhodobě dosahovat hranice kolem inflačního cíle 2%. Navíc došlo ke zlepšení situace českých exportérů a růst české ekonomiky vlivem mnoha faktorů dosahuje rekordních čísel. Došlo tedy k naplnění primárního cíle ČNB a zároveň určitou měrou došlo k podpoření růstu české ekonomiky.

V případě ŠNB důvody proč bylo přistoupeno k intervencím, tak stále přetrvávají. Inflace je velice nízká a stále se pohybuje pod zvoleným cílem a zároveň vinou výrazné a skokové apreciace franku dochází ke snižování konkurenceschopnosti exportérů, což je v případě exportně orientované ekonomiky poměrně problém.

Závěr

Cílem diplomové práce bylo zanalyzování devizových intervencí použitých Švýcarskou národní bankou a Českou národní bankou. Intervence patří mezi nejdůležitější ekonomické události, které se v České republice udály v posledních letech, tudíž je atraktivnost tohoto tématu společně v komparaci se švýcarskými intervencemi vysoce zajímavým a aktuálním námětem k podrobnému rozboru. Práce si neklade za cíl odporovat či zpochybňovat správnost zvoleného nástroje, ale snaží se podrobně pojmenovat hlavní příčiny, které přinutily představitelé obou centrálních bank využít tento nekonvenční nástroj. Aktuálnost tématu je o to zajímavější i z časového hlediska – intervence ČNB byly ukončeny teprve nedávno a je zajímavé analyzovat, jaké budou možné důsledky v komparaci s příkladem švýcarským, kde je možné sledovat dopady už téměř 3 roky a přestože se to na první pohled nemusí zdát, tak rozdíly a podmínky v jakých se intervence v obou zemích odehrávaly, tak jsou poměrně velké.

V první části práce jsem charakterizoval, jaké vůbec nástroje mohou centrální banky používat v měnové politice. Mnohé centrální banky využívaly tzv. nepřímé devizové intervence, které spočívají ve změnách úrokových sazeb, kde důsledkem jejich případného zvýšení je příliv zahraničního kapitálu do země a následné zhodnocování domácí měny. Problémem je pokud se dostanete na úroveň technické nuly. V systému plovoucích kurzů, který je uplatňován v obou sledovaných zemích, byly v rámci uvolněné měnové politiky a prostředí nulových úrokových sazeb nakonec použity tzv. přímé kurzové intervence, které mají podobu nákupů zahraniční měny centrální bankou za domácí, čímž dochází k následnému znehodnocení domácí měny (případně opačně). Tento nástroj může být teoreticky uplatňován neomezeně dlouho a v neomezeném objemu. V případě, že dochází k depreciaci měnového kurzu, stává se poté export domácího zboží výhodnější a exportní firmy se stávají konkurenceschopnějšími, což byl i příklad České republiky. Pokud měna apreciuje, tak je domácí zboží méně konkurenceschopné a může to přinášet určité problémy zejména do exportně orientovaných ekonomik, jako tomu bylo v případě Švýcarska. Tématem, který je v posledních letech často diskutován je i otázka deflace. Centrální banky se obávají, že s poklesem cen dojde k poklesu zisků firem, propouštění a vzniku deflační spirály doprovázené zpomalením ekonomického růstu. Zdá se mi, že hlavní obavou je i především riziko růstu dluhů, což může být z makroekonomického pohledu v prostředí

neustálého narůstání státních dluhů případným velkým problémem mnohých států. Existují mnohé teoretické koncepty, jak se mají centrální banky vypořádat s problémem hrozící deflace v situaci nulových úrokových sazeb za předpokladu, že se snaží jako svůj měnový cíl cílovat určitou úroveň inflace. Mezi takové koncepty patří zvýšení inflačního očekávání trhů, stimulování poptávky pomocí fiskální expanze apod. Nakonec byl u obou centrálních bank zvoleno znehodnocení domácí měny pomocí měnových nástrojů, což je víceméně systém crawling peg. V poslední fázi tohoto mechanismu musí být zvolena vhodná strategie ukončení tohoto režimu, která by neměla být taková, aby negativně postihnula ekonomickou výkonnost dané země. Tento koncept, který nakonec zvolily obě centrální banky, tak je výhodný pro svou kredibilitu a představuje pro trh jasný závazek o budoucím vývoji cenové hladiny.

V druhé části práce byly analyzovány devizové intervence Švýcarské národní banky. Důvodem proč stejně jako ČNB přistoupily ve Švýcarsku k použití devizových intervencí, byla rovněž obava z dezinflačních resp. deflačních tlaků, jelikož cílem ŠNB je cílování cenové hladiny na úrovni 2%, kterého nebylo dlouhodobě dosahováno. Důvodem může být i samotné institucionální uspořádání banky – jedná se o akciovou společnost vlastněnou kantonálními bankami a průmyslovými korporacemi, kdy případná apreciace negativně ovlivňuje výplaty zisků. Dalším důvodem bylo především to, že frank se v období finanční krize stal bezpečným přístavem, do kterého mnoho investorů vložilo svůj kapitál. Frank začal v dalších letech výrazně apreciovat, na což ŠNB reagovala snižováním úrokových sazeb až do záporných hodnot, přesto ale měna posilovala. ŠNB z těchto důvodů začala využívat devizových intervencí. Stejně jako ČNB veřejně deklarovala, že bude ochotna bránit kurzový závazek v neomezeném objemu intervencí. Důvod proč se ŠNB rozhodla ukončit intervence, tak byla především obava z politiky ECB, kde by v důsledku QE vznikaly nadměrné tlaky na oslabování franku vůči euru, čímž by v případě pokračování kurzového závazku vznikaly vysoké náklady na bránění kurzového závazku. Samotné ukončení devizových intervencí bylo pro trhy obrovským šokem, který se projevil extrémní apreciací. ŠNB začala rovněž snižovat úrokové sazby ještě více do záporných hodnot s cílem, aby narostly investiční aktivity a zároveň došlo ke snížení atraktivnosti franku pro zahraniční investory. Důsledkem devizových intervencí je extrémní nárůst devizových rezerv, který je aktuálně vyšší než švýcarské HDP. Dalším dopadem plynoucím ze skokového posílení měny je i snížení konkurenceschopnosti exportérů, což v exportně

orientované ekonomice může být velkým problém, který i negativně ovlivnil hospodářský růst země. Co se týče hlavního důvodu, proč byly vůbec intervence započaty, tedy nastartování inflace, tak s nástupem intervencí se deflaci podařilo zastavit, ale i tak zamýšlené hodnoty inflace nebylo dosaženo především z důvodů zpomalení ekonomického růstu většiny zemí platící eurem, dále také kvůli propadu ceny ropy na světových trzích a samozřejmě posílení franku. Co se týče spotřebitelů, tak vzhledem k silné apreciaci franku je dopad na spotřebitele pozitivní. Kupní síla obyvatelstva vůči zahraničí se díky vývoji měnového kurzu zvýšila.

Třetí část práce tvoří analýza devizových intervencí v České republice. Důvodem proč se ČNB rozhodla k nim přistoupit, byl snižující se hospodářský růst země, dále hrozící dezinflační resp. deflační tlaky, což v kombinaci s prostředím nulových úrokových sazeb vedlo ČNB k tomu, že se rovněž rozhodla použít devizové intervence. Cílem bylo se opět vrátit k 2% inflaci a podpořit hospodářský růst země. Kurzový závazek, který ČNB držela v období 10/2013 až 4/2017 byl stanoven na úrovni 27 CZK/EUR. Nákupem zahraniční měny narůstaly výrazně devizové rezervy, které vzrostly až na hodnotu 65% HDP. Celkový objem deviz, které byly nakoupeny v období intervencí, tak nakonec činil 2,050 bilionu korun. Na rozdíl od švýcarského příkladu, tak konec intervencí v České republice neměl tak extrémní dopady na volatilitu měnového kurzu. Koruna v následujících měsících mírně apreciovala a zdá se, že tento trend bude pokračovat. Devizové intervence měli především pozitivní dopad na exportní firmy, kterým díky vyšší konkurenceschopnosti jejich zboží v zahraničí vzrostly zisky. Zároveň intervence částečně napomohly aktuálnímu vysokému hospodářskému růstu. Taktéž se podařilo opět nastartovat inflaci, která bude podle predikcí v následujících letech na úrovni 2-3%. Nákladem intervencí je nárůst devizových rezerv. Negativem může být nižší motivace exportně orientovaných firem k inovacím svých produktů v průběhu intervencí, z důvodu kurzového polštáře, který jim přinášel zisky.

Co se týče dalšího vývoje měnové politiky ČNB, tak bude pokračovat období tzv. normalizace domácí měnové politiky. Dá se předpokládat další zvyšování úrokových sazeb. Argumentem pro vhodnost zvyšování úrokových sazeb je zejména pozitivní makroekonomický vývoj domácí ekonomiky a situace na hypotečním trhu. Zároveň zvýšením sazeb vzniká také určitý prostor pro případné uvolnění měnové politiky do budoucna, tzn. případného snižování úrokových sazeb. Vzhledem ke zvyšování úrokových sazeb se dá předpokládat další mírné posilování koruny, ale na druhou stranu

zde existuje i riziko případné vyšší volatility a opětovného oslabení koruny. Klíčovým faktorem pro budoucí vývoj kurzu koruny budou hrát spekulanti. České korunové dluhopisy jsou aktuálně vlastněny z 46% zahraničními investory (před intervencemi to bylo 13%) a až dojde k případným prodejům těchto aktiv, mohou vznikat depreciační tlaky. Díky aktuální situaci, kdy koruna oproti euru (a ostatním měnám) posiluje, začíná opět probíhat reálná konvergence české ekonomiky k zemím eurozóny. Tím pádem se zlepšuje případná výchozí situace pro případný vstup České republiky do eurozóny.

Poslední část tvoří porovnání obou intervencí. Obě centrální banky zvolily tento nástroj z důvodu hrozící deflace a prostředí nulových úrokových sazeb. U ŠNB šlo ještě navíc o obavy z další apreciace franku. Rozdíl byl i v kontinuitě, kdy ŠNB měnila (výrazně) svůj kurzový závazek a u ČNB byl závazek neměnný. Paralela existuje v extrémním nárůstu objemu devizových rezerv, přičemž pokud je sledujeme k poměru k HDP, tak ve Švýcarsku byl tento poměr přeci jenom výraznější. Rozdílný byl i konec intervencí, kdy u ŠNB šlo o naprosto neočekávaný krok doprovázený extrémní apreciací Pravděpodobným důvodem tohoto posílení byla samotná úroveň kurzového závazku, která nekorespondovala se strukturou švýcarské ekonomiky. Kurzový závazek 1,2 EUR/CHF plně neodpovídal tomu, že frank byl považován za silnou měnou a byl tedy pod neustálým apreciačním tlakem. U posílení koruny se spíše jedná o přirozený průběh vývoje měnového kurzu, který směřuje ke své přirozené úrovni a kombinaci s růstem úrokových sazeb. Rovněž i dopady intervencí jsou rozdílné. U ČNB došlo k naplnění inflačního cíle a taktéž intervence napomohly k vysokému hospodářskému růstu. Naopak ve Švýcarsku se stále nepodařilo nastartovat inflaci a výrazné posílení franku nenapomohlo případnému vyššímu hospodářskému růstu.

Cílem práce bylo zanalyzovat a porovnat devizové intervence ČNB a ŠNB v poslední dekádě. Z toho pohledu se domnívám, že klíčové otázky byly zodpovězeny a nejdůležitější myšlenky byly podány a rozebrány dostatečně přesně. Problémem se může zdát to, že práce nejde příliš do detailu v určitých aspektech, které by si to možná žádaly. Práce dokáže vysvětlit teoretické pozadí devizových intervencí, důvody jejich aplikace, průběh a důsledky. Zároveň je zde obsažena komparace obou intervencí. Do práce se podařilo i dostat určitou predikce budoucího měnového vývoje ČNB, což původně nebylo ani cílem. Téma by si možná vyžadovalo hlubší rozbor možného příspěvku intervencí k rekordnímu růstu české ekonomiky a rovněž s ohledem na možný další měnový vývoj zde vzniká otázka možného využití, efektivnosti a vhodnosti používání úrokových sazeb jako měnového nástroje či rozbor možných

dalších alternativních nástrojů aplikovaných ve snaze dodržování měnového cíle. Vývoj měnového kurzu rovněž může implikovat myšlenku reálné konvergence české ekonomiky k eurozóně a vhodnost přijetí eura.

Zdroje

ANDRLE, Michal, HLÉDIK, Tibor, KAMENÍK, Ondra, VLČEK, Jan. Implementing the New Structural Model of The Czech National Bank, In: ČNB Working paper series 2 [online]. Praha: ČNB, 2009 [cit. 2017-11-1]. Dostupné na https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publications/cnb_wp/download/cnbwp_2009_02.pdf

Bank of England, The monetary policy committee: The transmission mechanik of monetary policy[online]. London: Bank of England [cit. 2017-10-28]. Dostupné na http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/montrans.pdf

BAUDUCCO, Sofia, CAPUTO, Rodrigo. Wicksellian rules and Taylor principle: some practical implications, In: Central bank of Chile [online]. Chile, 2015 [cit. 2017-10-3]. Dostupné na http://www.dynare.org/DynareConference2016/papers/Bauducco_Caputo.pdf

BENDA, Vojtěch. Zvyšujme sazby teď [online]. Praha: ČNB – autorské články a rozhovory, 2017 [cit. 2017-11-15]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_171013_benda_hn.html

BLUMEN, Robert. The deflation spiral bogey, In: Mises Institute: Austrian economics, freedom, and peace [online]. Mises institute Alabama 2013 [cit. 2017-11-7]. Dostupné na https://mises.org/library/deflationary-spiral-bogey

BöHM, Jiří, FILÁČEK, Jan, KUBICOVÁ, Ivana, ZAMAZALOVÁ, Ivana. Price-level-targeting – a real alternative to inflation targeting? Research policy notes ČNB [online]. ČNB 2011 [cit. 2017-11-7]. Dostupné na https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publications/irpn/download/rpn_1_2011.pdf

ČERNOHORSKÝ, Jan, TEPLÝ, Petr. Základy financí, Praha: Grada Publishing 2011, ISBN: 978-80-247-3669-3

ČNB - Bilance ČNB [online]. Praha: ČNB, 2017[cit. 2017-11-10]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/dekadni_bilance/cnb_bilance.html

ČNB - Cílování inflace [online]. Praha: ČNB, [cit. 2017-10-25]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

ČNB - Čím by dán propad korun v posledních dnech? ČRO Radiožurnál, [online]. Praha: Radiožurnál – rozhovor s M.Singerem, 2015 [cit.2017-11-10]. dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2015/cl_15_150115_singer_radiozurnal.html

ČNB - ČNB ponechá úrokové sazby beze změny, rozhodla o intervencích, [online]. Praha: ČNB, 2013 [cit. 2017-11-10]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2013/20131107_menove_rozhodnuti.html

ČNB - G3 model – slovník pojmů ČNB [online]. Praha: ČNB, 2017 [cit. 2017-10-30]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/obecne/slovnik/g.html

ČNB – měnový kurz jako nástroj měnové politiky – nejčastější otázky a odpovědi, [online]. Praha: ČNB [cit. 2017-11-9]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html

ČNB - Nástroje měnové politiky [online]. Praha: ČNB, [cit. 2017-10-25]. Dostupné na http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#devint

ČNB - Nový inflační cíl ČNB a změny v komunikaci měnové politiky [online]. Praha: ČNB, 2017 [cit. 2017-10-30]. Dostupné na https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/inflacni_cil_cnb_2010.pdf

ČNB - Prognóza ČNB 2017 [online]. Praha: ČNB, 2017 [cit. 2017-11-8]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/

ČNB - Měnová politika [online]. Praha: ČNB, [cit. 2017-10-17]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/menova_politika_cnb.html

ČNB - Prognóza ČNB ze 7.11.2013 [online]. Praha: ČNB, 2013 [cit. 2017-11-9]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/prognoza_1211.html

ČNB - Tisková konference bankovní rady [online]. Praha: ČNB, 2013[cit. 2017-11-10]. Dostupné na https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2013/download/tk_08sz2013_cz.pdf

ČNB - Tisková zpráva [online]. Praha: ČNB, 2017[cit. 2017-11-15]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2017/20171102_menove_rozhodnuti.html

DANIEL, Betty. Taylor-rule exit policies for the Zero Lower Bound, In: University at Albany, Departments of economics [online]. 2017 [cit. 2017-10-3]. Dostupné na http://www.albany.edu/~bd892/Papers/TaylorRule.pdf

DAVIG, Troy, LEEPER, Eric. Generalizing the Taylor Principle, In: The Federal Reserve Bank of Kansas City – Economic research department [online]. Kansas, 2005 [cit. 2017-10-2]. Dostupné na http://dept.ku.edu/~empirics/Emp-Coffee/davig-leeper_aer07.pdf

DĚDEK, Oldřich. Základní fakta o kvantitativním uvolňování ECB [online]. Ministerstvo financí 2015 [cit. 2017-11-7]. Dostupné na http://www.zavedenieura.cz/cs/narodni-koordinacni-skupina/tiskove-centrum/aktuality/2015/zakladni-fakta-o-kvantitativnim-uvolnova-2437

Economist: Why the Swiss unpegged the franc [online]. Economist 2015 [cit. 2017-11-7]. Dostupné na https://www.economist.com/blogs/economist-explains/2015/01/economist-explains-13
EGGERTSSON, Gautti. What fiscal policy is effective at zero interest rates? Federal Reserve Bank of New York, Stuff reports [online]. New York, 2009 [cit. 2017-10-3]. Dostupné na https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr402.pdf

HAMPL, Mojmír. Viceguvernér ČNB Hampl očekává, že klíčová sazba v listopadu vzroste o čtvrtinu procentního bodu a v prosinci možná ještě jednou [online]. Praha: ČNB – autorské články a rozhovory, 2017 [cit. 2017-11-15]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_171025_hampl_hn.html

HARTLEY, John. Swiss voters rejem increasing gold reserves in referendum, [online]. Forbes, 2014 [cit. 2017-11-7]. Dostupné na https://www.forbes.com/sites/jonhartley/2014/11/30/swiss-voters-reject-increasing-gold-reserves-in-referendum/#e1a97e945532

HELÍSEK, Mojmír: Makroekonomie, základní kurs. Praha: Melandrium, 2002. ISBN 80-86175-10-3

HOLUB, Tomáš, FRANTA, Michal, KRÁL, Petr, KUBICOVÁ, Ivana, ŠMÍDKOVÁ, Kateřina, VAŠÍČEK, Bořek. Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR, [online]. Research and policy notes – ČNB [cit. 2017-11-9]. Dostupné na https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publikace/rpn/download/rpn_3_2014_cz.pdf

HOLUB, Tomáš, KRÁL, Petr. Deflace byla hrozbou [online]. Praha: ČNB – Sborník oslabení koruny, 2013 [cit. 2017-11-12]. Dostupné na https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf

HOLUB, Tomáš, KRÁL, Petr. Deflace byla hrozbou [online]. Praha: ČNB – Sborník oslabení koruny, 2013 [cit. 2017-11-12]. Dostupné na https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf

HOLUB, Tomáš. Museli jsme papiňák trochu přetlakovat[online]. Praha: ČNB – autorské články a rozhovory, 2017 [cit. 2017-11-17]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_170915_holub_hn.html

JÍLEK, Josef. Finance v globální ekonomice I: Peníze a platební styk. Praha: Grada Publishing, 2013. ISBN 978-80-247-3893-2.

JÍLEK, Josef. Peníze a měnová politika. Praha: Grada Publishing, 2004. ISBN: 80-247-0769-1

JORDAN, Thomas. The Swiss National Bank's monetary policy after the discontinuation of the minimum exchange rate, [online]. Bank for International Settlements 2015 [cit. 2017-11-7]. Dostupné na https://www.bis.org/review/r150427b.htm

KALÍNSKÁ, Emilie. Mezinárodní obchod v 21. století. 1. vydání Praha: Grada Publishing, 2010. ISBN 9788024733968

KLAUS, Václav. Byla deflace opravdu hrozbou. Institut Václava Klause, publikace č. 7/2014

KLEIN, Matthew. Have the Swiss National Bank´s currency interventions actually been good for Switzerland?, [online]. Financial Times 2017 [cit. 2017-11-8]. Dostupné na https://ftalphaville.ft.com/2017/06/02/2189554/have-the-swiss-national-banks-currency-interventions-actually-been-good-for-switzerland/

KRUGMAN, Paul. Japan´s trap, [online]. Princeton, 1998 [cit. 2017-10-3]. Dostupné na http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html

MANDEL, Martin. Tomšík, Vladimír. Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Praha: Management Press, 2008. ISBN: 978-80-7261-185-0

MANKIW, Gregory N.. Zásady ekonomie. Praha: Grada, 1999. ISBN: 80-7169-891-1.

MCCALLUM, T.Bennett, Carnegie Mellon University, Federal Reserve Bank of Richmond. Alternative monetary policy rules, In: Economic Quarterly of the Federal Reserve Bank of Richmond [online]. Federal Reserve Bank of Richmond, 2000 [cit. 2017-11-2]. Dostupné nahttps://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/mccall.pdf

MISHKIN, Frederic. Ekonomie peněz, bankovnictví a finančních trhů. Economia. Praha. 1991

NEUMANN, Pavel. TAMBERSKÝ, Pavel; JIRÁNKOVÁ, Martina. Mezinárodní ekonomie. 1. vydání Praha: Grada, 2010. ISBN 9788024732763

NIDETZKÝ, Tomáš ČNB může v listopadu jednat o zvýšení sazeb až o 50 bazických bodů [online]. Praha: ČNB – autorské články a rozhovory, 2017 [cit. 2017-11-15]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_171024_nidetzky_reuters.html

REJNUŠ, Oldřich, 2014. Finanční trhy. 4. aktualizované a rozšířené vydání Praha: Grada. ISBN 978-80-247-3671-6.

REVENDA, Zbyněk. Centrální bankovnictví. 3. aktualizované vydání Praha: Management Press, 2011. ISBN: 978-80-7261-230-7
REVENDA, Zdeněk, MANDEL, Martin, KODERA, Jan., MUSILEK, Petr, DVOŘAK, Petr, BRADA, Jaroslav. Peněžní ekonomie a bankovnictví. 5. aktualizované vydání. Praha: Management Press, 2014, ISBN 978-80-7261-240-6.

ROJÍČEK, Marek, SPĚVÁČEK, Vojtěch, VEJMĚLEK, Jan, ZAMRAZILOVÁ, Eva, ŽDÁREK, Václav. Makroekonomická analýza - teorie a praxe, Praha: Grada Publishing 2009, ISBN: 978-80-247-5858-9

RUSNOK, Jiří. Česká koruna může po intervencích i oslabit, varoval Rusnok [online]. ECHO 2017 [cit. 2017-11-17]. Dostupné na https://echo24.cz/a/whmze/ceska-koruna-muze-po-intervencich-i-oslabit-varoval-rusnok

Six Swiss Exchange – SMI, [online]. [cit. 2017-11-9]. Dostupné na https://www.six-swiss exchange.com/indices/data_centre/shares/smi_en.html

SNB - Annual report of SNB, Accountability report, [online]. The Swiss National Bank, 2016 [cit. 2017-11-27]. Dostupné na https://www.snb.ch/en/mmr/reference/annrep_2016_rechenschaft/source/annrep_2016_ rechenschaft.en.pdf

SNB - Arguments of the SNB against the initiative, [online]. The Swiss National Bank, 2016 [cit. 2017-11-8]. Dostupné na https://www.snb.ch/en/mmr/reference/media_dossier_gold_tjn/source/media_dossier_g old_tjn.en.pdf

SNB - Economics data SNB [online]. The Swiss national bank [cit. 2017-11-29]. Dostupné na https://www.snb.ch/en/iabout/monpol/earlier/id/monpol_earlier_2004

SNB - Monetary policy assesment [online]. The Swiss national bank 2009 [cit. 2017-11-6]. Dostupné na https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20090312/source/pre_20090312.en.pdf

SNB - Monetary policy strategy [online]. The Swiss national bank [cit. 2017-11-25]. Dostupné na https://www.snb.ch/en/iabout/monpol/id/monpol_strat#t3

SNB - Swiss National Bank discontinues minimum exchange rate and lowers interest rate to – 0,75% [online]. The Swiss national bank 2015 [cit. 2017-11-7]. Dostupné na www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20150115/source/pre_20150115.en.pdf

SVENSSON, Lars. Escaping from a liquidity trap and deflation: the foolproof way and others, Princeton University [online]. 2003 [cit. 2017-10-3]. Dostupné na http://www.nber.org/papers/w10195.pdf

TOMŠÍK, Vladimír, VLČEK, Jan. Devizové intervence a jejich konzistence s cílováním inflace [online]. Praha: ČNB 2015 [cit. 2017-11-26]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2015/cl_15_1503 17_tomsik_bankovnictvi.html

TOMŠÍK, Vladimír, VLČEK, Jan. Účet za devizové rezervy nám ekonomika již vystavila[online]. Praha: ČNB – autorské články a rozhovory, 2017 [cit. 2017-11-16]. Dostupné na https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_171023_tomsik_vlcek_bankovnictvi.html

TŮMA. Zdeněk. Je cílování inflace cestou k nižší inflaci?. In: Czech Journal of Economics and Finance [online]. Praha, 1998 [cit. 2017-10-25] Dostupné na: http://journal.fsv.cuni.cz/storage/2385_199804zt.pdf

WHELAN, Karl. University College Dublin. Advanced macroeconomics notes [online]. Dublin 2015 [cit. 2017-10-2]. Dostupné na http://www.karlwhelan.com/Macro2/Notes3.pdf

WILLIAMSON, Stephen. New Monetarist Economics, In: blogspot.cz, What is hapenning in monetary policy and macroeconomics[online]. 2015 [cit. 2017-10-3]. Dostupné nahttp://ne

Seznam tabulek a grafů

Tabulka 1: Členění nástrojů monetární politiky 4
Tabulka 2 - Vývoj inflačního cíle ČNB 17
Tabulka 3 - Vývoj rozpětí 3-měsíční Libor sazby v období 2008 - 2015 29

Graf 1 - Aktuální úrokové sazby významných centrálních bank 7
Graf 2 - Aktuální úrokové sazby ČNB platné od 1.12.2017 9
Graf 3 - Úvěrový transmisní mechanismus v širší podobě 13
Graf 4 - J-křivka 21
Graf 5 - Oficiální úrokové sazby ČNB v %, dvou týdenní repo sazba 25
Graf 6 - Vývoj devizového kurzu CZK/EUR 27
Graf 7 - Vývoj celkové míry inflace měřené indexem CPI v % v období 2003 - 2011 31
Graf 8 - Vývoj kurzu EUR/CHF a USD/CHF 32
Graf 9 - Vývoj inflace v letech 2009 až 2017 33
Graf 10 - Vývoj rozpětí 3-měsíční LIBOR sazby v letech 2008 - 2016 34
Graf 11 - Vývoj měnového kurzu EUR/CHF během intervencí a kurzový závazek 35
Graf 12 - Vývoj měnového kurzu v období ukončení intervencí 36
Graf 13 - Růst reálného HDP 38
Graf 14 - Předpověď vývoje inflace 39
Graf 15 - Švýcarský zahraniční obchod (import, export a čistý export) 40
Graf 16 - Vývoj objemu devizových intervencí v letech 2007 - 2017 41
Graf 17 - Podíl jednotlivých aktiv na celkových aktivech ŠNB 42
Graf 18 - Struktura devizových rezerv ŠNB 43
Graf 19 - Vývoj indexu SMI v období 1.1.2015 – 1.11.2017 44
Graf 20 - Vývoj 2T repo sazby 47
Graf 21 - Vývoj růstu HDP v letech 2005 – 2013 (kvartální data) 47
Graf 22 - Inflační prognóza ČNB ze 7.11.2013 49
Graf 23 - Vývoj míry inflace (meziroční změny na měsíčních datech) 50
Graf 24 - Inflační prognóza ČNB 2017 50
Graf 25 - Vývoj měnového kurzu CZK/EUR během listopadu 2013 51
Graf 26 - Vývoj měnového kurzu CZK/EUR 52
Graf 27 - Vývoj objemu devizových intervencí a jejich poměr vůči HDP 53
Graf 28 - Vývoj objemu devizových intervencí 54
Graf 29 - Podíl domácích a zahraničních držitelů korunových dluhopisů 56
Graf 30 - Čistý vývoz v letech 2010 - 2013 57
Graf 31 - Podíl vývozu do zemí EU na celkovém exportu v letech 2010 - 2017 58
Graf 32 - Vývoj exportu mezi lety 2010 - 2016 59
Graf 33 - Vývoj importu mezi lety 2010 - 2016 60
Graf 34 - Aktuální úrokové sazby 64
Graf 35 - Prognóza úrokových sazeb (3M PRIBOR) 65
Graf 36 - Prognóza inflace 65
Graf 37 - Vývoj měnového kurzu CZK/EUR a CZK/USD od ukončení intervencí 66
Graf 38 - Vývoj objemu devizových intervencí vůči HDP 69
Graf 39 - Vývoj měnového kurzu CHF/CZK v letech 2009 až 2017 71

Obrázek 1 - Průběh transmisního mechanismu 12
Obrázek 2 - Systémy měnových kurzů 15

Seznam použitých zkratek

CHF = švýcarský frank
CPI = index spotřebitelských cen
CZK = česká koruna
ČNB = Česká národní banka
ECB = Evropská centrální banka
EU = Evropská unie
EUR = euro
HDP = hrubý domácí produkt
QE = kvantitativní uvolňování
SNB = Švýcarská národní banka
USD = americký dolar