

UNIVERZITA KARLOVA v PRAZE
PRÁVNICKÁ FAKULTA

Zdeněk Zůna

Nástroje monetární politiky České národní banky

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: Mgr. Ing. Aleš Borkovec

Katedra národního hospodářství

Datum uzavření rukopisu: 10. prosince 2010

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval samostatně, všechny použité prameny a literatura byly řádně citovány a práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 10. prosince 2010

Zdeněk Zůna

Poděkování

Rád bych poděkoval vedoucímu mé práce Mgr. Ing. Aleši Borkovci za poskytnuté rady a cenné připomínky v průběhu zpracovávání této práce.

Obsah:

Úvod.....	1
1. Monetární politika.....	3
1.1. Cíle monetární politiky	3
1.2. Expanzivní a restriktivní monetární politika	6
1.3. Nezávislost centrálních bank	9
2. Proces monetární politiky	14
2.1. Časová zpoždění monetární politiky.....	15
2.2. Měnový transmisní mechanismus.....	16
2.3. Úvěrový transmisní mechanismus	21
2.4. Kurzový transmisní mechanismus	22
2.5. HDP gap	24
2.6. Cílování inflace.....	25
3. Nástroje monetární politiky	29
3.1. Operace na volném trhu	30
3.2. Diskontní nástroje	34
3.3. Devizové intervence	36
3.4. Povinné minimální rezervy	37
3.5. Přímé nástroje monetární politiky.....	40
4. Nástroje monetární politiky České národní banky	42
4.1. Období 1993-1997	43
4.1.1. Vývoj ekonomiky.....	44
4.1.2. Nástroje monetární politiky	47
4.1.3. Měnová krize 1997	51
4.2. Období 1998 – 2010	54
4.2.1. Vývoj ekonomiky.....	56
4.2.2. Nástroje monetární politiky	58
4.2.3. Finanční krize započatá pádem Lehman Brothers	62
Závěr	65
Seznam použité literatury a pramenů:	67
Seznam tabulek a grafů:.....	71
Příloha 1: Nastavení nástrojů monetární politiky v období 1993 – 1997.....	72
Příloha 2: Nastavení nástrojů monetární politiky v období 1998 – 2010.....	73
Summary:.....	74
Abstrakt:.....	75
Klíčová slova v českém jazyce:	76
Klíčová slova v anglickém jazyce:	76

Úvod

Oblast bankovníctví patří k nejrychleji se rozvíjejícím oborům současnosti. Ekonomiky vyspělých zemí světa prošly v posledních dvaceti letech překotným vývojem; období prosperity se vystřídaly s množstvím finančních krizí, z nichž dvě významně zasáhly i Českou republiku.¹ Vlády a zejména centrální banky jednotlivých zemí musely vzniklé problémy řešit, často bez jakýchkoliv nebo jen minimálně použitelných zkušeností z minulosti. Obrovský posun kupředu v oblasti monetární politiky je jen logickým důsledkem tohoto vývoje.

Cílem práce je postihnout nejdůležitější faktory ovlivňující ekonomický vývoj v České republice a podrobně popsat, které nástroje monetární politiky, z jakého důvodu, a s jakými důsledky Česká národní banka v jednotlivých obdobích zvolila. Autor zvolil chronologický výklad s důrazem na zařazení do dobového kontextu.

Úvodní kapitola definuje pojem monetární politiky a nastiňuje její základní druhy a cíle. Spolu s druhou a třetí kapitolou je nezbytným teoretickým podkladem k praktické části. Vysvětluje, proč je monetární politika svěřována do rukou centrálních bank jako nezávislých institucí a proč je cenová stabilita ve většině zemí jediným hlavním cílem monetární politiky. Zároveň získáme základní představu o tom, co je to monetární expanze a monetární restrikce, kdy se používají a jaké mají důsledky.

Druhá část se zabývá procesem monetární politiky vedoucí od jejích nástrojů přes operační a zprostředkující cíle až ke konečným cílům. Popisuje přednosti a nedostatky různých strategií a podkřývá řetězce ekonomických vazeb, prostřednictvím kterých použité nástroje ovlivňují konečné cíle. Kromě toho předkládá některé problémy monetární politiky a diskutuje roli časových zpoždění.

Třetí kapitola se věnuje nástrojům monetární politiky v obecné rovině. Vedle doktrinálního členění a základních charakteristik popisuje důsledky jejich použití na měnovou bázi, krátkodobou úrokovou míru a cenovou hladinu.

Čtvrtá kapitola je jádrem práce. Pomocí historické, popisné a analytické vědecké

¹ Tzv. asijská krize vypukla v červenci 1997 a měla významný dopad na mnoho ekonomik po celém světě včetně České republiky. V době vzniku této práce jsme svědky další krize započaté pádem investiční banky Lehman Brothers ze 14. 9. 2008.

metody posuzuje činnost České národní banky od jejího vzniku až do roku 2010 se zaměřením na podrobný popis použitých nástrojů monetární politiky. Součástí výkladu je stručný ekonomický vývoj České republiky důležitý pro zařazení jednotlivých nástrojů do historického kontextu. Nalezneme zde nejen analýzu vytvořenou ex post, ale i dobové argumenty, které vedly Českou národní banku k jejím rozhodnutím.

1. Monetární politika

Monetární politiku (nebo také měnovou politiku) lze obecně definovat jako „vědomou činnost nějakého subjektu, který se prostřednictvím měnových nástrojů snaží regulovat množství peněz v oběhu a tím dosáhnout určitých cílů.“² „Společně s fiskální (rozpočtovou) politikou vlády představuje jeden ze dvou základních finančních nástrojů národohospodářského ovlivňování produkce, nezaměstnanosti a inflace v moderních ekonomikách“³.

Ve vyspělých ekonomikách provádí monetární politiku zpravidla centrální banka, ovšem existují i výjimky. Žádnou centrální banku nemají státy, kde je domácí měna oficiálně nahrazena zahraniční. Podle druhu zahraniční měny se tento jev se nazývá dolarizací (Panama, Ekvádor) resp. euroizací (San Marino, Andorra). Naopak Spojené státy mají více centrálních bank, součástí Federal Reserve System (dále jen FED) je dvanáct regionálních bank. Ty dnes už sice mají jednotnou monetární politiku i sazby, ale v minulosti tomu tak nebylo. Konečně dodejme, že monetární politiku neprovádí centrální banky těch zemí, které jsou v měnové unii (např. země eurozóny).

1.1. Cíle monetární politiky

Provádění monetární politiky vždy směřuje k určitému konečnému cíli, případně cílům. Ve formulování konečných cílů nalezneme mezi jednotlivými centrálními bankami ve vyspělých tržních ekonomikách i ve 21. století některé důležité rozdíly.

Lze říci, že základním společným cílem všech centrálních bank je stabilizace cenové hladiny neboli boj proti inflaci. Inflace obecně znamená růst hladiny cen/pokles kupní síly peněz (za stejný počet jednotek dané měny si lze za přítomnosti inflace koupit čím dál menší množství zboží a služeb). Ukazatelů inflace existuje celá řada. Nejčastěji se měří indexem spotřebitelských cen (consumer price index - CPI), který vyjadřuje meziroční růst cen *typického spotřebního koše*. Měření provádí Český

2 REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2. rozšířené vydání. Praha : MANAGEMENT PRESS, 2001. ISBN 80-7261-051-1. s. 79.

3 URBAN, Jan. *Základy teorie národního hospodářství*. První vydání. Praha : ASPI Publishing s.r.o., 2003. ISBN 80-86395-72-3. s. 226.

statistický úřad.⁴

V praxi se stabilizací cenové hladiny rozumí nikoliv doslova neměnnost cen, nýbrž jejich mírný růst. V každé ekonomice s efektivním systémem totiž neustále dochází k drobným změnám cenových relací. Některé ceny a zejména mzdy jsou ale v ekonomice z určitých důvodů rigidní (neklesají, i když to vyžaduje rovnováha na trhu). Mírná inflace umožňuje relativní pokles těchto cen/mezd, přičemž v absolutním vyjádření zůstávají na stejné úrovni. *Mírná inflace tak nejen že nedeformuje strukturu relativních cen a důchodů, ale může paradoxně znamenat vyšší efektivitu cenového systému.* Kromě toho při měření růstu cen dochází k určitým statistickým vychýlením. Typicky zvýšení cen některých statků může být spojeno s jejich vyšší kvalitou (např. díky technologickému pokroku), což může vést k nadhodnocené inflaci. Striktně trvat na neměnné cenové hladině by proto bylo neúčelné.⁵

V dnešním moderním světě neexistuje centrální banka, která by neměla zakotvenu stabilizaci cenové hladiny jako jednu ze svých priorit. Důvodem je převládající přesvědčení ekonomů o tom, že cenová stabilita je jednou z klíčových podmínek ekonomického růstu v dlouhém období. Empiricky bylo prokázáno, že vysoká a nestabilní inflace má pro rozvoj ekonomiky negativní důsledky:

- Vysoká míra inflace redistribuuje důchody od věřitelů k dlužníkům a znehodnocuje úspory.
- Vysoká inflace je zdrojem nejistoty, ztěžuje ekonomické rozhodování. Firmy musí vyvinout při zajištění proti inflaci větší úsilí, což pro ně představuje zvýšené náklady.
- Při nestabilní vysoké inflaci se investoři orientují spíše na krátkodobé investice na úkor produktivnějších dlouhodobých.

4 Index spotřebitelských cen je nejpoužívanějším ukazatelem zejména proto, že jde o nejrychlejší číslo, které o inflaci můžeme získat. Rychlost informací o skutečném stavu ekonomiky je pro měnovou politiku důležitým faktorem (viz kapitola „zpoždění měnové politiky“ dále v textu). V praxi se měří chozením po obchodech každý týden! Mimochodem měří se ani ne v polovině okresů. Největší váhu ve spotřebním koši České republiky mají bydlení, potraviny a doprava. Jeho obměna se provádí obvykle jednou za pět let. Podrobnější informace viz <http://www.czso.cz>.

5 Problém inflace a její podstaty je poněkud složitější. My se budeme inflaci podrobněji věnovat v kapitole „cílování inflace“.

- Vysoká míra inflace je spojena s vyššími úrokovými sazbami. Ty mohou lákat spekulativní kapitál, který může představovat potencionální riziko pro ekonomiku.

Lze najít i další argumenty, jako jsou deformace daňového systému nebo nebezpečí fixace inflačních očekávání ekonomických subjektů. To má řadu negativních důsledků, které jsou v některých ekonomických učebnicích souhrnně nazývány jako *náklady inflace*.⁶

Centrální banky mohou sledovat i další cíle. Nejčastěji jsou jimi podpora ekonomického růstu, podpora zaměstnanosti, stabilita měnového kurzu domácí měny (tzv. vnější stabilita), případně rovnováha platební bilance. V některých literaturách se uvádí jako možný cíl i stabilita finančních trhů. Spíše než cíl monetární politiky je to ale předpoklad jejího úspěšného provádění, který centrální banka prostě zajistit musí.

ČNB má jediný hlavní cíl, kterým je stabilizace cenové hladiny. Kromě výše zmíněných důvodů je pro Českou republiku nízká inflace důležitá také proto, že jde o jednu z podmínek pro přistoupení k eurozóně.⁷ Podpora ekonomického růstu je až sekundárním cílem, tzn. monetární politiku směřující k hospodářskému růstu může ČNB provádět jen tehdy, pokud tím není dotčen její hlavní cíl stabilizace cenové hladiny.⁸

Vymezení cenové stability jako jediného hlavního cíle monetární politiky je pro evropské země typické. Výjimkou není ani Evropská centrální banka (dále jen ECB).⁹ Odlišná koncepce je zavedena ve Spojených státech, kde má FED hned dva základní cíle:

1. Maximální HDP a vysoká zaměstnanost
2. Stabilní cenová hladina

Vymezení cílů je zakotveno ve *Full employment and balanced growth act*

6 Viz například SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. *Ekonomie*. Praha : Svoboda, 1995. ISBN 80-205-0949-X. s. 313 a následující

7 Podle tzv. maastrichtských kritérií musí být inflace maximálně 1,5 procentního bodu nad úroveň průměru třech zemí Evropské unie s nejnižší inflací.

8 Viz § 2 (1) zákona 6/1993 o České národní bance: „Hlavním cílem České národní banky je péče o cenovou stabilitu. Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu...“

9 Viz čl. 105 odst. (1) Smlouvy o Evropském společenství: „Prvořadým cílem ECB je udržovat cenovou stabilitu...“

z roku 1978, známého rovněž pod názvem Humphrey-Hawkinsonův zákon. Z daného pořadí cílů a nakonec i z názvu legislativního aktu lze mezi řádky vyčíst, že větší důraz je kladen na podporu hospodářského růstu.

Otázka hierarchie konečných cílů, podle kterých měnová autorita té které země určuje svoji monetární politiku, je pro její provádění naprosto klíčová. V praxi si totiž jednotlivé cíle mohou konkurovat. Typicky opatření v boji proti vysoké inflaci zpravidla nenapomáhají dosažení co nejvyššího hospodářského růstu a zaměstnanosti.¹⁰ Proto má stále větší počet centrálních bank ve světě definovaný pouze jediný hlavní cíl, a sice stabilní cenovou hladinu. Podpora ekonomického růstu, nízké nezaměstnanosti, případně rovnováhy platební bilance jsou pouze doprovodné cíle.

1.2. Expanzivní a restriktivní monetární politika

Podle charakteru přijatých opatření centrálních bank lze identifikovat, zda provádějí tzv. expanzivní monetární politiku (holubičí politiku), či restriktivní politiku (jestřábí politiku).

Expanzivní monetární politika se vyznačuje snížením tržní krátkodobé úrokové míry a zvýšením nabídky peněz. Různé úrokové míry jsou v ekonomice silně provázány. Snížení tržní krátkodobé úrokové míry vytváří tlak na snížení ostatních úrokových měr, což obchodním bankám umožňuje poskytovat úvěry za výhodnějších podmínek. Lepší podmínky logicky vedou k většímu zájmu o úvěr, větší počet úvěrů znamená, že domácnosti i podniky více utrácejí. Výsledkem celého procesu je stimulace agregátní poptávky a tím celé ekonomiky.

K expanzivní monetární politice se centrální banky uchylují z následujících důvodů:

- Stagnace nebo pokles ekonomiky
- Vysoká nezaměstnanost
- Vysoké tržní úrokové míry

V praxi zpravidla nastává kombinace těchto faktorů, mnohé spolu úzce souvisí.

¹⁰ To platí v krátkém období. V dlouhém období je naopak podle převládajícího názoru ekonomů cenová stabilita jednou z důležitých determinant ekonomického růstu, jak je již uvedeno výše v textu.

Kromě výše zmíněných pozitivních dopadů na ekonomiku má expanzivní politika jeden negativní důsledek, tlak na zvýšení inflace. Tuto skutečnost lze teoreticky demonstrovat na Fischerově rovnici směny:

$$M * v = P * Q,$$

kde **M** je množství peněz v oběhu,

V je transakční rychlost peněz (průměrná rychlost oběhu M),

P je agregátní cenová hladina,

Q je reálný agregátní produkt.

Levá část rovnice je z pohledu centrální banky aktivní stranou (centrální banka působí na M a na V). Na pravé straně rovnice je vlastně HDP v nominálním vyjádření. Expanzivní politika se projeví zvýšením množství peněz v oběhu (M). Existují v zásadě tři možnosti, jak se může změnit pravá strana rovnice (pro zjednodušení předpokládáme konstantní rychlost oběhu peněz v ekonomice):

1. $\uparrow M * v = \uparrow P * \uparrow Q,$

2. $\uparrow M * v = \uparrow P * Q,$

3. $\uparrow M * v = P * \uparrow Q,$

Monetární expanze může mít za následek buď růst cenové hladiny, nebo růst reálného produktu, případně kombinaci obojího. Třetí z rovnic je ovšem spíše teoretická. V praxi může jen těžko nastat situace, kdy je reálný produkt přímo úměrný růstu množství peněz v oběhu. V takovém případě by provádění monetární politiky byla radost sama – masivním zvyšováním peněžní zásoby bychom dosáhli neúměrného bohatství bez starostí o inflaci. Zbývá tedy první a druhá rovnice. Otázku, která z nich je blíže realitě, nelze snadno zodpovědět. Není totiž definitivně vyjasněna ani v akademické obci. Zastánci keynesiánského přístupu jsou přesvědčeni o platnosti první z obou rovnic, tedy že zvýšení množství peněz v ekonomice vede i k částečnému zvýšení reálného produktu. Naopak monetaristé tvrdí, že zvýšení množství peněz v oběhu se projeví pouze zvýšenou inflací (druhá z rovnic).¹¹ v každém případě lze

¹¹ Spor se vede také o to, zda je rychlost oběhu peněz v ekonomice stabilní. Keynesiánci tvrdí, že stabilní není. Monetaristé vyvozují, že je-li poptávka po penězích stabilní, je stabilní i rychlost jejich oběhu. Empirická data dávají za pravdu spíše keynesiáncům. Monetaristé nicméně tvrdí, že je tomu

vyvodit následující závěr: **Důsledkem expanzivní politiky je tlak na zvýšení inflace** (ať už platí první nebo druhá rovnice). Neméně důležitá je skutečnost, že **účinná bude ta monetární politika, kde se změna M projeví na pravé straně rovnice tak, jak centrální banka předvídá.**¹²

Lze shrnout, že cílem expanzivní politiky je posílení agregátní poptávky a celkové uvolnění ekonomiky. Prostředkem k tomu je snížení úrokových měr a zvýšení peněžní nabídky, což ale může vést ke zvýšeným inflačním tlakům.

Pokud má centrální banka definovanou cenovou stabilitu jako svůj hlavní cíl, musí být s expanzivní politikou opatrná. V zásadě ji může provádět jen v obdobích, kdy zvýšení inflace nehrozí, tedy při propadu či stagnaci ekonomiky. Pokud jsou naopak hospodářský růst, zaměstnanost a úrokové míry na uspokojivých úrovních (nebo pokud nejsou, ale hrozí vysoká inflace), centrální banka přechází k restriktivní politice.

Jako restriktivní politiku označujeme aktivity centrální banky prováděné za účelem zvýšení tržní krátkodobé úrokové míry a snížení nabídky peněz. Restriktivní politika je opakem expanzivní. Se zvýšením tržní krátkodobé úrokové míry se zvyšují i ostatní úrokové míry v ekonomice. Obchodní banky jsou zdrženlivější v poskytování úvěrů a méně poptávajících na ně dosáhne, což vede k menším výdajům domácností a firem. Výsledkem celého procesu je snížení nabídky peněz a oslabení agregátní poptávky.

Restriktivní politika se aplikuje v boji proti inflaci. Jejím cílem je oslabení agregátní poptávky a přibrzdění hospodářského růstu. Prostředkem k tomu je zvýšení úrokových měr a snížení peněžní nabídky. Typicky se provádí v situaci tzv. *přehřáté ekonomiky*. Přehřátá ekonomika se vyznačuje příliš rychlým růstem HDP a s ním souvisejícím růstem mezd, který jde ruku v ruce s nízkou nezaměstnaností.¹³ Vyšší mzdy a zaměstnanost vedou ke zvýšení agregátní poptávky (výdajů domácností a firem). Vyšší agregátní poptávka má bez odpovídajícího zvýšení agregátní nabídky

tak pouze v důsledku státních zásahů do ekonomiky. (pozn. rychlost oběhu peněz sice nelze přímo měřit, lze ji však triviálně spočítat z výše uvedené rovnice).

12 V úvaze o Fischerově rovnici směny jsme opomněli definovat (M). Na tomto místě můžeme použít tzv. empirickou definici peněz, která říká, že „za peníze považujeme takový souhrn peněžních prostředků, které nejlépe vysvětlují vývoj ekonomických proměnných, které mají být penězi vysvětleny.“ v praxi to bude jeden z měnových agregátů (M1, M2, M3), kterým se budeme věnovat dále v textu.

13 Nezaměstnanost je nízká, protože nabízené mzdy jsou vyšší a pracovat se vyplatí relativně více.

za následek zvýšení cenové hladiny spotřebního zboží. Kroky centrální banky směřující k oslabení agregátní poptávky jsou proto logickou metodou boje proti inflaci.

1.3. Nezávislost centrálních bank

Provádění monetární politiky je jednou z nejdůležitějších činností centrálních bank (vedle regulace bankovního systému a emise hotovostního oběživa). Jinou otázkou ovšem je, jaký subjekt o monetární politice *rozhoduje*, tj. stanovuje cíle a volí vhodné nástroje k jejich dosažení. Zde hraje klíčovou roli nezávislost centrální banky.

Nezávislost centrálních bank lze rozčlenit do několika prvků:

- *Institucionální nezávislost* znamená, že centrální banka nesmí při plnění svých úkolů přijímat pokyny od jiných subjektů, zejména parlamentu či vlády.
- *Funkční nezávislost* spočívá v autonomii centrální banky při formulování cílů (goal independence) a volbě nástrojů k jejich dosažení (instrument independence).
- Klíčem *personální nezávislosti* je omezení politických tlaků při jmenování a odvolávání členů bankovní rady.
- Konečně *finanční nezávislost* spočívá v tom, že si centrální banka sama stanovuje rozpočet pro svou činnost.¹⁴

Pro naše téma je nejdůležitější funkční nezávislost.

Tendence k posilování samostatnosti centrálních bank jsou patrné nejméně posledních dvacet let.¹⁵ Faktor nezávislosti centrálních bank je totiž úzce spojen s úspěšností plnění hlavního cíle, kterým je boj proti inflaci. Tuto skutečnost výstižně demonstruje Kydland-Prescottův model, který, ačkoliv je z roku 1977, lze názorně

14 Každé hospodaření s veřejnými prostředky ovšem musí podléhat kontrole. Například hospodaření ČNB podléhá kontrole Nejvyššího kontrolního úřadu (viz § 3 odst. (3) zákona o Nejvyšším kontrolním úřadu). Kromě toho je povinna vypracovat na konci roku účetní závěrku a nechat ji ověřit externím auditorem. Ta je základem roční zprávy o výsledku hospodaření, která se předkládá parlamentu ČR. Důležité je oddělit hospodaření ČNB od její vlastní činnosti v monetární politice, která kontrole nepodléhá. Viz. např. § 43 zákona o ČNB: „Vydávání cenných papírů Českou národní bankou, obchodování s cennými papíry a dalšími investičními nástroji, jejich evidence a provozování systému vypořádání obchodů s nimi, prováděné Českou národní bankou, nepodléhají povolení ani výkonu dohledu podle zvláštních právních předpisů.“

15 Např. ještě v roce 1987 charakterizoval tehdejší ministr financí Velké Británie Nigel Lawson vztah centrální banky a vlády slovy: „Já přijmu rozhodnutí a banka je provede.“ od května 1997 rozhoduje o monetární politice výhradně guvernér Bank of England.

použít i v dnešní době.¹⁶

Každý model má určité zjednodušující předpoklady:

1. Centrální banka může provádět buď restrikcí, nebo expanzi.
2. Monetární politika má dva výstupy, inflaci a nezaměstnanost.
3. Restriktivní monetární politika vede k poklesu inflace, expanzivní monetární politika vede ke zvýšení inflace.
4. Úroveň zaměstnanosti je v zásadě rovná přirozené míře, při které se poptávka po práci rovná nabídce práce a trh je v rovnováze. Jakákoliv změna je nežádoucí.
5. O vývoji rozhodují tři mocenská centra: 1. centrální banka 2. vláda 3. veřejnost¹⁷
6. Každé z mocenských center má jiný hlavní cíl:
 1. Centrální banka chce snížit inflaci.
 2. Vláda se chce udržet u moci.
 3. Veřejnost chce růst životní úrovně v podobě růstu reálných mezd.

Veřejnost v našem modelu tlačí na růst *reálných* mezd, tj. *nominální* nárůst mezd musí být vyšší než inflace. Centrální banka může provádět buď expanzi, nebo restrikcí. Pokud veřejnost očekává restrikcí, spokojí se s nižším nárůstem nominálních mezd (ten ovšem musí být pořád vyšší, než je předpokládaná míra inflace). Naopak pokud veřejnost očekává expanzivní politiku (a růst inflace), tlačí na ještě vyšší nárůst nominálních mezd. Centrální banka může provádět politiku v souladu nebo v rozporu s očekáváním veřejnosti. Důsledky jednotlivých kombinací prováděné politiky s očekáváním veřejnosti na inflaci a nezaměstnanost jsou následující:

16 Ekonomové Finn Kydland a Edward Prescott byli za tento model v roce 2004 oceněni Nobelovou cenou za ekonomii.

17 V původní verzi modelu jsou jako jedno z mocenských center místo veřejnosti vymezeny odbory. Veřejnost je nicméně širším pojmem, který je bližší současné realitě.

Tabulka 1: Kyndell - Prescottův model

Veřejnost	Centrální banka	Míra inflace	Míra nezaměstnanosti
očekává restrikci	provádí restrikci	se snižuje (+)	se nemění (+)
očekává restrikci	provádí expanzi	se zvyšuje (-)	se snižuje (-)
očekává expanzi	provádí restrikci	se snižuje (+)	se zvyšuje (-)
očekává expanzi	provádí expanzi	se zvyšuje (-)	se nemění (+)

Pramen: Různé, upraveno autorem

Žádoucí výstupy monetární politiky jsou v tabulce označeny znaménkem (+), nežádoucí znaménkem (-). Je zřejmé, že ideální je kombinace očekávané restriktive ze strany veřejnosti a restriktivní monetární politiky prováděné centrální bankou. Míra inflace se snižuje a nezaměstnanost zůstává na své přirozené hodnotě. Naopak nejhorší je souběh očekávané restriktivní politiky ze strany veřejnosti v kombinaci s expanzivní politikou centrální banky. V takovém případě nezaměstnanost klesá, protože mzdy v reálném vyjádření poklesly a pracovní síla je pro firmy levnější. Snižování nezaměstnanosti považujeme za negativní, protože dochází k poklesu pod její přirozenou míru (podle čtvrtého předpokladu je jakákoliv změna nezaměstnanosti nežádoucí). Ekonomika bude navíc trpět zvyšující se inflací.

Pokud veřejnost očekává expanzi, centrální banka už nemůže dosáhnout z měnověpolitického hlediska optimální situace. Při restriktivní politice se bude zvyšovat míra nezaměstnanosti, při expanzivní politice poroste inflace. Z toho plyne, jak důležitá je důvěryhodnost centrální banky v provádění monetární politiky a jak škodlivým jevem je fixace vysokých inflačních očekávání ze strany veřejnosti. Řada ekonomů se domnívá, že kredibilita centrální banky hraje větší roli než stupeň její samostatnosti.

Podíváme-li se pozorně na modelové předpoklady, zjistíme, že centrální banka by vlastně měla vždy provádět restriktive.¹⁸ Výstupy monetární politiky jsou lepší, pokud restriktive očekává i veřejnost. Ovšem je tu ještě vláda, jejíž hlavní prioritou je udržet se u moci, tj. vyhrát příští volby. Na tomto místě si musíme položit otázku, zda je pro vládu důležitější

a) nízká míra inflace, nebo

¹⁸ viz předpoklad č. 6.1 v kombinaci s předpokladem č. 3.

b) nízká míra nezaměstnanosti.

Pomineme-li různé „výjimečné“ případy, odpověď b) je správně. Tím jsme se dostali k původní myšlence, že **jedním z rozhodujících předpokladů úspěšného boje proti inflaci je nezávislost centrální banky při rozhodování v oblasti monetární politiky**. Kdyby měla vláda prostředky, pomocí kterých by mohla ovlivnit monetární politiku centrální banky, dalo by se očekávat, že s blížícími se volbami bude tlačit na její uvolnění (expanzi). Z měnověpolitického hlediska to ale nemůže být optimální řešení, jak je patrné z tabulky výše.¹⁹

Určení stupně samostatnosti centrální banky je poněkud problematické. Nezávislost se skládá z několika prvků. Při pokusu o srovnání centrálních bank jednotlivých zemí narazíme na problém, jakou váhu přisoudit tomu kterému kritériu. Kromě toho jakékoliv, byť sebedokonalejší hodnocení, nemůže akcentovat zvláštnosti a tradice jednotlivých zemí. Pro naše téma je nejdůležitější otázka vlivu vlády, parlamentu nebo jiného subjektu na rozhodování o monetární politice.

ČNB patří mezi nejsamostatnější centrální banky na světě. Formulace cílů monetární politiky, její nástroje, podmínky poskytování úvěrů centrální bankou... to vše je v její výlučné kontrole.²⁰ Členy sedmičlenné bankovní rady včetně jejího guvernéra jmenuje a odvolává prezident ČR, přičemž možnosti odvolání jsou striktně omezeny.²¹ Odvolání člena bankovní rady z politických důvodů je vyloučeno. To je důležitou komponentou nezávislosti. Samostatnost v rozhodování je k ničemu, pokud může politická reprezentace vyměnit rozhodujícího.

Nezávislost centrální banky je na druhou stranu pouze jedním, byť důležitým předpokladem úspěšnosti protiinflační politiky. Dalšími důležitými faktory jsou

19 Tato skutečnost je doložena i empiricky. Srovnej ALESINA, Alberto; SUMMERS, Lawrence. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*. May 1993, Vol. 25, No. 2, s. 151-162, která prokazuje souvislost mezi úrovní inflace a mírou samostatnosti centrálních bank, byť sami autoři připouštějí, že závěry „nejsou nezvratné“.

20 Viz. § 9 odst. (1) zákona o ČNB: „Česká národní banka a bankovní rada při plnění hlavního cíle České národní banky a při výkonu dalších činností nesmějí přijímat ani vyžadovat pokyny od prezidenta republiky, Parlamentu, vlády, správních úřadů ani od jakéhokoliv jiného subjektu.“ Zajímavé je srovnání s čl. 108 Smlouvy o ES, který ještě výslovně stanovuje zákaz ovlivňování členů bankovní rady. Otázkou je, zda lze zákaz ovlivňování podřadit pod zákaz jakýchkoliv pokynů.

21 Člena bankovní rady lze odvolat pouze z důvodů ztráty svéprávnosti, ztráty bezúhonnosti, při neslučitelnosti funkcí a nevykonává-li funkci po dobu delší než 6 měsíců. Viz § 6 odst. (11), (12) zákona o ČNB.

například konsenzus mezi centrální bankou a vládou o nutnosti antiinflační politiky, osobnost guvernéra, fungování tzv. *gentleman agreements*²² atd. V historii nalezneme mnoho příkladů, kdy centrální banka s vysokým stupněm nezávislosti nedokázala zabránit vysoké inflaci. Naopak ojedinělá je opačná situace, tedy centrální banka s nízkým stupněm nezávislosti spolehlivě zajišťující stabilní cenovou hladinu. Výjimkou potvrzující pravidlo je japonská centrální banka, která navzdory tomu, že členy bankovní rady jsou dva zástupci vlády²³, patří dlouhodobě na poli boje proti inflaci mezi nejúspěšnější. V dalším výkladu budeme předpokládat, že o monetární politice rozhoduje výhradně centrální banka.

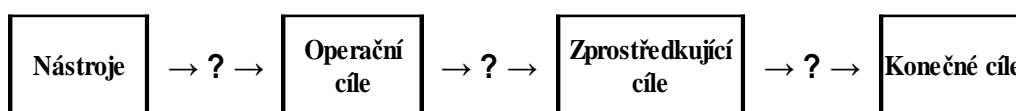
22 Gentleman agreements neboli gentlemanské dohody je označení pro jakoukoliv neformální dohodu, která není právně závazná a její porušení není spojeno s žádnou sankcí. V oblasti bankovníctví jsou takové dohody běžné a mají obrovskou váhu. Například ve Slovinsku se v roce 2006 tamější centrální banka dohodla s vládou na omezení velkých investic a jen mírném nárůstu platů státních zaměstnanců. Stejně tak se dohodla s některými velkými podniky na nezvyšování cen. Účelem bylo dosažení nízké inflace, jedné z podmínek pro přijetí eura v roce 2007. To se skutečně podařilo, nicméně trend růstu cenové hladiny se projevil hned následující rok. Slovinská inflace skokově vzrostla na 5,7 %, což byla nejvyšší hodnota ze všech zemí eurozóny.

23 Viz Bank of Japan act, článek 19, odst. (1),(2). Do dubna roku 1998 měli tito zástupci dokonce hlasovací práva. Dnes je sice nemají, mohou však například žádat odložení některých měnověpolitických opatření atd.

2. Proces monetární politiky

Již víme, že za účelem dosažení konečných cílů používá centrální banka určité nástroje monetární politiky. Mezi jejich použitím a konečnými cíly je ale dlouhá cesta. Centrální banka totiž zpravidla nemůže konečné cíle přímo ovlivnit (například nemůže regulovat inflaci tím, že přikáže obchodníkům, za jaké ceny mají prodávat spotřební zboží). Ve skutečnosti použitím nástrojů monetární politiky působí pouze na tzv. *operační cíle*, které jsou pod kontrolou centrální banky. Mezi operační cíle a konečné cíle vstupují ještě tzv. *zprostředkující cíle*, které jsou jakýmsi střednědobým mezicílem v dosažení konečného cíle. Tato posloupnost tvoří *proces monetární politiky*:

Tabulka 2: Schéma procesu monetární politiky



Pramen: REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2. rozšířené vydání. Praha : MANAGEMENT PRESS, 2001. ISBN 80-7261-051-1. s. 83., upraveno autorem

Otazníky symbolizují určitou míru nejistoty v celém procesu. **Účinnost monetární politiky je tím vyšší, čím vyšší je predikovatelnost a stabilita vazeb mezi jednotlivými složkami.**

V závislosti na zvolených operačních a zprostředkujících cílech hovoříme o tzv. *transmisních mechanismech* monetární politiky. „*Transmisním mechanismem se rozumí řetězec ekonomických vazeb, který umožňuje, aby změny v nastavení měnověpolitických nástrojů vedly k vytyčeným konečným cílům.*”²⁴

Transmisních mechanismů je více druhů, z nichž každý charakterizují specifické operační a zprostředkující cíle. Různé transmisní mechanismy jsou *možnými postupy při provádění monetární politiky*, dávají měnověpolitickému rozhodování určitou strukturu a usnadňují interpretaci veřejnosti. Jejich pochopení je nezbytným předpokladem porozumění dalšímu výkladu. Podrobný rozbor nástrojů monetární politiky by nebyl účelný, kdybychom nevěděli, *proč* centrální banky v určitých

²⁴ Česká národní banka [online]. 2003-2010 [cit. 2010-11-22]. Často kladené dotazy - Transmisní mechanismus MP. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/faq/transmisni_mechanismus_mp.html>

situacích volí ty které nástroje a *jak* jejich aplikace souvisí s dosažením konečných cílů.

2.1. Časová zpoždění monetární politiky

Časová zpoždění monetární politiky stojí tak trochu stranou teoretického konceptu transmisních mechanismů, nicméně jako faktor mají obrovské důsledky pro praktickou činnost centrálních bank. Rozeznáváme celkem čtyři typy časových zpoždění:

Poznávací (gnoseologické) časové zpoždění je doba nutná k poznání reality resp. doba nutná pro sběr a zpracování dat.²⁵ Jde o údaje nutné pro rozhodování o monetární politice, jako jsou:

- Inlace – údaje jsou k dispozici zhruba týden po skončení sledovaného období.²⁶
- Platební bilance – údaje jsou k dispozici po patnácti dnech.
- Peněžní zásoba - údaje jsou k dispozici asi po měsíci.
- Růst ekonomiky - údaje jsou k dispozici po 80ti až 90ti dnech!

V důsledku poznávacího časového zpoždění se centrální banky musí často řídit podle údajů, které tou dobou již nemusí odpovídat realitě, resp. používají predikční modely, kterými současný stav pouze odhadují.

Rozhodovací časové zpoždění je doba mezi získáním údajů a reakcí na ně (případně rozhodnutím o ponechání současného nastavení měnověpolitických nástrojů). Odhadování délky rozhodovacího časového zpoždění je velmi obtížné a málo účelné. Vždy totiž záleží na druhu získaných informací a závažnosti případných změn. Důležité je zde propojení s konceptem nezávislosti centrální banky. Pokud by rozhodování o monetární politice podléhalo schvalování vlády, poslanecké sněmovny, či kohokoliv jiného, rozhodovací časové zpoždění by mohlo významně narůst.²⁷

25 V některých literaturách se ještě rozlišuje časové zpoždění informační (sběr dat) a rozpoznávací (zpracování dat).

26 V této oblasti je horkou novinkou tzv. google price index (GPI) - projekt společnosti google, který bude sledovat vývoj cen nákupů na internetu a na jejich základě měřit inflaci. Data by měla být na rozdíl od údajů ze statistických úřadů k dispozici okamžitě.

27 Např. bankovní rada ČNB se k jednání o měnových otázkách schází pravidelně osmkrát ročně (dříve to bylo dvanáctkrát), přičemž mimořádné schůze jsou možné. Legislativní proces nezřídka trvá více než rok. Harmonogram jednání bankovní rady lze nalézt na <http://www.cnb.cz/cs/kalendar/index.html>

Realizační (implementační) časové zpoždění je doba nutná ke změně stávajících pravidel a postupů. Důvodem existence realizačního časového zpoždění je skutečnost, že některé nástroje monetární politiky nelze použít ihned. Typicky se jedná o změny požadavků na povinné minimální rezervy, které by měly být bankám oznamovány v dostatečném předstihu.

Přizpůsobovací (adaptační) časové zpoždění je doba, za kterou se ekonomické subjekty přizpůsobí nové situaci. Přizpůsobovací časové zpoždění je nejdelším ze všech, nejvíce ovlivňuje účinnost monetární politiky, jeho délka se navíc může v různých obdobích výrazně lišit. ČNB na svých stránkách uvádí odhadované zpoždění monetární politiky v délce 12-18 měsíců.

Vzhledem k časovým zpožděním jsou centrální banky nuceny se rozhodovat nejen na základě dostupných informací, ale i podle odhadů vývoje (minimálně v horizontu, v němž se vzhledem k *odhadovaným* časovým zpožděním projeví změna její monetární politiky). Značné úsilí proto věnují ekonomickým předpovědím, zejména odhadům inflačních trendů. Je jasné, že s **délkou časových zpoždění roste jejich negativní vliv na účinnost monetární politiky.**

2.2. Měnový transmisní mechanismus

Měnový transmisní mechanismus spočívá v dosahování konečných cílů monetární politiky prostřednictvím regulace množství peněz v oběhu. Je postaven na myšlence, že **existuje příčinná souvislost mezi množstvím peněz v ekonomice a cenovou hladinou.** V novodobé historii byl jejím nejvýznamnějším zastáncem Milton Friedman, který tvrdil, že peněžní zásoba je hlavním determinujícím faktorem cenové úrovně. Tuto skutečnost vyjádřil známým výrokem: *“Inflace je vždy a všude peněžním jevem.”*²⁸

Operačním cílem je měnová báze, kterou tvoří souhrn hotovostního oběživa a celkových rezerv obchodních bank u centrální banky. Rezervy obchodních bank se skládají z povinných minimálních rezerv a dobrovolných rezerv.²⁹ Měnová báze je pod silnou kontrolou centrální banky:

- Centrální banka je jediným emitentem hotovostních peněz,

28 Překlad z anglického: *“inflation is now and everywhere a monetary phenomenon”*.

29 Pro monetární politiku jsou samozřejmě relevantní pouze rezervy v domácí měně.

- určuje výši povinných minimálních rezerv a
- má efektivní nástroje k ovlivnění dobrovolných rezerv bank.

Centrální banka se při provádění monetární politiky prostřednictvím měnového transmisního mechanismu soustředí hlavně na rezervy bank (dobrovolné i povinné). Pokud emituje hotovostní oběživo, není to z měnověpolitických důvodů, nýbrž z důvodu zachování hladkého platebního styku. Emisi hotovostních peněz proto nepovažujeme za nástroj monetární politiky.

Zprostředkujícím kritériem měnového transmisního mechanismu jsou tzv. *měnové agregáty* (nebo také peněžní agregáty). Měnový agregát lze definovat jako *“sumu emitovaného oběživa a zůstatků některých pasiv finančních institucí s vyšší likvidností neboli likviditou v širším slova smyslu.”*³⁰ Laicky řečeno, měnový agregát je množství peněz držených veřejností. Jednotlivé agregáty se liší tím, co všechno se považuje za peníze, kde kritériem je právě likvidita. Naše právní úprava je plně harmonizována s koncepcí EU, která rozlišuje celkem tři měnové agregáty:

- M1 – tzv. *“úzké peníze”*, zahrnují pouze hotovostní oběživo a peněžní zůstatky nebankovních subjektů, které lze okamžitě převést na oběživo nebo použít k bezhotovostním platbám.
- M2 – tzv. *“střední peníze”*, zahrnují agregát M1 a další vklady se splatností do dvou let nebo s výpovědní lhůtou do tří měsíců.
- M3 – tzv. *“široké peníze”*, zahrnují agregát M2 a obchodovatelné nástroje emitované sektorem měnových finančních institucí.

³⁰ Česká národní banka [online]. 2003-2010 [cit. 2010-11-22]. Peněžní agregáty Eurozóny. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/harmonizace_mbs/harmonizace_mbs_agregaty.html>.

Tabulka 3: Složení měnových agregátů

Pasiva 1	M1	M2	M3
Emitované oběživo	X	X	X
Jednodenní vklady	X	X	X
Vklady s dohodnutou splatností do 2 let		X	X
Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců		X	X
Repo operace			X
Akcie/podílové listy fondů peněžního trhu a papíry peněžního trhu			X
Emitované dluhové cenné papíry do 2 let			X

Pramen: Česká národní banka [online]. 2003-2010 [cit. 2010-11-22]. Peněžní agregáty Eurozóny. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/harmonizace_mbs/harmonizace_mbs_agregaty.html>, upraveno autorem

Volba měnového agregátu jako zprostředkujícího cíle závisí centrální bance. Hlavním kritériem by měla být korelace mezi vývojem měnového agregátu a vývojem cenové hladiny, případně jiného konečného cíle monetární politiky. Dalšími předpoklady jsou dostupnost a spolehlivost údajů o měnovém agregátu a míra vlivu centrální banky na jeho vývoj. *“Zkušenosti ukazují, že čím širší je vymezení peněz, tím zřetelnější je jejich vztah k inflačnímu cíli, ale tím nižší je jejich zvládnutelnost centrální bankou.”*³¹

Způsob jakým centrální banky ovlivňují operační cíl (měnovou bázi, v našem případě rezervy bank) patří do kapitoly o nástrojích monetární politiky. Účelem této pasáže je pochopit vztah mezi operativním a zprostředkujícím kritériem, který nazýváme peněžním multiplikátorem. Ten nám říká, o kolik jednotek se v daném období změní příslušný měnový agregát, pokud změním měnovou bázi o jednotku. Ve zjednodušené formě ho můžeme vyjádřit takto:

$$m = \Delta M / \Delta MB,$$

kde ΔM je změna příslušného měnového agregátu

ΔMB je změna měnové báze

m je peněžní multiplikátor pro daný měnový agregát

Při každém zvýšení měnové báze se zvýší množství peněz v oběhu v závislosti na výši peněžního multiplikátoru:

³¹ JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. První vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2004. ISBN 80-247-0769-1. s. 418.

$$\uparrow M = m * \uparrow MB$$

Velikost peněžního multiplikátoru je v měnovém transmisním mechanismu klíčovým parametrem. Je determinována celou řadou faktorů, z nichž jen některé jsou ovlivnitelné centrální bankou:

- **Sazba povinných minimálních rezerv** (při zvýšení této sazby se multiplikace zpomaluje),
- **objem dobrovolných rezerv bank** (za jinak stejných podmínek znamená vyšší objem rezerv bank zpomalení multiplikace, protože rezervy se nemultiplikují),
- **poměr hotovostního oběživa u nebankovních subjektů k běžným vkladům v domácí měně** (stejný princip, pokud roste poměr hotovostního oběživa na úkor běžných vkladů, peněžní multiplikátor se snižuje, protože se zvyšuje podíl složky měnové báze, která se nemultiplikuje), atd.

Úvěrová expanze je regulována celou řadou dalších pravidel, jako jsou kapitálová přiměřenost, pravidla likvidity, úvěrová angažovanost atd.

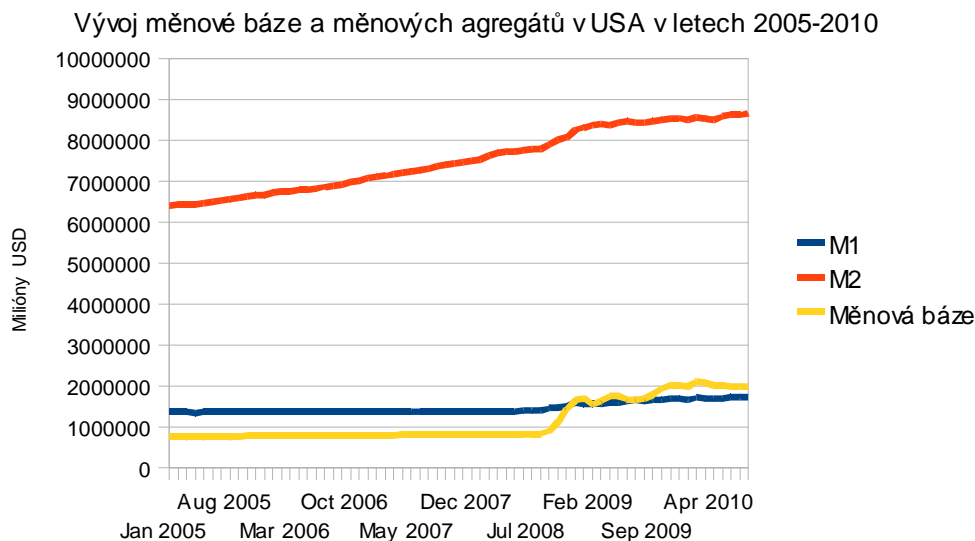
Měnový transmisní mechanismus se dříve těšil velké oblibě, v dnešní době je ale poněkud na ústupu. Zjistilo se, že nepřiměřeně vysoká tempa růstu peněžního zásoby se v inflaci projeví s příliš velkým zpožděním. To kladlo vysoké nároky na používané predikční modely a snižovalo účinnost monetární politiky. Po pádu zlatého standardu navíc došlo k rozkolísání makroekonomických veličin. Vedlejším důsledkem cílení peněžní zásoby byla vysoká volatilita úrokových měr, která úzce souvisí s problémem stability rychlosti oběhu peněz. Opět se vracíme k Fischerově rovnici směny:

$$M * v = P * Q$$

Zopakujme, že účinná je ta monetární politika, kde se změna M projeví na pravé straně rovnice tak, jak centrální banka předvíдалa. Problémem je, že průměrná rychlost oběhu je nestabilní a zejména v obdobích krizí rapidně klesá. To lze demonstrovat na aktuální situaci ve Spojených státech³²:

32 FED konstruuje makroekonomické agregáty podle jiného systému než ECB. M1 se skládá z (1) emitovaného oběživa, (2) neterminovaných vkladů v komerčních bankách (kromě vkladů depozitních institucí, vlády USA, zahraničních bank a zahraničních státních institucí), (3) cestovních šeků nebankovních emitentů a (4) ostatních vkladů s možností okamžité přeměny v hotovost. M2 se skládá z M1 plus (1) spořitelních vkladů (včetně pokladničních poukázek), (2) termínovaných vkladů

Graf 1: Vývoj měnové báze a měnových agregátů v USA



Pramen: Board of Governors of the Federal Reserve System [online]. 2010 [cit. 2010-11-22]. Statistic & Historical data. Dostupné z WWW: <<http://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/statisticsdata.htm>>., upraveno autorem

Jak je vidět, měnová báze se od poloviny roku 2008 do srpna 2010 zdvojnásobila. Dynamika vývoje měnových agregátů se ale příliš nezměnila.³³ Ekonomika Spojených států v tomto období nezaznamenala ani masivní propad HDP, ani vysokou inflaci. Průměrná rychlost oběhu peněz je jedinou zbývající proměnnou, která zajišťuje rovnováhu v rovnici:

$$\uparrow M * \downarrow V = P * Q$$

Z uvedeného příkladu ale nevyplývá, že měnová zásoba je pro centrální banky nezajímavá. Dnes už sice není ve většině zemí používána jako *kritérium* monetární politiky (není operačním ani zprostředkujícím cílem), je ale jejím důležitým *indikátorem*.³⁴ Její růst signalizuje budoucí vyšší inflační tlaky, což bylo prokázáno jak teoreticky, tak empiricky.

menších hodnot (v množství méně než \$ 100 000) kromě vkladů na penzijních účtech a (3) zůstatků podílových fondů na peněžním trhu kromě vkladů na penzijních účtech.

33 Čtenář si může položit otázku, jak je možné, že měnová báze je větší než peněžní agregát M1. Připomeňme, že do měnových agregátů zahrnujeme pouze vklady od nebankovních subjektů. To co mají banky na clearingových účtech u centrální banky je „likvidita bank“, nikoliv peníze.

34 Rozdíl mezi kritériem a indikátorem je v zásadě v tom, že kritérium se centrální banka snaží ovlivnit.

2.3. Úvěrový transmisní mechanismus

Úvěrových transmisních mechanismů je více druhů. Společným prvkem všech je vymezení operačního cíle, kterým je nominální tržní krátkodobá úroková míra. Od krátkodobé úrokové míry se odvíjí celá řada makroekonomických proměnných, zprostředkovaně i míra inflace a růst HDP. Různé druhy úvěrových transmisních mechanismů se liší podle zprostředkujících cílů. Těmi mohou být celkový stav úvěrů³⁵, případně dlouhodobá úroková míra. Základní princip je založen na stimulaci či destimulaci agregátních výdajů prostřednictvím množství úvěrů v ekonomice za účelem ovlivnění růstu HDP.

*„Krátkodobou úrokovou míru reprezentuje vybraná úroková sazba z krátkodobých úvěrů, případně průměr úrokových sazeb z krátkodobých úvěrů na mezibankovním trhu či průměr úrokových sazeb na peněžním trhu.“*³⁶ V tržní ekonomice je závislá především na vztahu mezi nabídkou a poptávkou, centrální banka proto může její vývoj ovlivnit jen nepřímo. Na druhou stranu *jakýkoli operační cíl musí být z podstaty věci pod kontrolou centrální banky, tržní úrokovou míru nevyjímaje.* V opačném případě by ani nešla provádět monetární politika. Centrální banka tedy musí nutně disponovat potřebnými nástroji k jejímu ovlivňování. Lze proto přisvědčit názoru Josefa Jílka, že *„tržní krátkodobá bezriziková úroková míra není určena tržními silami, jak se mnohdy předpokládá v učebnicích makroekonomie, ale rozhodnutím centrální banky.“*³⁷

Podstatu vztahu mezi operačním a zprostředkujícím cílem jsme podkryli v pasáži o expanzivní a restriktivní monetární politice. Snížení krátkodobé úrokové míry umožňuje obchodním bankám poskytovat úvěry za nižší úrok, na které tak dosáhne více poptávajících subjektů. Celkový objem úvěrů v ekonomice se zvýší, což stimuluje agregátní poptávku a tím posiluje růst HDP vice versa. Síla závislosti mezi krátkodobou úrokovou mírou a objemem poskytnutých úvěrů závisí na několika faktorech, které lze souhrnně označit jako *úrokovou citlivost autonomní spotřeby a*

35 Buď celkový stav úvěrů v domácí měně nebankovními subjektům, nebo celkový stav úvěrů poskytnutých pouze bankovními institucemi (rovněž v domácí měně a nebankovními subjektům).

36 REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2. rozšířené vydání. Praha : MANAGEMENT PRESS, 2001. ISBN 80-7261-051-1. s. 220.

37 JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. První vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2004. ISBN 80-247-0769-1. s. 405.

investic, která se v praxi odhaduje pomocí složitých modelů.

2.4. Kurzový transmisní mechanismus

Kurzový transmisní mechanismus spočívá v dosahování konečných cílů monetární politiky prostřednictvím cílení měnového kurzu. Centrální banka se v něm zavazuje udržovat určitý předem stanovený směnný kurz domácí měny vzhledem k vybrané zahraniční měně (případně za koš zahraničních měn). Hlavním motivem vyhlášení takového závazku je dosažení nízké inflace prostřednictvím nízké inflace v zemi, k jejíž měně je měnový kurz domácí měny zafixován. V této souvislosti se mluví o tzv. *kotevní zemi* a o *dovážení inflace z kotevní země*.

Základní varianta kurzového transmisního mechanismu je nerozlučně spjata s režimem fixního měnového kurzu.³⁸ Ten je charakterizován pevně vymezeným ústředním kurzem na rozdíl od tzv. *floatingu*, kde ústřední měnový kurz vyhlášen není. V tržních ekonomikách ale kurzy měn neurčuje centrální banka nebo jiná měnová autorita, nýbrž trh, tedy nabídka a poptávka po jednotlivých měnách. *Proto pokud hovoříme o udržování kurzu centrální bankou, myslíme tím provádění takových opatření, které zvyšují či snižují nabídku nebo poptávku po domácí měně.* Centrální banka tak může činit v zásadě dvěma způsoby:

- *Přímo* prostřednictvím devizových intervencí.³⁹
- *Nepřímo* prostřednictvím krátkodobé úrokové míry.

Jednotlivé režimy fixních kurzů se liší podle vyhlášených pásem pro vývoj jmenovitého měnového kurzu, tzv. *pásem oscilace*. V rámci těchto pásem se může kurz volně pohybovat, centrální banka zasáhne jen při nebezpečí jeho prolomení. Úzká pásma oscilace jsou výhodná pro domácí exportéry a importéry, neboť minimalizují jejich kurzové riziko. Z pohledu monetární politiky centrální banky jsou ale značně nepohodlná. Úzké mantinely zvyšují nároky na rozsah prováděných devizových intervencí a omezují manévrovací prostor při ovlivňování peněžních agregátů a úrokových sazeb. Mimo jiné z těchto důvodů lze v posledních letech pozorovat určitý

³⁸ Opačná implikace neplatí, neboli režim fixního měnového kurzu nemusí být nutně spojen jen s kurzovým transmisním mechanismem.

³⁹ Devizové intervence = nákup a prodej zahraničních měn za domácí měnu.

posun směrem k širším pásmům oscilace a k pohyblivým měnovým kurzům. Ten souvisí i s fenoménem globalizace a celkovou liberalizací finančních trhů.⁴⁰

Ústřední měnový kurz domácí měny se obvykle vyhlašuje vzhledem k měnám ekonomicky vyspělých zemí, které mají nízkou inflaci. Důležitým faktorem je i velikost podílu na zahraničním obchodu. Fixace kurzu omezuje kurzové riziko exportérů a importérů a tím podporuje mezinárodní obchod a růst HDP. Dalšími předpoklady úspěšného používání jsou nízký inflační diferenciál⁴¹ a dostatečná výše devizových rezerv.⁴²

Kurzový transmisní mechanismus je spojen s určitými nevýhodami. Vážným omezením je celkové oslabení autonomie monetární politiky. Centrální banka nejen že nemůže např. oslabit kurz domácí měny za účelem podpory exportu, ale je výrazně limitována i v ovlivňování úrokových měr v ekonomice, které se nesmí příliš odchýlit od úrokových měr v kotevní zemi. V opačném případě vzniká úrokový diferenciál, který při absenci kurzového rizika může vést ke spekulacím útokům na domácí měnu. Dalším rizikem je možnost zvýšení inflace v kotevní zemi. Vysokou inflaci lze dovézt stejně snadno jako nízkou inflaci.

Politika cílení měnového kurzu byla považována za vhodnou pro malé otevřené ekonomiky, které jsou typické svojí závislostí na mezinárodním obchodu a u nichž má vnější rovnováha zásadní vliv na vývoj jejich makroekonomických veličin.⁴³ Přechod na pohyblivé měnové kurzy v průběhu devadesátých let 20. století kurzový transmisní mechanismus poněkud relativizoval, pro malé otevřené ekonomiky mají ale měnové kurzy i v dnešní době velký význam. ČNB ve své novodobé historii mnohokrát intervenovala, byť měnová stabilita už od roku 1998 není jejím hlavním cílem.

Důležitost nominálního kurzu pro českou ekonomiku podtrhuje skutečnost, že

40 Např. Evropský měnový systém používal mezi členskými měnami až do roku 1992 pásma oscilace +/- 2,25 %. Po krizi britské libry a italské liry byla tato pásma rozšířena na +/- 15 %. Svědky podobného vývoje jsme byli i v České republice, kdy se v únoru 1996 rozšířila pásma oscilace z +/- 0,5 % na +/- 7,5 %. V roce 2010 mají již všechny výše zmíněné země pohyblivé kurzy měn.

41 Inflačním diferenciálem se nemyslí nic jiného než rozdíl v míře inflace v jednotlivých zemích.

42 Pojem devizové rezervy označuje likviditu oficiálních měnových institucí dané země (centrální banky, vlády atd.) v podobě volně směnitelných měn, zásob zlata, státních cenných papírů jiných vlád, případně další likvidní devizová aktiva (např. „special drawing rights“ u Mezinárodního měnového fondu).

43 Vnější rovnováha je takový stav ekonomiky, kdy struktura finančních a reálných toků mezi domácí ekonomikou a zahraničím je trvale udržitelná bez nutné změny národohospodářských proměnných, tj. měnového kurzu, úrokové sazby, cenové hladiny či hospodářského růstu.

ČNB jako jediná centrální banka na světě zveřejňuje prognózy vývoje kurzu koruny ke konkrétním měnám.

2.5. HDP gap

HDP gap (česky produkční mezera) je zatím pouze teoretický koncept, ale nesmírně zajímavý a s praktickými dopady. Operačním cílem je reálná krátkodobá úroková míra⁴⁴, ovlivnit se chce velikost produkční mezery (zprostředkující cíl). Produkční mezera je rozdíl mezi potenciálním a aktuálním HDP. Potenciální produkt je „*maximální úroveň HDP, které lze dosahovat při daném stavu technologie a počtu obyvatelstva, aniž dochází k urychlení inflace. Dnes se všeobecně chápe jako ekvivalent úrovně produktu, který odpovídá přirozené míře nezaměstnanosti.*“⁴⁵

$$\text{HDP gap} = Y - Y^*$$

kde Y je aktuální produkt,

Y^* je potenciální produkt

Produkční mezera může být kladná i záporná. Při kladné produkční mezeře je skutečný růst HDP vyšší než potenciál, což indikuje, že růst agregátní poptávky převyšuje růst agregátní nabídky. Z definice plyne, že skutečný HDP nemůže převýšit potenciální, leda že by se zrychlovala inflace. Kladná produkční mezera se proto někdy nazývá jako *inflační mezera* (inflationary gap) a signalizuje přehřátou ekonomiku. Pokud je inflační mezera záporná (recessionary gap), skutečný HDP nedosahuje potenciálního. Slabá agregátní poptávka neodpovídá agregátní nabídce, což vede ke zvýšení nezaměstnanosti⁴⁶ a možné stagnaci nebo dokonce poklesu cen.

Monetární politika se snaží o dosažení nulového rozdílu mezi skutečným a potenciálním produktem. Pokud je skutečný HDP vyšší než potenciální, měla by ze

44 HDP gap je jediný transmisní mechanismus, který pracuje s reálnou úrokovou mírou. Reálnou úrokovou míru spočítáme jako rozdíl nominální úrokové míry a míry inflace (abstrahujeme od případného zdanění úroků).

45 SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. *Ekonomie*. Praha : Svoboda, 1995. ISBN 80-205-0949-X. s. 977.

46 Vztah mezi pohyby HDP a nezaměstnaností poprvé objevil a empiricky doložil ekonom Arthur Okun. Tzv. „okunův zákon“ tvrdí, že klesne-li skutečný HDP oproti potenciálnímu, míra nezaměstnanosti vzroste. Empirická data z USA hovoří o růstu nezaměstnanosti zhruba o 1 % za každé 2 % poklesu skutečného HDP oproti potenciálu. Viz. SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. *Ekonomie*. Praha : Svoboda, 1995. ISBN 80-205-0949-X. s. 975.

strany centrální banky přijít restriktce, pokud je naopak skutečnost nižší než potenciál, měla by následovat expanze. Proces, jakým zvýšení či snížení úrokové sazby působí na ekonomiku, je obdobný procesu, který je popsán v kapitolách o expanzivní a restriktivní monetární politice a úvěrovém transmisním mechanismu.

HDP gap je z teoretického hlediska vynikající způsob provádění anticyklické monetární politiky. Jeho zavedení do praxe však brání několik praktických problémů. Komplikací je již samotné měření skutečného produktu, se kterým má potíže i Český statistický úřad. Mnohé složky HDP se ve skutečnosti neměří, ale pouze odhadují. Mnohem závažnějším problémem je pak z logiky věci měření potenciálu. Proto je metoda cílování produkční mezery dnes jen obtížně použitelná, přesto má své zastánce. Počítá se i v České republice a je jedním z důležitých indikátorů vývoje ekonomiky.

2.6. Cílování inflace

*„Cílování inflace je způsob řízení měnové politiky, který se na rozdíl od ostatních režimů zaměřuje přímo na plnění hlavního cíle cenové stability bez pomoci zprostředkujících cílů v podobě jiných ekonomických veličin.“*⁴⁷ Na rozdíl od některých jiných transmisních mechanismů chce tato metoda dosáhnout určitého kvantifikovatelného cíle – konkrétně vymezené míry inflace, kterou centrální banka veřejně vyhláší. Operačním cílem je krátkodobá úroková míra, namísto zprostředkujícího cíle zde vystupuje velké množství indikátorů. Z indikátorů se tvoří prognóza budoucího vývoje, která je základním vodítkem při určování monetární politiky.

Charakteristickým rysem cílování inflace je stanovení a veřejné vyhlášení inflačního cíle. Inflační cíl lze stanovit v zásadě třemi možnými způsoby:

1. Vyhlášení maximální přípustné míry inflace (např: max 2 %)
2. Vyhlášení v podobě bodové hodnoty (např: 2 % \pm 1 %)
3. Vyhlášení v podobě pásma pro inflaci (např: 1 % - 3 %)

Inflační cíl ve formě maximální přípustné míry inflace je méně vhodný, protože

⁴⁷ 10 let cílování inflace 1998 - 2007. *Mimořádné publikace ČNB* [online]. 2008, [cit. 2010-11-22]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/10_let_inflacni_cileni_cz.pdf>. s. 1.

ponechává prostor pro určitou míru nejistoty a neříká nic o tom, jak se centrální banka zachová při hrozbě deflace.⁴⁸ Možnosti (2) a (3) vypadají na první pohled stejně. Rozdíl je v tom, že při vyhlášení v podobě bodové hodnoty centrální banka směřuje inflaci přímo ke dvěma procentům, zatímco v případě pásma pro inflaci nijak nereaguje, pokud je očekávaná inflace v daném rozmezí. Vyhlášení inflačního cíle má dopad na inflační očekávání dalších ekonomických subjektů.

Pokud je skutečná míra inflace nižší než vyhlášená, je to také chyba (na rozdíl od monetárních politik prováděných prostřednictvím jiných transmisních mechanismů). Konečným cílem tentokrát není maximální snížení míry inflace, ale její udržení ve vymezených mantinelech.

Inflační cíl je zpravidla stanovován centrální bankou. Výhodou takového řešení je, že centrální banka zná nejlépe možnosti dané ekonomiky, z technického hlediska je tedy tím nejpovolanějším subjektem. Vyhlášený cíl se ale může dostat do konfliktu s fiskální (vládní) politikou. V některých zemích se proto inflační cíl stanovuje dohodou mezi oběma subjekty.⁴⁹ To znamená sice komplikovanější dohadovací proces, vláda pak ovšem nemůže tak snadno kritizovat centrální banku za provádění restriktivních zásahů za účelem udržení míry inflace pod kontrolou. Hypoteticky může o inflačním cíli rozhodovat samotná vláda, což však vzhledem k požadavku na nezávislost centrálních bank není z teoretického hlediska vhodné.

Opatření centrální banky mají na konečný cíl v podobě konkrétně vymezené míry inflace dopad s určitým časovým zpožděním (obvykle se uvádí zpoždění jeden až dva roky). Tato skutečnost do jisté míry určuje časový horizont monetární politiky. Vzhledem k absenci zprostředkujícího cíle je rozhodování o monetární politice více než v jakémkoli jiném transmisním mechanismu založeno na prognózách budoucího vývoje. Prognózy jsou vytvářeny z široké palety dostupných ukazatelů vývoje domácí i zahraniční ekonomiky, které mnohdy obsahují i protichůdné signály. Vytvářejí se proto složité predikční modely, které se snaží co nejlépe postihnout vazby mezi těmito ukazateli, z nichž jen některé zahrnují aktivní působení centrální banky. Výstupem prognózování je nejpravděpodobnější vývoj inflace, úrokových sazeb, kurzu a dalších

48 Deflace, tedy růst kupní síly peněz, je mnohými považována za větší hrozbu než inflace. Z hlediska spotřebitele klesá nabídka, podnikatelé jsou nuceni snižovat ceny s tím, že mají mnohé neflexibilní náklady (hlavně mzdy).

49 Např. na Novém Zélandu.

klíčových faktorů s výhradou určitého rizika při nenaplnění předem definovaných předpokladů.

V praxi se mohou vyskytnout situace, při kterých důsledné plnění inflačních cílů není tou nejlepší strategií. Typicky jde o „*velké nárazové změny exogenních faktorů (jedná se zejména o šoky na straně nabídky), které jsou zcela či ve značné míře mimo dosah opatření měnové politiky centrální banky.*“⁵⁰ Tyto situace označujeme jako *výjimky z plnění inflačních cílů* a lze je jen těžko předvídat (například strmý vzestup cen ropy nebo změna spotřebních daní⁵¹). Externí šoky jsou vždy pouze *přechodnou záležitostí*, nikoliv *fundamentálním faktorem*. Pokud by centrální banka reagovala standardním způsobem, velmi pravděpodobně by došlo k nežádoucímu ovlivnění dalších makroekonomických veličin. Navíc jedním z požadavků na monetární politiku je její určitá konzistence a předvídatelnost. Z výše uvedených důvodů **centrální banky na externí šoky alespoň v první fázi zpravidla nijak nereagují.**

Inflace závisí na mnoha faktorech, z nichž mnohé nemůže centrální banka nijak ovlivnit. Inflace závisí i na počasí.⁵² Platí, že centrální banka může provádět excelentní monetární politiku a přesto nedosáhnout stanoveného cíle. Stejně tak je možné dosáhnout vyhlášeného cíle navzdory špatné politice centrální banky.

Cílování inflace bylo poprvé zavedeno na Novém Zélandu v roce 1990 a záhy po svém uvedení se pozoruhodně rychle rozšířilo. Vyhlásování explicitních cílů se stalo *módním trendem monetární politiky*. Lze říci, že kromě Spojených států ho v dnešní době uplatňují centrální banky většiny vyspělých zemí včetně České republiky. Zřejmě hlavním důvodem pro hromadný příklon k cílování inflace byla skutečnost, že do té doby nejčastěji používaný měnový transmisní mechanismus se v praxi potýkal s řadou problémů, jako jsou nestabilní důchodová rychlost peněz či nejasnosti okolo vztahu mezi inflací a různými měnovými agregáty. Cílování inflace je navíc oproti ostatním transmisním mechanismům více transparentní. Účinně ovlivňuje inflační očekávání

50 Česká národní banka [online]. 2003-2010 [cit. 2010-11-22]. Cílování inflace v ČR. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html#vyjimky>.

51 Změny spotřebních daní se prakticky okamžitě promítnou do cen zboží a služeb. Daň sice odvádí prodávající (plátce daně), její tíže ale leží na bedrech spotřebitele (daňový poplatník).

52 To není nadsázka, za příklady nemusíme chodit daleko. V létě roku 2010 se kvůli suchému počasí a požárům urodilo v Rusku rekordně málo pšenice. Vladimír Putin dokonce vyhlásil moratorium na vývoz pšenice až do další sklizně. Ceny této komodity prudce vzrostly, což významně ovlivnilo ceny potravin po celém světě. Potravin jsou přitom jednou z nejvýznamnějších složek spotřebního koše.

tržních subjektů, což přispívá ke stabilitě úrokových sazeb i finančního trhu jako celku.

3. Nástroje monetární politiky

Proces monetární politiky začíná použitím jejích nástrojů. Ty lze definovat jako *opatření centrální banky přijatá za účelem ovlivnění operačních a zprostředkujících cílů, jejichž prostřednictvím se chce dosáhnout konečných cílů monetární politiky.* Některé z nástrojů lze primárně využívat i pro jiné účely, například pravidla likvidity jsou zaměřená spíše na zajištění stabilizace bankovního systému, než na ovlivnění operačních cílů. Základní kompetenční normou pro použití nástrojů monetární politiky je zákon o ČNB.⁵³

Nástroje monetární politiky lze členit podle několika kritérií. Nejdůležitější je rozdělení na nástroje přímé a nepřímé. Nepřímé nástroje spočívají v nabízení obchodních transakcí *všem ostatním bankám.*⁵⁴ Jsou neadresné. Vyznačují se plošným působením na celý bankovní systém, banky na ně mohou a nemusí reagovat. Nezasahují do samostatnosti rozhodování. Někdy jsou proto označovány jako *tržní nástroje.* Naopak přímé nástroje *„přímo dopadají do rozhodovacího mechanismu obchodních a dalších bank a omezují tak jejich podnikatelskou samostatnost.“*⁵⁵ Mohou být adresovány všem nebo jen některým bankám.

Přímé nástroje jsou v tržních ekonomikách používány relativně vzácně, přestože jsou ze své podstaty účinnější než nepřímé nástroje. Častá změna pravidel či vyšší četnost zásahů do rozhodování znamená nestabilní podnikatelské prostředí, které je spojeno s dodatečnými náklady na straně bank a celkovým poklesem důvěry. Některé nástroje jsou na pomezí přímých a nepřímých:

53 Podle § 49 odst. (1) „Česká národní banka vydává v mezích zákona opatření České národní banky (dále jen „opatření“), je-li k tomu zákonem zmocněna. Tato opatření jsou pro banky, spořitelny a úvěrní družstva, pobočky zahraničních bank, instituce elektronických peněz a pobočky zahraničních institucí elektronických peněz závazná.“ Důležitá je legitimace pouze ve vztahu k ostatním subjektům na finančním trhu. Jednotlivá zmocnění při použití nástrojů monetární politiky nalezneme v různých ustanoveních zákona (viz. dále v textu).

54 V případě České republiky pojem „ostatní banky“ znamená všechny bankovní subjekty (včetně stavebních spořitelen) a pobočky zahraničních bank, které mají v ČR bankovní licenci nebo podnikají na základě tzv. „Jednotné licence“.

55 REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2. rozšířené vydání. Praha : MANAGEMENT PRESS, 2001. ISBN 80-7261-051-1. s. 278.

Tabulka 4: Nástroje monetární politiky

Nepřímé nástroje	Nástroje na pomezí	Přímé nástroje
Operace na volném trhu Diskontní nástroje Kurzové intervence	Povinné minimální rezervy Doporučení, výzvy, dohody	Pravidla likvidity Limity úvěrů bank Limity úrokových sazeb Povinné vklady

Pramen: REVENDA, Zbyněk. Centrální bankovníctví. 2. rozšířené vydání. Praha : MANAGEMENT PRESS, 2001. ISBN 80-7261-051-1. s. 277., upraveno autorem

Kromě dělení na přímé a nepřímé lze nástroje monetární politiky klasifikovat podle:

- Četnosti využívání (permanentní X výjimečně používané)
- Rychlosti použití (operativní X neoperativní)

Používání nástrojů je kromě ovlivňování operačních a zprostředkujících cílů spojeno s celou řadou dalších ekonomických důsledků. Nástroje monetární politiky mezi sebou mohou být konfliktní podobně, jako některé její konečné cíle. Politika každé centrální banky proto musí být relativně komplexní, musí nástroje vhodně kombinovat tak, aby se jejich nepříznivé dopady pokud možno eliminovaly. Ne vždy je to možné. Podobně jako v některých jiných oblastech i v monetární politice je vždycky „něco za něco“.

3.1. Operace na volném trhu

Operace na volném trhu jsou v dnešní době jednoznačně nejpobulárnějším nástrojem. Jsou nepřímé, permanentní a vysoce operativní. Jejich podstatou je prodej nebo nákup cenných papírů v domácí měně na mezibankovním trhu (tzn. druhou stranou obchodu je vždy obchodní nebo jiná banka). Operacemi na volném trhu lze regulovat buď měnovou bázi, nebo krátkodobou úrokovou míru, za určitých okolností mohou být spojeny i se změnami měnového kurzu.

Centrální banka za normálních okolností obchoduje pouze s *prvotřídními cennými papíry*. Za prvotřídní se považují cenné papíry emitované buď státem, nebo samotnou centrální bankou (vlastní cenné papíry).⁵⁶ U státních cenných papírů hradí

⁵⁶ V praxi je množina cenných papírů přijímaných k obchodování poněkud širší, než jak vymezuje teorie. Podle oddílu III, čl. 1 úředního sdělení ČNB 10/2007 o způsobu provádění operací České národní banky na domácím peněžním trhu lze přijímat a poskytovat i jiné cenné papíry, např. cenné papíry bezpodmínečně garantované členským státem Evropské unie nebo EFTA, či dokonce cenné papíry vydané emitentem, který má nejvyšší kreditní rating alespoň od dvou z agentur Fitch (AAA), S&P (AAA) nebo Moody's (Aaa).

úrokové náklady stát, u vlastních si je musí centrální banka hradit sama. Státní cenné papíry jsou tedy pro centrální banky výhodnější, v praxi proto emitují vlastní cenné papíry jen tehdy, pokud je státních na trhu nedostatek. Dodejme, že pro účely operací na volném trhu centrální banky používají pouze krátkodobé cenné papíry výhradně v dematerializované podobě, všechny operace samozřejmě probíhají bezhotovostně.

Hlavním důvodem přijímání pouze prvotřídních cenných papírů je jejich bezrizikovost. To znamená, že nehrozí úpadek jejich emitentů⁵⁷, nikoliv že se nemůže změnit jejich tržní hodnota.⁵⁸ Navíc obchodování s jinými než státními nebo vlastními cennými papíry by znamenalo zasahování do existujících tržních relací. Centrální banka by svým jednáním označila ty emitenty, jejichž dluhové cenné papíry považuje za bezrizikové. Ti by mohli získat neoprávněnou výhodu proti ostatním, důvěra centrální banky je nesporně kurzotvornou informací. Podobnými argumenty lze odůvodnit, proč centrální banky prakticky neobchodují s finančními deriváty.

Podle § 30 odst. (2) zákona o ČNB nelze „*poskytovat návratné finanční prostředky ani jinou finanční podporu České republice ani jejím orgánům... ..a to ani nákupem dluhopisů od těchto subjektů, jsou-li tyto subjekty jejich emitenty. Stejně tak s těmito subjekty nesmí provádět obchody, v důsledku kterých by mohly vzniknout pohledávky České národní banky vůči těmto subjektům.*“ Jinými slovy je zakázána monetizace státního dluhu, neboli krytí státního dluhu emisí nových peněz. Tato zásada je v moderním světě všeobecně uznávaná. Centrální banky nesmí nakupovat státní dluhopisy přímo od státu, nicméně to neznamená, že je nemohou nakupovat od obchodních bank.⁵⁹

Existují tři druhy operací na volném trhu:

- Přímé operace
- Repo operace

57 V současné době se znovu otvírá otázka, zda stát může nebo nemůže zkrachovat, tzn. přestat plnit závazky z emitovaných dluhových cenných papírů. Prozatím se vycházelo z koncepce, že stát zkrachovat nemůže, respektive že si vždycky může půjčit (v krajním případě od Mezinárodního měnového fondu).

58 Tržní hodnota dluhových cenných papírů se obecně mění v závislosti na změnách úrokových měr v ekonomice. Při růstu úrokových měr jsou v minulosti emitované cenné papíry relativně méně výhodné, protože z nich lze realizovat menší úrokový výnos, než ze současných.

59 Zákonné zmocnění nalezneme v § 32 zákona o ČNB: „*Česká národní banka může k usměrnění peněžního trhu kupovat a prodávat cenné papíry, pokud tento zákon nestanoví jinak.*“

- Switch operace

Přímé (nebo také klasické) operace na volném trhu jsou nejjednodušší variantou. Centrální banka prostě vstoupí na trh a koupí nebo prodá část cenných papírů. Jde o *jednosměrné operace*. Dopady přímých operací do ekonomiky jsou trvalé. Z logiky věci nelze pro přímé operace použít vlastní cenné papíry, ale pouze státní. Pokud centrální banka vydává vlastní cenné papíry, musí je někdy nakoupit zpátky resp. vyplatit věřitele v době splatnosti.

Repo operace označují dvě protisměrné transakce stejného cenného papíru. *Prosté repo operace* spočívají v prodeji cenných papírů s jejich pozdějším nákupem, zpravidla ve lhůtě dvou týdnů. Pomocí prostých repo operací centrální banka stahuje z trhu likviditu. Naopak *reverzní repo operace* začínají nákupem cenných papírů a končí jejich prodejem, centrální banka na trh likviditu dodává. Repo operace lze ještě členit na termínované a netermínované. U termínovaných dochází ke zpětné transakci v přesně určeném termínu, netermínované lze ukončit kdykoliv na základě rozhodnutí kterékoli ze zúčastněných stran. Repo operace jsou zdaleka nepoužívanějším druhem operací na volném trhu.

Switch operace centrální banka provádí, pokud nakupuje cenné papíry o stejném objemu ale s jinou lhůtou splatnosti, než prodává. Mění se pouze časová struktura aktiv centrální banky. V praxi se téměř nepoužívají.

Operacemi na volném trhu lze regulovat měnovou bázi nebo krátkodobou úrokovou míru. Pro měnovou bázi platí, že **pokud centrální banka cenné papíry nakupuje, měnová báze roste. Pokud centrální banka cenné papíry prodává, měnová báze klesá.** Nezáleží na druhu cenných papírů, princip je vždy stejný. Za nákup cenných papírů centrální banka platí (připíše příslušnou částku na clearingové účty) – tím zvyšuje likviditu obchodních partnerů (bank). Dodatečná likvidita se projeví růstem dobrovolných rezerv bank, tedy měnové báze. Pokud centrální banka cenné papíry prodává, dostává za ně od kupujících bank zapláceno. Z clearingových účtů bank jsou příslušné částky odepsány a jejich dobrovolné rezervy klesají.

Regulace krátkodobé úrokové míry jako operačního cíle souvisí s regulací likvidity bank. Pokud mají banky přebytek likvidity, úrokové míry v ekonomice mají tendenci klesat. Přebytek likvidity signalizuje převis nabídky bezhotovostních

prostředků nad poptávkou. Pokud chtějí banky realizovat z přebytečných likvidních prostředků alespoň nějaký zisk, jsou nuceny snížit jejich cenu (úrokovou míru). Nákupem cenných papírů centrální banka zvyšuje likviditu bank, jejich prodejem likvidita bank klesá. Vyšší likvidita bank znamená tlak na pokles úrokových sazeb v ekonomice, tedy **nákupem cenných papírů centrální banka tlačí na pokles krátkodobé úrokové míry**. Naopak **prodejem cenných papírů centrální banka tlačí na růst krátkodobé úrokové míry**.

Operace na volném trhu jsou nepřímým nástrojem, ostatní banky mohou, ale nemusí vstupovat s centrální bankou do tržních transakcí. Vystává proto otázka jejich účinnosti v monetární politice. Co když ostatní banky nemají vůbec žádný nebo jen malý zájem o centrální bankou nabízené/poptávané cenné papíry? Odpověď zní, že taková situace je v dnešní realitě prakticky nemyslitelná. Vtip je v tom, že centrální banka neprodává cenné papíry konvenčním způsobem (stanovením nabízeného množství a ceny s následným hledáním kupců), ale v aukcích a tendrech.⁶⁰ v nich centrální banka může stanovit buď pouze objem cenných papírů, které je ochotna zobchodovat, nebo pouze úrok, za který je ochotna prodávat/nakupovat.

Pokud centrální banka vyhlašuje dopředu pouze objem nabízených/poptávaných cenných papírů, kontroluje měnovou bázi. Cena (úrok) cenných papírů se určí tržně (na základě poptávky ostatních bank), mluvíme proto o *úrokové aukci/úrokovém tendru*. Měnová báze se zvýší/sníží právě o objem dodané/stažené likvidity. Centrální banka nepotřebuje na těchto transakcích vydělávat, její motivací není zisk. Pokud reguluje měnovou bázi, do jisté míry jí nezáleží na tom, jak vysoký bude za tyto cenné papíry úrok.

Naopak operačního cíle v podobě krátkodobé úrokové míry může centrální banka snadno dosáhnout, pokud v aukcích či tendrech stanoví pouze úrok, za který cenné papíry nabízí resp. který je ochotná za cenné papíry zaplatit. Aukce a tendry se pak týkají pouze objemu obchodů, hovoříme proto o *objemových aukcích/tendrech*. Přijaté či poskytnuté cenné papíry se s danou úrokovou mírou promítnou v rozvahách obchodních bank. Tím je stanovena tzv. *bezriziková úroková míra*, od které se odvíjí ostatní úrokové míry v ekonomice. Obchodní banky podle ní upravují úrokové míry

⁶⁰ Aukce je dražba, všichni vědí, jaké jsou nabídky ostatních. Naopak v tendru je nabídka tajná (v obálce).

ostatních položek rozvahy, zejména úrokové míry přijatých vkladů a poskytnutých úvěrů.

Operace na volném trhu mohou ovlivňovat i měnový kurz. Nákup cenných papírů centrální bankou zvyšuje měnovou bázi, což může vést k tlakům na znehodnocení domácí měny a naopak. Na měnový kurz působí i případné změny krátkodobé úrokové míry. Při jejím růstu se aktiva denominovaná v domácí měně mohou stát pro zahraniční investory relativně atraktivnější. K jejich nákupu potřebují získat domácí měnu, kterou nakupují na devizovém trhu. Zvýšení poptávky po domácí měně má za následek růst kurzu. Účinek operací na volném trhu na měnový kurz není na rozdíl od účinku na měnovou bázi či krátkodobou úrokovou míru ani zdaleka bezprostřední, navíc je obtížně kvantifikovatelný.

Popularita operací na volném trhu je dána hlavně jejich vysokou operativností. Centrální banka může nakupovat nebo prodávat cenné papíry kdykoliv, ke změně likvidity obchodních a dalších bank dochází okamžitě.

3.2. Diskontní nástroje

Pod pojmem diskontní nástroje se skrývají „úrokové sazby a další podmínky úvěrů poskytovaných centrální bankou obchodním a dalším domácím bankám v domácí měně.“⁶¹ Úrokové sazby není vhodné měnit příliš často. Jejich vysoká volatilita nepřispívá stabilitě finančních trhů, proto jsou diskontní nástroje zpravidla považovány za neoperativní nástroje.⁶² Nastavení diskontních nástrojů tvoří *diskontní politiku* centrální banky.

Česká národní banka vyhláší celkem tři měnověpolitické úrokové sazby.⁶³ Činí tak prostřednictvím úředních sdělení České národní banky⁶⁴:

- Diskontní sazbu

61 REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2. rozšířené vydání. Praha : MANAGEMENT PRESS, 2001. ISBN 80-7261-051-1. s. 290.

62 Otázka operativnosti do jisté míry závisí na měnověpolitické kultuře v dané zemi. Například FED je v politice úrokových sazeb velice aktivní, což je dáno i tím, že finanční trhy jsou ve Spojených státech přeci jenom flexibilnější.

63 Sazeb existuje mnoho druhů a v jednotlivých zemích se mohou významně lišit. Z důvodu účelnosti se proto autor rozhodl zahrnout do výkladu pouze sazby používané ČNB, byť se nacházíme ještě v obecné části práce.

64 Viz. § 49 odst. (6) zákona o ČNB: „Česká národní banka vydává úřední sdělení České národní banky, kterými informuje například o rozhodnutích bankovní rady o úrokových sazbách, ...“

- Limitní sazbu pro dvoutýdenní repo operace (repo sazba)⁶⁵
- Lombardní sazbu

Diskontní sazba je nejnižší úrokovou sazbou na peněžním trhu. Je jí úročena tzv. *jednodenní depozitní facilita*. Jednodenní depozitní facilita je operace iniciovaná ze strany obchodních bank spočívající ve vkladu prostředků na účet u centrální banky po dobu jednoho dne. Banky depozitní facilitu využívají v případě přebytku likvidity, kterou nedokázaly uložit jinde na peněžním trhu. Vklady jsou centrální bankou přijímány automaticky, někdy se proto mluví o *automatických nástrojích monetární politiky*.

Repo sazba se nachází mezi diskontní a lombardní sazbou a je nejdůležitější z měnověpolitických sazeb. Jsou za ni prováděny repo operace centrální banky. Repo sazba je rozhodující determinantou krátkodobé úrokové míry v ekonomice. „Zvýšení resp. snížení měnověpolitické úrokové sazby (repo sazby) vede nejprve ke zvýšení resp. snížení úrokových sazeb na mezibankovním trhu. V důsledku toho dojde ke zvýšení resp. snížení úrokových sazeb vyhlášených bankami pro poskytování úvěrů a přijímání vkladů. Výsledkem je ochabnutí resp. oživení investiční aktivity jako součásti agregátní poptávky a nakonec oslabení resp. posílení tlaků na růst cenové hladiny.“⁶⁶

Lombardní sazba je nejvyšší krátkodobou úrokovou sazbou na peněžním trhu. Touto sazbou je úročena tzv. *jednodenní zápůjční facilita*. Jednodenní zápůjční facilita je rovněž automatická operace iniciovaná ze strany bank, pomocí které si banky mohou vypůjčit od centrální banky prostředky v případě nedostatku likvidity. Její praktické využití je minimální, protože pokud má jakákoli banka aktuální nedostatek likvidity, je pro ni výhodnější si ji doplnit na mezibankovním trhu, kde ji může získat za nižší úrok.⁶⁷ Doplnění chybějící likvidity u centrální banky proto signalizuje u dané bankovní instituce určité problémy.⁶⁸

65 Je určitou otázkou, zda repo sazba pojmově patří mezi diskontní nástroje. V ekonomických učebnicích se obvykle zařazuje na toto místo, hlavně kvůli kontextu s diskontní a lombardní sazbou.

66 Česká národní banka [online]. 2003-2010 [cit. 2010-11-22]. Často kladené dotazy - Transmisní mechanismus MP. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/faq/transmisni_mechanismus_mp.html>

67 V některých učebnicích se píše, že pokud některá banka trpí nedostatkem likvidity, musí existovat jiná banka, která má naopak likvidity přebytek. Tomuto názoru nelze přisvědčit, problémy s likviditou může mít celý bankovní sektor (viz např. Spojené státy na konci roku 2008). Úkolem centrální banky je v takovém případě likviditu doplnit.

68 V bankovním žargonu využití zápůjční facility znamená *neformální pozvánku pro bankovní inspekci*

Diskontní politikou centrální banka ovlivňuje úrokové sazby v ekonomice a tím působí na poptávku subjektů po úvěrech. Největší vliv na krátkodobou úrokovou míru má repo sazba, diskontní a lombardní sazba pak vytváří mantinely pro její pohyb na peněžním trhu.

Pro úplnost dodejme, že v praxi centrálních bank existuje celá řada dalších druhů úvěrů, kterými je ovšem neúčelné se na tomto místě podrobněji zabývat. Jedná se například o sezónní úvěry, úvěry na eskont směnek, úvěry na PMR, střednědobé nouzové úvěry, dlouhodobé nouzové úvěry, hotovostní úvěry, úvěry v zahraničních měnách atd.

3.3. Devizové intervence

Pojem devizové intervence obsahuje širokou paletu tržních nástrojů, pomocí kterých může centrální banka působením na nabídku a poptávku na devizových trzích regulovat kurz domácí měny. Měnová báze ani krátkodobá úroková míra nejsou operačním cílem, ačkoliv mohou být devizovými intervencemi také ovlivněny. Devizové intervence jsou ze své podstaty nepřímé (tržní), protože měnový kurz ovlivňují subjekty nepodřízené centrální bance. Podobně jako operace na volném trhu jsou operativní a (potenciálně) permanentní.⁶⁹ V souvislosti s devizovými intervencemi vznikají devizové rezervy, které spravuje centrální banka.⁷⁰

V některých literaturách se setkáme s širším pojmem *kurzové intervence*. Ten zahrnuje *devizové intervence* a tzv. *nepřímé kurzové intervence*. Nepřímé kurzové intervence je označení pro situaci, kdy centrální banka cíleně ovlivňuje měnový kurz prostřednictvím změny diskontních nebo jiných úrokových sazeb, tedy nikoliv transakcemi na devizovém trhu.

Devizové intervence představují nákup nebo prodej zahraničních měn za domácí měnu na devizovém trhu.⁷¹ Pokud centrální banka zahraniční měny nakupuje, roste nabídka domácí měny. Růst nabídky domácí měny má za jinak stejných podmínek

centrální banky.

69 Potenciálně permanentní znamená, že centrální banky sice mohou v případě potřeby intervenovat pořád, v praxi tak ale činí jenom výjimečně (zejména v systému volného kurzu).

70 V České republice viz. § 35 písm. d) zákona o ČNB: „Česká národní banka má v úschově a spravuje měnové rezervy ve zlatě a devizových prostředcích a disponuje s nimi.“

71 Vzhledem k provázanosti devizových trhů ve světě můžeme abstrahovat od jejich rozlišování na domácí a zahraniční.

za následek tendenci k jejímu oslabování. Centrální banka tak *intervenuje v neprospěch domácí měny*. Obdobně pokud centrální banka prodává zahraniční měny, zvyšuje tím poptávku po domácí měně, která má tendenci zhodnocovat. Centrální banka *intervenuje ve prospěch domácí měny*.

Devizové intervence mají bez dalšího vliv na měnovou bázi. Centrální banka totiž na devizovém trhu neobchoduje s nikým jiným, než s ostatními bankami. Pokud nakupuje zahraniční měny, musí protistraně poskytnout odpovídající ekvivalent v domácí měně, čímž se ale zvýší měnová báze (dobrovolné rezervy bank). Růstu měnové báze může centrální banka předejít tzv. *sterilizací*. Podstatou sterilizace je neutralizace dopadu kurzových intervencí na měnovou bázi prostřednictvím operací na volném trhu. Intervenci v neprospěch (nákup zahraničních měn – růst měnové báze) lze sterilizovat prodejem odpovídajícího objemu cenných papírů v domácí měně (stažení likvidity - pokles měnové báze) a naopak. Sterilizace nicméně snižuje účinnost devizových intervencí ve vztahu k měnovému kurzu.

Devizové intervence mohou být povinné nebo „dobrovolné“. Povinné devizové intervence se provádějí v zemích s fixním měnovým kurzem. Centrální banka musí intervenovat, aby udržela domácí měnu v kurzovém pásmu, ke kterému se zavázala. Dobrovolné devizové intervence se týkají zemí s volným měnovým kurzem. Dobrovolnost autor uvádí v uvozovkách, protože v mnoha případech jsou i v zemích s floatingem centrální banky ke kurzovým intervencím v zásadě donuceny vývojem makroekonomických veličin (zejména platební bilance). To platí hlavně pro malé otevřené ekonomiky.

3.4. Povinné minimální rezervy

Každá banka je povinna držet na svých clearingových účtech u centrální banky určitý předem stanovený objem likvidních prostředků, tzv. povinné minimální rezervy (dále jen PMR). Nástrojem monetární politiky jsou *pravidla* pro tvorbu těchto rezerv. PMR jsou na pomezí přímých a nepřímých nástrojů. Pokud banky pravidla poruší, dopadne na ně sankce ze strany centrální banky (administrativní opatření – přímý nástroj). Na druhou stranu podmínky platí pro všechny stejné, tzn. jsou zásadně neadresné. PMR považujeme z podobných důvodů jako diskontní nástroje

za neoperativní. Centrální bance v zásadě nic nebrání měnit pravidla pro jejich tvorbu třeba každý týden, taková politika by ale vedla k destabilizaci bankovního systému.

Celkový objem PMR je odvislý od *základny* pro jejich tvorbu a výše *sazby*.⁷² Základnu tvoří především vklady od nebankovních subjektů (vymezení se může v jednotlivých zemích lišit). V České republice je základnou „*objem primárních závazků dané banky (tj. především vkladů od nebankovních subjektů), jejichž splatnost nepřevyšuje 2 roky.*“⁷³ Mluví-li se o změně PMR, v drtivé většině případů se má na mysli změna sazby. Základna je spíše technickou záležitostí. Sazba nám říká, jakou část základny je banka povinna držet na svých účtech.

Zákonné zmocnění pro stanovení a vynucování PMR nalezneme v § 25 odst. (1) zákona o ČNB: „*Česká národní banka může požadovat, aby banky, pobočky zahraničních bank a spořitelní a úvěrní družstva měly na účtě u České národní banky uloženu stanovenou část svých zdrojů (dále jen "povinné minimální rezervy").*“ Neméně důležitý je i druhý odstavec předmětného ustanovení, které omezuje možný rozsah PMR: „*Povinné minimální rezervy mohou činit nejvýše 30 % celkových závazků instituce, která má povinnost podle odstavce 1, snížených o závazky této instituce vůči jiným institucím, které mají povinnost podle odstavce 1.*“ Z toho mimo jiné plyne, že PMR se ex lege nemohou vztahovat na vzájemné pohledávky mezi bankami.

PMR mohou plnit několik funkcí. V monetární politice jich lze využívat především k ovlivňování měnové báze. Za jinak stejných podmínek platí, že růst sazby PMR má za následek růst měnové báze a naopak. V důsledku růstu měnové báze dochází ke snížení peněžního multiplikátoru, tedy *povinné minimální rezervy snižují multiplikaci vkladů v ekonomice*. Měnová báze je ovšem tvořena nejen povinnými, ale také dobrovolnými rezervami bank. Zvýšení sazby PMR může někdy vést pouze ke změně struktury měnové báze (snížení dobrovolných rezerv a zvýšení povinných). V takovém případě se monetární politika mine účinkem, výše peněžního multiplikátoru zůstává zachována a množství peněz v ekonomice se nezmění.

PMR se často interpretují jako prostředky, na které si banka nemůže sáhnout. Ve skutečnosti pravidla pro tvorbu vkladů mluví pouze o dodržení *průměrné výše*

72 PMR = sazba * základna

73 Česká národní banka [online]. 2003-2010 [cit. 2010-11-22]. Měnověpolitické nástroje. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#pmr>.

za *udržovací období*.⁷⁴ Mohou tedy krátkodobě poklesnout pod stanovenou hodnotu, aniž by hrozil postih ze strany centrální banky. Rezervy bank tak plní funkci *likvidního polštáře*.

V laické veřejnosti existuje představa, že účelem PMR je výplata uložených prostředků vkladatelů v případě úpadku banky. Tento názor je nutné jednoznačně odmítnout. Sazby se v současné době ve většině zemí Evropy pohybují okolo dvou procent (včetně ČNB i ECB). Tak nízká míra rezerv by mohla pokrýt jen minimum vkladů. Uvážíme-li, že pravidla pro kapitálovou přiměřenost bankám ukládají povinnost udržovat pouze osmiprocentní poměr vlastního kapitálu (včetně rezerv) k rizikově váženým aktivům, zjistíme, že ani násobně vyšší sazba PMR by nemohla plnit funkci garance vkladů.

Další nevýhodou PMR je snižování výnosnosti bank. Povinná tvorba rezerv váže prostředky, které by mohly být investovány jinde. Rezervy jsou zpravidla úročeny jen na úrovni nejnižší úrokové míry v ekonomice, v některých zemích dokonce vůbec. Vysoká sazba PMR podlamuje konkurenceschopnost bank (jednak ve vztahu k nebankovním subjektům, které nabízejí podobné produkty jako banky (např. spotřebitelské úvěry), ale hlavně ve vztahu k bankovním soustavám zemí s nižší nebo nulovou sazbou PMR). To neplatí úplně bezvýhradně. V bankovních systémech s přebytkem likvidity, kde musí centrální banka pomocí prostých repo operací přebytečnou likviditu stahovat, je obchodním bankám prakticky jedno, jestli mají svoje volné prostředky v PMR nebo v repu (samozřejmě za předpokladu úročení PMR na úrovni repo sazby). Mezi takové systémy se řadí i Česká republika.

Z výše uvedených důvodů je v dnešní době využití PMR v monetární politice jen minimální. Vysoké sazby snižují konkurenceschopnost bank, nízké sazby nejsou z důvodu existence dobrovolných rezerv a jiných omezení multiplikace vkladů příliš účinné. Kromě toho jsou neoperativním nástrojem, který nelze z důvodu zachování stability bankovního systému příliš aktivně využívat. Likvidní polštář k hladkému provádění mezibankovních plateb je tak poslední funkcí, kterou dnes PMR plní.

74 V České republice udržovací období trvá přibližně jeden měsíc (začíná první čtvrtkem v měsíci a končí ve středu před prvním čtvrtkem v následujícím měsíci).

3.5. Přímé nástroje monetární politiky

Přímé (netržní) nástroje monetární politiky mají v rozvinutých zemích jen omezené uplatnění. Většinou plní jiné funkce než ovlivňování operačních nebo zprostředkujících cílů. Jsou neoperativní a jen výjimečně používané.

Pravidla likvidity spočívají ve stanovení závazné struktury složek a některých vazeb v aktivech a pasivech bank. Jak již název napovídá, jejich primárním účelem je zabezpečení žádoucí úrovně likvidity bank. V monetární politice mohou být použity například k ovlivnění poměru krátkodobých a dlouhodobých úvěrů, ale i měnové báze. V jistém slova smyslu jsou pravidlem likvidity i povinné minimální rezervy.

Limity úvěrů bank stanovují maximální rozsah úvěrů, které mohou banky svým klientům poskytnout. Cílem může být regulace úvěrových nebo měnových agregátů. Svým způsobem se jedná o nejúčinnější nástroj monetární politiky, drasticky však zasahuje do samostatnosti rozhodování bank. Limity úvěrů v dnešní době nalezneme v podobě pravidel tzv. *úvěrové angažovanosti*, která však s monetární politikou bezprostředně nesouvisí.

Limity úrokových sazeb lze stanovit jak pro úvěry, tak pro vklady. Jsou zaměřeny hlavně na ovlivnění krátkodobé úrokové míry, mohou ale mít i další důsledky. Při stanovení maximálních limitů úročení vkladů může docházet k odlivu peněz k nebankovním institucím a tím potencionálnímu snížení účinnosti monetární politiky do budoucna. Při zvýšení maximálních úroků z úvěrů nevíme, jestli banky úroky skutečně zvýší atd. Kromě toho u zúčastněných stran existuje silná motivace limity nejrůznějšími způsoby obcházet, jejich dopad do ekonomiky je tak vždy trochu nejistý. V České republice našly určité uplatnění v letech 1990 – 1992, kdy napomohly ke stabilizaci úrokové míry, ovšem v dnešních tržních ekonomikách pro ně není místo.

Povinné vklady spočívají ve „*stanovení povinnosti některým subjektům otevírat běžné účty, ukládat volné peněžní prostředky a provádět některé další operace výhradně přes centrální banku. Cílem je získat kontrolu nad pohybem peněžních prostředků těchto subjektů.*“⁷⁵ Typicky se jedná o ministerstva a další instituce veřejného sektoru. V praxi byly využity v roce 1994, kdy se ČNB dohodla s Fondem národního majetku o přesunu

75 REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2. rozšířené vydání. Praha : MANAGEMENT PRESS, 2001. ISBN 80-7261-051-1. s. 319.

jeho prostředků na účet centrální banky s hlavním cílem snížení měnové báze.

4. Nástroje monetární politiky České národní banky

V této kapitole se budeme zabývat využitím nástrojů monetární politiky v novodobé historii České národní banky (období 1993-2010). Může se zdát, že slovo *historie* není na místě, když se jedná o pouhých sedmnáct let. Oblast bankovníctví ovšem patří k nejrychleji se rozvíjejícím oborům současnosti. V tomto kontextu je sedmnáct let velmi dlouhá doba, což bude zřejmé i z dalšího textu.

Monetární politice České republiky předcházela tříletá existence České a Slovenské Federativní Republiky spjatá s počátkem realizace strukturálních změn ekonomiky opírajících se zejména o rozsáhlou privatizaci, liberalizaci cen a uvolnění zahraničního obchodu. Změna orientace na dnešní země Evropské unie vyvolala obtíže v mnoha firmách, „*HDP v roce 1992 poklesl oproti roku 1989 o 13 %*.“⁷⁶

Další vývoj ovlivnilo důležité rozhodnutí o volbě kurzového režimu. Tehdejší představitelé ČSFR zvolili režim pevného kurzu. Hlavním důvodem byla snaha importovat zahraniční nízkou inflaci s využitím fixního kurzu jako kotvy pro ceny a mzdy, která by stabilizovala inflační očekávání a usnadňovala ekonomická rozhodování. Kurz byl po několika devalvacích v roce 1990 nastaven na úroveň 28 Kčs/USD, kde se v několika následujících letech dokázal udržet. Tato skutečnost později významně napomohla rozvoji mezinárodního obchodu.

Éru monetární politiky před vznikem samostatné České republiky charakterizuje striktní regulace devizového hospodaření s použitím přímých nástrojů tehdejší SBČS.⁷⁷ Liberalizace cen způsobila v roce 1991 skokový nárůst inflace (meziročně o 57 %), který se však v dalších letech díky vysokým úrokovým sazbám a vysoké míře PMR podařilo zastavit. Z makroekonomického hlediska Česká republika vkročila do své samostatné existence relativně v lepším stavu, než ostatní evropské ekonomiky procházející transformací:

76 Česká národní banka 1993 - 2003. *Mimořádné publikace ČNB* [online]. 2003, [cit. 2010-11-22]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/cnb_1993-2003_cz.pdf>. s. 4.

77 Používaly se jak limity úvěrů bank, tak limity úrokových sazeb bank, které byly účinné až do října resp. dubna 1992.

4.1. Období 1993-1997

Tabulka 5: Pokles HDP v transformujících se ekonomikách

Pokles HDP v transformujících se ekonomikách	
Země	% HDP 1993/1989
Česká republika	87,0%
Slovensko	74,9%
Maďarsko	73,3%
Polsko	87,5%
Rumunsko	76,1%
Slovinsko	84,3%

Pramen: Česká národní banka 1993 - 2003. Mimořádné publikace ČNB [online]. 2008, 1, [cit. 2010-11-22]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/cnb_1993-2003_cz.pdf>. s. 9.

Česká národní banka vstoupila do příslušné části práv a závazků bývalé SBČS a započala svoji samostatnou existenci prvního ledna 1993. V ústavní rovině byla zakotvena v šesté hlavě jako „ústřední banka státu, jejíž hlavním cílem činnosti je péče o stabilitu měny.“⁷⁸ Podrobnější úpravu její činnosti obsahoval zákon o České národní bance (zákon č. 6/1993), který s několika obměnami platí dodnes.

Pojem *stabilita měny* se skládá ze dvou částí: vnitřní (cenová stabilita) a vnější (kurzová stabilita). Vzhledem ke dvěma hlavním cílům ČNB založila svoji monetární politiku na dvou základních pilířích. V rámci zajištění cenové stability cílovala peněžní agregát M2 sestávající se z oběživa, vkladů na viděnou, termínovaných vkladů a vkladů v cizí měně.⁷⁹ Druhý pilíř tvořil pevný kurz koruny v relaci ke koši nejdůležitějších měn. Od 3. května 1993 byl kurz zafixován v relativně úzkém pásmu oscilace ($\pm 0,5$ %) vzhledem k německé marce (váha 65 %) a americkému dolaru (váha 35 %).⁸⁰

ČNB vytvořila jakousi kombinaci měnového a kurzového transmisního mechanismu (cílovala jak peněžní zásobu, tak měnový kurz), aniž by se vážněji zabývala potencionální rozporností konečných cílů. Implicitní nesoulad smíšeného

78 Viz tehdejší Ústava ČR, článek 98 odst. (1)

79 Inspirací se stala monetární politika německé Bundesbanky, v té době jedné z nejrespektovanějších institucí svého druhu.

80 Do 3. května 1993 měnový koš obsahoval ještě rakouský šilink (8,07 %), švýcarský frank (3,79 %) a francouzský frank (2,92 %). „Důvodem změny bylo technické zjednodušení, neboť se na historických datech zjistilo, že se propočty podle dvouměnového koše chovají téměř stejně jako kurzy vypočítané podle původního pětiměnového koše.“ Viz. DURČÁKOVÁ, Jaroslava; MANDEL, Martin. *Mezinárodní finance*. Třetí rozšířené a doplněné vydání. Praha: Management Press, 2007. ISBN 978-80-7261-170-6. s. 400.

schématu monetární politiky se zpočátku neprojevoval (zejména z důvodu dosud neliberalizovaného devizového trhu), v roce 1997 však vyústil v měnovou krizi a s ní spojené hospodářské problémy.

4.1.1. Vývoj ekonomiky

Ekonomický vývoj v roce 1993 do jisté míry navázal na období před vznikem samostatné České republiky. Hrubý domácí produkt stagnoval při vyrovnaném státním rozpočtu na úrovni z konce roku 1992. Inflace dosáhla hodnoty 18,2 %, velkou část nárůstu cenové hladiny ovšem způsobilo zavedení daně z přidané hodnoty ve výši 23 % a počínající cenová deregulace.

Ekonomice se začalo dařit v následujících dvou letech, když zaznamenala zrychlující se růst HDP (2,6 % v roce 1994 resp. 4,8 % v roce 1995). Míra inflace se postupně snižovala pod hranici deseti procent, to vše při velmi mírné nezaměstnanosti⁸¹ a vyrovnaném státním rozpočtu.⁸²

Tabulka 6: Ukazatelé reálné ekonomiky v období 1993 - 1997.

Ukazatele reálné ekonomiky	1993	1994	1995	1996	1997
Růst reálného HDP	.	.	.	4,0	-0,7
Obecná míra nezaměstnanosti	4,3	4,3	4,0	3,9	4,8
Míra inflace	18,2	10,2	7,9	8,6	10,0
Procentní změna M2 (ke konci období)	.	20,7	23,7	7,6	9,2
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	13,3	-22,6	-36,3	-111,9	-113,0
Finanční účet platební bilance (mld. Kč)	88,2	97,0	218,3	113,6	34,3
Stav devizových rezerv ČNB (mld. Kč)	116,0	175,1	373,0	339,9	338,5
Saldo státního rozpočtu / HDP	.	.	0,5	-0,1	-0,9
Dluh sektoru vlády v procentech HDP	.	.	14,6	12,5	13,1

Pramen: Český statistický úřad [online]. 2010 [cit. 2010-11-22]. Makroekonomické údaje. Dostupné z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/\\$File/HLMAKRO.xls](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/$File/HLMAKRO.xls)>., upraveno autorem

Růst HDP pokračoval i v roce 1996, kdy dosáhl solidních 4,0 %, hned v následujícím roce ale došlo k poklesu v souvislosti s vypuknutím měnové krize.

81 Ve výročních zprávách ČNB a v některých dalších dokumentech lze narazit na odlišná čísla o nezaměstnanosti. Dříve se totiž počítala tzv. *míra registrované nezaměstnanosti*, která vycházela zpravidla na nižších úrovních než dnes užívaná *obecná míra nezaměstnanosti*. Podrobnější informace viz [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/\\$File/HLMAKRO.xls](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/$File/HLMAKRO.xls), karta metodické vysvětlivky.

82 V tabulce některé údaje chybí, pravděpodobně z důvodu ještě málo rozvinuté statistické služby. Předmětná data nejsou k dispozici ani v databázích Eurostatu resp. OECD. Hodnoty HDP v letech 1993 - 1995 a některá další čísla použitá v textu jsou proto převzata (výhradně) z jednotlivých výročních zpráv a dalších dokumentů ČNB dostupných na <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/>.

Prakticky celé předmětné období provázela nízká nezaměstnanost (k nárůstu dochází opět až v roce krize) a poměrně vyrovnané státní rozpočty. Inlace se pohybovala v rozmezí 7,9 % – 10,2 %, což pro ekonomiku v rané fázi transformace není špatný výsledek. Za povšimnutí stojí dluh sektoru vlády v procentech HDP, který se pohyboval pod 15 %. V kontextu maastrichtských kritérií (požadavku hrubého veřejného dluhu pod 60 % HDP) a dnešních úrovní zadlužení evropských zemí je to úsměvné číslo. Od ekonomiky ČR se očekávalo pokračování v jejím dynamickém růstu. Ve skutečnosti se už v roce 1995 začaly projevovat některé příznaky přehřívání. Mzdy se zvyšovaly rychleji než produktivita práce a domácí poptávka předstihla růst HDP.

Hodnoty makroekonomických ukazatelů v malých otevřených ekonomikách jsou významně ovlivněny vývojem jednotlivých položek platební bilance. Tranzitivní ekonomika v raném stádiu je z důvodu potřeby dovozu reálných investic (ve formě know-how, výrobního zařízení atd.) prakticky odsouzena ke schodku bilance běžného účtu. Prvořadým cílem transformačního procesu je zvýšení výroby. Dovoz reálných investic se projevuje deficitem salda běžného účtu, protože technicky se jedná o zboží a služby.⁸³ Vystává otázka financování tohoto schodku. Pokud tvoří deficit běžného účtu pouze reálné investice, bude saldo celkové bilance na finančním účtu vyrovnáno odpovídajícím přílivem přímých investic. Tomu se říká *nedluhové financování deficitu běžného účtu*, při kterém nehrozí měnové ani kurzové turbulence.⁸⁴ Rizikem je financování schodku běžného účtu krátkodobým spekulativním kapitálem, protože může velmi rychle dojít k jeho odlivu. Masivní odliv kapitálu je přitom téměř univerzálním spouštěčem měnových krizí, zejména v režimu fixního kurzu. Příkladem z poslední doby jsou Lotyšsko a Litva v první polovině roku 2009.

Příliv zahraničního kapitálu úzce souvisel s deregulací devizového trhu. K jeho uvolňování docházelo postupně, podobně jako v jiných zemích (volná směnitelnost se zpravidla nezavádí přes noc):

83 Do budoucna reálné investice běžný účet platební bilance přímo nezatěžují. Platební bilance zachycuje tokové, nikoliv stavové veličiny, zahraniční výrobní zařízení se proto v bilanci projeví jen v tom roce, ve kterém bylo dovezeno.

84 Například v roce 2002 byl schodek běžného účtu platební bilance v ČR ještě vyšší (-136,4 mld.), způsobil ho ale příliv přímých zahraničních investic ve výši 276,1 mld. Kč. Kurz koruny zareagoval výrazným posílením jak k euru, tak k dolaru.

Tabulka 7: Limity prodeje devizových prostředků občanům ČR (ČSFR)

Limity prodeje devizových prostředků občanům ČR (ČSFR)	
Datum od	Výše v Kč(s)
5.12.1989	500
14.1.1990	2000
1.1.1991	5000
1.1.1992	7500
1.1.1993	7500
1.1.1994	12000
1.1.1995	100000
1.10.1995	... limity prodeje devizových prostředků jsou zrušeny

Pramen: Česká národní banka [online]. 2006 [cit. 2010-11-22]. Vývoj měnových nástrojů a pravidel obezřetnosti bank. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/dalsi_statistiky/NASTROJE_CS.PDF>. s. 378., upraveno autorem

V roce 1995 byl přijat nový devizový zákon (zákon č. 219/1995) s platností od 1. října 1995, který prakticky zavedl úplnou vnitřní i vnější směnitelnost koruny.⁸⁵ Zákon explicitně stanovil pouze omezený okruh operací, ve kterých koruna nebyla nadále směnitelná.⁸⁶ Nepřekvapí nás a z vývoje běžného účtu platební bilance a stavu devizových rezerv je patrné, že k největšímu přílivu zahraničního kapitálu došlo právě v roce 1995, kdy aktivní saldo finančního účtu skončilo v přebytku 218,3 mld. Kč při přímých zahraničních investicích pouze 68 mld. Kč. Na přílivu zahraničního kapitálu se podepsaly i další faktory:

- Česká republika vstoupila koncem roku 1995 do skupiny zemí OECD, čímž se zlepšil její mezinárodní rating,
- státní rozpočet skončil přebytkem 7,2 mld. Kč (0,5 % HDP),
- kladný úrokový diferenciál, který při fixním kurzu lákal spekulativní kapitál.

85 Směnitelnost lze definovat jako absenci právních překážek v nákupu cizích měn za měnu domácí. Podle subjektů rozlišujeme, zda se směnitelnost vztahuje na devizové tuzemce (vnitřní směnitelnost), nebo na devizové cizozemce (vnější směnitelnost).

86 Zejména šlo o „*portfoliové investice pro rezidenty, otevírání účtů rezidentů v zahraničí, poskytování finančních úvěrů nerezidentům a nákup nemovitostí rezidenty.*“ DURČÁKOVÁ, Jaroslava; MANDEL, Martin. *Mezinárodní finance*. Třetí rozšířené a doplněné vydání. Praha : Management Press, 2007. ISBN 978-80-7261-170-6. s. 400.

4.1.2. Nástroje monetární politiky

Monetární politiku lze s výjimkou první poloviny roku 1993 charakterizovat jako postupný přechod od expanzivní k restriktivní. K zavádění restriktivních opatření musela ČNB přistupovat z důvodu přílišného nárůstu měnového agregátu M2, který byl způsoben zprvu úvěrovou expanzí, později rostoucím přílivem zahraničního kapitálu. K regulaci M2 a udržení fixního kurzu aktivně využívala čtyři hlavní nástroje:

- Povinné minimální rezervy
- Diskontní nástroje
- Operace na volném trhu (2T repo sazba)
- Devizové intervence

Podrobný přehled nastavení měnověpolitických nástrojů v jednotlivých letech viz Příloha č. 1. ČNB začala hned od počátku své existence využívat téměř výhradně nepřímé tržní nástroje doplněné o PMR. Z přímých zůstala zachována pravidla likvidity, ovšem pouze za účelem bankovní regulace, nikoliv ovlivňování monetární politiky. Úvěrový strop pro obchodní banky byl jako poslední přímý nástroj zrušen v říjnu 1992. za určitou výjimku lze považovat dohodu s vládou z roku 1994 týkající se přesunu prostředků Fondu národního majetku na účet ČNB, kterou lze označit jako povinné vklady.

Povinné minimální rezervy sloužily k regulaci měnové báze a tím měnového agregátu M2. Ke zvýšení sazeb PMR došlo už v únoru 1993 jako reakce na inflační tlaky způsobené zavedením daně z přidané hodnoty a deregulací cen.⁸⁷ Velmi brzy se však kurz monetární politiky otočil a v rámci uvolňování byly sazby PMR navráceny zpět na původní hodnotu. K opětovnému utahování šroubů došlo 4. 8. 1994 a 3. 8. 1995. Sazba pro závazky se splatností na viděnou se sjednotila se sazbou pro termínované závazky na úrovni 8,5 %. PMR ve výši 4 % se začaly nově vztahovat i na stavební spořitelny a Českomoravskou záruční a rozvojovou banku.

Diskontní nástroje se používaly stejně jako PMR zejména k regulaci peněžního

⁸⁷ Opatření se vztahovalo pouze na banky s rozsahem primárních závazků nad 25 mld. Kč. Požadovaná míra PMR se zvedla na 12 % z původních 9 % (resp. na 4 % z původních 3 % pro termínované vklady).

agregátu M2. Zvýšení úrokových sazeb zpomaluje multiplikaci bankovních vkladů, a tím snižuje peněžní zásobu. Nejdůležitější roli zpočátku hrály tzv. *refinanční úvěry* emitované na aukcích za aukční úrokovou míru. Další méně používané typy refinančních úvěrů:

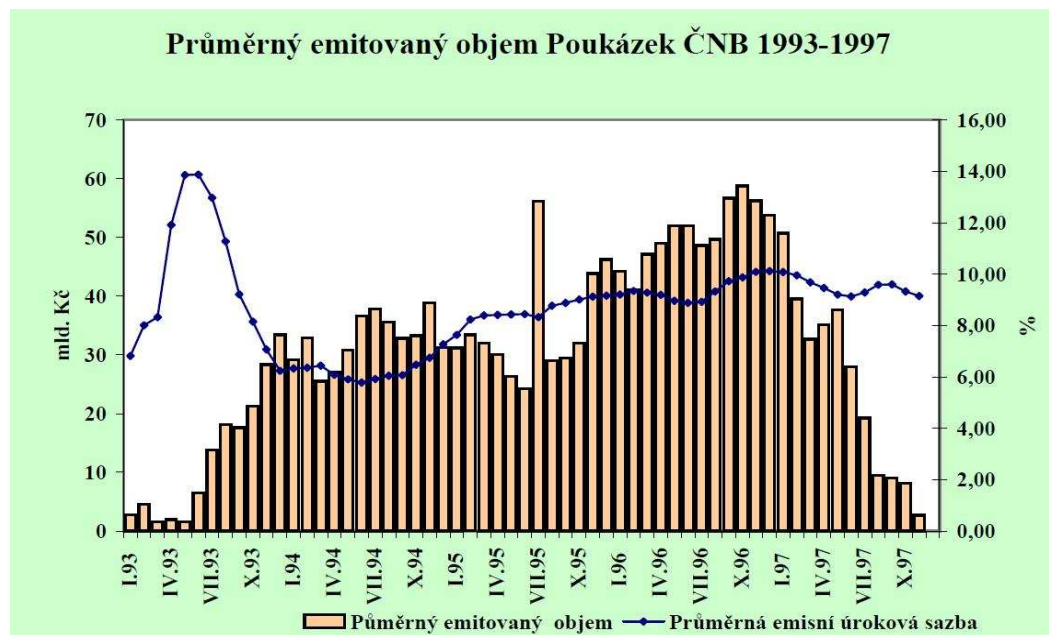
- *reeskontní úvěry* (proti směnkám s úrokovou srážkou ve výši diskontní sazby),
- *lombardní úvěry* (proti zastaveným cenným papírům za lombardní sazbu) a
- *nouzové úvěry*, které se používaly při úplném vyčerpání PMR (za trojnásobek diskontní sazby).

Z postupného zvyšování úrokových sazeb je patrná snaha o zpomalení nárůstu M2, který v letech 1994 – 1995 dosahoval meziročně dvaceti procent. Začínal se projevovat přebytek likvidity obchodních bank způsobený přílivem zahraničního kapitálu. Koncepce založená na použití diskontních nástrojů tak ztrácela účinnost – sazby pro banky přestávaly být relevantní, protože si mohly chybějící prostředky obstarat levněji na mezibankovním trhu. Do popředí se začaly dostávat operace na volném trhu.

Cílem *operací na volném trhu* bylo stahování přebytečné likvidity obchodních bank a tím snížení měnové báze. Šlo o sterilizaci předchozích devizových intervencí (viz dále). Zdaleka nejužívanější formou se staly dvoutýdenní přímé repo operace, které jsou hlavním měnověpolitickým nástrojem i v dnešní době. ČNB zpočátku neměla k dispozici dostatek státních pokladničních poukázek, proto začala vydávat vlastní cenné papíry. Jejich emise byla ukončena až 30. 9. 1997.

Vydávání vlastních cenných papírů má pro centrální banku tu nepříjemnost, že musí nést jejich úrokové náklady. Období 1993 – 1997 je jednou z příčin současné vysoké kumulativní ztráty ČNB. Průměrná emisní úroková sazba má od začátku roku 1994 vzestupný trend, což koresponduje se snahou o regulaci nadměrného růstu agregátu M2:

Graf 3: Průměrný emitovaný objem poukázek ČNB



Pramen: Česká národní banka [online]. 2006 [cit. 2010-11-22]. Vývoj měnových nástrojů a pravidel obezřetnosti bank. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/dalsi_statistiky/NASTROJE_CS.PDF>. s. 396.

Vyšší úrokové míry bohužel prohloubily některé problémy, místo aby je vyřešily. Kvůli rostoucímu úrokovému diferenciálu a nulovému kurzovému riziku příliv kapitálu ze zahraničí ještě zesílil. ČNB proto přijala nouzové opatření. Krátkodobé závazky obchodních bank se splatností do jednoho roku nově „nesměly vůči zahraničním subjektům převýšit krátkodobé pohledávky o více než 30 %, maximálně však o 500 mil. Kč.“⁸⁸

Rozhodující vliv na růst nerovnováhy platební bilance měly *devizové intervence*. Ze stavu devizových rezerv je patrné, že ČNB prostřednictvím devizových intervencí *neutralizovala* přitékající kapitál, aby zajistila stabilitu kurzu domácí měny. S nákupem deviz souvisí růst měnové báze – odsud se na český mezibankovní trh dostal přebytek likvidity.

Přebytečnou likviditu začala ČNB sterilizovat operacemi na volném trhu, když

⁸⁸ Výroční zpráva 1995. *Výroční zprávy České národní banky* [online]. 1996, [cit. 2010-11-22]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_1995.pdf>. s. 37.

emitovala nejdříve státní a pak vlastní cenné papíry. Problémem bylo, že o tyto cenné papíry měli zájem i zahraniční investoři. K jejich nákupu potřebovali směnit koruny a příliv zahraničního kapitálu tu byl znovu. *Sterilizace devizových intervencí snižuje jejich účinek*, klíčovou otázkou je, v jaké míře. ČNB neměla ve své době k dispozici dostatečně dlouhé časové řady, aby mohla tzv. *off set koeficient* předem kvalifikovaně odhadnout. Pracovní hodnoty se pohybovaly mezi 0,5 a 0,7. To znamená, že za každý emitovaný cenný papír v hodnotě 1000 Kč se zvýší přítok zahraničního kapitálu o 500 až 700 korun. Centrální banka pak musí provést další intervenci ve výši 500 – 700 Kč, a příběh pokračuje.

Výše nastíněné dilema plyne z rozpornosti konečných cílů monetární politiky a svým způsobem charakterizuje období 1993 – 1997. ČNB měla za úkol udržet pevný kurz v situaci, kdy trpěla jednostranným přílivem kapitálu, který systematicky tlačil kurz domácí měny k apreciaci. Devizové intervence prováděné za účelem udržení fixního kurzu způsobovaly nárůst peněžní zásoby a tím inflační tlaky. ČNB musela přebytečné peníze sterilizovat, což nevyhnutelně vedlo k růstu úrokových sazeb. Vyšší úrokové sazby znamenaly vyšší úrokový diferenciál vedoucí k dalšímu přílivu kapitálu. V této souvislosti se mluví o tzv. *sterilizační pasti*.

Nákladnost intervenční a sterilizační politiky závisí na velikosti *off set* koeficientu, který ČNB předem neznala. Náklady nespočívají (pouze) v nafouknutí bilance centrální banky. Nákupem deviz se dostáváme do dlouhé devizové pozice, která je spojena úrokovým a kurzovým rizikem. Právě zde leží hlavní příčina současné kumulované ztráty ČNB (dnes už dosáhla 150 mld. Kč). Kvůli úrokovému riziku začala ČNB vzhledem k úrokovému diferenciálu prodělavat prakticky okamžitě. Kurzová ztráta vznikla v důsledku posilování koruny (za posledních 17 let jsme vysoko nad 20 % v posílení kurzu).⁸⁹ *Svým způsobem je Česká národní banka největším spekulantem v zemi.*

V roce 1996 už byl tlak na zhodnocení české koruny neudržitelný, proto se ČNB rozhodla s účinností od 28. února 1996 rozšířit flukтуаční pásmo na $\pm 7,5$ %. Po zvýšení kurzového rizika příliv zahraničního kapitálu skutečně polevil, nicméně problémy

⁸⁹ Při posílení domácí měny aktuální hodnota devizových rezerv *vyjádřená v korunách* poklesne. Stejný princip funguje i obráceně. V tomto kontextu je „nejziskovější“ centrální bankou současnosti centrální banka v Zimbabwe, kde je pokles kurzu v řádech biliónů procent.

s deficitem bilance běžného účtu a příliš rychlým růstem měnového agregátu M2 přetrvaly. ČNB proto přijala sadu restriktivních opatření:

- 21. 6. 1996 – zvýšení diskontní a lombardní sazby na 10,5 % resp. 14 %.
- 1. 8. 1996 – zvýšení sazby PMR na 11,5 %.

Při bližším ohledání nalezneme i další kroky zaměřené proti vysokému přílivu kapitálu a růstu M2 jako předčasné splacení veškerých úvěrů od Mezinárodního měnového fondu (tlak na oslabení koruny) či neúročení PMR (zpomalení multiplikace).

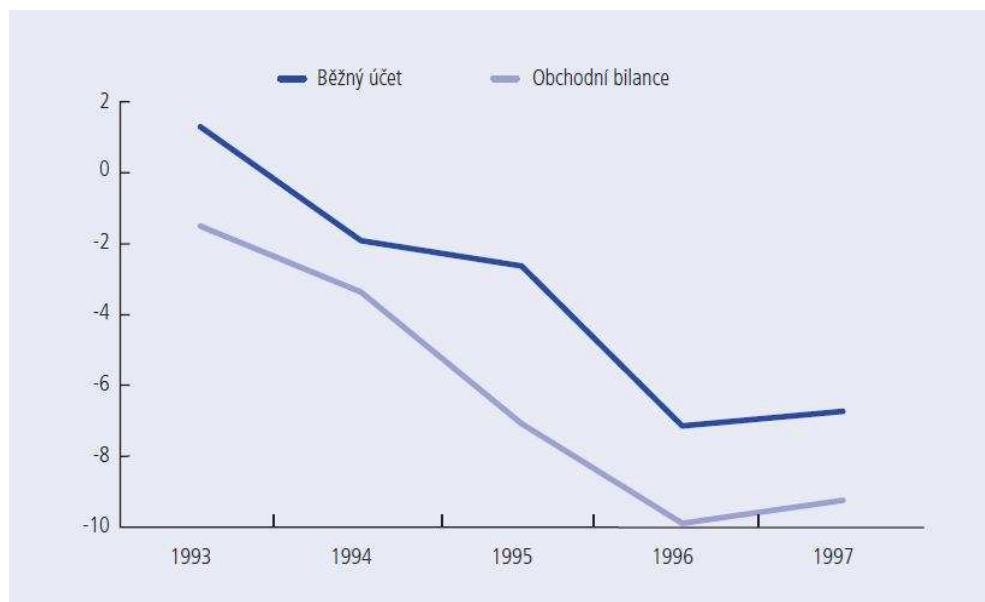
V roce 1996 rovněž došlo k modifikaci měnového transmisního mechanismu na úvěrový, kdy měnovou bázi nahradila v roli operačního cíle krátkodobá úroková sazba 1T PRIBOR.⁹⁰ Posílila se úloha operací na volném trhu, ČNB začala oficiálně vyhlášovat úrokovou sazbu pro repo operace (2T repo). Soubor restriktivních opatření se ex post hodně diskutoval, protože už v následujícím roce nastala měnová krize spojená s poklesem ekonomiky.

4.1.3. Měnová krize 1997

V roce 1997 se naplno projeví nerovnováhy v ekonomice vyjádřené deficitem běžného účtu platební bilance. Rostoucí deficity způsobil zejména příliv zahraničních investic, ale také převis importu spotřebního zboží a služeb nad exportem, kdy poptávku po importu financoval krátkodobý zahraniční kapitál. V systému volného kurzu by export mohl být podpořen oslabením kurzu, čímž by se platební bilance alespoň částečně vyrovnala. Režim fixního kurzu ale takovou možnost vylučoval.

⁹⁰ „PRIBID / PRIBOR je referenční hodnota úrokových sazeb na trhu mezibankovních depozit, kterou počítá kalkulační agent z kotací referenčních bank pro nákup/prodej depozit. Hodnoty referenčních sazeb PRIBID a PRIBOR se počítají jako matematický aritmetický průměr zaokrouhlený na dvě desetinná místa“ (ČNB, 2010).

Graf 4: Saldo schodků platební bilance v letech 1993-1997



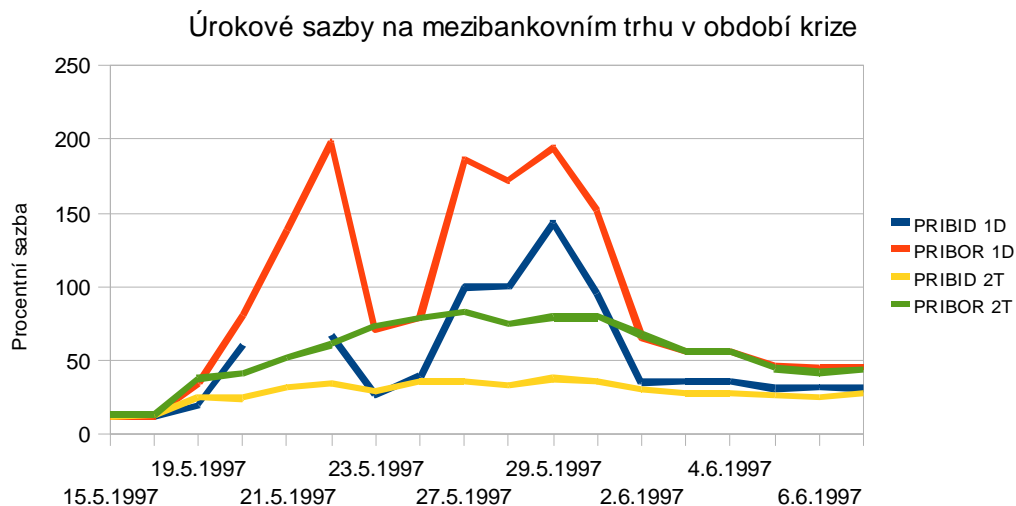
Pramen: Česká národní banka 1993 - 2003. Mimořádné publikace ČNB [online]. 2003, [cit. 2010-11-22].

Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/cnb_1993-2003_cz.pdf>. s. 12.

Kritická hodnota 5 % schodku běžného účtu k HDP byla prolomena už v roce 1996. Vypuknutí krize až o rok později lze vysvětlit tím, že platební bilance zachycuje toky, nikoliv stavy. Můžeme si představit paralelu s nádobou, do které lijeme vodu – ta také nemusí přetéct přesně v okamžiku, kdy je proud vody nejsilnější. V České republice nádoba přetekla, když se k rostoucím deficitům běžného účtu se připojily špatné odhady vývoje HDP a měnové problémy zemí v jihovýchodní Asii. Mezi příčiny můžeme zařadit i nevyzrálý bankovní sektor s velkým množstvím špatných pohledávek.

Ke spekulativnímu útoku na korunu došlo 15. května 1997. V následné panice se zahraniční i domácí investoři začali hromadně zbavovat korunových aktiv. ČNB zvolila strategii maximálního ztížení přístupu k úvěrům, aby znemožnila spekulantům nastupovat na krátké korunové pozice. Za tím účelem zvýšila lombardní sazbu na 50 %, uzavřela přístup k refinančním úvěrům, omezila přístup rezidentů ke korunovým zdrojům a provedla některá další administrativní opatření. Tak se jí podařilo dohnat finanční trh k absolutnímu nedostatku korunové likvidity. Najednou nebylo za co nakupovat devizy. Obchodní banky reagovaly prudkým zvyšováním úroků z úvěrů ve snaze udržet si vlastní likviditu:

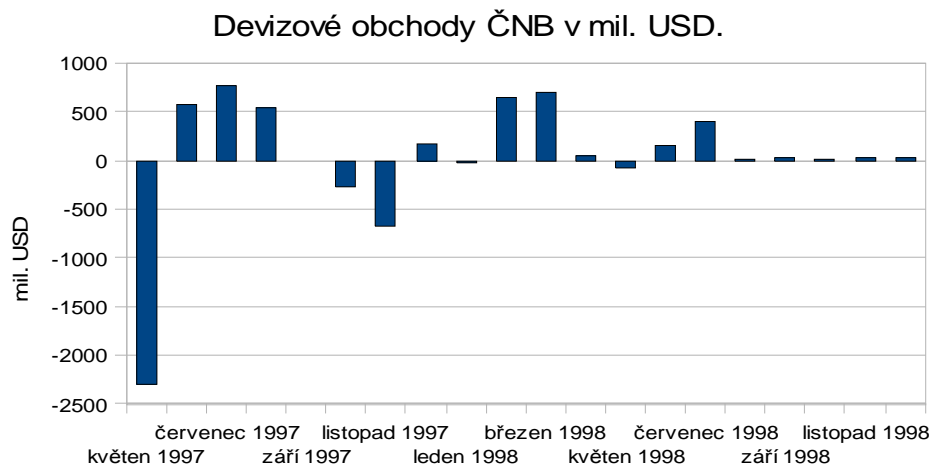
Graf 5: Úrokové sazby na mezibankovním trhu v době krize



Pramen: Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 2010-11-22]. Fixing úrokových sazeb na mezibankovním trhu depozit - PRIBOR. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/denni.jsp>., upraveno autorem

Vidíme extrémní nárůst mezibankovních úrokových měr způsobený nedostatkem likvidity. Sazba 1D PRIBOR téměř překročila 200 %. Vedle škrcení likvidity začala ČNB okamžitě prodávat devizové rezervy, aby předešla výraznějšímu oslabení koruny:

Graf 6: Devizové obchody ČNB



Pramen: Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 2010-11-22]. Devizové obchody ČNB. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/DEVOP_EUR.HTML>., upraveno autorem

Z grafu je patrné, že *záchrana koruny stála v květnu ČNB téměř dva a půl miliardy dolarů*. Situace se jevila jako neudržitelná, proto guvernér ČNB spolu s předsedou vlády 26. května vyhlásili zavedení režimu řízeného plovoucího kurzu s orientací na německou marku.⁹¹ Spekulativní útoky po tomto oznámení polevily a nerovnovážné tendence na běžném účtu platební bilance byly utlumeny. ČNB dokonce mohla začít nakupovat devizy zpět. Rovněž sazby začaly postupně klesat. Zajímavostí je, že roku 1997 došlo v rámci stabilizace a snižování cenové hladiny celkem k 26 změnám 2T repo sazby (viz příloha č. 1).

Lze říci, že květnová měnová krize nakonec neměla vážnější následky. V jejím důsledku sice došlo v následujících dvou letech k mírnému poklesu HDP a koruna oslabilala asi o 10 %, svou roli v poklesu HDP ale sehrály i rozsáhlé červencové povodně a koruna byla nadhodnocená už před vypuknutím krize. S určitým zpožděním došlo k významnému nárůstu nezaměstnanosti. Krize měla i politický rozměr, když padla vláda Václava Klause a vznikla dohoda o předčasných volbách.

4.2. Období 1998 – 2010

Od roku 1998 přešla Česká národní banka na nový transmisní mechanismus – cílování inflace. Učinila tak jako první z centrálních bank transformujících se ekonomik. Důvody jsou z velké části zachyceny v předchozích kapitolách. Cílování inflace je spojeno s vyšší transparentností monetární politiky a účinnější možností ovlivňování inflačního očekávání subjektů. Hlavním impulzem pro změnu strategie byla nepochybně měnová krize 1997, při které se projevila neudržitelnost dvoupilířového systému. ČNB přechodem na floating vlastně přišla o nominální kotvu v podobě fixního kurzu. Právě její ztrátu měla nahradit kotva nová – předem vyhlášený inflační cíl. Dalším již tehdy diskutovaným argumentem byla nutnost konvergence k úrovni inflace v zemích EU.

91 Podle tehdejší legislativy měla ČNB povinnost konzultovat s vládou otázky kurzového režimu a inflačního cíle. Mimo jiné kvůli kritice EU byla tato povinnost v roce 2000 zrušena. V dnešním § 35 písm. a) zákona o České národní bance nalezneme, že ČNB „*stanoví, po projednání s vládou, režim kurzu české měny k cizím měnám, přičemž však nesmí být ohrožen hlavní cíl České národní banky.*“ To znamená, že ČNB stanovuje režim kurzu sama. Musí ho sice s vládou nejprve projednat, konečné rozhodnutí je ale čistě na ní.

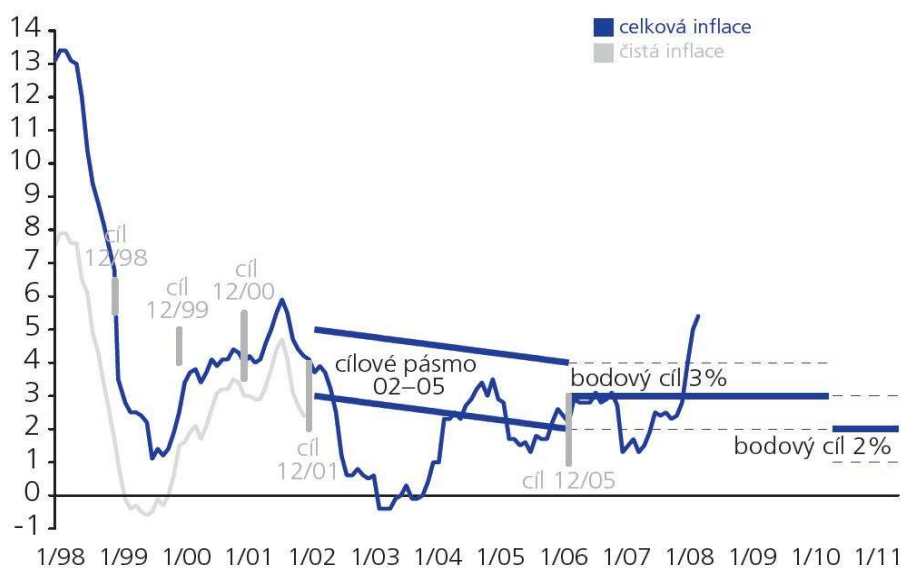
Přechod na cílování inflace se odrazil i v zákonné úpravě. Požadavek udržování *měnové stability* byl v zákonu o ČNB jeho novelou č. 442/2000 sb. změněn na udržování *cenové stability* (mimo jiné i v rámci harmonizace našeho práva s právem Evropských společenství). Rovněž novela Ústavy České republiky přijatá ústavním zákonem č. 448/2001 Sb. mění s účinností k 1. lednu 2002 hlavní cíl činnosti centrální banky na *péči o cenovou stabilitu*. Obě právní úpravy jsou platné doposud.⁹²

ČNB v letech 1998 – 2001 vyhlášovala inflační cíl v podobě tzv. *čisté inflace*. Čistou inflaci lze definovat jako „*přírůstek indexu spotřebitelských cen po vyloučení položek regulovaných cen a očištěný o vliv dalších administrativních opatření*.“⁹³ Index tak postihoval pohyb cenové hladiny pouze 82 % části spotřebního koše. Důvodem pro cílování čisté inflace byla zejména tehdejší nejistota ohledně tempa a rozsahu cenových deregulací ze strany vlády. Teprve od roku 2002 vyhláší ČNB inflační cíl v podobě indexu CPI (do roku 2005 v podobě cílového pásma, od roku 2006 jako bodový cíl):

92 Čtenář si může položit otázku, proč došlo ke změně ústavy až s odstupem čtyř let. Důvodem je určitá nekomplexnost při postupu našich zákonodárců, kteří upravili nový hlavní cíl pouze v zákoně o ČNB, ale nikoli v ústavě. Proti tomu byla podána stížnost, kterou ústavní soud shledal jako důvodnou s následující argumentací: „*Ústavní soud shledal důvodným návrh na zrušení § 2 odst. 1 věty první zákona o ČNB, který stanoví, že "hlavním cílem České národní banky je zabezpečovat cenovou stabilitu". Ustanovení čl. 98 odst.1 věta druhá Ústavy ČR však definuje hlavní cíl činnosti jinak, jako péči o stabilitu měny. Tento na druhém místě uvedený pojem je širší, takže cestou obyčejného zákona dochází k omezení rozsahu hlavního úkolu ústřední banky státu. Tento postup je, z hlediska právního státu (čl. 1 Ústavy ČR), z hlediska ústavně předepsaného způsobu změn a doplňování ústavních zákonů (čl. 9 odst. 1 a čl. 39 odst. 4 Ústavy ČR), stejně jako z hlediska samotného čl. 98 odst. 1 Ústavy ČR, nepřijatelný.*“ (viz. Nález ústavního soudu čj. Pl ÚS 59/2000, vyhlášený ve Sbírce zákonů pod č. 278/2001 Sb.).

93 Zpráva o inflaci - červenec 2002. *Zprávy o inflaci ČNB* [online]. 2002, [cit. 2010-11-22]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_cervenec/download/zoi_2002_cervenec.pdf>. s. 4.

Graf 7: Inflační cíle v období 1998 - 2010



Pramen: Deset let cílování inflace. [online]. [cit. 2010-11-17]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/10_let_inflacni_cileni_cz.pdf>. s. 2.

Z grafu lze dovodit způsob vyhlásování inflačních cílů a jejich procentní hodnoty. Od roku 2002 je míra inflace je pro potřeby ČNB vyjádřena „průměrným přírůstkem indexu spotřebitelských cen za posledních 12 měsíců proti průměru předchozích 12 měsícům.“⁹⁴ Proto jsou inflační cíle od roku 2002 znázorněny spojitou čarou. Dnes se vyhláší na tři roky dopředu, jde o tzv. *střednědobé cíle* (to se pochopitelně netýkalo let 1998 a 1999). Z grafu je patrná jejich klesající tendence. V období 2002 – 2005 cílové pásmo lineárně klesalo z intervalu 3 % - 5 % na 2 % - 4 %. Od té doby se cílovaná inflace vyhláší ve formě bodového odhadu, jehož hodnota byla až do konce roku 2009 ve výši 3 % ± 1 %, od roku 2010 se pak snížila na 2 % ± 1 %. Stejnou cenovou hladinu cíluje i Evropská centrální banka, Česká republika se v této oblasti vyrovná evropským standardům.

4.2.1. Vývoj ekonomiky

První rok po zavedení cílování inflace se ekonomika nacházela ještě ve fázi poklesu (-0,8 % HDP), který se projevil také významným nárůstem nezaměstnanosti.

⁹⁴ Zpráva o inflaci - červenec 2002. *Zprávy o inflaci ČNB* [online]. 2002, [cit. 2010-11-22]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_cervenec/download/zoi_2002_cervenec.pdf>. s. 4.

Schodek běžného účtu platební bilance se ale oproti roku 1997 výrazně zlepšil, zejména z důvodu oslabení kurzu a poklesu domácí poptávky. Finanční účet pak skončil v přebytku 94,3 mld. Kč, což bylo způsobeno počínajícím přílivem přímých investic, na které se soustředila nová vláda. Kromě toho byla zahájena privatizace velkých bank.

Tabulka 8: Ukazatelé reálné ekonomiky v letech 1998 - 2009

Ukazatele reálné ekonomiky	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Růst reálného HDP	-0,8	1,3	3,6	2,5	1,9	3,6	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,1
Obecná míra nezaměstnanosti	6,5	8,7	8,8	8,1	7,3	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4	6,7
Míra inflace	6,8	2,5	4,0	4,1	0,6	1,0	2,8	2,2	1,7	5,4	3,6	1,0
M2 (stav ke konci období)	5,4	7,7	5,6	13,0	3,5	6,9	4,4	8,0	9,9	13,2	6,6	4,0
Běžný účet platební bilance (mld. Kč)	-40,5	-50,6	-104,9	-124,5	-136,4	-160,6	-147,5	-39,8	-77,2	-113,1	-22,9	-37,0
Finanční účet platební bilance (mld. Kč)	94,3	106,6	148,0	172,8	347,8	157,1	177,3	154,8	92,4	125,8	59,0	95,1
Stav devizových rezerv ČNB (mld. Kč)	376,7	461,4	496,8	524,5	714,6	691,5	636,2	726,7	656,6	631,0	716,0	764,3
Saldo státního rozpočtu / HDP	-29,3	-29,6	-46,1	-67,7	-45,7	-109,1	-93,7	-56,3	-97,6	-66,4	-19,4	-192,4
Dluh sektoru vlády v procentech HDP	15,0	16,4	18,5	24,9	28,2	29,8	30,1	29,7	29,4	29,0	30,0	35,3

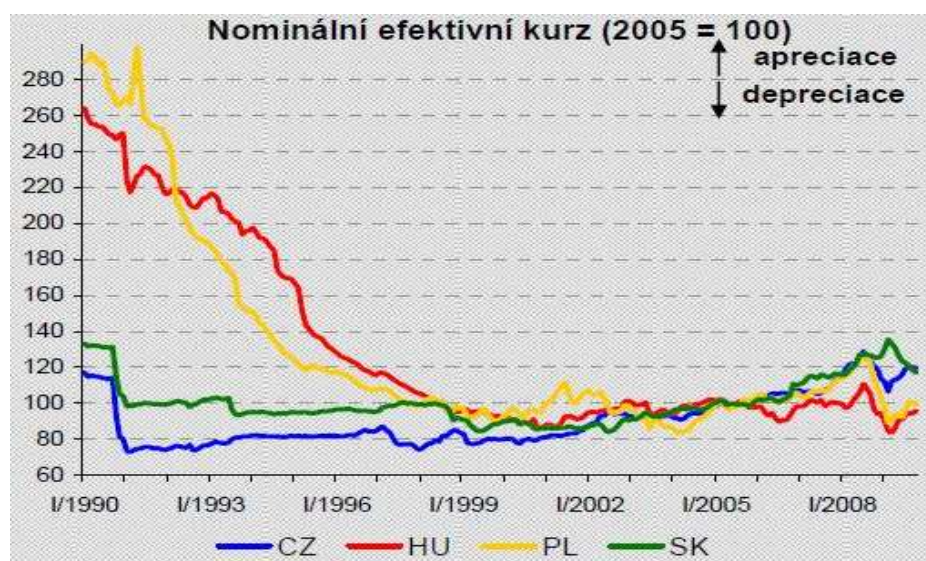
Pramen: Český statistický úřad [online]. 2010 [cit. 2010-11-22]. Makroekonomické údaje. Dostupné z WWW: <[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/\\$File/HLMAKRO.xls](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/$File/HLMAKRO.xls)>., upraveno autorem

V roce 1999 pokračovala ekonomická konsolidace, růst HDP se dostal do kladných čísel, nezaměstnanost nicméně pořád stoupala. Začínaly se projevovat strukturální problémy transformace, nízká flexibilita a mobilita pracovních sil. Deficit běžného účtu platební bilance se sice o něco zhoršil, z velké části byl ale financován přímými zahraničními investicemi. Státní rozpočet byl poprvé v historii ČR navržen jako deficitní. Vysokou inflaci se podařilo pozoruhodně rychle zkrotit (z 10 % v roce 1997 na 2,5 % v roce 1999). Její hodnota se nejčastěji pohybovala pod vyhlášeným inflačním cílem, k čemuž napomohly zpočátku vnější faktory (celosvětový pokles cen potravin), později zejména sílící kurz koruny.

V následujících letech už se ekonomika ČR plně zkonsolidovala a nastoupila k razantnímu růstu, který kulminoval v roce 2006. Některé aspekty dosavadního vývoje přetrvávaly nebo dokonce zesílily. Schodek bilance běžného účtu se nadále prohluboval, byl však kompenzován prudkým růstem přímých zahraničních investic.⁹⁵ v důsledku toho začal posilovat kurz koruny, což značilo dobrou kondici české ekonomiky. Dlouhodobé posilování kurzu české koruny je vůbec unikátní, pro srovnání uvádíme další země procházející transformací:

⁹⁵ To je pro zralou tranzitivní ekonomiku typické. Problémem postupně začíná být bilance výnosů, které jdou do zahraničí. Tady začínáme za dovezené investice platit (je zde zahrnuta i reinvestice zisků). Naopak obchodní bilance (čistý export) se vyrovnává s tím, jak se zefektivňuje výroba.

Graf 8: Nominální efektivní kurz transformujících se ekonomik



Pramen: Monitoring centrálních bank - březen 2010. *Monitoring centrálních bank* [online]. 2010, 1, [cit. 2010-11-22]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/1001_mcb.pdf>. s. 8.

Vysoká nezaměstnanost nicméně přetrvávala a schodky státního rozpočtu se povážlivě prohlubovaly. Cenovou hladinu můžeme označit za stabilní. Výjimkou je rok 2007, kdy se ve stálých cenách promítnulo zvýšení daně z přidané hodnoty a inflace meziročně stoupla o 5,4 %. ČNB příliš aktivně nereagovala, protože šlo o dočasný šok, který s vývojem reálné ekonomiky bezprostředně nesouvisel.

4.2.2. Nástroje monetární politiky

Schéma monetární politiky i její nástroje se po měnové krizi v roce 1997 podstatně zjednodušily. Operační cíl v podobě krátkodobé úrokové míry je dosahován jediným hlavním nástrojem, operacemi na volném trhu (spolu s vyhlášenou repo sazbou). Ostatní nástroje jsou užívány pouze doplňkově, zpravidla nemají významnější měnověpolitickou funkci.

Určitou výjimku tvoří devizové intervence, byť nezapadají ani do konceptu volného kurzu ani do konceptu cílování inflace. ČNB se nikdy zcela neodpoutala od ovlivňování měnového kurzu.⁹⁷ Česká republika je malou otevřenou ekonomikou a kurz domácí měny je důležitou determinantou jejího vývoje. ČNB nejčastěji devizové rezervy nakupovala, tedy *intervenovala na oslabení koruny*. V průběhu sedmnácti let zvyšování stavu devizových rezerv se bilance ČNB dostala až do současného extrémního stavu.⁹⁸

Graf 9: Podíl devizových rezerv na aktivech v bilanci ČNB



Pramen: Výroční zpráva 2009. *Výroční zprávy České národní banky* [online]. 2010, [cit. 2010-11-22]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zpráva_2009.pdf>. s. 44.

Z vývoje 2T repo sazby je patrné, že ČNB zahájila svoji politiku v novém režimu restriktivně. Úrokové sazby v ekonomice se pohybovaly téměř celý rok 1998 nad deseti procenty (viz Příloha č. 2). Inflaci se ale povedlo velice rychle zkrotit a šrouby monetární politiky se mohly začít uvolňovat. Hlavní úroková míra v ekonomice postupně klesala až k hodnotě 2 % na konci roku 2003. K jejímu opětovnému navýšování ČNB přistoupila v období od roku 2006 až do prvního čtvrtletí roku 2008, kdy začaly být patrné první známky přehřívání ekonomiky. HDP rostlo v letech 2006 a 2007 nejrychleji v historii České republiky, ČNB proto začala *šlapat na brzdu*. Další zvrat nastal při vypuknutí finanční krize v roce 2008, kdy inflační tlaky pominuly,

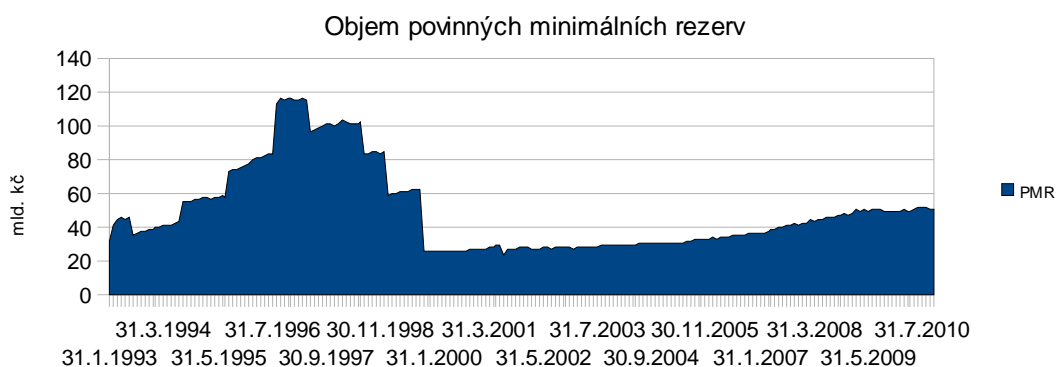
⁹⁷ Viz vývoj devizových rezerv v tabulce v minulé kapitole.

⁹⁸ Diagram zachycuje stav ke konci roku 2009.

naopak bylo potřeba stimulovat ekonomiku. ČNB proto rychle snížila 2T repo sazbu až na dnešní úroveň 0,75 %.

Povinné minimální rezervy v režimu cílování inflace ztratily jako nástroj monetární politiky smysl. Měnová báze už nebyla operačním cílem a k ovlivňování tržní úrokové míry mnohem lépe sloužily operace na volném trhu. Proto docházelo k postupnému snižování sazby PMR až na hodnotu 2 % uvedenou v platnost 7. listopadu 1999. Od té doby se sazba PMR nezměnila. Kromě ztráty funkce v monetární politice bylo hlavním argumentem pro její redukci zvýšení konkurenceschopnosti bank. V minulosti bylo předmětem diskuze dokonce úplné zrušení PMR, ovšem z důvodu zachování hladkého mezibankovního styku se od této myšlenky upustilo.

Graf 10: Objem povinných minimálních rezerv bank u ČNB



Pramen: ARAD - Systém časových řad - Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 2010-11-22].

Měnová báze. Dostupné z WWW:

<http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=436&p_strid=A ACBA&p_lang=CS>., *upraveno autorem*

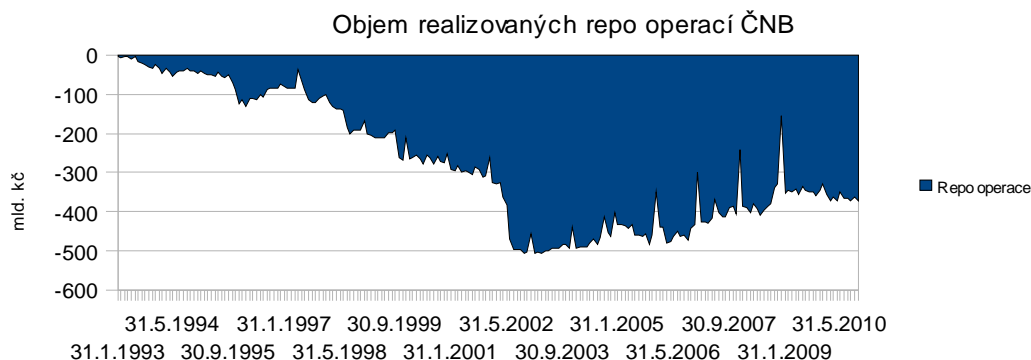
ČNB přestala využívat sazby PMR pro účely monetární politiky od roku 1999. Období před rokem 1997 naopak zřetelně demonstruje snahu ČNB o regulaci měnové báze.

Diskontní nástroje v podobě nejrůznějších druhů úvěrů rovněž doznaly značného zjednodušení. Kromě repo sazby se dnes v praxi používají pouze automatické jednodenní facility. Diskontní a lombardní sazba jsou stále pomyslnými mantinely pro pohyb krátkodobé úrokové míry na mezibankovním trhu. Bankovní rada ČNB v únoru 2001 zavedla automatické přizpůsobování obou sazeb repo sazbě. Diskontní sazba je vždy o 1 procentní bod nižší než repo sazba, lombardní sazba je analogicky

o jeden procentní bod vyšší.⁹⁹ Použití dalších druhů úvěrů (například nouzových) je hypoteticky možné, byť v současné situaci stabilizovaného bankovního systému a obrovského přebytku likvidity velmi nepravděpodobné.

Množství přebytečné likvidity na mezibankovním trhu lze dovodit z objemu prostých repo operací¹⁰⁰, kterými ČNB likviditu stahuje¹⁰¹:

Graf 11: Objem realizovaných repo operací ČNB



Pramen: ARAD - Systém časových řad - Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 2010-11-22].

Měnová báze. Dostupné z WWW:

<http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=436&p_strid=AACBA&p_lang=CS>, upraveno autorem

Přebytek likvidity v českém bankovním systému tvoří v současné době téměř 400 mld. Kč. Právě sem se přesouvají dobrovolné rezervy bank vymezené v obecné části práce. Aby ČNB mohla účinně řídit operační cíl v podobě krátkodobé úrokové míry, musí za přebytečnou likviditu nabídnout vyšší úrok, než zbytek trhu. Celkový objem přebytečné likvidity částečně koresponduje s rozsahem devizových intervencí provedených v minulosti. Prudký nárůst v roce 2002 je následkem masivního přílivu přímých zahraničních investic v roce 2002, na který ČNB zareagovala intervencemi na oslabení koruny. „Zuby“ v grafu v letech 2005 – 2008 jsou způsobeny státními institucemi, které vždy napřesrok musely stáhnout svoje volné prostředky u bank a

⁹⁹ V roce 2010 došlo ke snížení repo sazby na 0,75 %, diskontní sazba ovšem zůstala kladná (ve výši 0,25 %).

¹⁰⁰ „ČNB provádí repo tendry s tzv. variabilní sazbou. To znamená, že vyhlášená dvou týdně repo sazba slouží jako maximální limitní sazba, za kterou mohou být banky v repo tendru uspokojovány. ČNB přijme přednostně nabídky požadující nejnižší úrokovou sazbu, a to až do výše predikovaného přebytku likvidity na daný den.“ Viz. Česká národní banka [online]. 2003-2010 [cit. 2010-11-22]. Měnověpolitické nástroje. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje>.

¹⁰¹ Objem realizovaných repo operací je na grafu znázorněn v záporných hodnotách v souladu s metodikou vykazování měnové báze ve statistikách ČNB. Záporná hodnota znamená, že ČNB stahuje likviditu.

převést je na účet u centrální banky. Tato povinnost odpadla v roce 2009.

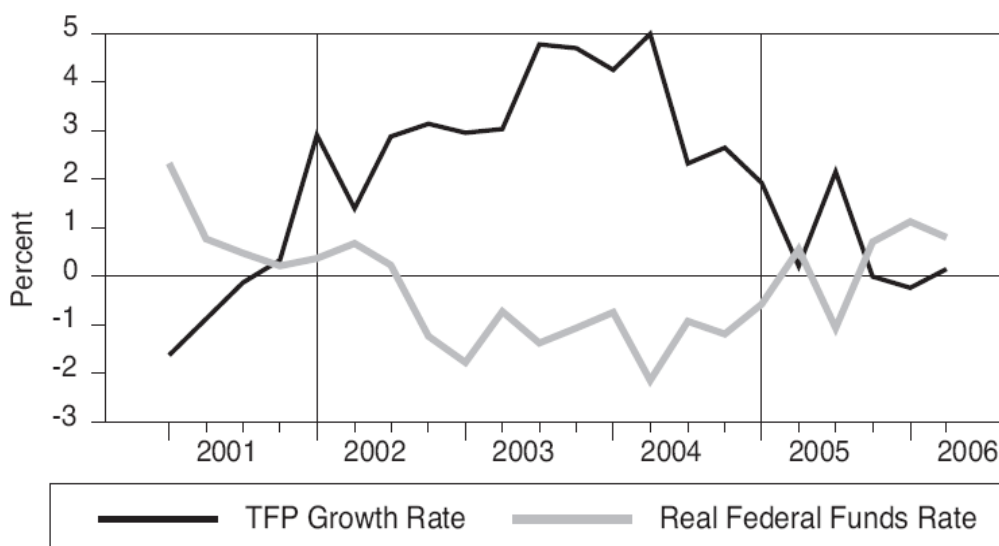
4.2.3. Finanční krize započatá pádem Lehman Brothers

Roku 2008 vypukla celosvětová finanční krize, mnohými označována za největší finanční katastrofu od „velké hospodářské krize“ v roce 1929. Zlomovým bodem byl patrně pád investiční banky Lehman Brothers ze 14. září, byť některé problémy se nořily na povrch již dříve. Krize zásadním způsobem poznamenala všechny světové ekonomiky včetně České republiky. Dosavadní prudký hospodářský růst v roce 2008 výrazně zabrzdil a následující rok už se česká ekonomika dostala do hluboké recese spojené s růstem nezaměstnanosti a vysokým schodkem státního rozpočtu.

Krize přišla na rozdíl od té z roku 1997 zvenčí. Nezpůsobily ji domácí makroekonomické nerovnováhy, nýbrž silná zahraniční provázanost české ekonomiky se zahraničím, kde pokles nastal. Podle převažujícího názoru za krizí stojí příliš nízké úrokové sazby ve Spojených státech v letech 2002 - 2004, které měly za následek růst HDP vysoko nad úrovní potenciálu. Přehřátí ekonomiky později vedlo k vytvoření bubliny na trhu nemovitostí:

Graf 12: Reálné úrokové míry ve Spojených Státech a růst produktivity výrobních faktorů

PRODUCTIVITY GROWTH AND MONETARY POLICY

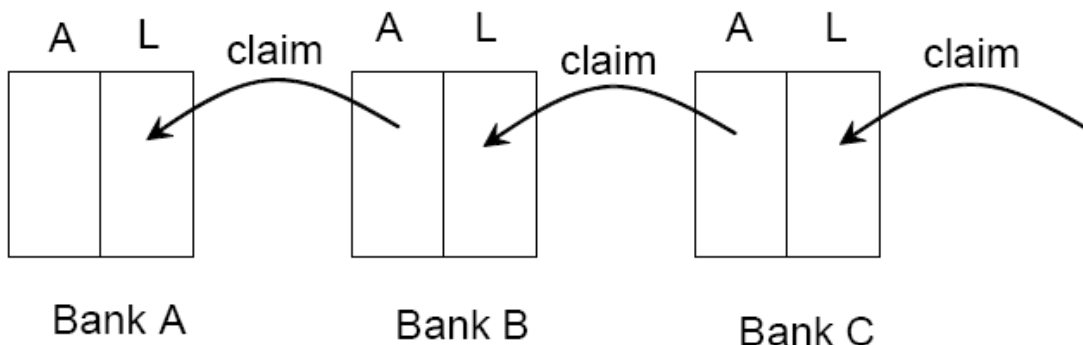


Pramen: SELGIN, George A. The futility of central banking. *Cato Journal*. 2010, Volume 30 Number 3, s. 465-473. Dostupný také z WWW: <<http://www.cato.org/pubs/journal/cj30n3/cj30n3-4.pdf>>. s. 468.

Na grafu vidíme vysoký růst produktivity výrobních faktorů v období 2002 – 2004. Jeho příčinou ovšem nebyl technologický pokrok ani snižování cen vstupů (např. světových cen ropy), nýbrž záporná reálná úroková míra pro dodávací repo operace. To se promítlo do dostupnosti hypotečních úvěrů, které způsobily převis poptávky nad nabídkou na trhu nemovitostí a tím dynamický růst jejich cen.

K ochladnutí na trhu nemovitostí došlo v roce 2008, což způsobilo obrovské ztráty mnoha finančním institucím, které předchozí stavební boom financovaly. Hodnota nemovitostí náhle nestačila pokrýt objem poskytnutých hypoték a mnohá aktiva musela být v účetních rozvahách bank odepsána. Kvůli vysoké provázanosti na finančních trzích měla krize ve Spojených Státech dopad na ekonomiky v dalších zemích včetně České republiky. V této souvislosti se mluví o dominovém efektu či o systémovém selhání:

Graf 13: Dominový efekt - schéma



Pramen: BRUNNERMEIER, Markus, et al. The Fundamental Principles of Financial Regulation. Geneva Report on the World Economy. 2009, 11, s. 16.

Na tomto principu se krize přenesla i do České republiky, resp. do zemí, kam čeští exportéři vyvážejí své zboží. Snížení poptávky po českém exportu mělo pochopitelně dopad na domácí HDP i nezaměstnanost.

V důsledku poklesu HDP a zpomalení rychlosti peněz v oběhu pominuly inflační tlaky. ČNB proto začala rychle snižovat hlavní úrokovou sazbu, aby podpořila ekonomiku. Snižování sazeb mělo ještě jeden důvod, a sice obdobné kroky ostatních centrálních bank v Evropě, zejména ECB. ČNB snížením sazeb předcházela vzniku úrokového diferenciálu a potenciálnímu přílivu spekulativního zahraničního kapitálu. *Jiné nástroje monetární politiky ČNB v rámci boje proti krizi nepoužila!* To jen podporuje tvrzení, že operace na volném trhu jsou v současné době jediným hlavním nástrojem monetární politiky, ostatní mají pouze doplňkovou funkci. V současné době

se mluví o *křehkém oživení*. Podle poslední prognózy ČNB vzroste v roce 2010 HDP o 2,3 %.¹⁰²

Lze očekávat, že současná krize bude mít rozsáhlé dopady v legislativě, nikoliv však na poli nástrojů monetární politiky, ale v bankovní regulaci. Zdá se, že panuje všeobecná shoda na vytvoření nového systému kapitálových požadavků, který by působil proti ekonomickým cyklům a akcentoval přirozenou pro-cykličnost finančních trhů. Nejdiskutovanějším tématem je povinné vytváření dodatečných kapitálových rezerv v období růstu, které by mohly být čerpány v období poklesu ekonomiky.

102 Viz *Česká národní banka* [online]. 2003-2010 [cit. 2010-11-22]. Prognóza. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html#HDP>.

Závěr

Cílem práce bylo postihnout nejdůležitější faktory ovlivňující ekonomický vývoj v České republice a podrobně popsat, které nástroje monetární politiky, z jakého důvodu, a s jakými důsledky Česká národní banka v jednotlivých obdobích zvolila. Autor se domnívá, že tento cíl byl naplněn.

Monetární politiku ČNB můžeme rozdělit na dvě etapy. Období transformace charakterizoval dvoupilířový režim založený na cílování jak měnového kurzu, tak peněžní zásoby. V důsledku toho začaly vznikat určité disproporce ve vývoji makroekonomických veličin. ČNB se jim snažila čelit sterilizační politikou, která ale měla některé nezamýšlené dopady. Předmětné období je typické využíváním celé široké palety nástrojů. Diskontní nástroje a povinné minimální rezervy postupně vystřídaly operace na volném trhu a devizové intervence. V roce 1997 vypukla v důsledku makroekonomických nerovnováh měnová krize, kterou lze ale hodnotit vcelku pozitivně. ČNB ji zvládla rychle, bez cizí pomoci a jen s malými ztrátami.

V režimu cílování inflace se proces monetární politiky výrazně zjednodušil. V jedné větě ho lze charakterizovat tak, že *“centrální banka reguluje krátkodobé úrokové míry, aby nakonec ovlivnila inflaci.”*¹⁰³ ČNB vedle nízké a stabilní inflace působí na úroveň úrokových sazeb tak, aby nedocházelo k přílišnému růstu či naopak zbytečnému zpomalování ekonomiky. Hlavním a téměř výlučně používaným nástrojem se staly operace na volném trhu, ostatní nástroje jsou v dnešní době pouze doplňkové.

Česká národní banka si za dobu své existence získala pro svoji monetární politiku všeobecný respekt veřejnosti, byť se jí většinou nedařilo plnit cíle, které si vytyčila:

103 JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. První vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2004. ISBN 80-247-0769-1. s. 375.

Tabulka 9: Úspěšnost plnění cílů ČNB

Úspěšnost plnění cílů ČNB					
Rok	Cíl (forma)	Cíl (kvantit.)	Skutečnost	Odchylka (od středu int.)	Splnění cíle (?)
1994	Agregát M2	12 – 15	20,7		ne
1995	Agregát M2	14 – 17	23,7		ne
1996	Agregát M2	13 – 17	7,6		ne
1997	Agregát M2	4 – 11	9,2		ano
1998	Čistá inflace	5,5 – 6,5	1,7	-4,3	ne
1999	Čistá inflace	4,0 – 5,0	1,5	-3	ne
2000	Čistá inflace	3,5 – 5,5	3,0	-1,5	ne
2001	Čistá inflace	2,0 – 4,0	2,4	-0,6	ano
2002	CPI	2,8 – 4,8	0,6	-3,2	ne
2003	CPI	2,5 – 4,5	1,0	-2,5	ne
2004	CPI	2,3 – 4,3	2,8	-0,5	ano
2005	CPI	2,0 – 4,0	2,2	-0,5	ano
2006	CPI	3,0	1,7	-1,3	ne
2007	CPI	3,0	5,4	2,4	ne
2008	CPI	3,0	3,6	0,6	ano
2009	CPI	3,0	1,0	-2	ne

Pramen: Český statistický úřad, ČNB, upraveno autorem

Navzdory častému neplnění cílů a dvou finančním krizím lze posledních sedmnáct let hodnotit pozitivně. Česká republika se stala úspěšnou transformující se ekonomikou, která začíná vyvážet kapitál do zahraničí. Inflace se drží na nízkých úrovních a koruna je jednou z nejrychleji posilujících měn na světě. Výzvami budoucnosti jsou zadlužení veřejných rozpočtů a otázka přijetí eura.

Současný stav se zdá dlouhodobě udržitelný, nicméně už mnohokrát jsme se přesvědčili, že co platí dnes, nemusí platit zítra, obzvlášť v monetární politice. V budoucnu lze proto očekávat její další vývoj, možná právě v souvislosti s krizí na finančních trzích.

Seznam použité literatury a pramenů:

Odborná literatura:

1. ALESINA, Alberto; SUMMERS, Lawrence. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*. May 1993, Vol. 25, No. 2, s. 151-162.
2. BECKWORTH, D. M.; SELGIN, G. (2010) "Greenspan's Bubble: The Productivity Connection." Unpublished working paper.
3. BRUNNERMEIER, Markus, et al. The Fundamental Principles of Financial Regulation. *Geneva Report on the World Economy*. 2009, 11, 66 s. Dostupný také z WWW: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/Policy%20page/may1/Geneva%20Report%2011_conference%20version.pdf>.
4. DĚDEK, Oldřich. *Měnový otřes 97*. Praha : Česká národní banka, 2000. 82 s. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publications/mp_wp/download/c-vp15-99.pdf>.
5. DURČÁKOVÁ, Jaroslava; MANDEL, Martin. *Mezinárodní finance*. Třetí rozšířené a doplněné vydání. Praha : Management Press, 2007. 487 s. ISBN 978-80-7261-170-6.
6. FRIEDMAN, Milton. *Za vším hledej peníze*. 1. vyd. Praha : Grada, 1997. 263 s. ISBN 80-7169-480-0.
7. GRIFFITH-JONES, Stephany ; OCAMPO, José Antonio . Building on the counter-cyclical consensus. 2009, s. 1-31. Dostupný také z WWW: <http://www.friendsofeurope.org/Portals/6/download/Towards-Basel-III/Building-on-the-counter-cyclical-consensus_A-policy-agenda.pdf>.
8. HELÍSEK, Mojmír. *Měnové krize : (empirie a teorie)*. První vydání. Praha : Professional Publishing, 2004. 180 s. ISBN 80-86419-82-7.
9. JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. První vydání. Praha : GRADA publishing, a.s., 2004. 744 s. ISBN 80-247-0769-1.
10. KYDLAND, Finn; PRESCOTT, Edward. Rules Rather than Discretion: The

Inconsistency of Optimal Plans. *The Journal of Political Economy*. Jun, 1977, Vol. 85, No. 3, s. 473-492.

11. MANDEL, Martin; TOMŠÍK, Vladimír. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 1. vydání. Praha : MANAGEMENT PRESS, 2003. 287 s. ISBN 80-7261-094-5.
12. MISHKIN, Frederic. *Money, Banking and Financial Markets*. eight edition. Boston : Pearson Education, inc., 2006. 660 s. ISBN 0-321-28726-6.
13. REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2. rozšířené vydání. Praha : MANAGEMENT PRESS, 2001. 784 s. ISBN 80-7261-051-1.
14. SAMUELSON, Paul; NORDHAUS, William. *Ekonomie*. Praha : Svoboda, 1995. 1013 s. ISBN 80-205-0949-X
15. SELGIN, George A. The futility of central banking. *Cato Journal*. 2010, Volume 30 Number 3, s. 465-473. Dostupný také z WWW: <<http://www.cato.org/pubs/journal/cj30n3/cj30n3-4.pdf>>.
16. ŠMÍDKOVÁ, Kateřina, et al. *Koruna exchange rate turbulence in may 1997*. Praha : Česká národní banka, 1998. 48 s. Dostupné z WWW: <<http://129.3.20.41/eps/mac/papers/0303/0303020.pdf>>.
17. URBAN, Jan. *Základy teorie národního hospodářství*. První vydání. Praha : ASPI Publishing s.r.o., 2003. 423 s. ISBN 80-86395-72-3.

Internetové zdroje:

18. *Board of Governors of the Federal Reserve System* [online]. [cit. 2010-11-17]. Dostupné z WWW: <<http://www.federalreserve.gov>>.
19. *Česká národní banka* [online]. 2003 [cit. 2010-11-16]. Dostupné z WWW: <<http://www.cnb.cz>>.
20. *Český statistický úřad* [online]. 2006 [cit. 2010-11-16]. Dostupné z WWW: <<http://www.czso.cz>>.

Elektronické články:

21. Česká národní banka 1993 - 2003. [online]. [cit. 2010-11-17]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/cnb_1993-2003_cz.pdf>.
22. Deset let cílování inflace. [online]. [cit. 2010-11-17]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/10_let_inflacni_cileni_cz.pdf>.
23. HARDING, Robin. Google to map inflation using web data. [online]. [cit. 2010-11-16]. Dostupný z WWW: <<http://www.ft.com/cms/s/2/deeb985e-d55f-11df-8e86-00144feabdc0.html#axzz15YHhE2Ub>>.
24. Měnová politika České národní banky: Principy, procedury, nástroje. [online]. [cit. 2010-11-16]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/10065_CNB_Fact_sheet_2010_CZ_web.pdf>.
25. Nezávislost centrální banky. [online]. [cit. 2010-11-16]. Dostupný z WWW: <http://www.sagit.cz/pages/lexikonheslatxt.asp?cd=156&typ=r&levelid=eu_162.htm>.
26. Slovinská inflace. [online]. [cit. 2010-11-16]. Dostupný z WWW: <http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/index_835.html>.
27. Výroční zprávy ČNB. [online]. 1995 - 2009, 11, [cit. 2010-11-16]. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/index.html>.
28. Vývoj měnových nástrojů a pravidel obezřetnosti bank. [online]. [cit. 2010-11-17]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/statistika/dalsi_statistiky/NASTROJE_CS.PDF>.
29. Zprávy o inflaci (ČNB). [online]. 1998 - 2010, [cit. 2010-11-16]. Dostupný z WWW: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/index.html>.

Legislativní předpisy:

30. Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance

31. Zákon č. 219/1995 Sb., Devizový zákon
32. Smlouva o založení evropského společenství
33. Nález ústavního soudu čj. Pl ÚS 59/2000, vyhlášený ve Sbírce zákonů pod č. 278/2001 Sb.
34. Úřední sdělení České národní banky o způsobu provádění operací České národní banky na domácím peněžním trhu. Dostupný také z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/vestnik/2004/download/v_2004_08_20504610-US-CNB.pdf>.
35. Bank of Japan act (Act no. 89 of June 18, 1997), Dostupný také z WWW: <<http://www.boj.or.jp/en/type/law/bojlaws/bojlaw1.htm>>

Seznam tabulek a grafů:

Tabulka 1: Kyndell - Prescottův model	11
Tabulka 2: Schéma procesu monetární politiky.....	14
Tabulka 3: Složení měnových agregátů	18
Tabulka 4: Nástroje monetární politiky	30
Tabulka 5: Pokles HDP v transformujících se ekonomikách.....	43
Tabulka 6: Ukazatelé reálné ekonomiky v období 1993 - 1997.	44
Tabulka 7: Limity prodeje devizových prostředků občanům ČR (ČSFR).....	46
Tabulka 8: Ukazatelé reálné ekonomiky v letech 1998 - 2009.....	57
Tabulka 9: Úspěšnost plnění cílů ČNB	66
Graf 1: Vývoj měnové báze a měnových agregátů v USA.....	20
Graf 2: Průměrný emitovaný objem poukázek ČNB.....	49
Graf 3: Saldo schodků platební bilance v letech 1993-1997	52
Graf 4: Úrokové sazby na mezibankovním trhu v době krize	53
Graf 5: Devizové obchody ČNB.....	53
Graf 6: Inflační cíle v období 1998 - 2010	56
Graf 7: Nominální efektivní kurz transformujících se ekonomik.....	58
Graf 8: Podíl devizových rezerv na aktivech v bilanci ČNB.....	59
Graf 9: Objem povinných minimálních rezerv bank u ČNB	60
Graf 10: Objem realizovaných repo operací ČNB.....	61
Graf 11: Reálné úrokové míry ve Spojených Státech a růst produktivity výrobních faktorů	62
Graf 12: Dominový efekt - schéma.....	63

Příloha 1: Nastavení nástrojů monetární politiky v období 1993 – 1997.

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
1.1.1993	-	9,5	14,0	*)	-
1.2.1993	-			**)	-
10.6.1993	-	8,0			-
1.7.1993	-			***)	-
9.8.1993	-		12,5		-
17.12.1993	-		11,5		-
8.4.1994	-		10,5		-
4.8.1994	-			****)	-
24.10.1994	-	8,5	11,0		-
2.12.1994	-		11,5		-
26.6.1995	-	9,5	12,5		-
3.8.1995	-			8,5 x)	4,0
8.12.1995	11,30				
29.3.1996	11,50				
29.4.1996	11,60				
9.5.1996	11,80				
21.6.1996	12,40	10,5	14,0		
1.8.1996				11,5	
8.5.1997				9,5	
16.5.1997			50,0		
27.5.1997		13,0			
4.6.1997	39,00				
11.6.1997	29,00				
18.6.1997	25,00				
20.6.1997	22,00				
23.6.1997	20,00				
24.6.1997	18,50				
27.6.1997			23,0		
30.6.1997	18,20				
1.7.1997	17,90				
7.7.1997	17,00				
8.7.1997	16,50				
9.7.1997	16,20				
16.7.1997	16,00				
22.7.1997	15,70				
23.7.1997	15,40				
24.7.1997	15,20				
28.7.1997	14,90				
1.8.1997	14,70				
4.8.1997	14,50				
31.10.1997	14,80				
1.12.1997	18,50				
2.12.1997	18,00				
3.12.1997	17,50				
4.12.1997	16,75				
9.12.1997	15,50				
10.12.1997	15,00				
17.12.1997	14,75				
*) stav k 1.1.93		Pro všechny banky :	9 % z primárních vkladů na viděnou		
			3 % z termínovaných závazků vůči nebankovním klientům		
**)	1.2.1993	banky s rozsahem primárních závazků do 25 mld Kč	9 % z primárních vkladů na viděnou		
			3 % z termínovaných závazků vůči nebankovním klientům		
		banky s rozsahem primárních závazků nad 25 mld Kč	12 % z primárních vkladů na viděnou		
			4 % z termínovaných závazků vůči nebankovním klientům		
***)	1.7.1993	Pro všechny banky :	9 % z primárních vkladů na viděnou		
			3 % z termínovaných závazků vůči nebankovním klientům		
****)	4.8.1994	Pro všechny banky :	12 % z primárních vkladů na viděnou		
			3 % z termínovaných závazků vůči nebankovním klientům		
x)	3.8.1995		Od tohoto data již ze všech závazků		

Pramen: Česká národní banka [online]. 2006 [cit. 2010-11-22]. Vývoj měnových nástrojů a pravidel obezřetnosti bank. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistik a/dalsi_statistiky/NASTROJE_CS.PDF>, upraveno autorem

Příloha 2: Nastavení nástrojů monetární politiky v období 1998 – 2010.

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
23.1.1998			19,0		
20.3.1998	15,00				
17.7.1998	14,50				
30.7.1998				7,5	
14.8.1998	14,00	11,5	16,0		
25.9.1998	13,50				
27.10.1998	12,50	10,0	15,0		
13.11.1998	11,50				
4.12.1998	10,50				
23.12.1998	9,50	7,5	12,5		
18.1.1999	8,75				
28.1.1999				5,0	
29.1.1999	8,00				
12.3.1999	7,50	6,0	10,0		
9.4.1999	7,20				
4.5.1999	6,90				
25.6.1999	6,50				
30.7.1999	6,25				
3.9.1999	6,00	5,5	8,0		
5.10.1999	5,75				
7.10.1999				2,0	2,0
27.10.1999	5,50	5,0	7,5		
26.11.1999	5,25				
2000	ke změně parametrů měnověpolitických nástrojů nedošlo				
23.2.2001	5,00	4,00	6,00		
27.7.2001	5,25	4,25	6,25		
30.11.2001	4,75	3,75	5,75		
22.1.2002	4,50	3,50	5,50		
1.2.2002	4,25	3,25	5,25		
26.4.2002	3,75	2,75	4,75		
26.7.2002	3,00	2,00	4,00		
1.11.2002	2,75	1,75	3,75		
31.1.2003	2,50	1,50	3,50		
26.6.2003	2,25	1,25	3,25		
1.8.2003	2,00	1,00	3,00		
25.6.2004	2,25	1,25	3,25		
27.8.2004	2,50	1,50	3,50		
28.1.2005	2,25	1,25	3,25		
1.4.2005	2,00	1,00	3,00		
29.4.2005	1,75	0,75	2,75		
31.10.2005	2,00	1,00	3,00		
28.7.2006	2,25	1,25	3,25		
29.9.2006	2,50	1,50	3,50		
1.6.2007	2,75	1,75	3,75		
27.7.2007	3,00	2,00	4,00		
31.8.2007	3,25	2,25	4,25		
30.11.2007	3,50	2,50	4,50		
8.2.2008	3,75	2,75	4,75		
8.8.2008	3,50	2,50	4,50		
7.11.2008	2,75	1,75	3,75		
18.12.2008	2,25	1,25	3,25		
6.2.2009	1,75	0,75	2,75		
11.5.2009	1,50	0,50	2,50		
7.8.2009	1,25	0,25	2,25		
17.12.2009	1,00	0,25	2,00		
7.5.2010	0,75	0,25	1,75		

Pramen: Česká národní banka [online]. 2006 [cit. 2010-11-22]. Vývoj měnových nástrojů a pravidel obezřetnosti bank. Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/dalsi_statistiky/NASTROJE_CS.PDF>. s. 378, upraveno autorem

Summary:

The purpose of my thesis is to analyze main factors affecting economic development of Czech Republic and describe in detail the instruments of monetary policy including reasons and consequences of their use. Author chose chronological interpretation with emphasis on inclusion in historical context.

Introductory chapter defines the concept of monetary policy and outlines its types and goals. Along with the second and the third chapter, it creates necessary theoretical basis for the practical part. It explains why monetary policy is given to the hands of central banks as independent institutions, and why is price stability in most countries the only main objective of monetary policy. We also get a basic idea of what monetary expansions and monetary restrictions are and what are their consequences.

Second chapter deals with process of monetary policy. It describes strengths and weaknesses of different strategies and shows the chain of economic links, through which the instruments used affect final goals. In addition, it presents some problems of monetary policy and discusses the role of time lags.

Third chapter looks at the tools of monetary policy in general. Beside basic characteristics, it describes, how they influence monetary base, short-term interest rate and price level.

Fourth chapter is the core of the work. Using historical, descriptive and analytical scientific methods, it considers activities of Czech National Bank from its inception until 2010 focusing on detailed description of the instruments of monetary policy. Here we find not only ex post analysis, but also contemporary arguments that led Czech National Bank to its decisions.

Czech National Bank monetary policy can be divided into two stages. Transition period is characterized by two-pillar system based on both exchange rate targeting and money supply targeting. As a result, some disproportions in development of macroeconomic variables occurred. Czech National Bank has applied sterilization, which had some unintended consequences. Discount tools and reserve requirements were gradually replaced by open market operations and foreign exchange intervention. As a result of macroeconomic imbalances, the currency crisis broke out in 1997. However it

can be evaluated quite positively. Czech National Bank handled it quickly, without assistance and with only small losses.

Inflation targeting monetary policy process is greatly simplified. Central bank controls short-term interest rates which affect inflation. The main and almost exclusively used tool became open market operations, other instruments are now only supplementary.

Abstrakt:

Cílem práce je postihnout nejdůležitější faktory ovlivňující ekonomický vývoj v České republice a podrobně popsat, které nástroje monetární politiky, z jakého důvodu, a s jakými důsledky Česká národní banka v jednotlivých obdobích zvolila. Autor zvolil chronologický výklad s důrazem na zařazení do dobového kontextu.

Úvodní kapitola definuje pojem monetární politiky a nastiňuje její základní druhy a cíle. Spolu s druhou a třetí kapitolou je nezbytným teoretickým podkladem k praktické části. Vysvětluje, proč je monetární politika svěřována do rukou centrálních bank jako nezávislých institucí a proč je cenová stabilita ve většině zemí jediným hlavním cílem monetární politiky. Zároveň získáme základní představu o tom, co je to monetární expanze a monetární restrikce, kdy se používají a jaké mají důsledky.

Druhá část se zabývá procesem monetární politiky vedoucí od jejích nástrojů přes operační a zprostředkující cíle až ke konečným cílům. Popisuje přednosti a nedostatky různých strategií a podkřývá řetězce ekonomických vazeb, prostřednictvím kterých použité nástroje ovlivňují konečné cíle. Kromě toho předkládá některé problémy monetární politiky a diskutuje roli časových zpoždění.

Třetí kapitola se věnuje nástrojům monetární politiky v obecné rovině. Vedle doktrinálního členění a základních charakteristik popisuje důsledky jejich použití na měnovou bázi, krátkodobou úrokovou míru a cenovou hladinu.

Čtvrtá kapitola je jádrem práce. Pomocí historické, popisné a analytické vědecké metody posuzuje činnost České národní banky od jejího vzniku až do roku 2010 se zaměřením na podrobný popis použitých nástrojů monetární politiky. Součástí výkladu je stručný ekonomický vývoj České republiky důležitý pro zařazení jednotlivých nástrojů do historického kontextu. Nalezneme zde nejen analýzu vytvořenou ex post, ale

i dobové argumenty, které vedly Českou národní banku k jejím rozhodnutím.

Období transformace charakterizoval dvoupilířový režim založený na cílování jak měnového kurzu, tak peněžní zásoby. V důsledku toho začaly vznikat určité disproporce ve vývoji makroekonomických veličin. ČNB se jim snažila čelit sterilizační politikou, která ale měla některé nezamýšlené dopady. Předmětné období je typické využíváním celé široké palety nástrojů. Diskontní nástroje a povinné minimální rezervy postupně vystřídaly operace na volném trhu a devizové intervence. V režimu cílování inflace se proces monetární politiky výrazně zjednodušil. Hlavním a téměř výlučně používaným nástrojem se staly operace na volném trhu, ostatní nástroje jsou v dnešní době pouze doplňkové.

Klíčová slova v českém jazyce:

Nástroje monetární politiky, Česká národní banka, centrální bankovníctví, cílování inflace

Klíčová slova v anglickém jazyce:

Monetary policy tools, the Czech national bank, central banking, inflation targeting