

UNIVERZITA PALACKÉHO V OLOMOUCI
FILOZOFICKÁ FAKULTA

ANALÝZA UPLATŇOVÁNÍ HLAVNÍCH MĚNOVĚPOLITICKÝCH
NÁSTROJŮ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY

Bakalářská práce

Autor: Barbara Węglorzová

Vedoucí práce: Doc. Ing. Richard Pospíšil, Ph.D.

Olomouc 2016

Univerzita Palackého v Olomouci
Filozofická fakulta
Akademický rok: 2013/2014

Studijní program: Humanitní studia

Forma: Prezenční

Obor/komb.: Španělská filologie - Aplikovaná ekonomická studia
(ŠF-AE)

Podklad pro zadání BAKALÁŘSKÉ práce studenta

PŘEDKLÁDÁ:	ADRESA	OSOBNÍ ČÍSLO
WEGLORZOVÁ Barbara	Mickiewiczova 1875, Karviná - Hranice	F12847

TÉMA ČESKY:

Analýza uplatňování hlavních měnověpolitických nástrojů České národní banky

NÁZEV ANGLICKY:

Analysis of the application of main monetary policy instruments of Czech National Bank

VEDOUcí PRÁCE:

Doc. Ing. Richard Pospíšil, Ph.D. - KAE

ZÁSADY PRO VYPRACOVÁNÍ:

- 1) Struktura České národní banky
- 2) Měnová politika ČNB
- 3) Operace na volném trhu
- 4) Automatické facility
- 5) Povinné minimální rezervy

SEZNAM DOPORUČENÉ LITERATURY:

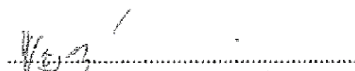
POLOUČEK, Stanislav. Peníze, banky, finanční trhy. Vyd. 1. Praha: C.H. Beck, 2009, xviii, 414 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-152-9.

ONDRŮČKA, Pavel. Teorie monetární a fiskální politiky. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 1997, 148 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-210-1510-1.

REVENDA, Zbyněk. Banky a měnová politika. 1. vyd. Praha: Nad zlato, 1991, 136 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-900-3833-6.

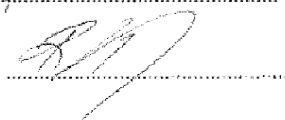
JÍLEK, Josef. Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika. 1. vyd. Praha: Grada, 2013, 557 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.

Podpis studenta:



Datum: 26.6.2014

Podpis vedoucího práce:



Datum: 26.6.2014

Prohlášení

Místopřísežně prohlašuji, že jsem bakalářskou práci na téma: Analýza uplatňování hlavních měnověpolitických nástrojů České národní banky vypracovala samostatně pod odborným dohledem vedoucího bakalářské práce a uvedla jsem všechny použité podklady a literaturu.

V Olomouci dne.

Podpis

Poděkování

Ráda bych poděkovala panu Doc. Ing. Richardu Pospíšilovi, Ph.D. za vedení mé bakalářské práce, odborný dohled a cenné rady, které mi pomohly tuto práci zkompletovat.

Obsah

Úvod.....	7
1. Charakteristika a struktura České národní banky	8
1.1 Obecné znaky centrální banky	8
1.2 Funkce centrální banky	8
1.3 Vznik České národní banky	9
1.4 Měnová politika České národní banky po roce 1993	9
1.5 Organizace a struktura ČNB	10
1.6 Funkce ČNB.....	11
1.7 Cenová stabilita.....	11
1.8 Způsoby dosažení cenové stability.....	12
2. Měnová politika České národní banky	13
2.1 Nezávislost centrální banky	13
2.2 Podstata měnové politiky	14
2.3 Měnová rovnováha.....	14
2.4 Transmisní mechanismus měnové politiky	15
2.5 Empirické definice peněz	16
2.6 Měnové agregáty	16
2.7 Měnová báze	17
3. Nástroje měnové politiky	18
3.1 Nepřímé nástroje	18
3.1.1 Operace na volném trhu.....	18
3.1.2 Povinné minimální rezervy.....	22
3.1.3 Diskontní nástroje.....	25
3.1.4 Automatické facility	31
3.1.5 Kurzové intervence.....	32

3.2	Přímé nástroje.....	34
3.2.1	Pravidla likvidity	34
3.2.2	Úvěrové limity (kontingenty)	35
3.2.3	Úrokové limity.....	35
3.2.4	Povinné vklady	36
3.2.5	Doporučení, výzvy, dohody	37
4.	Analýza uplatňování hlavních měnověpolitických nástrojů ČNB	39
4.1	Režim cílování inflace.....	39
4.2	Aktuální operace ČNB na volném trhu	40
4.3	Uplatňování diskontní sazby	44
4.4	Uplatňování lombardní sazby	45
4.5	Uplatňování povinných minimálních bankovních rezerv	46
4.6	Uplatňování kurzových intervencí	47
	Závěr	51
	Résumé.....	54
	Seznam použitých pramenů a literatury.....	55
	Seznam zkratk	57
	Seznam obrázků, grafů, schémat	58

Úvod

Tématem, které jsem zvolila pro svou bakalářskou práci, je analýza uplatňování hlavních měnově politických nástrojů České národní banky. Nástroje monetární politiky a způsob jejich využívání tvoří totiž neodmyslitelnou součást řízení každé vyspělé tržní ekonomiky.

Měnová politika České národní banky se v čase vyvíjí a mění dle potřeby ekonomiky a dle aktuálních rozhodnutí centrální banky tak, aby byla schopna dodržovat hlavní cíl měnové politiky, kterým je dle ústavy České republiky cenová stabilita. Důležitý zvrat, který vedl dokonce ke změně měnového režimu, nastal v roce 1997, tedy v období měnové krize. Česká národní banka tak byla donucena vzdát se režimu fixního kurzu a přejít k tzv. režimu cílování inflace.

Je však nutné zmínit zcela neodmyslitelný předpoklad, bez jehož existence by centrální banka nebyla schopna správně ovlivňovat ekonomický vývoj a dosahovat tak svého hlavního cíle, v případě České národní banky mluvíme o cenové stabilitě. Tímto předpokladem je vysoká míra nezávislosti rozhodnutí centrální banky.

První část práce tvoří stručné seznámení s principy a funkcemi České národní banky a dále pokračuje deskripcí samotné monetární politiky. Jedná se o popis jejích hlavních cílů i možností v podobě různých využití měnových nástrojů, které má banka k dispozici pro jejich dosažení. V poslední části se věnuji konkrétnímu uplatňování hlavních nástrojů ze strany České národní banky.

Cílem práce je tedy zanalyzovat způsob využívání existujících nástrojů monetární politiky České národní banky a uplatňování hlavních nástrojů v posledních letech a v období rozsáhlé měnové krize v roce 1997. Např. tedy pojednává o rozhodnutích banky přistoupit k opatření v podobě kurzových intervencí od roku 2013 z důvodů tehdejší přetrvávající recese v české ekonomice, které vedlo k devalvaci české koruny, a díky kterému banka dokázala předejít deflačnímu riziku, tedy snížení cenové hladiny. Mýlnou informací, o které je přesvědčeno mnoho ekonomických subjektů, hlavně tedy domácností, je, že snížení cenové hladiny by bylo pro ně dokonce přínosné. Má práce tedy také vyvrací podobné mýty a pochybnosti šířené veřejností.

1. Charakteristika a struktura České národní banky

Mluvíme-li o instituci velmi důležité v každé vyspělé ekonomice, zejména díky její nezastupitelné úloze při regulaci bankovního systému a v měnové oblasti, bude jí zcela jistě centrální banka, ačkoliv vznik prvních centrálních bank se datuje až v 17. století. Tato kapitola stručně pojednává o všeobecných charakteristikách centrální banky a dále také čtenáře seznamuje se základními údaji o samotné České národní bance.

1.1 Obecné znaky centrální banky

Obecně je pojmem centrální banka myšlena instituce, které byl svěřen emisní monopol na hotovostní peníze – proto je také často označována jako banka emisní. Mezi neméně důležité úlohy centrálních bank však také patří měnová politika či regulace bankovního systému.¹

Není však řečeno, že tyto funkce ve všech zemích zastupuje centrální banka – právě naopak, např. v Lucembursku fungoval bankovní systém pouze na úrovni komerčních bank až do roku 1998, centrální banka zde tedy vzniká ve stejném roce jako Evropská centrální banka, čímž se Banque Centrale de Luxembourg (Lucemburská centrální banka) stává nejmladší z centrálních bank evropských zemí.²

1.2 Funkce centrální banky

Mezi základní funkce centrální banky neodmyslitelně patří **emise peněz**, která jakožto prvotní makroekonomická funkce centrální banky propůjčuje bankám název emisní či cedulové banky. Makroekonomická funkce tedy spočívá v emisní činnosti, devizové činnosti a v provádění měnové politiky.³

Hlavním cílem centrální banky je **péče o cenovou stabilitu**, proto také nezajišťuje pouze emisi peněz, ale také ovlivňuje jejich celkové množství v oběhu, a to

¹ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, str. 26-27. ISBN 978-80-7261-230-7

² Centrální banka Lucemburska. *Homo Economicus* [online]. 2014 [cit. 2016-04-10]. Dostupné z: http://homoeconomicus.cz/Bankovnictvi/Centralni_banky/Clanky/Clanky.php?clanek=Centralni_bank_a_lucemburska

³ REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 33. ISBN 978-80-7261-279-6

prostřednictvím svých měnových nástrojů. Předpokladem pro plnění tohoto základního cíle je však nezávislost centrální banky.

Centrální banka však zastává také funkce mikroekonomické, kterou je např. **funkce banky bank**, v rámci které vede účty bank komerčních a zprostředkovává také jejich vzájemné platby. V neposlední řadě také komerční bance poskytuje úvěry a přijímá její vklady.

Centrální banka je také zodpovědná za vedení účtů a zajišťování dohodnutých operací orgánům státní a veřejné správy. Takovouto funkci pak nazýváme **funkce banky státu**.⁴ Můžeme tedy říci, že mikroekonomické funkce centrální banky obecně spočívají v regulaci bankovního systému.

1.3 Vznik České národní banky

*„Po rozdělení Československa na dva samostatné státy dochází rovněž k republikovému dělení Státní banky československé a na našem území k 1. lednu 1993 vzniká a zahajuje činnost Česká národní banka.“*⁵ Rozdělení Státní banky československé pak následovala měnová odluha dne 8. února 1993, kdy vzniká samostatná česká měna.

1.4 Měnová politika České národní banky po roce 1993

Hlavní měnovým cílem národní banky zůstává vnitřní (cenová) a vnější (kurzová) stabilita měny. *„Měnová politika se od roku 1991 opírala o mezicíle v podobě fixního kurzu a stanoveného tempa meziročního růstu peněžní zásoby. Fixní kurz ukotvoval vývoj cen prostřednictvím cen dováženého zboží a stanovením cíle v peněžní zásobě bylo možné reagovat na vnitřní šoky.“*⁶

⁴ MERVART, Josef. *České banky v kontextu světového vývoje*. Praha: Nakladatelství Lidové noviny, 1998. *Ekonomie a společenské vědy*, str. 58-60. ISBN 80-7106-236-7

⁵ BAŽANTOVÁ, Ilona. *Centrální bankovníctví v české historii po současnost: institucionální pohled*. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2005. *Studie* (Národohospodářský ústav Josefa Hlávky), str. 448. ISBN 80-86729-19-2

⁶ Měnová politika fixního kurzu a cílování peněžní zásoby. *Česká národní banka* [online]. 2016 [cit. 2016-03-10]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/6_menova_politika_na_cestu_ke_standardu_vyspelych_ze_mi/5_menova_politika_fixniho_kurzu_a_cilovani_penezni_zasoby/index.html

Postupně realizované kroky pro zavedení směnitelnosti české koruny výrazně ovlivnily rozvoj jak finančního, tak peněžního trhu. Tato skutečnost postupně vedla k vytvoření podmínek vhodných pro řízení monetární politiky pomocí tržních nástrojů.

Narůstající tlak na zhodnocení koruny měl za následek nutnost preference jednoho z hlavních cílů měnové oblasti. Centrální banka tak rozšířila flukтуаční pásmo kurzu z $\pm 0,5\%$ na $\pm 7,5\%$. Pásmem fluktuace rozumíme prostor vymezený centrální bankou pro pohyb kurzu domácí měny. K tomuto opatření banka přistupuje v případě, že k řízení měnové politiky využívá režim fixního kurzu.⁷

Neuspokojující domácí nabídka s rostoucí poptávkou vedla k růstu dovozu ze zahraničí a k růstu inflace. ČNB byla tedy v roce 1997 nucena opustit režim fixního kurzu, a to z důvodů této vnější nerovnováhy, finanční krize a dalších problémů vznikajících v bankovním sektoru.

Banka tak od roku 1997 přechází k režimu cílování inflace. Aktuální inflační cíl vyhlášen Českou národní bankou v roce 2010 činí 2% , a to až do vstupu České republiky do eurozóny.⁸

1.5 Organizace a struktura ČNB

Jak již bylo uvedeno výše, úkolem centrální banky a stejně tak samotné centrální banky České republiky je zabezpečení regulace bankovního systému, dohledu nad ním a provádění měnové politiky.

Samotná instituce Česká národní banka je tvořena ústředím se sídlem v Praze, pobočkami v Praze, Hradci Králové, Brně a Ostravě a účelovými organizačními jednotkami. Sedmičlenná bankovní rada tvoří nejvyšší řídicí orgán České národní banky. Členové tohoto orgánu jsou jmenováni a odvoláváni prezidentem republiky, a to na dobu 6 let, přičemž každého člena je možné zvolit nejvíce na 2 funkční období. Členy bankovní rady pak tvoří:

- Guvernér České národní banky
- 2 viceguvernéři České národní banky

⁷ BAŽANTOVÁ, Ilona. *Centrální bankovníctví v české historii po současnost: institucionální pohled*. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2005. Studie (Národohospodářský ústav Josefa Hlávky), str. 459. ISBN 80-86729-19-2

⁸ Cílování inflace v ČR. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-03-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

- Další 4 členové bankovní rady České národní banky ⁹

1.6 Funkce ČNB

Jako centrální banka dvoustupňového bankovního systému je jedinou institucí, které byl svěřen monopol emise hotovostních peněz, tedy bankovek a mincí. Až do 20. let 20. století byl na místě pojmu „centrální“ používán pojem „cedulová banka“, jelikož banka vydávala bankovky neboli cedule. ¹⁰ Dále je také správcem devizových rezerv a vlastní monopol na mezibankovní platební styk – stává se tak jedinou bankou, která zprostředkovává zúčtování operací komerčních bank.

Ačkoliv také vystupuje jako tzv. banka státu, poskytnutí úvěru státu centrální bankou je zcela přísně zakázáno. ¹¹

Samotný Zákon o ČNB uvádí, že mezi hlavními úkoly národní banky nacházíme:

1. Určování měnové politiky
2. Vydávání bankovek a mincí
3. Řízení peněžního oběhu, platebního styku a zúčtování bank a zahraničních bank, které svou činnost vykonávají na území České republiky prostřednictvím svých poboček
4. Vykonávání dohledu nad osobami, které působí na finančním trhu
5. Posuzování rizika ohrožení stability finančního systému
6. Provádění dalších činností podle tohoto zákona a jiných právních předpisů ¹²

1.7 Cenová stabilita

Kromě podpory hospodářské politiky státu je hlavním cílem měnové politiky již zmíněná cenová stabilita. Jakým způsobem je ale centrální banka schopna tohoto cíle dosáhnout? Jedná se především o celou řadu rozhodnutí a změn v řízení měnové politiky, které pak vedou k udržování inflace na požadované úrovni, tedy ani příliš nízké, ani příliš

⁹ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

¹⁰ POSPÍŠIL, Richard. *Bankovníctví pro právníky*. 1. vyd. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2004, str. 26. ISBN 80-244-0906-2

¹¹ BAŽANTOVÁ, Ilona. *Centrální bankovníctví v české historii po současnost: institucionální pohled*. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2005. Studie (Národohospodářský ústav Josefa Hlávky), str. 464. ISBN 80-86729-19-2

¹² Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

vysoké. Česká národní banka pak k tomuto účelu konkrétně využívá zejména své úrokové sazby a rozhoduje se na základě makroekonomických prognóz.

1.8 Způsoby dosažení cenové stability

V praxi pak tedy existuje několik různých způsobů, ze kterých může každá centrální banka volit ten nejvhodnější pro dodržování jejího hlavního cíle, jedná se o tzv. režimy měnové politiky. Existuje také možnost využívat kombinaci těchto režimů, mezi kterými nacházíme:

- **Režim s implicitní nominální kotvou**, pro který je charakteristické zaměření na cílování určité veličiny. Předpokladem pro úspěšnost tohoto režimu je však vysoká důvěryhodnost centrální banky.
- **Cílování měnové zásoby**, při kterém je sledováno tempo růstu určitého předem zvoleného peněžního agregátu. Tento způsob dosažení cenové stability vychází ze skutečnosti, že růst cen je ovlivňován vývojem peněžní nabídky. V dnešní době je ale velice těžké zvolený peněžní agregát řídit, a to z důvodů elektronizace a globalizace trhů.
- **Cílování měnového kurzu**, kdy má centrální banka snahu pomocí úrokových sazeb a přímých devizových intervencí dosáhnout stability nominálního měnového kurzu vůči měně tzv. kotevní země, čímž je pak importována cenová stabilita. U tohoto režimu jsou však nezbytně nutné určité předpoklady, jako např. dostatek devizových rezerv či vhodné spojení hospodářských politik, které zajišťuje nízký inflační diferenciál vůči kotevní zemi.
- **Cílování inflace**, v případě kterého centrální banka dopředu stanoví inflační cíl, který bude mít snahu v budoucím období dodržovat. Tento režim je však z hlediska informací daleko náročnější, kromě peněžních agregátů či měnového kurzu zahrnuje také trh práce, úrokové sazby, měnový kurz a mnoho dalšího.¹³

¹³ POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. Vyd. 1. V Praze: C.H. Beck, 2009. Beckovy ekonomické učebnice, str. 69. ISBN 978-80-7400-152-9

2. Měnová politika České národní banky

Jak jsem již uvedla, jedním z hlavních úkolů České národní banky je nepochybně vykonávání měnové, či také monetární, politiky, čímž se stává **vrcholným orgánem monetární politiky**. Tato kapitola tedy pojednává o pravidlech a intervencích, které banka využívá k dosažení svého hlavního cíle, kterým je již zmíněná cenová stabilita.

2.1 Nezávislost centrální banky

Otázkou, kterou je nutno si položit, je fakt, zda centrální banka o používaných nástrojích a postupech také rozhoduje. Podřízení rozhodnutím vlády totiž představuje riziko důsledků expanzivní vládní politiky, tedy vyšší emise peněz a následného jistého růstu inflace. Banka by tak ztratila možnost dodržovat stabilitu měnové hladiny. Z tohoto důvodu je pro optimální fungování monetární politiky nezbytně nutná vysoká úroveň samostatnosti centrální banky vůči státu.¹⁴

ČNB rozhoduje tedy zcela samostatně bez zasahování státních orgánů, jak také uvádí Zákon o ČNB:

„Česká národní banka, bankovní rada ani žádný člen bankovní rady nesmějí při výkonu pravomocí a plnění úkolů a povinností svěřených jim Smlouvou o Evropské unii, Smlouvou o fungování Evropské unie a Statutem a při výkonu dalších činností vyžadovat ani přijímat pokyny od prezidenta republiky, Parlamentu, vlády a jiných orgánů České republiky, dále od orgánů, institucí nebo jiných subjektů Evropské unie, od vlád členských států Evropské unie nebo od jakéhokoli jiného subjektu.“¹⁵

Hovoříme-li o stupni nezávislosti centrálních bank, nabízí se také možnost rozdělení jednotlivých forem nezávislosti, kterými jsou nejčastěji myšleny:

- **Institucionální nezávislost**, díky níž je ČNB povinna dodržovat zákaz přijímání pokynů od parlamentu, prezidenta či jiných vládních subjektů
- **Personální nezávislost**, která klade důraz na snížení rozsahu politických tlaků ve chvíli zvolení a odvolávání členů bankovní rady

¹⁴ POSPÍŠIL, Richard. *Bankovnictví pro právníky*. 1. vyd. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2004, str. 37. ISBN 80-244-0906-2

¹⁵ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

- **Finanční nezávislost** zaručuje nezávislost fiskální politiky státu na monetární politice národní banky, zakazuje tedy financování veřejného sektoru
- **Funkční nezávislost** je chápána jako autonomie banky při vytváření inflačních cílů a při volbě nástrojů a postupů k jejich dosažení, ačkoliv je centrální banka povinna konzultovat kursový režim s vládou, přičemž ale nesmí být ohrožena cenová stabilita ¹⁶

2.2 Podstata měnové politiky

Jak již bylo uvedeno, podstatou měnové politiky se stává dodržování jejího hlavního cíle, kterým je v případě ČNB udržování měnové stability. Nabízí se tedy následující obecná definice zmíněná v jedné z publikací věnujících se právě centrálnímu bankovníctví: „*Za měnovou politiku v nejširším pojetí můžeme považovat vědomou činnost nějakého subjektu, který se prostřednictvím měnových nástrojů snaží regulovat vývoj množství peněz v oběhu, a tím dosáhnout určitých cílů.*“ ¹⁷

Měnová politika v podstatě tkví v regulaci krátkodobé úrokové míry ze strany centrální banky a v dalších rozhodnutích o použití měnových nástrojů ze strany centrální banky, které dále vedou k ovlivnění míry inflace, HDP či zaměstnanosti. ¹⁸

2.3 Měnová rovnováha

Za situaci, v níž můžeme prohlásit, že je cíle měnové politiky úspěšně dosahováno, považujeme stav, v níž se nabídka peněz v ekonomice rovná poptávce ekonomických subjektů po penězích. Tento stav lze tedy jednoduše vyjádřit následující rovnicí, kde:

M_S = nabídka peněz, tedy skutečné množství peněz v oběhu (angl. money supply)

M_D = poptávka po penězích, tedy ekonomicky nezbytný objem peněz v oběhu (angl. money demand)

$$M_S = M_D$$

¹⁶ Proč je ČNB nezávislá? Česká národní banka [online]. [cit. 2016-03-12]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/proc_je_cnb_nezavisla.html

¹⁷ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, str. 67. ISBN 978-80-7261-230-7

¹⁸ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce, str. 15. ISBN 978-80-247-4516-9

Za následujících okolností vyjádřených tímto vzorcem tedy nastává tzv. měnová rovnováha. Ve skutečnosti je však dodržování takovéto rovnováhy prakticky nemožné, jelikož centrální banka není schopná přesně určit konkrétní aktuální hodnotu poptávky po penězích.

Navíc, díky existence bezhotovostních peněz, které mohou být emitovány nejen centrální bankou, se stává nemožným také přesné určení skutečného množství peněz v oběhu. Např. v dřívějších ekonomikách, kde existovala možnost zásahu vlády do činnosti centrální banky, mohlo dojít k narušení této měnové rovnováhy z důvodu donucení banky vládou k nadměrné emisi hotovostních peněz. Tato skutečnost je tedy jedním z důvodů, proč je vysoká úroveň nezávislosti banky při provádění měnové politiky nezbytná.

Jelikož je tedy využití této rovnice v praxi zcela nemožné, centrální bance nezbyvá než spoléhat se na sledování jejích projevů, přičemž hlavním projevem měnové rovnováhy či nerovnováhy se v tržní ekonomice stává právě **stabilita agregátní cenové hladiny**, ačkoliv tuto veličinu v praxi ovlivňují i jiné skutečnosti.

2.4 Transmisní mechanismus měnové politiky

Pojmem transmisní mechanismus nazýváme celý proces monetární politiky v tržní ekonomice v současnosti. Je to jakýsi řetězec ekonomických vazeb, které umožňují konkrétní změny v nastavení používání měnových nástrojů tak, aby byla banka schopná ovlivnit žádoucím způsobem vývoj inflace.

Primárně tedy nastává určitá změna v nastavení měnového nástroje, která vede také ke změně chování trhů zprostředkujících, které přímo ovlivňují měnověpolitické nástroje. Pomocí těchto změn na zprostředkujících trzích pak dochází postupně ke změnám také na trzích cílových, které měla centrální banka reálně v plánu ovlivnit.

Je tedy jasné, že centrální banka nemá hned ze začátku přímý vliv na své konečné cíle, jedná se o celý proces reakcí ekonomických subjektů a změn jejich chování, které následně přes tzv. operativní kritéria a zprostředkující kritéria vedou až ke splnění konečných cílů měnové politiky. Toto dosažení však také závisí na několika skutečnostech:

- Zda je centrální banka schopna ovlivnit prostřednictvím různého využití svých měnových nástrojů operativní kritérium a v jaké míře

- Vztahy mezi vývojem operativního a zprostředkujícího kritéria a jejich odhadnutelnost
- Vztahy mezi zprostředkujícím kritériem a konečným cílem měnové politiky a jejich odhadnutelnost

2.5 Empirické definice peněz

Pro praktické využívání měnové politiky je nezbytně nutný tzv. empirický přístup k definování peněz, a to z toho důvodu, že centrální banka musí být schopna zjistit, které peníze jsou v oběhu, a které jsou mimo něj, jestliže chce celkový objem peněz v objemu s úspěchem ovlivnit. „... *za peníze v oběhu se považují ty složky peněz, jejichž vývoj nejlépe předpovídá vývoj těch proměnných, který by peníze měly vysvětlit.*“¹⁹

Sledují se tedy vztahy mezi vývojem složek peněz a vývojem makroekonomických veličin, zejména agregátní cenové hladiny a agregátního výstupu (souhrn cen všech služeb a zboží konečné spotřeby za určité časové období, často jej vídáme v podobě hrubého domácího produktu).

Jako výsledek této definice peněz získáváme měnové a úvěrové agregáty, o kterých mluvíme právě jako o množství peněz v oběhu.

2.6 Měnové agregáty

Tzv. měnové agregáty představují souhrn peněžních prostředků s určitým stupněm likvidity a jsou označovány velkým písmenem M a odpovídajícím číslem měnového agregátu.

Měnové agregáty tedy existují z toho důvodu, aby centrální banka byla schopna realizovat svou potřebu regulace celkového množství peněz v oběhu.

Obecně platí, že měnový agregát s vyšším číslem zahrnuje celý předešlý měnový agregát s přidáním části dalších peněžních prostředků, a to méně a méně likvidních. Např. v případě **České republiky**:

M1 = Oběživo v rukách nebankovních subjektů + běžné vklady

M2 = M1 + vklady s dohodnutou splatností + vklady s výpovědní lhůtou + repo operace

¹⁹ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, str. 72. ISBN 978-80-7261-230-7

V případě **Evropské unie** se sestavení měnových agregátů liší, avšak Česká republika je vykazuje oběma způsoby:

M1 = Oběživo v rukách nebankovních subjektů + běžné vklady

M2 = M1 + vklady s dohodnutou splatností do 2 let + vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců

M3 = M2 + repo operace + prostředky v akciích a podílových listech fondů peněžního trhu + prostředky v dluhových cenných papírech se lhůtou splatnosti do 2 let

2.7 Měnová báze

Měnová báze je jedním z druhů měnových agregátů, a to konkrétně ten, který je nejlépe kontrolovatelný centrální bankou.

$$\text{Měnová báze} = \text{Oběživo} + \text{Rezervy bank}$$

Oběživo:

- Oběživo v rukách nebankovních subjektů
- Oběživo v pokladnách obchodních a dalších bank

Rezervy bank:

- Povinné minimální rezervy bank u centrální banky
- Dobrovolné rezervy bank u centrální banky

Dle kritéria stupně kontrolovatelnosti centrální bankou je možné měnovou bázi rozčlenit takto:

- *Nevypůjčená měnová báze*, která je skoro dokonale kontrolovatelná ze strany centrální banky a je regulována prostřednictvím operací na volném trhu
- *Vypůjčená měnová báze*, která je regulována prostřednictvím diskontních úvěrů a jiných úvěrů, které poskytuje centrální banka obchodním bankám. Zde je vliv ze strany centrální banky o něco nižší.²⁰

Způsob, jakým je měnová báze sestavována, je sjednocen na mezinárodní úrovni Mezinárodním měnovým fondem.

²⁰ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, str. 74. ISBN 978-80-7261-230-7

3. Nástroje měnové politiky

Každá centrální banka má možnost při provádění monetární politiky využívat řadu nástrojů, prostřednictvím kterých je schopna prosazovat své hlavní cíle. Tato kapitola tedy pojednává o základní klasifikaci těchto nástrojů a o teorii jejich používání v různých situacích.

3.1 Nepřímé nástroje

Jedním z hledisek klasifikace měnově politických nástrojů je jejich následný dopad na bankovní systém. Nepřímými nástroji, které jsou také často označovány za nástroje tržní, neomezují samostatná rozhodování obchodní banky. Charakteristickým znakem je tak pro ně pouze ovlivňování podnikání jednotlivých bank, které tedy na ně zpětně nemusí povinně reagovat. Důležitým faktem je také **plošnost** těchto podmínek, daná rozhodnutím tedy platí bez výjimky pro všechny banky.

Tato skupina měnově politických nástrojů je v praxi využívána mnohem častěji než skupina nástrojů přímých. V současnosti tedy Česká národní banka využívá výhradně těchto tržně stanovených podmínek a vyhýbá se vykonávání této politiky prostřednictvím zákazů a nařízení.

Mezi nejčastěji využívané měnově politické nástroje ČNB patří tedy zejména dvoutýdenní repo sazba, diskontní sazba, reeskont směnek, povinné minimální rezervy, kapitálová přiměřenost, operace na volném trhu, intervence devizového kurzu a pojištění vkladů.²¹

3.1.1 Operace na volném trhu

Mezi nejúčinnější a zároveň nejpoužívanější nástroje měnové politiky patří tzv. operace na volném trhu. Přesněji lze tyto operace definovat takto: „*Nákupy nebo prodeje cenných papírů centrální bankou obchodním a dalším bankám v domácí měně, s cílem regulace rezerv bank nebo krátkodobé úrokové míry.*“²² Jednoduše řečeno, jako dvě strany těchto operací figurují centrální banka a domácí banka. V případě, že je zprostředkujícím cílem banky zvýšení peněžní zásoby, centrální banka nakoupí od

²¹ POSPÍŠIL, Richard. *Bankovníctví pro právníky*. 1. vyd. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2004, str. 29. ISBN 80-244-0906-2

²² BAŽANTOVÁ, Ilona. *Centrální bankovníctví v české historii po současnost: institucionální pohled*. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2005. Studie (Národohospodářský ústav Josefa Hlávky), str. 222. ISBN 80-86729-19-2

komerčních bank cenné papíry a naopak, jestliže je potřeba peněžní zásobu snížit, centrální banka cenné papíry zpětně bankám prodává.

Pod pojmem **cenný papír** je obecně myšlena listina, díky které máme možnost uplatnit určitý nárok. Představuje tedy pohledávku vlastníka tohoto cenného papíru vůči jeho emitentovi, v tomto případě tedy vůči centrální bance.

Tento nákup a prodej pak probíhá v bezhotovostní formě, přičemž centrální banky obchodují s tzv. **zaknihovanými** (dematerializovanými) **cennými papíry**, které jsou Zákonem o podnikání na kapitálovém trhu definovány takto: „*Zastupitelné listinné cenné papíry mohou být nahrazeny zápisem do centrální evidence cenných papírů, v případě cenných papírů kolektivního investování do samostatné evidence, nebo do evidence České národní banky podle zákona upravujícího činnost České národní banky.*“²³

Centrální banka tak má možnost prodávat bankovním subjektům:

- Obligace emitované státem, tedy státní dluhopisy
- Vlastní cenné papíry²⁴

Má však možnost využívat také operace s cennými papíry dalších emitentů, za které považujeme nebankovní subjekty či také obchodní a další banky. Souhrnně tyto cenné papíry i státní dluhopisy můžeme řadit mezi tzv. *cenné papíry cizí*.

Mluvíme-li o obchodování s vlastními cennými papíry, je třeba zmínit, že centrální banka je povinna nakoupit své dluhopisy nejpozději v den splatnosti zpět.

V případě cizích cenných papírů, které centrální banka nakoupila, pak po uplynutí doby splatnosti získává kromě splátky jistiny také obohacení v podobě úrokové platby.

Cílem obchodování s vlastními cennými papíry je pak regulace rezerv obchodních bank, nejčastěji jejich snížení, kdy centrální banka vlastní dluhopisy prodává, přijímá tedy od obchodní banky určitou částku, o kterou je logicky snížena celková peněžní zásoba v ekonomice.²⁵

²³ § 91 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

²⁴ PAVLÁT, Vladislav. *Centrální bankovníctví*. 1. vyd. Praha: Eupress, 2004, str. 51. ISBN 80-86754-29-4

²⁵ BAŽANTOVÁ, Ilona. *Centrální bankovníctví v české historii po současnost: institucionální pohled*. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2005. Studie (Národohospodářský ústav Josefa Hlávky), str. 222. ISBN 80-86729-19-2

V praxi pak rozlišujeme tři základní druhy operací na volném trhu, a to z hlediska jejich působení na rezervy bank:

- Přímé operace
- Repo operace
- Switch operace

3.1.1.1 Repo operace, přímé operace, Switch operace

Co se týče ČNB, nejčastější mezi operacemi na volném trhu jsou tzv. repo operace.

a) Repo operace

Repo operace jsou jedním z druhů nepřímých nástrojů měnové politiky a jsou prováděny formou tendrů. Tendrem rozumíme výzvu objednatele k podání nabídky. Dodavatelé tedy poskytnou svou nabídku za pevnou cenu a po posouzení všech návrhů je vybrána nejvhodnější varianta určitého dodavatele.

Konkrétně se tedy jedná o druh operací na volném trhu, při které je od komerčních bank odebrána přebytečná likvidita. Obchodní banky pak jako zajištění získávají dohodnuté cenné papíry. Zároveň je také dohodnuta tzv. reverzní transakce, kdy po uplynutí doby splatnosti je centrální bance navrácen daný dohodnutý kolaterál a věřitelská banka získává svou jistinu a obohacení ve formě dohodnutého úroku.

Při tzv. **reverzních repo operacích** národní banka cenné papíry nakoupí, čímž se rezervy bank dočasně zvyšují, a poté je prodává.

Naopak při tzv. **prostých repo operacích** centrální banka cenné papíry prodává, rezervy bank tak dočasně klesnou, a později je nakupuje.²⁶

Běžná doba těchto operací je 14 dní, proto také často slýcháváme o tzv. 2T repo sazbě neboli dvoutýdenní repo sazbě. Takováto aktuálně vyhlášena 2T repo sazba pak slouží jako limitní sazba, za kterou jsou banky při těchto operacích uspokojovány.²⁷ Každá banka má možnost podat ve stanovené době návrh svého požadavku, přičemž centrální banka pak přednostně vybírá z bank, které požadují nejnížší úrokovou sazbu.

²⁶ DVOŘÁK, Petr. *Bankovníctví pro bankéře a klienty*. Praha: Linde, 2005. Vysokoškolská učebnice (Linde), s. 163. ISBN 80-7201-515-X

²⁷ Úrokové sazby ČNB. *Finance.cz* [online]. [cit. 2016-03-17]. Dostupné z: <http://www.finance.cz/makrodata-eu/menove-ukazatele/sazby-cnb/>

Jedná se tedy o vypořádání nabídek podle **americké aukční procedury**. V případě holandské procedury by byly cenné papíry obchodovány za tzv. rovnovážný úrok, tzn. za pevně stanovenou cenu. Nejnižší přípustitelný objem činí 300 mil. Kč a poté celé násobky 100 mil. Kč.²⁸

b) Přímé operace

Při tzv. přímých operacích centrální banka obchoduje s cizími cennými papíry. U těchto druhů operací dochází k trvalému dopadu nejen na rezervy bank, ale také na měnový kurs domácí měny či na krátkodobou úrokovou míru.

c) Switch operace

U tzv. Switch operací se jedná o proces, který nemá přímý vliv na rezervy bank, jelikož pouze dochází k výměně určitého objemu cenných papírů za cenné papíry s odlišnou dobou splatnosti a dochází k úhradě úrokových rozdílů. Centrální banka využívá těchto operací zejména k ovlivnění krátkodobé, střednědobé, ale i dlouhodobé úrokové míry.²⁹

3.1.1.2 Hlavní a doplňkový měnový nástroj

Operace na volném trhu lze mimo jiné také rozdělit z hlediska jejich cíle a pravidelnosti na:

- Hlavní měnový nástroj
- Doplňkový měnový nástroj
- Nástroje jemného ladění

a) Hlavní měnový nástroj

Hlavní měnový nástroj představují již zmíněné repo operace, které jsou v české ekonomice nejčastěji využívaným měnově politickým nástrojem, a to zejména ke snížení peněžní zásoby, tedy k odebrání přebytečné likvidity obchodních bank.

²⁸ Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-03-17]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#operace

²⁹ BAŽANTOVÁ, Ilona. *Centrální bankovníctví v české historii po současnost: institucionální pohled*. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2005. Studie (Národohospodářský ústav Josefa Hlávky), str. 225. ISBN 80-86729-19-2

b) Doplnkový měnový nástroj

Tzv. doplnkový měnový nástroj představuje tříměsíční repo tendr, který je však v dnešní době zcela nevyužíván. Jedná se o proces, kdy centrální banka přijímá přebytkovou likviditu na období 3 měsíců, přičemž tendr probíhá obdobně jako tendr dvoutýdenní, tedy podle americké aukční procedury, a to s tím rozdílem, že tříměsíční repo sazba není stanovována centrální bankou. Jedná se o aktuální sazbu peněžního trhu.

c) Nástroje jemného ladění

Tyto nástroje jsou v praxi využívány zcela výjimečně, myslíme jimi devizové operace či operace s cennými papíry. ČNB je využívá v případě ohrožení rovnováhy vývoje úrokových sazeb, tedy pokud nastane nečekaný krátkodobý výkyv v likviditě trhu.

30

3.1.2 Povinné minimální rezervy

Mezi dalšími nepřímými nástroji měnové politiky nacházíme tzv. povinné minimální rezervy. Již z názvu tedy vyplývá, že se jedná o předem stanovený objem likvidity, kterou je každá komerční banka, pobočka zahraniční banky nebo stavební spořitelna povinna odvádět centrální bance. Jedná se o určité procento primárních vkladů dané banky, které je odváděno na účet v Zúčtovacím centru ČNB, neboli také na tzv. clearingový účet.

Jako přesnou definici tohoto nástroje můžeme použít: „*Stanovení pravidel pro pohledávky, které musejí obchodní a další banky vytvářet u centrální banky, s hlavním cílem ovlivňovat peněžní multiplikátory.*“³¹

Povinné minimální rezervy tvoří pasiva centrální banky a aktiva banky komerční. Kromě funkce, kterou zastává jako jeden z měnových nástrojů, tedy zejména ovlivňování objemu likvidity v ekonomice, se dají považovat také za rezervy, kterých je možné využít v krizových situacích vedoucích až k likvidaci banky a uhradit tak určité závazky, myslíme tím tedy především výplatu vkladů.

Jak tedy výše povinných minimálních rezerv ovlivňuje ekonomickou situaci?

³⁰ Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-03-17]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#operace

³¹ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, str. 242 ISBN 978-80-7261-230-7

- **Při zvýšení sazby PMR** jsou banky nuceny odvádět větší objem likvidity, proto se zároveň zvyšuje také úroková míra, peníze jsou tedy dražší a v důsledku dochází ke snižování peněžních prostředků v ekonomice, jedná se tedy o restriktivní monetární politiku.
- **Při snížení sazby PMR** naopak tedy dochází ke snižování úrokových sazeb a tedy ke zlevnění peněz, které vede ke zvýšení jejich množství v oběhu, tudíž se jedná o expanzivní monetární politiku.

V případě České republiky je aktuálně předepsaný objem PMR stanoven na 2 % p. a. z tzv. základny pro výpočet povinných minimálních rezerv, přičemž tuto základnu již od 12. 7. 2001 tvoří objem primárních závazků banky vůči nebankovním subjektům s dobou splatností nepřevyšující 2 roky. Tato sazba je zároveň také hodnotou PMR, kterou stanovila pro komerční banky Hospodářské a měnové unie Evropská centrální banka. Ačkoliv do této doby tyto vklady bank nebyly úročeny, s platností od tohoto data jsou úročeny dvoutýdenní repo sazbou ČNB, která je momentálně stanovena na 0,05 % p. a. Úročen je však pouze povinný objem minimálních rezerv, částky převyšující tento limit úročeny nejsou.³² „*Příslušná banka je povinna udržovat na účtech pro držení PMR takový denní zůstatek, který je v průměru za udržovací období (přibližně 1 měsíc – začíná první čtvrtek v měsíci a končí ve středu před prvním čtvrtkem v následujícím měsíci) roven minimálně stanovené PMR pro dané udržovací období.*“³³

V praxi se jedná o nepříliš používaný nástroj. Ve skutečnosti prostředky nacházející se na clearingovém účtu zajišťují plynulý průběh platebního styku mezi všemi bankami. V případě, že komerční banka odvádí nižší objem likvidity, než jaký je ve skutečnosti požadován, ČNB je nucena přikročit k řešení prostřednictvím sankcí. Ve většině případů se jedná o poskytnutí nouzového diskontního úvěru na částku tvořící rozdíl mezi skutečnou a požadovanou výší rezerv.

Úrokovou výší tohoto úvěru je trojnásobek základní diskontní sazby. Definice diskontní sazby samotnou Českou národní bankou zní: „...*měnověpolitická úroková sazba, která zpravidla představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB ji využívá k úročení přebytečné likvidity, kterou banky u ČNB*

³² Měnověpolitické nástroje. Česká národní banka [online]. [cit. 2016-03-17]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#operace

³³ PAVLÁT, Vladislav. *Centrální bankovníctví*. 1. vyd. Praha: Eupress, 2004, str. 59. ISBN 80-86754-29-4

uloží přes noc v rámci tzv. depozitní facility.“³⁴ Aktuálně vyhlášená výše diskontní sazby činí 0,05 %.

Jestliže funkce povinných minimálních rezerv v praxi klesá, proč jsou tedy stále používány i v současnosti? Je možné rozlišit tři druhy důvodů, pomocí kterých je jejich používání stále podporováno:

- Likvidita bank
- Nástroj měnové politiky
- Daňový důvod

a) Likvidita bank

Jak jsem již uvedla, změny sazeb PMR či jejich základny ovlivňuje objem likvidních prostředků banky. Pokud je tato sazby zvýšena či je-li rozšířena základna povinných minimálních rezerv, dochází k omezení úvěrové aktivity a tedy i ke snížení celkového objemu peněžních prostředků v ekonomice. Jestliže je naopak snížena či základna PMR zúžena, následkem je zvýšení likvidity.

Vzhledem ke skutečnosti, že v praxi je likvidita regulována zejména prostřednictvím operací na volném trhu, a navíc konkrétně v České republice jsou dobrovolné rezervy bank (rezervy nad rámec povinného minima) poměrně vysoké, se jedná o sporný důvod jejich používání. Na likviditu bank totiž nemají nijak zvlášť významný vliv.

b) Nástroj měnové politiky

Povinné minimální rezervy jsou jako nástroj měnové politiky využívány k ovlivňování peněžních multiplikátorů, není však předem známá konkrétní informace, v jakém směru či v jakém rozsahu. Pokud roste objem dobrovolných rezerv, účinnost povinných minimálních rezerv právě jako nástroje monetární politiky určeného k ovlivnění peněžních multiplikátorů je snížena. V opačném případě, za předpokladu nízkých dobrovolných rezerv je zvýšení PMR schopno významně hodnoty peněžních multiplikátorů snížit.

³⁴ Česká národní banka [online]. 2016 [cit. 2016-03-20]. Dostupné z: www.cnb.cz

Dále existuje možnost využití Povinných minimálních rezerv jako nástroje monetární politiky v oblasti regulace krátkodobé úrokové míry, kde máme na mysli sazbu z mezibankovních úvěrů, kterou udává vztah mezi nabídkou a poptávkou na mezibankovních trhu.

Důvodem, proč komerční banky *nabízí* úvěr je zcela jistě výnos, kterým je právě úrok získaný z poskytnutí úvěru, zatímco účelem centrální banky je zvýšení rezerv bank a tedy snížení krátkodobé úrokové míry.

Jestliže banka poskytnutí úvěru *poptává*, nejčastějším důvodem bývá snaha splnění předem určené výše povinných minimálních rezerv nebo také snaha doplnit rezervy dobrovolné.

Vliv sazeb PMR může také ovlivňovat *měnový kurz* domácí měny. Po rozšíření základny PMR o zahraniční měny vzniká možnost odlivu zahraničních měn z domácí ekonomiky, kterému pak může následovat znehodnocení domácí měny. Při zúžení základny je tomu naopak. Co se týče sazeb povinných minimálních rezerv, na zhodnocení domácí měny by teoreticky mělo tlačit jejich zvýšení, zatímco při snížení sazeb je vytvářen tlak na její devalvaci.³⁵

c) **Daňový důvod**

Jelikož odvod povinných minimálních rezerv představují pro banky snížení jejich potenciálních výnosů, můžeme je také považovat za jistý druh „daně“. Tato daň může prostřednictvím zisku centrální banky tvořit také příjem státního rozpočtu, který však není nutně kladný. Navíc PMR díky snížení zisku banky zároveň také snižují konkurenční schopnost bank na trhu, čímž je značně omezen jejich rozvoj.

3.1.3 Diskontní nástroje

Využívání tzv. diskontních nástrojů má souvislost s úvěry, které centrální banka poskytuje bankám komerčním v domácí měně. Máme však na mysli pouze úvěry s emisním charakterem, které jsou poskytovány za účelem regulace rezerv bank a krátkodobé úrokové míry. Konkrétně se jedná o několik druhů úrokových sazeb a úvěrů, které je centrální banka schopna poskytnout:

- Diskontní úvěry

³⁵ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, str. 242 – 246. ISBN 978-80-7261-230-7

- Reeskontní úvěry
- Lombardní úvěry

Lze je pak tedy definovat takto: „*Úrokové sazby z rezerv bank a úrokové sazby a další podmínky úvěrů poskytovaných centrální bankou obchodním a dalším bankám v domácí měně stanovené za účelem regulace rezerv bank nebo krátkodobé úrokové míry.*“³⁶ Jedná se o nejstarší používané nástroje monetární politiky.

3.1.3.1 Diskontní úvěry a diskontní sazba

Vzhledem ke skutečnosti, že tento druh úvěru je úročen tzv. diskontní sazbou vyhlášenou Českou národní bankou, jejíž hodnota je velice nízká, považujeme diskontní úvěry za velice levný zdroj finančních prostředků pro komerční banku. V praxi však Česká národní banka přestala tento typ úvěrů komerčním bankám nabízet.

Pod pojmem diskontní sazba tedy chápeme v podstatě cenu za poskytnutí úvěru centrální bankou. Velice časté změny hodnoty této sazby v závěru samozřejmě ovlivňují také poptávku ze strany komerčních bank o poskytnutí úvěru.

Snaží-li se centrální banka snížit hodnotu inflace, může přikročit k restriktivní monetární politice prostřednictvím **zvýšení diskontní sazby**. Zájem o poskytnutí diskontního úvěru ze strany komerčních bank klesá, čímž prakticky ČNB sníží množství likvidity v ekonomice.

Naopak, jestliže je **diskontní sazba snižována**, mluvíme pak o účinku expanzivním. Finanční prostředky jsou totiž pro komerční banku levnější, roste tedy její zájem o poskytnutí úvěru.

Pro poskytnutí diskontního úvěru používáme pojem *otevření diskontního okénka*. Existuje několik základních podmínek, které musí komerční banka splňovat, aby jí mohl být úvěr poskytnut:

- Byla již v minulosti bez potíží schopna diskontní úvěr splácet
- Požadovaná výše úvěru nesmí přesáhnout maximální částku, která může být stanovena jak absolutně, tak i poměrově, a to např. k základnímu jmění dané banky

³⁶ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, str. 231. ISBN 978-80-7261-230-7

- Centrální banka sice nemusí vyžadovat krytí úvěru, ve většině případech ale této možnosti CB využívá. Komerční banka tak musí být schopna nabídnout bance centrální vysoce bonitní aktiva, kterými se nejčastěji stávají státní cenné papíry. V opačném případě, nemůže-li komerční banka toto kritérium dodržet, jedná se pak spíše o tzv. úvěr *nouzový*, který již není považován za jeden z nástrojů měnové politiky, nýbrž za úvěr charakteru věřitele poslední instance. Jedná se o situaci, kdy komerční banka není schopná splácet své závazky.

Diskontní úvěr je úvěrem *krátkodobým*, konkrétně je tedy lhůta splatnosti nejdéle tři měsíce. Běžné jsou úvěry, u kterých je však doba splatnosti výrazně kratší.

Více méně se jedná o nerizikovou operaci, vzhledem k tomu, že možnost nesplacení úvěru ze strany komerční banky může nastat pouze v případě, že daná banka nevlastní dostatečnou výši rezerv. Centrální banka však tento fakt před samotným poskytnutím diskontního úvěru důkladně prověřuje, nejedná se tedy o reálné riziko. V případě, že by však k dané situaci opravdu došlo, zpoždění ve splacení úvěru by mělo za následek sankce a navíc možné budoucí odmítnutí poskytnutí dalšího úvěru ze strany centrální banky.

Diskontní sazba patří mezi základní druhy úrokových sazeb, které jsou vyhlášovány centrální bankou. K těmto změnám však může docházet i prostřednictvím samovolného pohybu tržních úrokových sazeb z úvěrů. V případě, že tato situace nastane, by měla centrální banka změnit i diskontní sazbu i přes to, že se nejedná o její prvotní rozhodnutí, a to z toho důvodu, aby se ubezpečila, že bude zachován úrokový diferenciál mezi diskontní a tržní úrokovou sazbou.

Obchodní banky mají však možnost získat finanční prostředky nejen od centrální banky, ale také na mezinárodním peněžním trhu, ačkoliv se již nejedná o poskytnutí cenově tak výhodné. Např. v Praze za sazbu **PRIBOR** (Prague Interbank Offered Rate), která je také označována jako pražská mezibankovní úroková sazba. PRIBOR je také sazbou, za kterou si mezi sebou navzájem banky půjčují finanční prostředky.³⁷

³⁷ POSPÍŠIL, Richard. *Bankovníctví pro právníky*. 1. vyd. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2004, str. 31. ISBN 80-244-0906-2

3.1.3.2 Reeskontní úvěry

Mezi další, ačkoliv aktuálně nevyužívané nástroje měnové politiky, patří tzv. reeskontní úvěry spočívající v odkupu již eskontovaných směnek od komerčních bank.

Směnka představuje druh cenného papíru vystavený na řád určité osoby, který vyjadřuje závazek dlužníka vůči majiteli dané směnky, přičemž odběratel či dlužník je běžně označován pojmem emitent a dodavatel pojmem remitent směnky.

Každá směnka však musí obsahovat všechny písemné náležitosti nezbytně nutné ke splnění podmínek platnosti směnky a tedy uznání dluhu. Mezi tyto náležitosti mimo jiné nacházíme:

- Označení v textu, že se jedná o směnku
- V případě tzv. směnky „vlastní“ písemný slib zaplatit remitentovi konkrétní částku
- V případě tzv. směnky „cizí“ písemný příkaz emitentovi zaplati remitentovi směnky danou peněžní sumu
- V případě vlastní směnky také jména tzv. avalistů. Avalista směnky se konkrétně stává ručitelem. V případě, že dlužník není schopen částku uhradit, může tedy remitent vyžadovat její uhrazení právě po avalistovi, jehož podpis také musí být uveden na dané směnce
- V případě cizí směnky také jméno směnečníka, tedy příjemce směnky, který je povinen uhradit danou částku
- Údaj o době splatnosti směnky, zde nacházíme několik možností:
 - *Směnka na viděnou* (vistasměnka), která je splatná ve chvíli jejího předložení, doba splatnosti však v tomto případě nesmí přesáhnout období 1 roku od jejího vystavení
 - *Na určitý čas po viděné* (časová vistasměnka), která je splatná určitý čas po jejím předložení
 - *Na určitý čas po vystavení směnky* (dato směnka), která je splatná na určitý čas po jejím vystavení
 - *Na určitý den* (fixní směnka), kdy je směnka splatná právě v určitý den, který je uveden na dané směnce
- Údaj o místě, kde dojde k úhradě závazku
- Datum a také místo vystavení směnky

- Jméno remitenta, tedy osoby, na jejíž řad je směnka vystavena
- Podpis výstavce směnky

Existuje zde ale možnost, kdy určitá komerční banka směnku odkoupí před datem její splatnosti. Takováto operace se nazývá **eskont směnky**. Jedná se o proces, při kterém komerční banka odkoupí danou směnku od jejího remitenta, díky čemuž remitent získává možnost obdržet peněžní částku, která mu právem náleží, již před dovršením lhůty splatnosti dlužné částky. V takovémto případě tedy vztah, který měl směnečný dlužník vůči remitentovi, zcela zaniká, a od této chvíle se stává dlužníkem vůči samotné obchodní bance.

Centrální banky tedy mají možnost tzv. reeskontního úvěru, který spočívá právě v odkupu pečlivě vybraných eskontovaných směnek, jedná se tedy o selektivní měnový nástroj banky. Při této operaci se však vždy jedná pouze o **směnky cizí**, a to s dobou splatnosti **maximálně 6 měsíců**.

Důsledkem je tedy zvýšení měnové báze ze strany centrální banky, je tedy zvýšen i celkový objem likvidity obchodních bank. Ve chvíli splácení reeskontního úvěru ze strany obchodní banky centrální bance je tedy naopak měnová báze snižována.

V současné době Česká národní banka tento měnový nástroj nevyužívá, konkrétně již od roku 1997 tento typ úvěru nenabízí. Do této doby však prováděla reeskont směnek za diskontní sazbu. To znamená, že nominální výše daného úvěru byla rovna směnečné částce, která se snížila právě o hodnotu diskontu.³⁸

3.1.3.3 Lombardní úvěr

Posledním typem úvěru je tzv. úvěr lombardní. Obecně pod pojmem lombardní úvěr je myšlen krátkodobý úvěr, jehož lhůta splatnosti nepřesahuje dobu 90 dní. Charakteristickým znakem tohoto úvěru je jeho zajištění zástavou movitých věcí, jako např. cenných papírů nebo také určitých komodit či drahých kovů.

Centrální banky pak nabízejí obchodním bankám lombardní úvěr zajištěný zástavou vysoce bonitních cenných papírů. Celková výše lombardního úvěru však nepřesahuje vždy určitou výši hodnoty vybrané zástavy, např. 75 %. Takto se centrální

³⁸ POSPÍŠIL, Richard. *Bankovníctví pro právníky*. 1. vyd. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2004, str. 31. ISBN 80-244-0906-2

banka chrání proti případnému poklesu tržní ceny dané zástavy pod celkový objem jistiny.³⁹

Tento úvěr je pak snížen o tzv. *lombardní sazbu*. Tato sazba je určována nezávisle na sazbě diskontní a její aktuální hodnota činí 0,25 % p. a.

Podobně jako v případě úvěru reeskontního, jestliže centrální banka poskytne obchodní bance lombardní úvěr, důsledkem je zvýšení měnové báze, a při jeho splácení se měnová báze snižuje.

Obchodní banky tento typ úvěru využívají spíše jako úvěr nouzový z důvodu nutného doplnění nedostatečné likvidity, aby byly schopny splnit výši povinných minimálních rezerv. Lombardní sazba totiž bývá zároveň také sazbou nejvyšší, jedná se tedy o poměrně drahý zdroj financování.

Dnes tento typ nástroje měnové politiky nahradila tzv. **marginální zápůjční facilita**.

Způsoby poskytnutí úvěrů

Existují 2 základní způsoby, kterými centrální banka nabízí tyto zmíněné úvěry. Jedná se o:

- 1) *Přímé poskytnutí*, kdy centrální banka úvěr poskytne obchodní bance přímo, a to za diskontní případně reeskontní sazbu. Centrální banka v tomto případě však může pouze předpokládat, v jakém rozsahu byly zvýšeny rezerv bank. Jedná se o způsob nejvíce využívaný v tržních ekonomikách.
- 2) *Využití akce či tendru*, kdy centrální banka sama stanoví plán, v jakém rozsahu chce rezervy bank zvýšit. Nabídne tedy bankám úvěr v tomto stanoveném rozsahu. Jestliže je však reálná poptávka vyšší, než jaký rozsah představuje nabídnutý objem úvěru, musí pak dojít ke změně požadavků.

O tomto postupu poskytnutí úvěru však mluvíme pouze v případě krátkodobých diskontních a reeskontních úvěrů a jistým způsobem připomíná již zmíněné operace na volném trhu. Rozlišujeme tendry:

³⁹ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, str. 233-234. ISBN 978-80-7261-230-7

- a. *Úrokové*, kdy banka sama stanoví objem úvěru i přijatelnou úrokovou sazbu, což znamená, že se centrální banka vzdá možnosti využít nástrojů jako je diskontní či reeskontní sazba
- b. *Objemové*, kdy banka uvede objem úvěru, přičemž úrokovou sazbou, za kterou je úvěr poskytnut, se stává sazba diskontní či reeskontní ⁴⁰

3.1.4 Automatické facility

Automatické facility jsou nástrojem, který slouží k ukládání likvidity bank pouze přes noc. Proto jsou také často označovány pojmem „overnight“ či O/N, tedy z angličtiny právě „přes noc“.

Z úhlu pohledu obchodní banky se jedná o permanentní uložení peněz či jejich zapůjčení. V případě permanentního uložení se jedná o úročení diskontní sazbou a u jejich zapůjčení o úročení lombardní sazbou, které vytvářejí limity, mezi kterými se pohybuje hodnota krátkodobé úrokové sazby na peněžním trhu a také hodnota dvoutýdenní repo sazby.

Rozlišujeme dva druhy těchto operací – depozitní facilitu a marginální zápůjční facilitu.

a) **Depozitní facilitu**

Depozitní facilitu je nástrojem, díky kterému mají banky možnost uložit u České národní banky přes noc svou přebytečnou likviditu. Má-li obchodní banka zájem této možnosti využít, musí podat žádost Odboru korunových a devizových intervencí ČNB, a to nejpozději 15 minut před uzavřením účetního dne systému CERTIS, tedy jediného systému zprostředkovávajícího mezibankovní platební styk v českých korunách (Czech Express Real Time Interbank Gross Settlement system).

Tato depozita jsou pak úročena diskontní sazbou, která zároveň tvoří dolní hranici pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb. Minimální akceptovatelný objem tohoto depozita je částka 10 mil. Kč, horní mez přijatelné částky ale neexistuje.

⁴⁰ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, str. 235. ISBN 978-80-7261-230-7

b) Marginální zápůjční facilita

Marginální zápůjční facilita je nástrojem určeným pro obchodní banky, které uzavřely s centrální bankou tzv. rámcovou repo smlouvu. Získávají tak možnost vypůjčit si od ČNB přes noc likviditu, a to formou repo operace.

Banka musí podat žádost o tento obchod Odboru korunových a devizových intervencí České národní banky nejpozději 25 minut před uzavřením účetního dne systému CERTIS.

Obdobně jako v případě depozitní facility je hodnota minimální akceptovatelné částky 10 mil. Kč bez dalších omezení, roli úrokové sazby zde však hraje sazba lombardní, která tedy zároveň tvoří horní hranici pro pohyb hodnoty krátkodobé úrokové sazby na peněžním trhu.

Centrální banka má vždy právo dle potřeby poskytování těchto lombardních úvěrů pozastavit či znovu obnovit.⁴¹

3.1.5 Kurzové intervence

Dalším z nepřímých nástrojů měnové politiky jsou tzv. kurzové intervence. Jedná se o snahu centrální banky ovlivnit vývoj vztahu mezi nabídkou a poptávkou na devizových trzích, a to za cílem regulace měnového kurzu domácí měny.

Proces využívání tohoto nástroje záleží na skutečnosti, jedná-li se o ekonomiku s fixním kurzem domácí měny či o ekonomiku s režimem tzv. **floatingu**, tedy flexibilního měnového kurzu, u kterého dochází k neustálým pohybům, a to z toho důvodu, že je určen právě nabídkou a poptávkou na devizových trzích.

a) Přímé devizové intervence

Jak tedy takovéto kurzové intervence skutečně probíhají? Mluvíme-li o devizových intervencích přímých, centrální banka na devizovém trhu obchoduje (nakupuje či prodává) se zahraniční měnou, a to za měnu domácí, přičemž účastníky jsou na devizovém trhu tuzemské banky.

⁴¹ Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-03-17]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#operace

Transakce pak vždy probíhají v bezhotovostní formě a rozlišujeme také dva druhy používaných operací:

- **Konverze** (jednosměrná operace), tedy přeměna zahraniční měny za domácí měnu. Na tzv. spotovém trhu, který vyžaduje přímé vyřízení transakce, tato přeměna probíhá za aktuální kurz.

Na druhé straně na tzv. termínovém trhu, kde tedy probíhají obchody termínové, tato operace probíhá za forwardový (termínový) kurz. Jedná se o transakce, které jsou uzavřeny právě dnes za dnes stanovený termínový kurz, ale jejich vypořádání nastává až po stanoveném termínu.

Vliv této operace na měnový kurz je pak trvalý.

- **Měnové swapy** (dvojsměrné operace), kdy nejdříve probíhá prodej nebo nákup zahraniční měny za měnu domácí a po předem stanoveném termínu proběhne zpětná operace, a to za předem stanovený kurz.

V tomto případě je vliv dvojsměrné operace na měnový kurz pouze dočasný.

Přímé intervence mají tedy buď dočasný či trvalý vliv také na rezervy bank, z toho vyplývá, že ovlivňují také měnovou bázi. Pokud centrální banka nakupuje zahraniční měnu za domácí měnu, je zvýšena poptávka po této zahraniční měně na domácím devizovém trhu a současně je zvýšena nabídka domácí měny. Narůstá tedy tlak na znehodnocení domácí měny a dále také rostou rezervy bank na účtech centrální banky, čímž je zvýšena měnová báze.

Naopak, prodává-li centrální banka zahraniční měnu za měnu domácí, dochází ke zhodnocení domácí měny, rezervy bank se snižují a s nimi i měnová báze.

Tyto operace pak mají zároveň také vliv na **výši krátkodobé úrokové míry**. Zvýšení měnové báze (při nákupu zahraniční měny za domácí měnu) doprovází pokles krátkodobé úrokové míry. V opačném případě, při snížení měnové báze (při prodeji zahraničních měn za domácí měnu) dochází k růstu krátkodobé úrokové míry.

b) Nepřímé devizové intervence

V případě nepřímých devizových intervencí pak centrální banka na měnový kurz může působit prostřednictvím změny úrokové sazby, a to zejména sazby diskontní.

Takováto nepřímá intervence v podobě změny úrokové sazby způsobuje změny vztahu mezi nabídkou a poptávkou zahraniční měny a měny domácí, čímž se zároveň také mění měnový kurz.

Nepřímé intervence ovlivňují pouze měnový kurz, žádným způsobem neovlivňují měnovou bázi, na rozdíl od intervencí přímých. Jakmile centrální banka zvýší úrokové sazby, je vyvíjen tlak na zhodnocení domácí měny.

Sterilizace

Tzv. sterilizace je pojmem označujícím proces, při kterém je vliv přímých devizových intervencí omezován prostřednictvím operací na volném trhu. Centrální banka tedy nakupuje či prodává cenné papíry za domácí měnu. Tato operace má důsledky opačného směru, než jaké mají devizové intervence, díky čemuž je centrální banka schopná omezovat příliš velké nechtěné změny měnové báze či krátkodobé úrokové míry.

42

3.2 Přímé nástroje

Druhou část nástrojů měnové politiky využívaných centrální bankou jsou nástroje přímé neboli direktivní, které, jak již z názvu vyplývá, přímo ovlivňují dosažení svých cílů. Obecně se jedná o normy, příkazy i zákazy ovlivňující nabídku peněz, likviditu, úrokové sazby či úvěrové podmínky u předem vybraných bank, jedná se tedy také o tzv. selektivní politiku.

V praxi se tyto nástroje využívají velmi zřídka, a to hlavně v případě, kdy selže účinnost nástrojů nepřímých.

Mezi těmito nástroji nacházíme např. pravidla likvidity, úvěrové limity (tzv. kontingenty), povinné vklady či různá doporučení a dohody.

3.2.1 Pravidla likvidity

Likvidita, tedy schopnost banky uhradit včas své závazky, je také ovlivňována prostřednictvím závazných pravidel likvidity. Centrální banka určuje strukturu aktiv a pasiv komerčních bank a vzájemné vazby mezi nimi. Tyto stanovené normy jsou zcela

⁴² PAVLÁT, Vladislav. *Centrální bankovníctví*. 1. vyd. Praha: Eupress, 2004, str. 54. ISBN 80-86754-29-4

závazné a v případě jejich nedodržení nemá banka nárok na ponechání či získání obchodní licence.

Tento nástroj je schopen ovlivnit rezervy bank, vývoj krátkodobé úrokové míry či také měnový kurs domácí měny. V praxi pak může být stanoven:

- Minimální poměr mezi krátkodobými aktivy a krátkodobými vklady. Projevuje se hlavně v časové struktuře úrokových sazeb.
- Maximální rozdíl mezi krátkodobými devizovými aktivy a krátkodobými devizovými pasivy nebo také maximální podíl tohoto rozdílu ke kapitálu banky. Projevuje se zejména na měnovém kursu.

3.2.2 Úvěrové limity (kontingenty)

Jak již název vypovídá, v tomto případě se jedná o stanovení výše úvěru, kterou může banka klientům poskytnout bez předchozího schválení Českou národní bankou, čímž je významně omezeno samostatné rozhodování bank. Rozlišujeme pak kontingenty absolutní či kontingenty relativní.

Absolutní kontingent je úvěrovým limitem stanoveným určitým omezením výše poskytnutých úvěrů či přírůstkem úvěrů za určité období. Řadíme zde také stanovení poměrem stavu úvěrů k výši bankovního kapitálu, konkrétně jsou banky povinny zažádat o schválení poskytnutí úvěru přesahujícího 25 % bankovního kapitálu.

Relativní kontingent je určen pomocí omezení diskontních a lombardních úvěrů České národní banky, díky čemuž tyto nástroje se již tolik neliší od nepřímých diskontních nástrojů centrální banky.

Konkrétním běžně používaným limitem je maximální možná výše poskytnutého úvěru jednomu klientovi banky v hodnotě 500 mil. Kč bez předchozího schválení centrální bankou. V případě kapitálově propojených klientů se tento limit stanovuje na 1600 mil. Kč.⁴³

3.2.3 Úrokové limity

Kromě limitů výše úvěrů existuje také možnost ze strany centrální banky stanovit limity úrokových sazeb, a to maximální výši sazby z úvěrů a minimální i maximální výši

⁴³ POSPÍŠIL, Richard. *Bankovnictví pro právníky*. 1. vyd. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2004, str. 36. ISBN 80-244-0906-2

úrokové sazby z vkladů. Všechny tyto stanovené limity pak mají určitý vliv na vývoj krátkodobé úrokové míry.

Jako definici tohoto direktivního nástroje pak můžeme citovat: „*Stanovení maximálních úrokových sazeb z úvěrů bank a maximálních nebo minimálních úrokových sazeb z vkladů u bank za účelem regulace, resp. stabilizace úrokových sazeb.*“⁴⁴

Reakce ekonomických subjektů je však velmi nejistá. Pokud jsou úrokové limity zvýšeny, stále není jisté, že opravdu dojde ke zvýšení úrokových sazeb z úvěrů ze strany bank. Pokud ke zvýšení dojde, není předem odhadnutelné, v jakém rozsahu.

Co se týče reakcí klientů komerčních bank, také si nemůžeme být jisti, že se poptávka po úvěrech komerčních bank sníží. Je-li poptávka vysoce intenzivní, ani zvýšení úrokových sazeb z úvěrů ji nemusí nutně snížit.

Vzhledem k tomu, že přesnější důsledek takového opatření je jen velmi těžko odhadnutelný a navíc je z určitého pohledu v rozporu s principy tržní ekonomiky, se stanovení úrokových limitů využívá pouze zřídka.⁴⁵

3.2.4 Povinné vklady

Povinné vklady patří mezi nástroje používané zřídka. Můžeme je definovat takto: „*Stanovení povinnosti některým subjektům otevírat běžné účty, ukládat volné peněžní prostředky a provádět některé další operace výhradně u centrální banky, s cílem kontroly pohybu peněžních prostředků těchto subjektů.*“⁴⁶

Jedná se tedy o povinnost některých nebankovních subjektů, jako např. ministerstva a státních fondů, ukládat své volné peněžní prostředky do centrální banky.

Pomocí těchto povinných vkladů má tak centrální banka možnost kontrolovat likvidní prostředky, které by v případě jejich uložení v obchodních bankách zvyšovaly právě likviditu bank.

Z toho vyplývá, že jsou-li tyto povinné vklady u centrální banky zrušeny, dochází k růstu rezerv bank, tudíž by se také snížila poptávka bank po úvěrech centrální banky.

⁴⁴ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, str. 248. ISBN 978-80-7261-230-7

⁴⁵ PAVLÁT, Vladislav. *Centrální bankovníctví*. 1. vyd. Praha: Eupress, 2004, str. 57. ISBN 80-86754-29-4

⁴⁶ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, str. 250. ISBN 978-80-7261-230-7

Hlavním účelem je však docílení kontroly peněžních prostředků těchto subjektů ze strany centrální banky.

Při zrušení povinnosti povinných vkladů subjekty získávají možnost samostatného rozhodnutí o tom, zvolí-li nižší zisk a větší jistotu při uložení svých prostředků u centrální banky, či vyšší úročení na úkor vyššího rizika při uložení volných peněžních prostředků u banky komerční.

3.2.5 Doporučení, výzvy, dohody

Centrální banka však má také možnost ovlivňovat operativní a zprostředkující kritéria pomocí doporučení, výzev a dohod, jejichž dodržování sice pro obchodní banky není povinné, ale ve většině případů jej banky berou na vědomí.

Tento přímý nástroj můžeme definovat takto: „*Verbální nebo písemná doplnění nástrojů měnové politiky, kterými centrální banka konkretizuje své záměry pro nejbližší vývoj v měnové oblasti a bankovním systému.*“⁴⁷

Jak tedy z definice vyplývá, jedná se o určité obměny některých již zmíněných nástrojů, a to jak přímých, tak nepřímých.

- a) **Doporučení** (moral suasions), kterými jsou myšlena spíše přání centrální banky a jsou formulovány velmi obecně, vztahují se na chování bank v nejbližším období.
- b) **Výzvy** (persuasions) mají o něco konkrétnější charakter a je na ně kladen větší důraz, doporučení ani výzvy však většinou nebývají podány v písemné formě.
- c) **Dohody** (gentlemen's agreements) již často vidíme ve formě písemné a zpravidla jsou komerčními bankami dodržovány. Dokonce může dojít k sankcím při neplnění těchto dohod. V případě, že jsou podepsány zúčastněnými stranami, jde totiž o dohody závazné.

Obecně platí, že ačkoliv se jedná pouze o „přání“ centrální banky, která nejsou oficiálně pro komerční banku nijak závazná, je v zájmu každé banky i přesto takovéto požadavky dodržovat. Rozhodne-li se je totiž ignorovat, není vyloučeno, že se dočká ze strany centrální banky určitých nepřímých sankcí např. v podobě neposkytnutí diskontního úvěru, snížení úvěrového limitu apod.

⁴⁷ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, str. 251. ISBN 978-80-7261-230-7

V opačném případě, respektuje-li obchodní banka veškerá přání centrální banky, dokazuje tak svou důvěryhodnost. Navíc, pokud centrální banka shledá účinnost tohoto nástroje dostatečnou, není pak nucena přistoupit k tvrdším opatřením v podobě jiných přímých nástrojů, jako např. k zavedení nižších úvěrových limitů, čímž centrální banka zásadním způsobem zasahuje do rozhodování komerční banky. Logicky tedy tento nástroj není ze strany komerční banky příliš vítaný.⁴⁸

⁴⁸ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, str. 251. ISBN 978-80-7261-230-7

4. Analýza uplatňování hlavních měnověpolitických nástrojů ČNB

V poslední kapitole se dále zaměřím krátce na aktuálně využívaný režim měnové politiky, kterým je cílování inflace, a dále zejména na uplatňování nástrojů měnové politiky a jejich postupný vývoj v čase, konkrétně tedy na analýzu využívání operací na volném trhu, úrokových sazeb, povinných minimálních rezerv a nově také devizových intervencí, tedy využití měnového kurzu jako nástroje monetární politiky.

4.1 Režim cílování inflace

Tento způsob dosahování cíle cenové stability je Českou národní bankou využíván od roku 1998. V roce 1997 totiž bankovní rada rozhodla o přechodu z režimu fixního kurzu právě na režim cílování inflace, který je využíván až do dnes.

Česká národní banka tedy v případě potřeby přistupuje ke změně využívání svých měnových nástrojů takovým způsobem, který povede k dodržení inflačního cíle, který je vyhlášen veřejně. Bankovní rada ČNB tak nejdříve zhodnotí makroekonomické prognózy a rizika, která souvisejí s jejich naplněním, a poté přistoupí k rozhodnutí, zda je nutné měnové nástroje změnit a přizpůsobit dané situaci.

Aktuálně vyhlášený inflační cíl platný od roku 2010 činí 2 %, přičemž tzv. toleranční pásmo kolem tohoto cíle je ± 1 %. Ve skutečnosti se však hodnota inflace např. v únoru roku 2016 pohybovala ve výši 0,5 %, tedy o 1,5 % méně, než kolik by činila ideální hodnota inflace, a představuje dokonce hodnotu o 0,5 % nižší, než je spodní mez, ve které se pohybuje toleranční pásmo.

Obrázek č. 1: Průměrná roční míra inflace

Rok										
1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
10,0	9,1	8,8	8,5	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8
2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3
Zdroj: Míra inflace v ČR v únoru 2016. In: Český statistický úřad [online]. [cit. 2016-04-05]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/xe/mira-inflace-v-cr-v-unoru-2016										

Obrázek č. 1 zobrazuje vývoj hodnot průměrné roční míry inflace, která je vyjádřena přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen, přičemž určuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za posledních 12 měsíců oproti průměrné cenové hladině za 12 předchozích měsíců. V únoru 2016 pak průměrná míra inflace činila 0,4 % a v březnu klesla na 0,3 %.

V případě, že Česká národní banka očekává v budoucnosti vychýlení míry inflace mimo inflační cíl a také mimo inflační pásmo, podle podmínek konkrétní situace se rozhoduje, zda využít restriktivní či expanzivní monetární politiku. Pokud je očekáván nárůst míry inflace nad hodnotu tolerančního pásma, centrální banka by měla přistoupit k restriktivní měnové politice a pokusit se tak hodnotu inflace snížit a předejít růstu cenové hladiny. V opačném případě, je-li hodnota inflace nižší než 1 %, které tvoří dolní hranici tolerančního pásma, centrální banka přistupuje k monetární politice expanzivní.

K těmto účelům Česká národní banka nejčastěji využívá měnověpolitický nástroj v podobě operací na volném trhu.

4.2 Aktuální operace ČNB na volném trhu

Tzv. hlavním měnovým nástrojem nejčastěji využívaným k dosahování cenové stability jsou repo operace, které jsou v praxi prováděny prostřednictvím tendrů, které v případě ČNB probíhají ve formě americké aukce. Centrální banka tak nabídne obchodním bankám možnost uložení jejich likvidních prostředků na účtech ČNB, za což jim bude poskytnut výnos v podobě úroku. Banky jsou pak uspokojovány za úrok, který odpovídá nejvýše dvoutýdenní repo sazbě, která vytváří horní hranici právě pro uspokojení obchodních bank při repo operacích.

Komerční banky dále podají svou žádost, která musí obsahovat hodnotu objemu prostředků, které mají zájem uložit v centrální bance, a také požadovanou úrokovou míru, za kterou jsou ochotny se takového obchodu zúčastnit. Primárně jsou pak uspokojovány nabídky, u kterých je požadován nejnižší úrok. V případě, že celkový objem všech nabídek přesáhne plánovaný objem repo tendru, nabídky s nejvyšším požadovaným úrokem jsou pak zcela odmítnuty.

Výsledky repo tendrů jsou pak zveřejněny na oficiálních stránkách České národní banky. Podívejme se tedy na poslední údaje vyhlášené ČNB o aktuálně probíhajících repo operacích.

Obrázek č. 2: Repo tendry

Repo tendry				
Oznámení				
Den obchodu	04.04.16	04.04.16	01.04.16	30.03.16
Směr repo operace	dodávací	stahovací	stahovací	stahovací
Počáteční den	06.04.16	04.04.16	01.04.16	30.03.16
Koncový den	20.04.16	18.04.16	15.04.16	13.04.16
Minimální objem objednávky (mil. Kč)	10	300	300	300
Maximální počet objednávek	1	2	2	2
Limitní repo sazba (% p.a.)	0,15	0,05	0,05	0,05
Uzávěrka pro příjem objednávek	13:00	10:00	10:00	10:00
Výsledky				
Minimální repo sazba (% p.a.)	---	0,05	0,05	0,05
Průměrná repo sazba (% p.a.)	---	0,05	0,05	0,05
Maximální repo sazba (% p.a.)	---	0,05	0,05	0,05
Koeficient uspokojení (%)	---	100	100	100
Výsledný objem (mld Kč)	0,000	78,700	77,200	81,200

Zdroj: Aktuální operace ČNB na volném trhu. In: *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-04-7]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/tendry.jsp

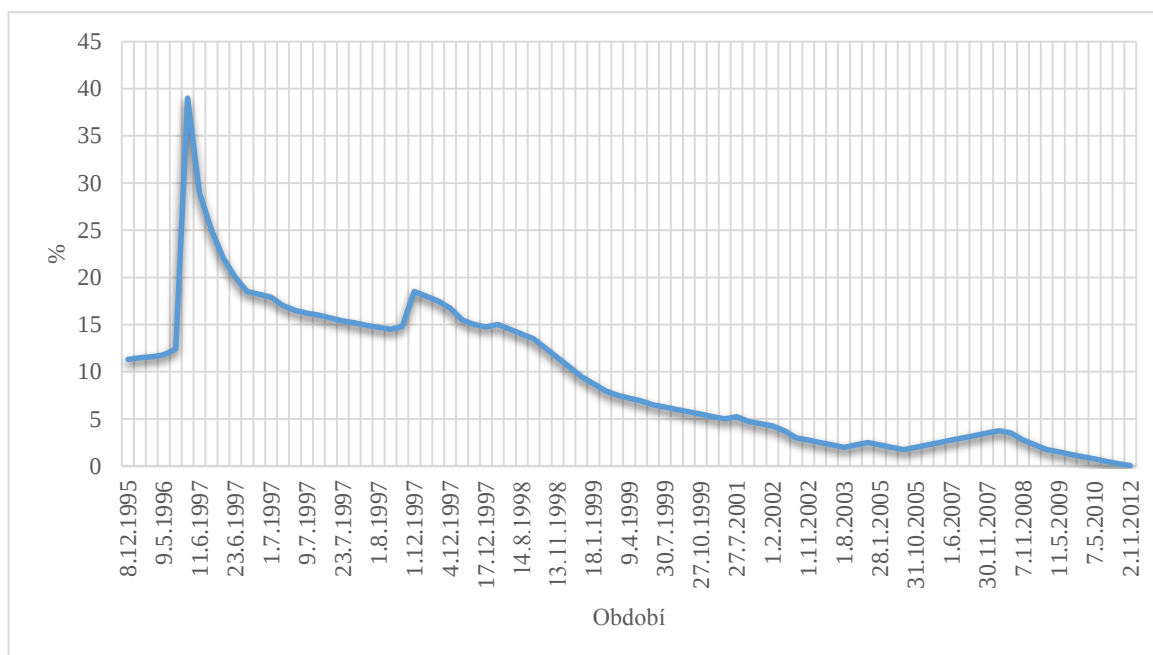
Na obrázku č. 2 vidíme tabulku, která je zcela přístupná veřejnosti. Můžeme z ní zjistit, že např. poslední stahovací repo operace má počátek dne 4. 4. 2016, přičemž koncový den je tudíž dne 18. 4. 2016, vzhledem k faktu, že se jedná o **dvoutýdenní** operaci.

Tabulka dále také udává, že minimální objem akceptovatelné objednávky činí 300 mil. Kč a aktuálně vyhlášená limitní repo sazba má hodnotu 0,05 % p. a. Výsledkem tohoto tendru je uspokojení všech přijatých objednávek, přičemž banky jsou uspokojovány za průměrnou repo sazbu o 0,05 % p. a.

Výsledný objem likvidních prostředků, které tedy komerční banky celkově uložily u České národní banky při této repo operaci, činí 78,700 mld Kč. Celkové množství peněz v oběhu se tedy díky tomuto typu obchodu mezi centrální bankou a obchodními bankami snížilo právě o tuto celkovou částku.

Z tabulky je také patrné, že míra 2T repo sazby je na velmi nízké hodnotě. Pojdme se tedy podívat, jak se tato sazba vyvíjela v čase.

Graf č. 1: Vývoj 2T repo sazby ČNB



Vlastní zpracování – zdroj dat: Jak se vyvíjela dvoutýdenní repo sazba ČNB. In: *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-04-7]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_vyvijela_dvoutydeni_repo_sazba_cnb.html

Z výše uvedeného grafu č. 1 je patrné, že konkrétní výše 2T repo sazby je bankovní radou poměrně často dle aktuálních potřeb banky měněna. Nejvýraznější výkyv zaznamenáváme v červnu roku 1997, kdy míra repo sazby stoupla až na celých 39 % p. a, a to z důvodu nutného zásahu ČNB ve stávající situaci, ve které byla velmi výrazně oslabena česká koruna.

Obecně můžeme říci, že rok 1997 je charakteristický několika velmi důležitými změnami v měnové politice České národní banky. V této době byly velmi důležité kurzové intervence. S narůstajícím tlakem na zhodnocení koruny bylo nutné zvolit preferenci jednoho ze základních cílů – vnitřní či vnější stabilitu měny. Bylo tak v roce 1996 rozšířeno pásmo fluktuace až na $\pm 7,5$ %, kvůli čemuž se zvýšilo také kursové riziko a dochází ke spekulativnímu útoku na českou korunu, a to zejména kvůli narůstajícím schodkům v obchodní bilanci.

Zvyšuje se tak tlak na devalvaci koruny. „Česká národní banka začala masivně intervenovat, a to jednak nepřímo výrazným zvýšením diskontní sazby a zejména lombardní a repo sazby a jednak přímo nákupem koruny za zahraniční měny.“⁴⁹

Z těchto důvodů tedy nutně muselo dojít k zavedení plovoucího měnového kurzu, tedy **floatingu**, díky čemuž měla ČNB možnost soustředit se na jediný cíl měnové politiky, a to na vnitřní měnovou stabilitu a související snahu udržet míru inflace na požadované úrovni. V závěru roku 1997 pak bankovní rada rozhodla o převratné změně, tedy o přechodu z režimu fixního kurzu na režim cílování inflace, který s sebou přináší stanovení inflačního cíle a zároveň také úpravu zákona o České národní bance, který od této chvíle určuje jako hlavní cíl ČNB právě péči o cenovou stabilitu.

I po roce 2000 jsou operace na volném trhu nejvyužívanějším měnovým nástrojem. Navíc, od roku 2001 Česká národní banka začíná úročit 2T repo sazbou také povinné minimální bankovní rezervy.

Naopak, mluvíme-li o posledních údajích, můžeme si všimnout, že během minulých let centrální banka snížila výši 2T repo sazby až na úplné minimum, a to z toho důvodu, že se ekonomika České republiky již nějakou dobu nacházela v recesi. Použitím velmi nízkých centrálních úrokových sazeb má tak banka snahu českou ekonomiku podpořit. Pomocí tohoto nástroje má totiž možnost zvýšit celkové množství peněz v oběhu a snížit tak jejich cenu. Jak jsem již zmínila, hodnota inflace se v posledních letech pohybuje na nízké úrovni – tedy pod hodnotou inflačního cíle a dokonce i pod dolní hranicí tolerančního pásma.

Díky snížené ceně by se tak peněžní prostředky měly stát přístupnějšími i dalším ekonomickým subjektům. ČNB se tak snaží oživit investiční činnost i spotřebu v ekonomice. Zároveň by díky tak nízkým centrálním úrokovým sazbám mělo docházet k oslabení koruny a očekává se také zvýšení konkurenceschopnosti exportu z České republiky v zahraničí.⁵⁰ V letech 2012-2013 navíc Česká národní banka za účelem dalšího oslabení koruny rozhodla o využití jednoho z měnových nástrojů, který do té doby již nebyl příliš aktivní, a to devizové intervence.

⁴⁹ BAŽANTOVÁ, Ilona. *Centrální bankovníctví v české historii po současnost: institucionální pohled*. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2005. Studie (Národohospodářský ústav Josefa Hlávky), str. 459. ISBN 80-86729-19-2

⁵⁰ Úrokové sazby ČNB - změny v uplynulém roce, očekávání pro rok 2013. In: *Banky.cz* [online]. 2013 [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: <http://www.banky.cz/urokove-sazby-cnb-zmeny-ocekavani-2013>

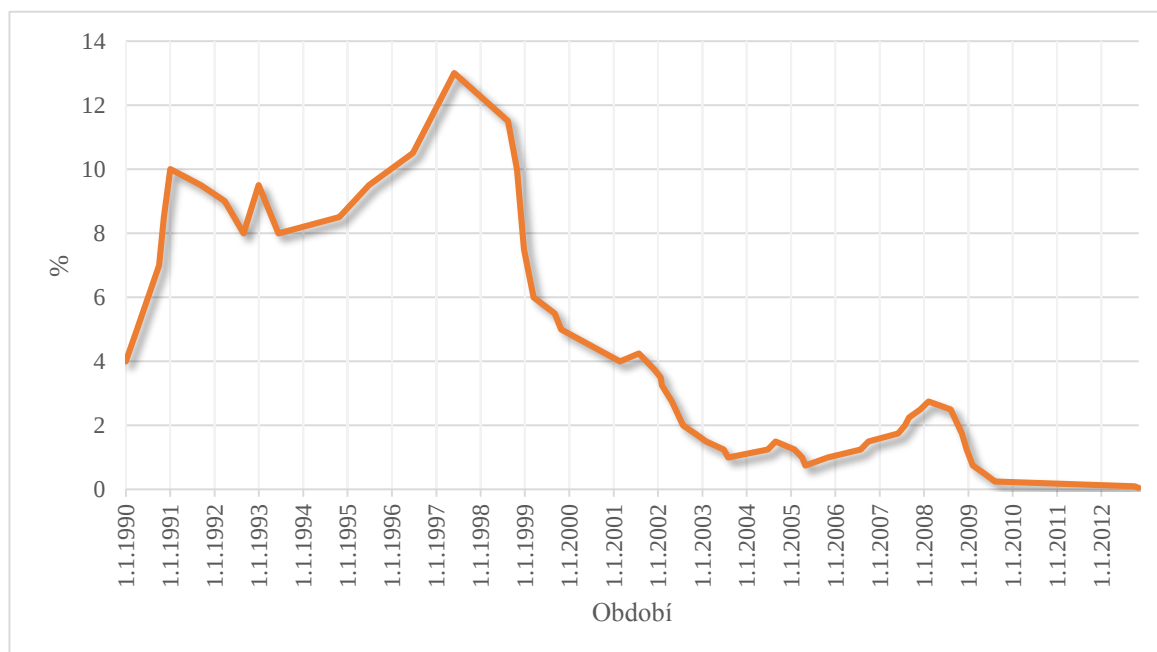
Již od roku 2012 jsou úrokové sazby sníženy na tzv. technickou nulu – tedy na hodnotu 0,05 % p. a.

4.3 Uplatňování diskontní sazby

Diskontní sazba představuje jednu ze základních úrokových sazeb, kterou stanovuje Česká národní banka. Diskontní sazba pak tvoří minimální hranici pro pohyb hodnot krátkodobých úrokových sazeb. Touto sazbou je pak dále také určena tzv. depozitní facilita, prostřednictvím které mají banky možnost uložit si přes noc u centrální banky své volné prostředky, tedy rezervy. ČNB ale neposkytuje diskontní úvěry.

Pojďme se podívat, jakým způsobem se v minulosti vyvíjela míra diskontní sazby.

Graf č. 2: Vývoj diskontní sazby ČNB



Vlastní zpracování – zdroj dat: Jak se vyvíjela diskontní sazba ČNB? In: *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-04-07]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_vyvijela_diskontni_sazba_cnb.html

V zobrazeném grafu č. 2 vidíme, že výše diskontní sazby vyhlášené Českou národní bankou se také velice často měnila, a dá se říci, že hodnoty, která je již několik let bez žádných významných změn stabilní, dosahuje až v roce 2010.

Od roku 2012 je pak hodnota diskontní sazby stanovena na tzv. technickou nulu, tedy na 0,05 % p. a.

Svého vrcholu dosahuje, obdobně jako v případě 2T repo sazby, v roce 1997, kdy byla centrální bankou zvýšena až na celých **13 %**. V tomto roce centrální banka byla

nucena výrazným způsobem reagovat na danou situaci spojenou se spekuláčními útoky na českou korunu, a tak přistoupila k významnému zvýšení centrálních úrokových sazeb, a tedy také diskontní sazby. V tomto období tedy pozorujeme spíše restriktivní měnovou politiku, která je charakteristická právě zvýšením úrokových sazeb.

Naopak v posledních letech, kdy se česká ekonomika nachází v recesi, Česká národní banka samozřejmě zvolila strategii expanzivní měnové politiky, prostřednictvím které se snaží zvýšit množství peněz v oběhu.

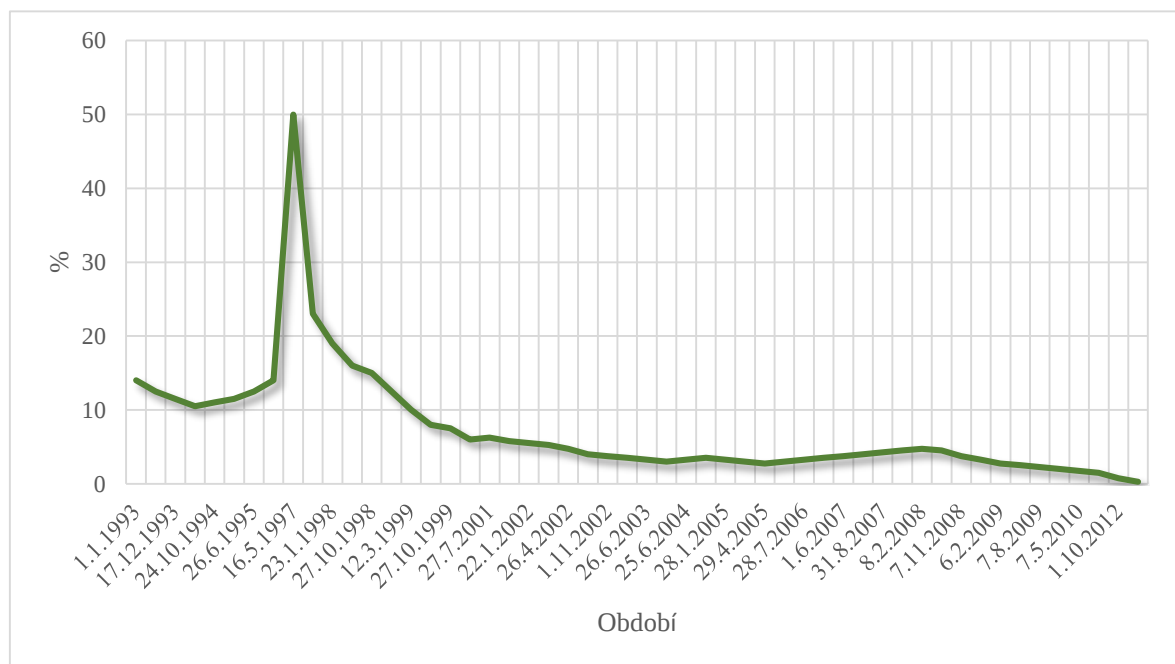
4.4 Uplatňování lombardní sazby

Lombardní sazba jako jedna ze základních úrokových sazeb České národní banky představuje horní hranici pro pohyb krátkodobé úrokové míry.

Z důvodů dlouhodobého přebytku likvidity banky tento druh facility využívají v praxi zcela výjimečně a Česká národní banka má kdykoliv právo omezit či zcela pozastavit poskytování těchto druhů úvěrů, má-li k tomu jisté měnově politické důvody.

Můžeme tedy přistoupit ke grafu č. 3, který znázorňuje vývoj lombardní sazby v minulých obdobích:

Graf č. 3: Vývoj lombardní sazby ČNB



Vlastní zpracování - zdroj dat: Jak se vyvíjela lombardní sazba ČNB? In: Česká národní banka [online]. [cit. 2016-04-07]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_vyvijela_lombardni_sazba_cnb.html

Ze zobrazeného grafu je zjevné, že se jedná o sazbu, která během posledních 16 let byla centrální bankou měněna nejméně ze všech tří centrálních úrokových sazeb. Samozřejmě je třeba brát na vědomí výjimečné období po roce 1997 v případě měnové krize, ve které lombardní sazba dosahuje hodnoty 50 % p. a. díky rozsáhlým nepřímým intervencím České národní banky v podobě razantního zvýšení úrokových sazeb.

Od roku 2012 je pak lombardní sazba na svém historickém minimu, které činí 0,25 % p. a., obdobně jako diskontní a dvoutýdenní repo sazba.

Lombardní sazba je pak také využívána k úročení **marginální zápůjční facility**, o kterou má každá banka možnost zažádat, pokud má zájem vypůjčit si přes noc od ČNB formou repo operace likviditu.

Dnes je pojem lombardní úvěr nahrazen nástrojem, který známe právě pod názvem marginální zápůjční facility, prostřednictvím které si mohou banky vypůjčit přes noc u centrální banky likviditu. V praxi je taková žádost schválena v případě, že banka podá žádost nejpozději 25 minut před uzávěrkou účetního dne v systému CERTIS, přičemž minimální objem této půjčky není stanoven. Banky však z důvodů velkého množství likvidity tuto možnost využívají pouze zřídka.

4.5 Uplatňování povinných minimálních bankovních rezerv

Povinné minimální rezervy jsou dalším ze základních nástrojů měnové politiky ČNB. Každá banka i pobočka zahraniční banky, dále také stavební spořitelny, jsou povinny držet určitý předem stanovený objem likvidních prostředků na svém tzv. účtu platebního styku v Zúčtovacím centru ČNB, na zvláštním účtu pro povinné minimální rezervy nebo v případě, že jej má banka zřízen, na účtu pro výběr a skládání hotovostí.

Je třeba zmínit, že se jedná o nástroj, který Česká národní banka příliš nevyužívá. Stanovená výše povinných minimálních rezerv činí 2 % ze základny pro jejich výpočet, kterou s platností od 12. 7. 2001 tvoří primární závazky konkrétní banky vůči nebankovním subjektům, které jsou splatné nejvýše do 2 let.

V praxi pak ale není nezbytně nutné, aby v každém okamžiku banka držela na daném účtu požadovaný objem rezerv. Dokonce může dojít i k situaci, kdy je zůstatek prostředků na tomto účtu roven nule. Nástroj povinných minimálních rezerv je totiž

uplatňován pomocí **průměrování**. Banka tak musí zajistit, aby se denní zůstatek na tomto účtu rovnal v průměru za určité udržovací období minimálním rezervám, které byly povinně stanoveny na dané udržovací období. Udržovacím obdobím máme v tomto případě na mysli přibližně 1 měsíc počínající prvním čtvrtkem v měsíci a končící ve středu před prvním čtvrtkem v následujícím měsíci.

Až do roku 2001 nebyly povinné minimální rezervy nijak úročeny. Avšak s platností od 12. 7. 2001 je pro jejich úročení používána dvoutýdenní repo sazba.

Skutečnost, že Česká národní banka s výší PMR během posledních 17 let nijak neoperovala, dokazuje, že se aktuálně nejedná o nijak zvláště využívaný měnový nástroj. Prakticky jsou povinné rezervy využívány spíše jako určité zásoby, díky kterých je zaručen hladký průběh mezibankovního platebního styku.

V současné době se tedy hodnota povinných minimálních rezerv České národní banky ve výši 2 % rovná jejich hodnotě stanovené také Evropskou centrální bankou. Většinou ale banky na svých účtech udržují dokonce větší objem prostředků, které jsou pak označovány za dobrovolné minimální rezervy.

Ve chvíli, kdy došlo k jejich snížení právě na 2 %, se centrální banka musela ujistit, že nedojde k ohrožení využití tohoto nástroje jako rezervy, která zabezpečuje hladký průběh mezibankovního platebního styku. Proto byla zavedena tzv. kolateralizovaná vnitrodenní úvěrová facilitu, která je tudíž bankám poskytována výměnou za cenné papíry. A tak v případě, že nastane okamžik, ve kterém banka nevlastní na svém účtu platebního styku dostatek peněžních prostředků, jí Česká národní banka poskytne vnitrodenní úvěr právě z toho důvodu, aby banka byla schopna plynule provádět platby. Tento úvěr je poskytován za 0 % sazbu. Pokud však není včas splacen, automaticky se změní v marginální zápůjční facilitu, která je již úročena lombardní sazbou.⁵¹

4.6 Uplatňování kurzových intervencí

Skutečností, že Česká národní banka přistoupila v posledních letech k opatření v podobě devalvace české koruny, si všiml zřejmě každý. Proč ale centrální banka zvolila tento krok? Odpověď je jednoduchá. Jde o snahu banky předejít deflačnímu riziku a splnit

⁵¹ Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-04-05]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#operace

tedy inflační cíl 2 %. V letech 2012-2013 procházela česká ekonomika výraznou recesí, došlo k růstu nezaměstnanosti a ke snížení příjmů domácností, tedy i k poklesu jejich spotřeby, a ze stran firem ke snížení ziskovosti a objemu investic. Bylo tedy třeba najít způsob, jakým bude možné dostat ekonomiku z této nepříjemné situace ven.

Díky kurzovým intervencím v minulých letech došlo také ke zvýšení ziskovosti samotné České národní banky, ačkoliv maximalizace jejího zisku nebyla účelem použití tohoto nástroje. Hlavním cílem centrální banky České republiky je stále udržování cenové stability a má vždy přednost před případnými důsledky zákroků centrální banky do hospodářského výsledku banky.

Cílem je tedy dosáhnout stabilní situace, kdy banka bude schopna vrátit se zpět k nástroji v podobě úrokových sazeb. Navíc, použití tohoto nástroje doporučila také hodnotící mise Mezinárodního měnového fondu a díky devalvaci koruny byla česká ekonomika schopna překonat nejdelší recesi od doby vzniku samostatné České republiky. ČNB tak jedná o měnových otázkách na pravidelných zasedáních, která se konají osmkrát ročně.

Konkrétně tedy dne 7. listopadu roku 2013 rozhodla o změně využívání nástrojů měnové politiky a byly tak zahájeny kurzové intervence. Již v roce 2012 bylo učiněno rozhodnutí, že v případě nedostatečné účinnosti snížení úrokových sazeb na nulovou spodní hranici bude dalším použitým měnovým nástrojem právě kurz české koruny.

Česká národní banka tak zasahuje do vývoje kurzu takovým způsobem, aby se kurz pohyboval na hranici 27 CZK/EUR a koruna dále nezískávala na hodnotě. Tomuto posílení předchází ČNB prostřednictvím neomezených kurzových intervencí v podobě prodeje koruny a nákupu zahraničních měn. „*Ve svém posledním prohlášení (31. 3. 2016) bankovní rada konstatovala, že Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017.*“⁵² Pokud dojde ke stavu, kdy se nedá hovořit o kurzu poblíž hladiny 27 CZK/EUR, obchodníci ze Sekce bankovních obchodů ČNB mohou dle potřeby nakupovat za českou korunu zahraniční měny, čímž automaticky zabraňují posílení domácí měny. Vzhledem k faktu, že ČNB má oprávnění vydávat koruny v papírové i elektronické podobě, jsou její možnosti z hlediska kurzových

⁵² Měnový kurz jako nástroj měnové politiky - nejčastější otázky a odpovědi. In: *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-04-07]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menov_e_politiky.html

intervencí neomezené. Konkrétně však neposkytuje veřejnosti informaci, jaká hodnota už pro banku není akceptovatelná jako „poblíž hladiny 27 CZK/EUR“.

Kdy se tedy dá předpokládat, že centrální banka upustí od užívání kurzu koruny jako měnového nástroje? Takováto chvíle nastane v okamžiku, kdy bude nutné zpřísnit měnovou politiku k dosažení inflačního cíle ukončením kurzových intervencí a zvýšením úrokových sazeb.

Intervence pak ovšem ale také ovlivní kurz koruny vůči ostatním měnám v návaznosti na kurz samotného eura vůči dalším zahraničním měnám.

Česká národní banka může v případě dalších deflačních nátlaků přistoupit ke změně kurzového závazku. Deflace totiž může velmi negativně ovlivnit poptávku v domácí ekonomice.

Oslabení koruny tak vedlo ke zvýšení cenové hladiny v české ekonomice a zvyšují se také ceny dovozu. Může tak být tedy snížena koupěschopnost domácností dovážených produktů z důvodu jejich zvýšených cen. Z toho důvodu se zvýší poptávka domácností po domácích produktech, tedy zbožích i službách. Nízké úrokové sazby pak poptávku ze strany domácností samozřejmě podporují.

Oslabený kurz koruny pak ale podpoří český vývoz. Domácí podniky tak získávají vyšší konkurenceschopnost a samozřejmě ziskovost, díky čemuž roste také objem investic. Je tak zvýšena také i výroba podniků, která souvisí se zvyšující se zaměstnaností a v neposlední řadě také se zvýšením mezd. Díky těmto faktorům se dále zvyšuje poptávka domácností, protože roste jejich kupní síla.

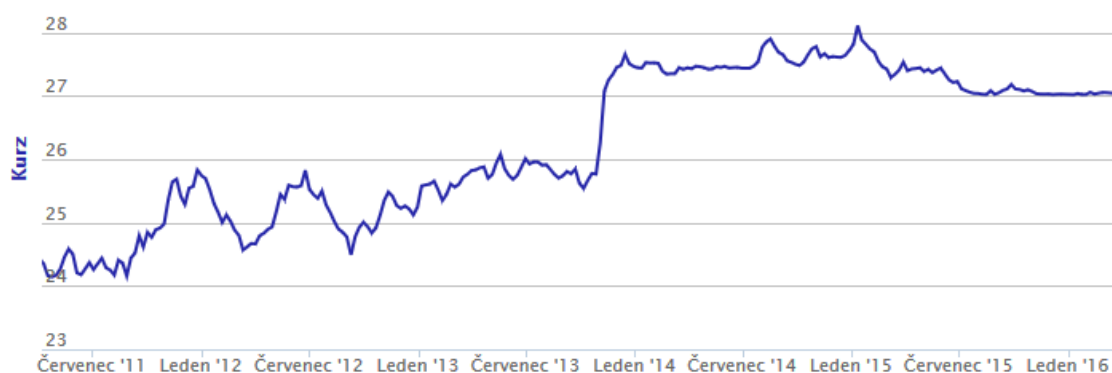
Česká národní banka tak měla oprávněný důvod přistoupit k oslabení koruny a k uvolnění měnové politiky. Pokud by naopak došlo ke zpřísnění měnové politiky, očekávali bychom další vlnu recese a není také vyloučen stav deflace, tedy jinými slovy stav setrvalého poklesu cenové hladiny.

Ačkoliv se může zdát, že např. pro domácnosti by byl tento jev spíše výhodným, ve skutečnosti je tomu právě naopak. Centrální banky se vždy snaží takovému stavu předejít. Pokud spotřebitelé totiž očekávají, že se v nejbližší době budou ceny snižovat, odloží nákup statků na později, čímž se posouvá poptávka. Z toho vyplývá, že jestliže se snižuje poptávka, podniky samozřejmě snižují svou výrobu, v důsledku hromadného propouštění zaměstnanců se zvyšuje nezaměstnanost a snižují se také mzdy.

Proto bylo uvolnění měnové politiky na místě, přináší totiž samozřejmě výhodné podmínky také pro občany České republiky, kteří díky pomínutí recese mohou pravděpodobněji získat zaměstnání a poté si jej také udržet.

Pro konkrétní představu zásahu centrální banky se podívejme na následující obrázek č. 3 zobrazující graf vývoje měnového kurzu v posledních 5 letech, ve kterém můžeme jasně pozorovat počátek využití kurzových intervencí jako měnového nástroje v roce 2013. Až do počátku tohoto období pozorujeme silnější domácí měnu, která se v roce 2011 pohybuje dokonce kolem hodnoty 24 CZK/EUR. Po započetí kurzových intervencí je zřejmá devalvace koruny, jejíž kurz vůči euru se přibližuje až k 28 CZK/EUR. Nejslabší kurz je pak vyhlášen dne 12. ledna 2015 s hodnotou 28,112 CZK/EUR.

Obrázek č. 3: Vývoj devizových kurzů



Zdroj: Vývoj kurzu EUR/CZK v posledních 5 letech. In: *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-04-07]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/grafy_form.jsp

Shrneme-li danou situaci, můžeme konstatovat, že i přes pochybnosti veřejnosti si je Česká národní banka správností svého rozhodnutí jistá. Bankovní rada nepochybuje o tom, že dopady kurzových intervencí budou dlouhodobé a ekonomika bude tedy schopna dosáhnout opět svého inflačního cíle. Víme totiž, že možnosti, které banka má pro zasahování do vývoje měnového kurzu, jsou zcela neomezené, a to díky skutečnosti, že právě ona centrální banka má právo vydávat koruny v jakékoliv podobě. Může proto nakoupit zahraniční měny za neomezené množství českých korun. Aktuální kurz české koruny vůči euru vyhlášený Českou národní bankou dne 8. 4. 2016 činí 27,020. Splňuje tedy svůj kurzový závazek.⁵³

⁵³ *Česká národní banka* [online]. 2016 [cit. 2016-04-11]. Dostupné z: www.cnb.cz

Závěr

V této bakalářské práci jsem provedla analýzu způsobů využívání nástrojů měnové politiky České národní banky, jejich uplatňování v posledních letech a také v době měnové krize v roce 1997. Analýza byla provedena s předpokladem vysoké úrovně nezávislosti rozhodnutí centrální banky České republiky na vládě státu. Ekonomika se tak vyhýbá riziku v podobě důsledků expanzivní vládní politiky, kterými mám na mysli vyšší emisi peněz a následný růst inflace. Bylo by tak znemožněno dodržování inflačního cíle, vzhledem k aktuálně využívanému měnovému režimu, kterým je po většinu existence samostatné instituce ČNB právě režim cílování inflace.

Z mé deskripce samotné monetární politiky vyplývá, že ČNB utváří svá rozhodnutí na základě zhodnocení určitých makroekonomických prognóz. Dle závěru, ke kterému banka posléze dochází, přistupuje k vhodným úpravám způsobu využití hlavních měnových nástrojů, které má banka k dispozici. Mezi takovéto nástroje dnes patří především operace na volném trhu a nově také kurzové intervence, o kterých můžeme uvažovat jako o aktuálně nejvíce využívaném nástroji. Banka pak tato rozhodnutí provádí způsobem, který podle jejího uvážení povede ke splnění hlavního cíle České národní banky. Dle Ústavy České republiky je jím cenová stabilita.

Práce se také věnuje období měnové krize a spekulálních útoků na českou korunu v 90. letech, kdy ČNB došla k závěru, že zvolený režim měnové politiky, tedy v té době režim fixního kurzu, není příliš efektivní. Změně měnového režimu předcházelo rozšíření flukтуаčního pásma kurzu z $\pm 0,5\%$ na $\pm 7,5\%$, v reakci na stále rostoucí tlak na zhodnocení koruny a nutnost preference jednoho z hlavních cílů měnové oblasti. Domácí nabídka byla však poněkud neuspokojující vzhledem k rostoucí poptávce, která měla za následek také růst dovozu ze zahraničí, tedy příliv kapitálu a růst inflace. V analýze dále pozorujeme snahu banky pozitivně ovlivnit situaci pomocí velmi výrazného a náhlého zvýšení dvoutýdenní repo sazby (39 % p. a.), diskontní (13 % p. a.) a lombardní sazby (50 %), které tehdy dosahují svého historického maxima. Při takovémto zásahu centrální banky v podobě zvýšení úrokových sazeb mluvíme o **restriktivní monetární politice**, kterou banka v období měnové krize správně zvolila právě za účelem potlačení nadměrného nárůstu inflace, který by vedl k výkyvům cenové stability. V roce 1997 pak také přechází k tzv. floatingu, tedy k plovoucímu měnovému kurzu. Do této doby udržovala kurz fixní.

Z mého úhlu pohledu je možné uvést, že však bylo na místě přejít k floatingu dříve. Nicméně, banka před vypuknutím měnové krize stále v roce 1996 setrvala u kurzu fixního a namísto přistoupení k zásadnímu kroku v podobě změny typu kurzu banka zvolila právě rozšíření fluktuačního pásma a již zmíněnou restriktivní měnovou politiku. I přes realizované kroky byla nakonec banka nucena přistoupit ke změně měnového režimu. V závěru roku 1997 pak česká ekonomika přechází k režimu cílování inflace a zároveň byl stanoven inflační cíl.

Poslední vyhlášený inflační cíl činí 2 % s tolerančním pásmem ± 1 %. Aktuální hodnota se ale nachází pod dolní hranicí tolerančního pásma. Vzhledem ke skutečnosti, že hodnota inflace v posledních letech dosahuje poměrně nízkých úrovní, tedy konkrétně v březnu tohoto roku činila 0,3 %, banka zvolila jako další krok zavedení expanzivní měnové politiky. Informace o současné míře inflace jsou všeobecně přístupné po zveřejnění samotnou Českou národní bankou.

Dlouhodobě nízká úroveň míry inflace totiž pro českou ekonomiku představuje významné deflační riziko, kterým rozumíme možné snížení cenové hladiny. Je tedy právě opakem inflace. Nyní by spotřebitel jako ekonomický subjekt, např. domácnost, mohl vznést námitku: „Snížení cen produktů je přeci pro mě výhodné. Proč se tedy centrální banka snaží této skutečnosti předejít?“ Deflace má totiž přínos pro domácnost pouze zdánlivě, ačkoliv je o této mylné informaci přesvědčeno nemálo ekonomických subjektů. Pokud je tedy ekonomika vystavena dlouhodobé deflaci, pokles cen výrobků samozřejmě vede také k nižším tržbám podniků. Proto jsou podnikatelé nuceni snižovat náklady a s nimi i související stav zaměstnanců či mzdy. Díky tomuto negativnímu důsledku se ovšem sníží i platební schopnost domácností a s ní i poptávka po zboží a službách, kvůli čemuž je nutné další snížení cen a v důsledku nastává další pokles ziskovosti podniků i objemu investic. Centrální banka by tak jen stěží byla schopna dosahovat svého hlavního cíle, tedy cenové stability.

Z důvodů přetrvávající recese v české ekonomice se ČNB v roce 2013 rozhodla nově kromě obvyklých úrokových sazeb využít také své možnosti zahájit kurzové intervence. Úrokové sazby se od této doby udržují na tzv. technické nule a dosahují tak svého historického minima. ČNB v roce 2012 rozhodla o budoucím zavedení kurzových intervencí v případě nedostatečné účinnosti snížení úrokových sazeb. Osobně považuji tento krok ČNB za velmi odvážný, vzhledem k faktu, že se jedná o donedávna nepřilíš

aktivně využívaný měnový nástroj, a navíc vzbudil na veřejnosti řadu pochybností a diskuzí na dané téma. Česká ekonomika totiž v letech 2012-2013 dále procházela recesí i přes klasické zavedení změny úrokových sazeb jako měnového nástroje. Myslím si, že bylo jistě na místě přistoupit k využití i jiné možnosti a zajistit tak zlepšení vývoje dané situace.

Česká národní banka zasahuje do vývoje kurzu tak, aby se pohyboval na hranici 27 CZK/EUR. V případě hrozícího posílení domácí měny obchodníci ze Sekce bankovních obchodů ČNB dle uvážení nakupují za českou korunu zahraniční měny. Z analýzy vyplývá, že vzhledem k emisnímu právu banky jsou možnosti týkající se těchto intervencí neomezené. Zároveň také může dle potřeby měnit kurzový závazek. Čeho tedy pomocí zavedení tohoto nástroje centrální banka dosáhla? Zcela jistě překonala nejdelší recesi v době existence samostatné ČNB a pomohla oživit ekonomickou aktivitu. Oslabení koruny vedlo ke zvýšení cenové hladiny v domácí ekonomice a zvýšily se ceny dovozu, díky čemuž se zvyšuje poptávka domácností po produktech domácích. Podporován je na druhé straně český export. Je totiž zvýšena konkurenceschopnost i ziskovost domácích podniků a roste tak objem investic a výroby a s ní související mzdy a zaměstnanost. Díky rostoucí kupní síle domácností se dále zvyšuje jejich poptávka.

Navíc ČNB také stále aktivně využívá k ovlivňování celkového množství peněz v oběhu operace na volném trhu, tedy zejména repo operace. Změnami hodnoty 2T repo sazby má také banka možnost provádět restriktivní či expanzivní měnovou politiku dle potřeby. Na druhou stranu, využití např. povinných minimálních rezerv již není tak významné, banka totiž jejich míru po dlouhou dobu nemění. ČNB v současné době nenabízí obchodním bankám možnost poskytnutí diskontního úvěru.

Na základě provedené analýzy bych ráda uvedla, že monetární politika ČNB se jeví jako pozitivní. K oživení ekonomiky tak kromě např. zahraničních vlivů z jisté části přispěl i přístup centrální banky. Aktuálně má tedy Česká národní banka snahu dále pomocí zvolených kurzových intervencí opět dosáhnout svého inflačního cíle a navrátit se k dříve běžně využívanému měnovému nástroji v podobě úrokových sazeb.

Na závěr bych ráda uvedla citát anglického ekonoma a ve své době guvernéra centrální banky Velké Británie – J. M. Keynesa, který s elegancí vyjádřil skryté kouzlo neodmyslitelné součásti ekonomie: „*Důležitost peněz plyne z toho, že jsou propojením mezi současností a budoucností.*“

Résumé

The objective of the thesis is to analyse the use of the main monetary policy instruments of Czech National Bank, which creates an essential part of the management of every advanced economy.

In the first part of this thesis, I cover the general signs of the Czech National Bank, the monetary policy in the Czech Republic and the most important kinds of monetary tools - through their use and changes the Central Bank is able to achieve its main goal – monetary stability.

In the second part, I cover the specific use of these tools in the case of the Czech National Bank, mainly in the years of the monetary crisis in 1997 and in the current years, when the Czech National Bank began to use also the exchange rate intervention, and the devaluation of the Czech Crown occurred, by which the Central Bank overcame another deflationary risk.

Based on this analysis, we are able to assess the monetary politics of the Czech National Bank as successful. So, partly, thanks to the introducing of the exchange rate intervention, besides the export influence and other essential factors, the Czech economy was brought back to life, from being in a recession for a long time. Furthermore, the central bank is convinced that this measure will have a long lasting effect and it will be able to achieve its inflationary goal again.

Seznam použitých pramenů a literatury

Literatura

1. REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7
2. REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-279-6
3. MERVART, Josef. *České banky v kontextu světového vývoje*. Praha: Nakladatelství Lidové noviny, 1998. Ekonomie a společenské vědy. ISBN 80-7106-236-7
4. BAŽANTOVÁ, Ilona. *Centrální bankovníctví v české historii po současnost: institucionální pohled*. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2005. Studie (Národohospodářský ústav Josefa Hlávky). ISBN 80-86729-19-2
5. POSPÍŠIL, Richard. *Bankovníctví pro právníky*. 1. vyd. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2004. ISBN 80-244-0906-2
6. POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. Vyd. 1. V Praze: C.H. Beck, 2009. Beckovy ekonomické učebnice, str. 69. ISBN 978-80-7400-152-9
7. JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce, str. 15. ISBN 978-80-247-4516-9
8. PAVLÁT, Vladislav. *Centrální bankovníctví*. 1. vyd. Praha: Eupress, 2004. ISBN 80-86754-29-4
9. DVOŘÁK, Petr. *Bankovníctví pro bankéře a klienty*. Praha: Linde, 2005. Vysokoškolská učebnice (Linde). ISBN 80-7201-515-X

Internetové zdroje

1. *Česká národní banka* [online]. Dostupné z: www.cnb.cz
2. *Historie ČNB* [online]. Dostupné také z: www.historie.cnb.cz/cs/
3. Centrální banka Lucemburska. *Homo Economicus* [online]. 2014 [cit. 2016-04-10]. Dostupné z: http://homoeconomicus.cz/Bankovnictvi/Centralni_banky/Clanky/Clanky.php?clane k=Centralni_bank_a_lucemburska

4. Úrokové sazby ČNB - změny v uplynulém roce, očekávání pro rok 2013. In: *Banky.cz* [online]. 2013 [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: <http://www.banky.cz/urokove-sazby-cnb-zmeny-ocekavani-2013>

Právní předpisy

1. Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů
2. § 91 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu

Seznam zkratek

ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
CB	Centrální banka
PMR	Povinné minimální rezervy
HDP	Hrubý domácí produkt
Kč	Koruna česká

Seznam obrázků, grafů, schémat

Obrázky

Obrázek č. 1: Průměrná roční míra inflace

Obrázek č. 2: Repo tendry

Obrázek č. 3: Vývoj devizových kurzů

Grafy

Graf č. 1: Vývoj 2T repo sazby ČNB

Graf č. 2: Vývoj diskontní sazby ČNB

Graf č. 3: Vývoj lombardní sazby ČNB