

Univerzita Karlova v Praze

Právnická fakulta

Aktuální vývoj měnové politiky ČNB

Studentská vědecká a odborná činnost

Kategorie: magisterské studium

Autor: Lukáš Hrouda

Konzultant: Ing. Jan Pokorný

2015

VIII. ročník SVOČ

Čestné prohlášení a souhlas s publikací práce

Prohlašuji, že jsem práci předkládanou do VIII. ročníku Studentské vědecké a odborné činnosti (SVOČ) vypracoval samostatně za použití literatury a zdrojů v ní uvedených. Dále prohlašuji, že práce nebyla ani jako celek, ani z podstatné části dříve publikována, obhájena jako součást bakalářské, diplomové, rigorózní nebo jiné studentské kvalifikační práce a nebyla přihlášena do předchozích ročníků SVOČ či jiné soutěže.

Souhlasím s užitím této práce rozšiřováním, rozmnožováním a sdělováním veřejnosti v neomezeném rozsahu pro účely publikace a prezentace PF UK, včetně užití třetími osobami.

V Praze dne 16/4/2015

.....
Lukáš Hrouda

Obsah:

1. Úvod	4
2. Cíle monetární politiky ČNB	5
3. Nástroje monetární politiky	7
3.1 Operace na volném trhu	7
3.1.1 Hlavní měnový nástroj	7
3.1.2 Doplnkový měnový nástroj	8
3.1.3 Nástroje jemného ladění	8
3.2 Automatické nástroje	9
3.2.1 Vkladový nástroj	9
3.2.2 Úvěrový nástroj	9
3.3 Mimořádné nástroje	10
3.4 Povinné minimální rezervy	10
3.5 Devizové intervence	10
4. Využití měnových nástrojů	12
4.1 Aktuální využití měnových nástrojů	12
4.2 Prognózy využití měnových nástrojů	15

5. Dopady monetární politiky ČNB	16
5.1 Dopad úrokové sazby	16
5.2 Dopad devizové intervence	17
6. Hodnocení monetární politiky ČNB	21
7 Závěr	23
Zdroje a literatura	24

1. Úvod

Měnová politika je jednou ze základních hospodářských politik státu. Přesto se o ní běžně nediskutuje ani nepíše tolik, jako o politice fiskální. Dává to smysl; fiskální politiku mohou voliči ovlivnit ve volbách, a také jí více vnímají ve svých životech, například ve formě daní které musí platit, popřípadě podpory, kterou pobírají.

Měnovou politiku občané tolik nepociťují a nemohou ani přímo volit ty, kdo ji tvoří. Začalo se o ni více hovořit až po devizové intervenci z listopadu roku 2013. Intervence si našla svoje odpůrce i zastánce. Myslím si ale, že bez ohledu na jejich názor byla většina z nich tímto krokem překvapena. ČNB totiž tento krok ve svých prognózách nikde předem nezohlednila, pouze na několika místech zmínila, že devizové intervence přicházejí v úvahu. Bylo proto nemožné pro kohokoliv s tímto krokem dopředu počítat. Devizová intervence ovšem nebyla ojedinělým aktem ČNB a byla do velké míry vyvolána vnějšími okolnostmi i měnovou politikou ČNB. Chtěl bych se tedy v této práci věnovat měnové politice jako celku a pokusit se vysvětlit, jakým směrem směřuje.

Chtěl bych se v práci zaměřit na charakter měnové politiky, její nástroje, využití těchto nástrojů a jejich dopad na českou ekonomiku. Rovněž bych chtěl čtenáře seznámit s názory ekonomů a odborníků na onu kontroverzní devizovou intervenci. Ekonomie, přestože hojně využívá matematiku, není exaktní věda a z toho důvodu si netroufnu jednoznačně říci, jestli byl zásah prospěšný, či nikoliv. Raději nastíním jednotlivé názory a posoudím jejich hodnotu.

2. Cíle monetární politiky ČNB

Do 1. 1. 2002 byla jako hlavní cíl České národní banky v Ústavě zakotvena péče o stabilitu měny. Centrální banky se obvykle snaží o cílování měnového kurzu ve snaze dovážet nízkou inflaci z více stabilních zemí. O to se například snaží mnoho zemí Afriky, které mají svoje měny vázány na americký dolar, nebo na euro. Tento cíl může mít opodstatnění, pokud daná země není dostatečně důvěryhodná, je to ale vykoupeno výraznou ztrátou měnověpolitické autonomie. Je zde také větší nebezpečí spekulativního útoku na měnu, jak tomu bylo v případě koruny na konci devadesátých let, kdy v důsledku měnových turbulencí musela koruna opustit režim tzv. kurzového závěsu.

Smyslem změny bylo podle ČNB poskytnout ekonomice nominální kotvu, kterou ztratila vlivem měnových turbulencí. Změna byla podle důvodové zprávy vyvolána i potřebou navodit soulad s ustanovením čl. 105 Smlouvy o založení Evropského společenství, podle něhož je prvořadým cílem evropského systému ústředních bank udržovat cenovou stabilitu^[1]. Přejít k udržování nízké míry cenového růstu namísto udržování stability měny byl umožněn přechodem koruny na plovoucí kurz a změnou politiky ČNB na cílování inflace^[2]. Od roku 2010 je inflační cíl ČNB stanoven na 2%. ČNB nastavila koridor pro cílování inflace o hodnotě jednoho procentního bodu.

[1] Ústavní právo a státověda II. díl, str.1019.

[2] Ještě v roce 2001 byl závazek uchovávat stabilitu měny potvrzen nálezem Ústavního soudu. „Ustanovení § 2 odst. 1 věty první zákona o ČNB stanoví jako hlavní cíl činnosti České národní banky zabezpečení cenové stability, kdežto čl. 98 věta druhá Ústavy ČR jej definuje jako péči o stabilitu měny. Podle navrhovatele jde o dva různé pojmy, přičemž cenová stabilita je pouze jednou ze součástí měnové stability. Zákon však nemůže měnit, resp. zužovat rozsah kompetencí daných právní normou vyšší právní síly - Ústavou ČR.

Základní vymezení cílů České národní banky je uvedeno v Ústavě. V čl. 98 Ústavy ve znění 71/2012 Sb. se uvádí:

„Česká národní banka je ústřední bankou státu. Hlavním cílem její činnosti je péče o cenovou stabilitu; do její činnosti lze zasahovat pouze na základě zákona.

Postavení, působnost a další podrobnosti stanoví zákon.“

Cílování inflace je zakotveno i v zákoně o České národní bance ve znění 135/2014. V § 2 odst. 1 se uvádí:

„Hlavním cílem České národní banky je péče o cenovou stabilitu. Česká národní banka dále pečuje o finanční stabilitu a o bezpečné fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu a obecné hospodářské politiky v Evropské unii se záměrem přispět k dosažení cílů Evropské unie. Česká národní banka jedná v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství.“

3. Nástroje monetární politiky

3.1 Operace na volném trhu

Základní nástroj měnové politiky k usměrňování vývoje krátkodobých úrokových sazeb a měnové báze. Česká národní banka nakupuje a prodává finanční aktiva, například státní pokladniční poukázky, nebo státní dluhopisy, a tím usměrňuje množství peněz v ekonomice.

3.1.1 Hlavní měnový nástroj

Tento nástroj slouží k ovlivnění měnové báze a výše mezibankovních úrokových sazeb. Provádí se ve formě tzv. repo operací (repurchase agreement), kde se jedna strana zaváže, že prodaný cenný papír, který druhé straně slouží jako kolaterát, za určitou předem dohodnutou dobu odkoupí zpět výměnou za jistinu obohacenou o úrok.

V případě, že ČNB potřebuje snížit množství peněz v oběhu, prodá komerční bance cenné papíry a dostane za ně určité množství peněz, které se tím stáhne z oběhu. V případě, že komerční banka potřebuje kapitál a má k dispozici nějaká aktiva, nabídne je k prodeji centrální bance. Komerční banka pak může daný kapitál, který získá z prodeje svých aktiv, rozpůjčovat a tím ho multiplikovat. Cenné papíry se prodávají v repo tendrech, což jsou aukce vyhlašované centrální bankou. Aukce probíhají podle americké aukční procedury^[1]. Centrální banka přednostně přijímá nabídky požadující nejnižší úrokovou míru^[2]. Vzhledem k přebytku likvidity v bankovním sektoru v České republice jsou repo tendry využívány především k odčerpání likvidity, tedy k prodeji cenných papírů Českou národní bankou.

[1] ČNB zveřejňuje oznámení o repo tendrech prostřednictvím informačních agentur a prostřednictvím internetu. V případě technické závady telefonem či faxem. Oznámení obsahuje například směr tendru, tj. jestli je dodávací nebo stahovací a data začátku a konce aukce.

[2] Na přístup k repo tendru nemá banka nárok a ČNB jej může bance v odůvodněných případech bance odmítnout. Například když objem objednaný bankami přesáhne predikovaný přebytek likvidity.

Základní doba těchto kontraktů je stanovena na 14 dní. V závislosti na vývoji likvidity bankovního sektoru ale může být doba ještě kratší. Jelikož je většina repo operací vymezena právě na období dvou týdnů, má úrok z těchto transakcí vysokou výpovědní hodnotu a právě určováním této hodnoty může ČNB ovlivňovat výši mezibankovních úrokových sazeb a množství peněz v ekonomice, a zprostředkovaně i ceny a spotřebu. Tato hodnota je označována jako 2T repo sazba. [3]

Repo tendry jsou vyhlášeny centrální bankou obvykle třikrát týdně. Minimální akceptovatelný objem pro stahovací operace, tedy operace, kterými centrální banka stahuje přebytečnou likviditu, je 300 mil. Kč.

3.1.2 Doplnkový měnový nástroj

Jako vedlejší nástroj pro ovlivňování likvidity využívá Česká národní banka repo operace se splatností tří měsíců. Charakter těchto operací je stejný jako u dvoutýdenních. Úroková míra těchto operací ale není sazbou ČNB, ale sazbou peněžního trhu aktuální v době vypsání tendru, protože ČNB těmito operacemi nechce vysílat na trh signály. V současnosti není tento nástroj využíván.

3.1.3 Nástroje jemného ladění

Používají se zejména jako doladovací operace na neočekávané výkyvy v likviditě trhu. Mají podobu individuálních operací na peněžním trhu, měnovém trhu a trhu cenných papírů. Tyto operace se využívají výjimečně, především jako reakce na nečekané peněžní toky, zejména z daňové oblasti.

[3] 2T Repo sazba slouží k výpočtu referenčních úrokových sazeb PRIBOR (Prague InterBank Offered Rate) a PRIBID (Prague Interbank Bid Rate), což jsou průměrné úrokové sazby, které si mezi sebou nabízejí banky.

3.2 Automatické nástroje

Slouží k jednodennímu ukládání nebo poskytování likvidity přes noc. Úroková míra u nich není určována v tendru, ale stanovením diskontní a lombardní sazby. Tyto dvě sazby vytvářejí koridor, v němž se pohybují krátkodobé sazby, přičemž diskontní sazba představuje dolní hranici a lombardní sazba horní hranici. Diskontní sazba zpravidla bývá procentní bod pod 2T repo sazbou a lombardní sazba procentní bod nad ní, s výjimkou situace kdy je 2T repo sazba pod jedním procentem. Diskontní sazba nemůže být záporná, neboť v mnoha právních předpisech vystupuje jako sankční sazba[4].

Centrální banka může tímto způsobem zvyšovat měnovou bázi a také sloužit bankám jako věřitel poslední instance, když se banka dostane do problémů.

V případě že si komerční banka peníze u centrální banka uloží, jsou úročeny nižší ze dvou sazeb.

3.2.1 Vkladový nástroj

Slouží komerčním bankám k uložení přebytečné likvidity u České národní banky. Banka má na uložení právo, pokud požádá v Odboru korunových a devizových intervencí ČNB nejpozději 15 minut před uzávěrkou. Vklad je úročen diskontní mírou. Minimální objem vkladu je 10 mil. Kč.

3.2.2 Úvěrový nástroj

Slouží komerčním bankám k vypůjčení likvidity^[5] formou repo operace, pokud mají s Českou národní bankou uzavřenou rámcovou repo smlouvu. Banka má na vypůjčení nárok, pokud požádá v Odboru korunových a devizových intervencí ČNB nejpozději 25 minut před uzávěrkou. Vklad je úročen lombardní sazbou. Minimální objem vkladu je 10 mil. Kč.

[4] Například úročení spotřebitelského úvěru při porušení některých podmínek, viz. §8 zákona 145/2010 Sb.

[5] Vzhledem k přebytku likvidity v bankovním sektoru v České republice je tento nástroj bankami využíván jen minimálně.

ČNB je oprávněna dočasně omezit, nebo zcela pozastavit poskytování úvěrů z mimořádných měnově politických důvodů

3.3 Mimořádné nástroje

Byly zavedeny v říjnu 2008 jako reakce na finanční krizi. V současnosti mají podobu dvoutýdenních repo operací, do roku 2011 byly ale i tříměsíční. Slouží výhradně jako možnost komerčních bank k získání dodatečné likvidity.

3.4 Povinné minimální rezervy

Každá banka v České republice a pobočka zahraniční banky musí na svém účtu u ČNB držet určitý objem likvidních prostředků. Prostředky takto uložené jsou od roku 2001 úročeny 2T repo sazbou až do výše předepsaného objemu.

3.5 Devizové intervence

Slouží ke změně kurzu domácí měny vůči cizí měně prodejem nebo nákupem cizí měny za domácí měnu.

4. Využití měnových nástrojů

4.1 Aktuální využití měnových nástrojů

Přestože ekonomická krize, která započala v roce 2008, již v České republice skončila, stále jsou znatelné její dopady. Budu se tedy v této části zabývat jak aktuálním vývojem, tak bych chtěl provést exkurzi do minulosti, která by tento vývoj měla dále objasnit.

Jak jsem již zmínil, hlavním cílem monetární politiky ČNB bylo dříve, tj. mezi lety 1993 a 1997, udržování kurzu koruny. Když byla v roce 1997 puštěna koruna na volný trh, udržování jejího kurzu, především s použitím devizových rezerv, se stalo nemožným. Politika ČNB se tedy začala soustředit na udržování stabilní měnové hladiny, po vzoru západoevropských centrálních bank. Tento závazek byl v roce 2001 potvrzen novelizací ústavy. ČNB od svého závazku udržovat stabilní cenovou hladinu, jako svého hlavního cíle, dosud neupustila^[1]. S platností od ledna 2010 vyhlásila ČNB nový inflační cíl jako meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen ve výši 2 % (s tolerančním pásmem ± 1 %)^[2]

Jak vyplývá z následující tabulky, ve sledovaném období se ČNB ne vždy podařilo plnit inflační cíle. Je ale nutné zmínit, že inflační prostředí bylo poměrně stabilní. ČNB se potýkala spíše s problémem nízké inflace a podle svých prognóz i risku deflace.

tabulka 1 - Inflace v ČR

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
inflace spotřebitelských cen	2,8	6,3	1	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4
inflační cíl	3	3	3	2	2	2	2	2
v inflačním koridoru	ano	ne	ne	ano	ano	ne	ano	ne

Zdroj: Český statistický úřad

[1] Během přechodu na plovoucí kurz se ČNB rozhodla cílovat na vyšší inflaci než nyní, kolem šesti procent, protože ČR měla ve srovnání se zbytkem Evropy velmi nízkou cenovou hladinu, která podle ČNB neodpovídala ekonomické úrovni.

[2] Tento inflační cíl byl přijat v březnu 2007 jako reakce na odsunutí termínu přijetí eura. Předchozí inflační cíl 3% platný od roku 2006, měl platit až do přijetí eura, které se plánovalo na horizont roku 2010.

Od přechodu na plovoucí kurz úroková míra postupně klesala, výjimkou bylo mírné zvýšení kolem roku 2004, kdy se pod vlivem prognóz, které předvíдалy zvyšování inflace, centrální banka rozhodla zvýšit úrokové sazby z 2.00% na 2.50%. Další zvýšení proběhlo během ekonomické krize, kdy se v únoru 2008 dostala až na 3,75%.

Celkový trend 2T repo sazby ale byl, až na výše uvedené výjimky, klesající. V listopadu 2012 se sazba dostala až na úroveň 0,05%, kde zůstala doposud. Tento stav je označován také jako technická nula. Je to výsledek dlouhodobé snahy ČNB působit proti-deflačně a podporovat investice, a tím ekonomiku, která se především v současnosti potýká s pomalým růstem. Jde ostatně o celoevropský trend, který se jiné státy v Evropě pokouší řešit obdobným způsobem^[3].

Tabulka 2 - 2T repo sazba

	2009/02/06	2009/05/11	2009/08/07	2009/12/17	2010/05/07	2012/06/29	2012/10/01	2012/11/02
2T repo sazba	1,75	1,50	1,25	1,00	0,75	0,50	0,25	0,05

Zdroj: ČNB

Diskontní sazba je v současné době na stejné úrovni jako 2T repo sazba a lombardní je na úrovni 0,25. Komerční banky i přes nízké sazby úvěrový nástroj nerady využívají, protože mohou být ostatními bankami považovány za problémové.

Výše povinných minimálních rezerv je již od roku 1999 na úrovni 2% z objemu primárních závazků.

V listopadu 2013 přistoupila ČNB k měnovým intervencím. Tento krok zdůvodňovala především snahou předejít deflaci, se kterou počítali ve svých prognózách. Koruna se tím dostala nad 27 Kč za euro a na této hranici setrvává.

[3] V eurozóně je repo sazba na 0,05%. Některé země mimo eurozónu dokonce přikročili k negativní sazbě, jako Švédsko s -0,25% a Švýcarsko s -1,25%.

ČNB na devizovém trhu za účelem oslabení koruny nakoupila euro za zhruba tři až čtyři miliardy eur^[4]. Tyto operace zapříčinily zvýšení ceny dováženého zboží, čímž se zvýšil indikátor inflace. ČNB si od tohoto zásahu slibuje i zvýšení exportu, což by mělo pomoci pro-exportně orientovaným firmám. Vyšší inflace sice zpravidla sníží výdaje domácností, ČNB ovšem předpokládá, že se občané budou orientovat na domácí výrobky, což zlepší domácí ekonomiku.

[4] Zde se jedná pouze o odhad, konkrétně o odhad Davida Sýkory, měnového obchodníka ČSOB a nejmenovaného obchodníka z Londýna citovaného Reuters. Někteří obchodníci, kteří si nepřáli být jmenováni, odhadují celkové množství až na pět miliard eur. ČNB sama nezveřejnila přesnou hodnotu.

4.2 Prognózy využití měnových nástrojů ČNB

Česká národní banka neplánuje v budoucnu měnit úrokové sazby a ponechá je tedy na technické nule, a to alespoň do konce roku 2016. Důvodem je předpokládaný pomalý ekonomický růst a snaha ČNB podporovat ekonomiku.

Ke konci roku 2014 se inflace nacházela pod dolní hranicí tolerančního pásma a ČNB se tedy nedařilo plnit svůj inflační cíl. V průběhu roku 2015 by se situace neměla o nic zlepšit. Inflace zůstane na nízkých hodnotách vlivem především nízké ceny pohonných hmot a některých potravin^[5].

Ke konci roku by mělo dojít k mírné deflaci. Nicméně podle očekávání ČNB by se inflace měla dostat do kladných hodnot počátkem roku 2016, a to především vlivem odeznění meziročního propadu cen energetických komodit a deflačních tendencí v eurozóně spolu s pokračujícím proinflačním působením domácí ekonomiky^[6]. To je důležité zejména z toho důvodu, že si ČNB vyhrazuje právo používat měnové intervence až do druhého pololetí roku 2016. Počátek roku 2016 představuje horizont měnové politiky, kdy se plně projeví působení měnověpolitických nástrojů.

ČNB plánuje zasahovat do kurzu koruny vůči euru pouze asymetricky k jeho oslabení, z důvodu nízké očekávané inflace. Jeho úroveň tedy neklesne pod 27 korun za euro. Podle prohlášení bankovní rady je ČNB i nadále připravena provádět časově i objemově neomezené intervence, a to automaticky, tj. bez dalšího rozhodnutí bankovní rady.

[5] Tento vývoj je způsoben především klesajícími cenami energií a ruským embargem na dovoz některých potravin, což nutí výrobce a pěstitele zlevňovat.

[6] Zde se jedná o inflační očekávání podle prognózy ČNB

5. Dopady monetární politiky ČNB

5.1 Dopad úrokové sazby

Jak jsem již zmínil, ČNB v současnosti udržuje úrokové sazby pro dvoutýdenní repo operace na technické nule. Nízké úrokové sazby mají vliv na růst investic, protože podnikatelé mohou využít levnějších půjček k firemním investicím. Investice tak mají díky nižší ceně větší návratnost. Zároveň to má pozitivní dopad na trh dražšího spotřebního zboží, především na předměty dlouhodobé spotřeby, jako domy a auta, které si domácnosti často kupují na dluh.

Když se ovšem podíváme na tabulku č. 3, je zřejmé, že zde žádný růst prodeje zboží dlouhodobé spotřeby není. Naopak je zde vidět setrvalý pokles od vypuknutí finanční krize v roce 2008. To souvisí s růstem úspor domácností ve stejném sledovaném období, kde v reakci na ekonomickou krizi začali domácnosti více spořit. To naznačuje určitý pesimismus domácností vzhledem k ekonomické situaci v zemi. Od svého minima v roce 2007 se úspory domácností dostaly nad deset procent disponibilního příjmu.

Tabulka 3 – Roční výdaje na zboží dlouhodobé spotřeby

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
výdaje na zboží dlouhodobé spotřeby v mil. [2]	160527	171232	163002	163347	165773	160857	157409	169217
úroková míra [1]	2,50	3,50	2,25	1,00	0,75	0,75	0,05	0,05

Zdroj: Český statistický úřad

Tabulka 4 – Míra úspor domácností

	01/2007	04/2007	07/2007	01/2008	01/2009	01/2010	01/2011	01/2012	04/2012
míra úspor – rodinné účty	4,5	1,6	7,6	8,9	8,9	8,5	9,8	10,9	10,5

Zdroj: ČNB

[1] Pro úrokovou míru obsaženou v tabulce jsem vložil údaje k začátku roku, protože trh reaguje na měnověpolitické zásahy se zpožděním. Podle odhadů ČNB mají změny úrokových sazeb nejvýraznější dopad na inflaci v období zhruba 12–18 měsíců.

[2] Data zde uvedená jsou za celý rok a jsou v běžných cenách.

ČNB se tedy nízkými úrokovými sazbami spíše snaží korigovat pokles výkonnosti ekonomiky, než aby podporovala její vzestup

Je nutno podotknout, že byl zaznamenán o něco dynamičtější vývoj u výdajů na zboží krátkodobé spotřeby a služby. Za zboží krátkodobé spotřeby v roce 2008 utratili Češi 755 015 miliónů korun a v roce 2013 to bylo 869 998 miliónů, což očištěno o inflaci představuje 795 094 miliónů. Za služby v roce 2008 utratili Češi 894 325 mil. Kč a o pět let později 931 176 mil. Kč, což očištěno o inflaci představuje 851 005 mil. Kč^[3]. Celkové výdaje se ve stejném období dostaly z 1 964 007 miliónů na 2 084 706, což očištěno o inflaci představuje 1 905 219 miliónů Kč. Celkové výdaje domácností tedy v období mezi lety 2008 a 2013 reálně klesly, zejména následkem snížení výdajů na zboží dlouhodobé spotřeby^[4].

5.2 Dopad devizové intervence

S tímto poklesem do určité míry souvisí i měnové intervence z listopadu roku 2013. ČNB deklarovala, že se jimi snažila podpořit domácí poptávku a pro-exportně orientované podniky. Toto rozhodnutí vyvolalo ve veřejnosti velké emoce, především proto, že to byl nečekaný zásah do financí mnoha domácností a podniků. Jsou zde jak odpůrci, tak i příznivci intervence. Pokusím se zde tedy nastínit názory obou stran a doplním je o fakta, na která se ve svých tvrzení odvolávají.

[3] údaje jsou očištěny o celkovou inflaci, ne o inflaci, která se týká pouze určitého typu zboží rozděleného podle trvanlivosti. Výsledky jsou proto pouze orientační.

[4] V této části se věnuji vlivu úrokových sazeb, nebral jsem tedy v úvahu rok 2014, kde by měl být znatelný projev měnových intervencí.

Mezi příznivce patří především samotná Česká národní banka. Viceguvernér ČNB Mojmir Hampl označil stav před intervencí za velmi neutěšený. S tím se dá souhlasit, alespoň co se týče ekonomického růstu, v jehož souvislosti tato slova použil. Během roku 2012 a počátkem roku 2013 se Česko potýkalo s recesí. Recese sice nebyla tak hluboká jako v roce 2009, byla ale o něco delší; trvala sedm čtvrtletí, což z ní dělá nejdelší recesi v novodobé historii Českého státu. Pan Hampl zejména vyzdvihl, že česká ekonomika postoupila z poslední třetiny zemí EU do první třetiny zemí EU. Následující tabulka by sice spíše naznačovala, že takový vzestup byl více zapříčiněn horšími hospodářskými výsledky zemí EU, nežli vývojem v ČR, i tak to lze ale považovat za pozitivní zprávu, zejména pro ekonomiku, která je stále označována jako konvergující.

Tabulka 5 – Růst HDP

	I/13	II/13	III/13	IV/13	I/14	II/14	III/14
mezičtvrtletní růst HDP [5]	-0,8	0,5	0,4	1,1	0,6	0,2	0,4

Zdroj: ČNB

Dalším zastáncem intervencí je Jiří Rusnok, který je od března 2014 členem bankovní rady. Vyzdvihuje především konkurenční výhodu, kterou by intervence měla dát českým vývozcům. České výrobky se vlivem snížení kurzu koruny staly v zahraničí levnějšími.

Tabulka 6 – Český export

	III/13	IV/13	I/14	II/14	III/14	IV/14
Vývoz [6]	801866	844221	890325	891698	901419	936127

Zdroj: Český statistický úřad

[5] Data zde uvedená jsou ve stálých cenách

[6] Sezónně očištěná data

Vývoz českých výrobků od měnové intervence skutečně vzrostl. Od třetího čtvrtletí roku 2013, tedy od období před začátkem měnové intervence, do konce roku 2014 vzrostl export o sedmnáct procent. Dovoz ovšem za stejné období vzrostl o šestnáct procent, což je jen malý rozdíl. Zvýšená cena zahraničního zboží ale měla českému dovozci uškodit, přinejmenším by měl vykazovat znatelně horší čísla, než Českou národní bankou zvýhodněný vývozce. Pokud vezmeme v úvahu nejnovější data z února 2015 a srovnáme je s daty z listopadu 2013, zjistíme, že obojí vzrostlo o shodných třináct procent. Pokud tedy byl český export zvýhodněn, bylo to jen velmi málo^[7].

K tomu bych připojil i názor Karla Havlíčka, předsedy představenstva Asociace malých a středních podniků a živnostníků ČR, který v listopadu 2013 odhadoval, že zásah ČNB zřejmě podpoří export, a to zejména v krátkodobém horizontu. Čísla by momentálně ukazovala na to, že se tato předpověď nevyplní. Na definitivní potvrzení nebo vyvrácení názorů Jiřího Rusnoka a Karla Havlíčka bude třeba dle mého názoru ještě zhruba dva roky počkat. Efekt měnověpolitických nástrojů se podle ČNB projeví v horizontu dvanácti až osmnácti měsíců a za krátkodobý horizont se v ekonomice obvykle považuje období jednoho až tří let.

Mezi odpůrce patří například europoslanec Petr Mach, který poukazoval především na to, že k investicím a vyšší spotřebě domácností je zapotřebí stabilní ekonomika. Zdražení zboží nepřiměje domácnosti více nakupovat, protože si podle jeho slov už dnes lidé sotva vyjdou s penězi. Pokud se ale ještě jednou podíváme na tabulku č 3, výdaje na zboží dlouhodobé spotřeby v roce 2014 stouply. Celková spotřeba z roku 2013 do roku 2014 stoupla o 38410 mil. korun z 2084706 mil. Kč na 2123116 mil. Kč^[7]. To představuje růst i po započtení inflace.

Další odpůrce intervence je bývalý prezident Václav Klaus, který růst HDP vysvětluje především oživením v Německu a tím, že česká ekonomika už začínala nabírat dech. Tím by se situace vysvětlit dala, především proto, že růst v Německu se od začátku roku 2013 držel nad jedním procentem. Byl tedy dokonce soustavně vyšší než v České republice.

[7] Údaje pochází z Českého statistického úřadu

Negativně se k intervencím vyjádřil i Jan Urban, docent na Právnické fakultě UK, který deflaci vnímá jako průvodní jev krizí, nikoliv jako jejich příčinu. Poukazuje především na úskalí výpočtu inflace, kde některé zboží ve spotřebním koši, jako moderní elektronická zařízení, má proměnnou hodnotu. Inflace je tedy následek technologického rozvoje a rostoucí průmyslové aktivity. V dřívějších dobách, tedy před technologickou revolucí, byla deflace poměrně přirozený jev a proto jsou podle jeho názoru obavy ČNB z deflace zbytečné.

Dále se k intervenci vyjádřil podnikatel Miroslav Dvořák, předseda Jihočeské hospodářské komory, z jehož pohledu intervence neměla vliv žádný. Poukazuje na to, že zahraniční odběratelé často mají informace o kurzu koruny vůči jejich měně, a mohou proto požadovat slevu z ceny, a také že je spousta cen vázaných kurzovými doložkami. Tyto argumenty jsou konstantní s daty o vývozu a dovozu, podle kterých se vývozu dařilo skoro stejně jako dovozu.

Podle průzkumu z března 2014 hodnotí intervenci jako pozitivní pouze 16 procent podniků. 40 procent se ale intervencí cítí poškozeni. Intervence je asymetricky vychvalována především velkými podniky, menší firmy a živnostníci ji naopak hodnotí negativně. Problém představuje především pro firmy, které dováží vstupy do výroby ze zahraničí, což se týká zejména firem podnikajícím ve stavebnictví^[8].

[8] Průzkumu se zúčastnilo 580 zástupců podniků a živnostníků z řad členů Hospodářské komory

6. Hodnocení monetární politiky ČNB

Vývoj měnové politiky ČNB je ovlivněn především hospodářskou situací u nás i v Evropě. Již se delší dobu potýkáme s pomalým růstem a monetární politika na to musí reagovat. Po vzoru západoevropských bank na to ČNB reaguje nízkou úrokovou sazbou. Tento přístup znamená, že pokud chce centrální banka působit proti-deflačně, nemá již k dispozici tento nástroj, alespoň pokud tedy nechce použít záporné úrokové sazby a požadovat po komerčních bankách méně, než kolik si půjčily.

V této situaci se ČNB rozhodla k intervencím na devizovém trhu. Pomohlo to sice udržet indikátor inflace blíže ke stanovenému cíli, nicméně na ekonomiku to mělo rozporuplný efekt. Na čisté vývozce, nebo na firmy, které dovážejí jen málo vstupů do výroby, to zajisté mělo efekt pozitivní. Především na velké firmy, které mají lepší možnosti rozšiřovat výrobu a získávat odběratele. Sami zástupci takových firem to tak hodnotí.

Je zde ovšem otázka, jestli zvýhodnění vývozců nesníží tlak na jejich efektivitu, což by mohlo ekonomiku z dlouhodobého hlediska poškodit. Je možné, že neefektivní firmy, které by jinak zanikly, budou dále pokračovat v podnikání. Zde ale záleží na tom, co budeme považovat za neefektivní firmu. Lze snad amerického zemědělce, který může vyvážet své obilí jen díky státním dotacím, považovat za neefektivního hospodáře? Vedla by si americká ekonomika lépe, kdyby své zemědělství nedotovala? Nechci v této práci otevírat téma vlivu státních subvencí na firemní sektor. Myslím si ale, že by množství odvětví ve vyspělých zemích nemohlo fungovat, kdyby je stát nechal napospas trhu. Efekt na exportně orientované firmy bych tedy vnímal jako pozitivní, i když, jak jsem již dříve demonstroval, byl to efekt velmi malý.

Chtěl bych se tedy na efekt devizových intervencí zaměřit ještě z druhé strany, a to ze strany firem a domácností, které dovážejí, a nebo plánují dovážet zboží ze zahraničí, protože znehodnocením měny samozřejmě dojde ke zdražení dováženého zboží. Pokud si ale připomeneme údaje o spotřebě, které jsem zmiňoval v souvislosti s dopadem monetární politiky ČNB, od roku 2013 do roku 2014 celková spotřeba stoupla. Existují zde názory, že to bylo právě díky intervencím, i názory, že to s nimi nemělo nic společného. Já osobně si

nemyslím že jsou čeští spotřebitelé tak uvědomělí, aby nakupovali podle aktuálního kurzu. Také si nemyslím, že by si firmy, kvůli tomu že ČNB využije měnovopolitický nástroj, začali hledat nové dodavatele. Vzhledem k tomu, že se dovoz od devizové intervence rostl skoro stejně jako vývoz, dá se efekt na spotřebitele zatím hodnotit jako nevýznamný.

Také bych se chtěl zaměřit na to, že devizové intervence měly informační deficit a proběhly bez předchozí veřejné debaty, a nebo alespoň předchozího varování. Zde se nabízí připomenout debaku bývalého předsedy vlády Velké Británie Gordona Browna, který s předstihem informoval veřejnost, že se chystá prodat značnou část státních zásob zlata, celkem 400 tun. Trhy se na situaci samozřejmě připravily a s očekáváním velkého přísunu zlata na trh snížily jeho cenu. Nabízí se tedy otázka, jestli by trhy před plánovaným nákupem eura Českou centrální bankou jeho cenu nezvedli. Česká národní banka by pak na takovém prodeji tratila. Mohli zde samozřejmě být i spekulanti, kteří se o prodeji dozvěděli předem. O jejich případné existenci se ale asi nikdy nedozvíme.

8. Závěr

Česká národní banka má jako hlavní cíl udržování stabilní měnové hladiny v předem určeném inflačním koridoru. Tento cíl se jí od začátku cílování na cenovou stabilitu dařilo spíše minout, než splnit. Je zde ale třeba připomenout, že těch zhruba sedmnáct let bylo pro českou ekonomiku poměrně volatilních. Dokonce i samotný přechod na udržování stabilní cenové hladiny byl vynucen ekonomickou krizí. V roce 2010 si ČNB stanovila svůj inflační cíl 2%, kvůli odsunutí termínu přijetí eura, a ten se od té doby snaží udržet v koridoru mezi 1% a 3% s použitím měnových nástrojů.

Od roku 2008 musela ČNB bojovat se zpomalujícím se ekonomickým růstem a v některých obdobích i s ekonomickou krizí. Z toho důvodu posunula 2T repo sazbu na technickou nulu. To je pro centrální banku velmi omezující, protože pokud se ekonomika vyvíjí negativně, je malý hospodářský růst a inflace se pohybuje nízko nad nulou nebo v záporných hodnotách, nemá už kam sazbu posunout, pokud nechce jít do minusu.

Z tohoto důvodu a ve snaze splnit svůj vytyčený cíl inflace kolem dvou procent se ČNB rozhodla sáhnout po devizových intervencích. V listopadu roku 2013 nakoupila euro na devizovém trhu za zhruba 4 miliardy eur a oslabila tím domácí měnu na kurz 27,5 korun za euro. Zásah měl na ekonomiku i na českou veřejnost rozporuplný efekt. Ekonomika sice vystoupila z krize, nicméně to nemuselo mít nic společného s devizovou intervencí. Ta se mohla pouze svést na vlně rostoucí ekonomiky a sklidit tak zásluhy. Zásah také vyvolal otázky nad tím, jestli je udržování inflace na dvou procentech opravdu nutné.

ČNB každopádně podle svých prognóz se svojí měnovou politikou uspěla a v roce 2016 plánuje inflaci nad jedním procentem. Nezbyvá nám tedy než počkat do roku 2016, jestli se inflace skutečně dostane do cílového koridoru a ČNB bude moci označit svojí měnovou politiku za úspěšnou.

Zdroje a literatura

- Zákon č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky
- Zákon č. 6/1993 Sb., o české národní bance
- Jan Urban, Teorie národního hospodářství, 3. doplněné a rozšířené vydání, 2011
- V. Pavlíček a kol., Ústavní právo a státověda II. díl, 1. úplné vydání, 2011
- J.Jílek, Finance v globální ekonomice II, 2013
- S. Polouček a kol., Bankovníctví, 2006
- Česká národní banka, dokumenty dostupné na: www.cnb.cz
- Český statistický úřad, dokumenty dostupné na: <http://apl.czso.cz/>
- Koruna, ropa a česká ekonomika, Kulatý stůl ČNB v Českých Budějovicích, Youtube [online] kanál uživatele CNBcz, dostupné z: <https://www.youtube.com/watch?v=UWF0p6lC6d0&index=5&list=FLbllT6-PQSEn5uBsUsnvedw>
- Měnověpolitická jednání bankovní rady ČNB, Youtube [online] kanál uživatele CNBcz, dostupné z: <https://www.youtube.com/user/CNBcz/playlists>
- The economic consequences of low interest rates, European central bank, dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp131009.en.html>
- čtk, Singer: Intervence se už projevuje, pomohla, dostupné z: <http://zpravy.e15.cz/domaci/ekonomika/singer-intervence-se-uz-projevuje-pomohla-1067825>
- Jan Urban, Obavy z deflace jsou zbytečné, dostupné z: <http://finmag.penize.cz/ekonomika/296547-obavy-z-deflace-jsou-zbytecne>
- rozhodnutí ústavního soudu, Pl.ÚS 59/2000 z 20.6.2001

- Jan Filáček, Operace ČNB na volném trhu, 2010, dostupné z:
http://wiki.rvp.cz/Kabinet/Ucebni_texty/%C4%8Clov%C4%9Bk_a_spole%C4%8Dnost_-_m%C4%9Bnov%C3%A1_politika/11._Operace_%C4%8CNB_na_voln%C3%A9m_trhu
- Z intervence těží jen 16 procent podniků, dostupné z:
<http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/266018-z-intervence-tezi-jen-16-procent-podniku/>
- Ondřej Tůma, Očima expertů: Měnová intervence ČNB. Komu pomůže a komu ublíží?, dostupné z:
<http://www.penize.cz/makroekonomika/275985-ocima-expertu-menova-intervence-cnb-komu-pomuze-a-komu-ublizi>
- Tereza Holanová, Česká ekonomika by rostla i bez intervence, tvrdí Klaus, dostupné z:
<http://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/ceska-ekonomika-by-rostla-i-bez-intervence-tvrdi-klaus/r~97f42ee4650611e48477002590604f2e/>
- <http://www.cbrates.com/>
- Zákon č. 145/2010 o spotřebitelském úvěru a o změně některých zákonů
- Martin Tesař, ČNB včera nakoupila eura za miliardy. Jak intervence fungují a kdy skončí?, dostupné z:
<http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2486239/cnb-vcera-nakoupila-eura-za-miliardy-jak-intervence-funguji-a-kdy-skonci-komentare.html>
- ČNB: Od intervence uplynul téměř rok. Jaký efekt měla a kdy ji banka hodlá ukončit?, Youtube [online] kanál uživatele Investicniweb, dostupné z:
<https://www.youtube.com/watch?v=BsnOOOQ0ixI&list=FLbIIT6-PQSEn5uBsUsnvedw&index=6>
- Thomas Pascoe, Revealed: why Gordon Brown sold Britain's gold at a knock-down price, dostupné z:
<http://blogs.telegraph.co.uk/finance/thomaspascoe/100018367/revealed-why-gordon-brown-sold-britains-gold-at-a-knock-down-price/>