

Univerzita Palackého v Olomouci
Právnická fakulta

Nick Byrtus

Měnověpolitické nástroje České národní banky a jejich význam

Diplomová práce

Olomouc 2019

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „*Měnověpolitické nástroje České národní banky a jejich význam*“
vypracoval samostatně a citoval všechny použité zdroje.

V Olomouci dne 25. června 2019

.....

Nick Byrtus

Na tomto místě bych rád poděkoval vedoucí mé diplomové práce JUDr. et Mgr. Tat'áně Špírkové, Ph.D. za odborné vedení, trpělivost a pomoc při jejím vypracování.

Obsah

Seznam použitých zkratk	5
Úvod	6
1. Postavení České národní banky	9
1.1 Charakteristika České národní banky	9
1.1.1 Organizace České národní banky	10
1.2 Cíle a úkoly České národní banky	11
1.2.1 Primární cíl České národní banky	11
1.2.2 Další cíle České národní banky	13
1.3 Měnová politika České národní banky	14
1.4 Klasifikace měnověpolitických nástrojů	15
2. Význam měnověpolitických nástrojů ČNB	17
2.1 Operace na volném trhu	17
2.1.1 Průběh a význam operací	17
2.1.2 Analýza významu repo operací ČNB	19
2.1.3 Turbulentní rok 1997	20
2.1.4 Světová finanční krize a její vliv na změny úrokových sazeb	24
2.2 Devizové intervence	29
2.2.1 Aplikace a formy devizových intervencí	29
2.2.2 Oslabení koruny ze strany České národní banky	30
2.2.3 Důvody využití devizových intervencí	32
2.2.4 Výsledky a hodnocení devizových intervencí	35
2.3 Povinné minimální rezervy	37
2.3.1 Důvody existence Povinných minimálních rezerv	39
2.4 Další měnověpolitické nástroje	41
2.4.1 Diskontní nástroje	41
2.4.2 Limity úrokových sazeb	42
2.4.3 Povinné vklady	42
2.4.4 Pravidla likvidity	43
2.4.5 Doporučení, výzva a dohody	43
Závěr	46
Seznam použitých zdrojů	49
Monografie	49
Komentáře	50
Právní předpisy	50
Soudní rozhodnutí	51
Internetové zdroje	51
Důvodové zprávy	52
Ostatní zdroje	52
Abstrakt	54
Abstract	54
Seznam klíčových slov/List of keywords	55

Seznam použitých zkratek

Ústava ČR	Ústavní zákon č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky
OZ	Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, ve znění pozdějších právních předpisů
ObchZ	Zákon č. 90/2012 Sb., zákon o obchodních společnostech a družstvech, ve znění pozdějších právních předpisů
Zákon o ČNB	Zákon č. 6/1993 Sb., zákon České národní rady o České národní bance, ve znění pozdějších právních předpisů
FED	Federální rezervní systém
ECB	Evropská centrální banka

Úvod

Jako téma mé diplomové práce jsem si zvolil „Měnověpolitické nástroje České národní banky a jejich význam“. Důvodem pro zvolení tohoto tématu byl především zájem o tuto problematiku a možnost následného studia na Ekonomické fakultě, po zdárném absolvování studia na Právnické fakultě. Dá se předpokládat, že bych se při následném studiu s danou problematikou znovu setkal a případně na ni navázal.

Současně mi zvolení tématu připadalo vhodné z důvodu, že právě v tomto období Česká národní banka mění své úrokové sazby a podstatně tak ovlivňuje celou českou ekonomiku. Dle mého názoru je rovněž v roce 2019, tedy v době dvou let od konce devízových intervencí, ideální čas na zhodnocení jejich výsledků. Rovněž je třeba analyzovat roli centrální banky při světové hospodářské krizi v roce 2008, v současné době, kdy hospodářský růst dosáhl zenitu a kdy se dle některých ekonomů znovu blíží recese.

Diplomová práce je kromě úvodní a závěrečné části rozčleněna do dvou kapitol. Primární cíl mé diplomové práce je analýza využití měnověpolitických nástrojů ze strany České národní banky. Analyzuji, jaké byly důvody a důsledky jejich zvolení v jednotlivých momentech historie České republiky. Současně je cílem této diplomové práce hodnocení pravomoci centrální banky k využívání měnověpolitických nástrojů a jejich možné absolutní nezávislosti při prosazování monetární politiky na exekutivě, a tedy i na politice fiskální.

Je jasné, že předmětné téma se ocitá na pomezí práva a ekonomie. Nicméně se jedná o dva obory, které spolu jsou nerozlučně spjaty a jedno od druhého není možné izolovat. Každý měnověpolitický nástroj, bude v této diplomové práci charakterizován a komparován z pohledu právní regulace, ale představím také vlastní pohled na jeho ekonomické fungování založené na prostudovaných pramenech.

První kapitola se zabývá charakteristikou České národní banky a vymezení jejího postavení v rámci právního řádu České republiky. Úvodní podkapitola je zaměřena na charakteristiku centrální banky v rámci právního řádu České republiky, současně je zde popsána organizace uvnitř centrální banky. Dle mého názoru je tato podkapitola nezbytná pro popsání České národní banky, od které se odvíjejí další jednotlivé pasáže diplomové práce. Současně je třeba uvést, že nebylo možné popsat centrální banku bez nastínění alespoň minimálního historického kontextu.

Druhá podkapitola této diplomové práce se zabývá vymezením primárního cíle centrální banky, kterým je cenová stabilita. V předmětné podkapitole je definována právní síla tohoto cíle, který musí Česká národní banka dosáhnout. Zabývám se zde také tím, jestli cíl stanovený centrální

bankou, tedy inflace ve výši 2 %, je opravdu tím, který zajistí cenovou stabilitu a bude přínosný pro českou ekonomiku. Současně zde charakterizují i další cíle České národní banky, které jí jsou zákonem svěřeny. Jedná se hlavně o dosahování finanční stability, která byla jako kompetence České národní bance přidána právě v reakci na již popsanou světovou hospodářskou krizi. Ve třetí podkapitole se zabývám charakteristikou měnové politiky, která je v případě České republiky pouze v kompetenci centrální banky. Je zde popsán význam měnové politiky v minulosti až po současný stav. Závěrečná, čtvrtá podkapitola navazuje na předchozí podkapitoly a charakterizuje měnověpolitické nástroje, které v rámci své pravomoci centrální banka ke stanoveným cílům využívá.

Druhá kapitola bude věnována již jednotlivým měnověpolitickým nástrojům a je jádrem této diplomové práce. Jednotlivé nástroje zde budou vždy charakterizovány a zařazeny do právního řádu České republiky. Následuje analýza využití konkrétního měnověpolitického nástroje v určitém časovém období. V případě vhodnosti a podobnosti situace, ve které se centrální banka nacházela, také využiji komparaci s jednotlivými zahraničními centrálními bankami.

Prvním analyzovaným měnověpolitickým nástrojem budou operace na volném trhu. Jedná se o základní nástroj monetární politiky, který centrální banka k prosazování svých cílů využívá. Česká národní banka dlouhou dobu nezvyšovala základní úrokovou sazbu a držela ji na tzv. technické nule. Současně bude v této podkapitole analyzováno využití nestandardních vysokých základních úrokových sazeb v hospodářské krizi v roce 1997. Po analýze vybraných období navrhuji legislativní změny, které by negativním situacím, jaké volba využití tohoto měnověpolitického nástroje v jednotlivých historických obdobích přinesla.

Ve druhé podkapitole dojde ke zhodnocení využití dnes již nekonvenčních kurzových intervencí. Bude analyzována pozice, ve které byla Česká národní banka, jakož i nezbytnost využití právě tohoto konkrétního měnověpolitického nástroje. Závěrem této podkapitoly bude finální sumarizace výsledků a vhodnosti jejich využití. Ve třetí podkapitole dojde k popsání a kritice povinných minimálních rezerv. V této části budu také komparovat Českou národní banku se zahraničními centrálními bankami, které již tuto povinnost zrušily.

V závěrečné podkapitole této diplomové práce budou charakterizovány zbylé měnověpolitické nástroje. Větší prostor věnuji doporučením České národní banky. Tento měnověpolitický nástroj již v budoucnu nemá mít pouze nezávazný, doporučující charakter, ale má být pro obchodní banky obligatorní povinností. Dojde tedy k analýze důvodů, které vedou zákonodárce k možnému rozšíření kompetencí centrální banky.

S ohledem na výše uvedené bude analýza pro předmětnou diplomovou práci stěžejní vědeckou metodou. V první kapitole bude pro další část práce nezbytné objasnit základní pojmy, a proto jsem se nevyhnul pasážím popisného charakteru. Současně bude využita vědecká metoda komparace, v případě, že bude Česká národní banka srovnávána s vybranými centrálními bankami ve zkoumaných a obdobných situacích. Dalšími vědeckými metodami, které se v diplomové práci budou ve větší míře vyskytovat, jsou metody syntéza a dedukce.

Právní normy budou v této diplomové práci vykládány ve smyslu objektivně recentního výkladového cíle. Zkoumán bude objektivní význam právní normy z hlediska jejího adresáta. Prvotní přiblížení právní normě bude představovat jazykový výklad, primárním výkladem pro dosažení stanoveného cíle však bude objektivně teleologický výklad. Současně bude v diplomové práci využit subjektivně historický výklad pro poznání vůle zákonodárce.

Hlavními zdroji při psaní této diplomové práce jsou monografie od vybraných autorů, kterých bylo k předmětnému tématu velké množství. Dále byla využita komentářová literatura a právní předpisy – zejména zákon o České národní bance. Jako kvalitní sekundární zdroj, který jsem při psaní této diplomové využil, hodnotím také webové stránky centrální banky, která zde zveřejňuje pravidelně zprávy o finanční stabilitě nebo rozhovory s českými centrálními bankéři.

1. Postavení České národní banky

1.1 Charakteristika České národní banky

Česká národní banka vznikla 1. ledna 1993 společně s koncem České a Slovenské Federativní Republiky, jako nástupce Státní banky Československé, od které převzala práva a povinnosti na základě usnesení III. ÚS 183/97. Nová centrální banka byla zakotvena jak v Ústavě, konkrétně v samostatné šesté hlavě článku 98, tak také v zákoně o ČNB.

Nebývá zcela pravidlem, že je centrální banka zmíněna v samostatné hlavě Ústavy. Dle názorů některých právních teoretiků toto zakotvení nezávislosti centrální banky na moci zákonodárné, výkonné a soudní znamená vytvoření de facto čtvrté moci ve státě.¹

Česká národní banka je právnickou osobou veřejného práva, na její status ani vztahy není možné aplikovat úpravu ObchZ a z OZ lze uplatnit toliko úpravu obecných ustanovení o právnických osobách.²

Působnost České národní banky je dána skutečností, že je definována jako ústřední banka státu. Stát má povinnost zřídit centrální banku, postarat se o její fungování a chránit ji před nezákonnými zásahy ze strany moci zákonodárné, výkonné a soudní. Do činnosti České národní banky je možné zasahovat pouze na základě zákona, respektive na základě přímo použitelného právního předpisu EU. Současně však musí být pravomoc jiných orgánů zasahovat do činnosti České národní banky stanovena zákonem.³

Jedná se o de facto další pilíř státní moci. Centrální banka je nezávislá instituce a do činnosti České národní banky lze zasahovat jen v případě, že změna není v rozporu s jejím hlavním cílem, kterým je péče o cenovou stabilitu.

Dále je Česká národní banka nadána dalšími pravomocemi dle zákona o ČNB. Například určuje měnovou politiku, vydává bankovky a mince, řídí peněžní oběh nebo vykonává bankovní dohled nad činností bank.⁴

¹ MAJERČÍK, Lubomír. In LANGÁŠEK, Tomáš, HERC, Tomáš (ed). *Ústava České republiky, Ústavní zákon o bezpečnosti České republiky, Komentář*. 1. vydání. Praha: Walters Kluwer, 2015, s. 1034.

² Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, § 1 odst. 2

³ RÝDL, Tomáš. In RÝDL, Tomáš (ed). *Zákon o České národní bance komentář*. 1. vydání. Praha: Walters Kluwer, 2014, s. 15-16.

⁴ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

1.1.1. Organizace České národní banky

V souvislosti se zrušením Státní banky Československé došlo ke změně organizační struktury centrální banky. Místo jednotného centrálního ústředí došlo k vytvoření úřadu v Praze celkem se sedmi pobočkami, které jsou jejím regionálním zastoupením. Pobočky České národní banky sídlí v Praze, Ústí nad Labem, Plzni, Českých Budějovicích, Hradci Králové, Brně a Ostravě. K 1. lednu 2019 došlo k novému organizačnímu uspořádání centrální banky. Pobočky v Praze, Brně, Ostravě a Hradci Králové nebudou dále podléhat přímo bankovní radě a stejně jako pobočky v Plzni, Ústí nad Labem a Českých Budějovicích budou podléhat sekci peněžní. Dojde tak ke zjednodušení a jednotnosti řízení, které bude řízeno přímo z ústředí České národní banky.⁵

Nejvyšším kolektivním řídicím orgánem České národní banky je bankovní rada. Určuje měnovou politiku a měnověpolitické nástroje pro její uskutečňování, rozhoduje v oblasti dohledu nad finančním trhem, a také o rozkladech proti rozhodnutím v prvním stupni. Co se monetární politiky týče, může bankovní rada rozhodovat o stanovení inflačního cíle, povinných minimálních rezervách nebo o úrokových sazbách.⁶

Pro členství v bankovní radě musí být kandidát svéprávným, bezúhonným občanem České republiky, který má ukončené vysokoškolské vzdělání a současně se musí jednat o uznávanou osobnost v oblasti finančního trhu a měnových záležitostí.⁷

Bankovní rada má celkem sedm členů, v jejím čele stojí guvernér České národní banky, dva viceguvernéři České národní banky a další čtyři členové bankovní rady s právem užívat označení „vrchní ředitel“. Bankovní rada přijímá svá rozhodnutí prostou většinou hlasů členů přítomných na jednání. Každý člen bankovní rady má hlas se stejnou silou, zákon nehovoří o větší váze hlasu guvernéra či viceguvernéra.⁸ Lichý počet členů bankovní rady je záměrný, jelikož má zabránit nerozhodnutému hlasování v případě přijímání rozhodnutí. V případě absence člena bankovní rady při konkrétním hlasování, kde bude počet členů sudý, je rozhodující hlas předsedajícího.⁹

Dle článku 63 písmena k) Ústavy jmenuje bankovní radu jako celek prezident republiky. Ke jmenování není třeba kontrasignace ze strany předsedy vlády. Jedná se tedy o pravomoc výlučnou.¹⁰ Dle nálezu Ústavního soudu má prezident výlučnou pravomoc jmenovat člena

⁵ *Nové organizační uspořádání poboček ČNB* [online]. Bankovníctví, 31. prosince 2018 [cit. 5. června 2019]. Dostupné na <<https://bankovnictvionline.cz/aktuality/nove-organizacni-usporadani-pobocek-cnb>>.

⁶ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, § 5

⁷ Tamtéž § 6 odst. 6

⁸ Tamtéž § 7 odst. 1

⁹ BARÁK, Josef. In RÝDL, Tomáš (ed). *Zákon o České národní bance. Komentář*. 1 vydání. Praha: Walters Kluwer, 2014, s. 42-43.

¹⁰ Ústavní zákon č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky, ve znění pozdějších předpisů, čl. 63

bankovní rady i v případě, že je jmenován dosavadní člen bankovní rady, který před tím na svou funkci nerezignoval.¹¹ Členové bankovní rady jsou prezidentem jmenováni na dobu šesti let a mohou zastávat funkci maximálně dvakrát.¹² Jedná se o nejvyšší a jediný orgán České národní banky založený Ústavou.

Navenek jedná za Českou národní banku guvernér. Guvernér také předsedá jednání bankovní rady a podepisuje vyhlášky vydané Českou národní bankou i další právní akty. Důležitou pravomocí guvernéra, případně jím určeného viceguvernéra, je právo účastnit se schůze vlády s poradním hlasem. Guvernér rovněž minimálně dvakrát ročně předkládá Poslanecké sněmovně zprávu o měnovém vývoji, současně má právo účastnit se předmětné schůze Poslanecké sněmovny a musí mu být uděleno slovo.¹³

1.2 Cíle a úkoly České národní banky

1.2.1. Primární cíl České národní banky

Hlavním cílem České národní banky je dle čl. 98 Ústavy péče o cenovou stabilitu. Tento cíl je zakotven jak v Ústavě, tak dokonce i na úrovni komunitárního práva v článku 127 odst. 1 Smlouvy o fungování Evropské unie, která je součástí primárního práva EU.¹⁴ Současně je primární cíl stanoven v § 2 odst. 1 zákona o ČNB.

Znění hlavního cíle nemělo vždy dnešní podobu. Do konce roku 2000 byl jako hlavní cíl České národní banky stanoven jako „*zabezpečování české měny*“. Před vstupem do Evropské unie bylo třeba primární cíl změnit z důvodu závazku přijmout v budoucnu společnou evropskou měnu. Ústavním zákonem č. 442/2000 Sb. byl tedy primární cíl změněn na „*zabezpečování cenové stability*“.¹⁵ Problém byl v tom, že nedošlo současně ke změně primárního cíle v Ústavě, a tak prezident republiky podal návrh na zrušení pozměněného § 2 odst. 1 věty, a Ústavní soud jej dne 20. 6. 2001 zrušil.¹⁶

Tento cíl musíme chápat spíše jako určitou proklamaci, jde spíše o zájem státu, který by měla centrální banka zohlednit při své působnosti.¹⁷ Cenová stabilita je stavem, kdy je inflace udržována v relativně stabilní podobě. Při stabilní cenové hladině lze na změny jednotlivého zboží či služeb bez problémů reagovat přesunem zdrojů k výrobě nedostatkových druhů zboží.

¹¹ Nález Ústavního soudu ze dne 20. 6. 2001, sp. zn. Pl. ÚS 14/01

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

¹³ Tamtéž § 3, odst. 1

¹⁴ Smlouva o fungování Evropské unie, čl. 127 odst. 1

¹⁵ TOMEŠ, Milan. In KLÍMA, Karel (ed). *Komentář k Ústavě a Listině*. 2. vydání. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2005, s. 771.

¹⁶ Nález Ústavního soudu ze dne 5. prosince 2001, sp. zn. Pl. ÚS 90/01

¹⁷ TOMEŠ, Milan. In KLÍMA, Karel (ed). *Komentář k Ústavě a Listině*. 2. vydání. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2005, s. 771.

V případě proměnlivé inflace bývá výška cen nestabilní a investoři požadují vyšší rizikové prémie, což vede ke zvýšení úrokové míry a nedochází tedy k požadovanému růstu ekonomiky. Ideálním stavem však dle názoru České národní banky není nulová míra inflace, ale právě její mírný růst, jelikož usnadňuje změnu relativních cen zboží a služeb a zvyšuje pružnost pracovního trhu.

Primární cíl je definován velmi obecně, jde spíše o termín ekonomický než právní, a tudíž jeho aplikace v praxi stanovuje sama centrální banka. Česká národní banka uvádí, že jejím hlavním cílem je zachování stability spotřebitelských cen.¹⁸ Pod názvem cenová stabilita si musíme představit pojem širěji než pouhé sledování měnového kurzu, ale také sledování zahraničních cen zboží, situace na trhu práce, či hospodaření státu a samosprávných jednotek.

Zakotvení primárního cíle přímo v základním zákoně státu znamená, že jej nelze změnit pouhou novelizací zákona o ČNB. Tuto skutečnost potvrdil v již jednou ve výše citovaném rozhodnutí také Ústavní soud. Zakotvení cíle přímo v zákonech vyšší právní síly má za následek dlouhodobější povahu stanoveného cíle a zabraňuje tak případným unáhleným politickým změnám spojených se změnou vlády.

V žádné zemi Evropské unie není na postavení centrální banky kladen takový důraz, aby její cíl musel být zakotven v Ústavě.¹⁹ V zahraničí bývá také často cíl centrální banky stanoven podstatně širěji, například anglická centrální banka Bank of England má svůj cíl stanoven jako blahobyt země, pod tímto názvem se skrývá snaha sjednotit finanční a měnovou stabilitu pod jeden zastřešující pojem. Centrální banka Spojených států amerických FED se zase stará jak o cenovou stabilitu, tak i o maximální zaměstnanost.²⁰

Česká národní banka si stanovila inflační cíl ve výši 2 % ročně s tolerancí jednoho procentního bodu na obě strany, což je nízká míra inflace, která má vést k cenové stabilitě v České republice.²¹

Je třeba uvést, že inflační cíl ve výši 2 % je pouhé vymyšlené číslo centrálních bankéřů, nejedná se o žádnou ideální velikost inflace, která by zaručovala hospodářský růst. V případě jakékoliv inflace se pořád jedná o znehodnocování měny, která vede například v případě inflace desetileté o znehodnocení úspor ve výši 22 %. Zájem spotřebitelů a tedy současně i centrálních

¹⁸ *Hlavní poslání centrální banky* [online]. cnb.cz, [cit. 25. října 2018]. Dostupné na <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00001/>>.

¹⁹ BAŽANTOVÁ, Ilona. Nestandardní právní zakotvení ČNB. In LOUŽEK, Marek (ed). *Právní postavení centrální banky v demokratickém státě*. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000, s. 20.

²⁰ SAMUELSON, Paul Anthony, NODRHAUS, William Dawbney. *Ekonomie*. 1. vydání. Praha: Nakladatelství Svoboda, 1991, s. 257.

²¹ *Cílování inflace v ČR* [online]. cnb.cz, [cit. 25. října 2018]. Dostupné na <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/cilovani/>>.

bankéřů by měla být nulová inflace.²² Je tedy třeba opustit falešnou doktrínu 2 % inflace a nebát se nulové inflace.

Pro úplnost je třeba dodat, že ani deflace v relativně vysoké výši 3 %, nemusí a priori znamenat ekonomický propad. Vazby mezi inflací a utrácením populace nemusí vůbec existovat, očekávání vyšší míry inflace vedou spíše k omezování výdajů domácností.²³

Dle mého názoru není pro ekonomiku problémem ani deflace. Pokud je přiměřená a nejedná se o dlouhodobé období, může pokles cen povzbudit subjekty k investování, a tím nastartovat ekonomický růst. Detailnější analýza problému deflace bude následovat v druhé kapitole této diplomové práce, která se zabývá kurzovými intervencemi České národní banky. Právě hrozba deflace byla hlavním důvodem k využití tohoto měnověpolitického nástroje.

1.2.2. Další cíle České národní banky

Česká národní banka má na základě zákona i další cíle, ke kterým využívá měnověpolitické nástroje. Jedná se však toliko o cíle sekundární, které jsou, jak již bylo uvedeno výše, nadány nižší právní silou, a tudíž nemohou být v rozporu s primárním cílem. V odstavci 1 zákona o ČNB je ještě jako další cíl stanovena péče o finanční stabilitu a bezpečné fungování finančního systému v České republice. Finanční stabilita je dle České národní banky definována jako: „*situace, kdy finanční systém plní své funkce bez závažných poruch a nežádoucích důsledků pro současný i budoucí vývoj ekonomiky jako celku a zároveň vykazuje vysokou míru odolnosti vůči šokům*“.²⁴

Tento cíl byl doplněn z důvodu následků světové finanční krize v roce 2008, kdy i přes relativní finanční stabilitu došlo k finanční krizi, a je to právě centrální banka, která má možnost pomocí měnověpolitických nástrojů případné problémy řešit.²⁵ Finanční stabilita byla do zákona přidána také na základě Doporučení Evropské rady.²⁶

V odstavci 2 je uvedeno pět základních kompetencí České národní banky. Pro tuto práci je stěžejní určování měnové politiky. Tuto činnost provádí Česká národní banka od roku 1998 v režimu cílování inflace.²⁷

²² KLAUS, Václav. *Byla deflace opravdu brožbou?* 1. vydání. Praha: Institut Václava Klause, 2014, s. 29.

²³ KOVANDA, Lukáš. Zkázonosná deflace je historickou anomálií. In ŠEBESTA, Filip (ed). *Spor o měnovou politiku v kontextu devizových intervencí*. Praha: Institut Václava Klause, 2018, s. 36-37.

²⁴ *Finanční stabilita* [online]. cnb.cz, [cit. 25. října 2018]. Dostupné na <<https://www.cnb.cz/cs/financni-stabilita/>>.

²⁵ RÝDL, Tomáš. In RÝDL, Tomáš (ed). *Zákon o České národní bance komentář*. 1. vydání. Praha: Walters Kluwer, 2014, s. 16.

²⁶ Doporučení Evropské rady pro systémová rizika ze dne 22. prosince 2011 o makrobezpečnostním mandátu vnitrostátních orgánů (ESRB/2011/3).

²⁷ *Cílování inflace* [online]. cnb.cz, [cit. 25. října 2018]. Dostupné na <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/cilovani/>>.

1.3 Měnová politika České národní banky

*„Měnová politika je vědomá činnost centrální banky, kterou se snaží s využitím svých dostupných nástrojů regulovat množství peněz v oběhu, a tím dosáhnout svých hlavních cílů - stability měny a tím i cenové hladiny a kupní síly měny“.*²⁸

K dosažení primárního cíle používá Česká národní banka měnovou politiku. Hlavním měnověpolitickým nástrojem, který centrální banky využívá je stanovení základní úrokové sazby. Ideální stav, který se snaží centrální banka pomocí měnové politiky dosáhnout, je situace měnové rovnováhy. Tedy situace, kdy se nabídka peněz (money supply) rovná poptávce po penězích (money demand).²⁹

Význam měnové politiky se projevil až po uvedení papírových státovek, respektive bankovek, které nebyly kryty drahými kovy, a později samozřejmě také s přílivem bezhotovostních peněz. Oběh peněz v podobě drahých kovů byl autonomně vyrovnáván bez potřeby jakéhokoliv zásahu ze strany státu. V případě přebytku mincí byly svými vlastníky jednoduše drženy doma bez rizika znehodnocení, a naopak v případě nedostatku mincí docházelo k uvolňování dříve uložených peněz, a tím nastala měnová rovnováha.

Změna nastala s nekontrolovatelným přílivem masivního množství drahých kovů do ekonomiky, který vznikl po válkách, případně objevením nového světového kontinentu Ameriky. Tato situace měla za následek radikální pokles ceny drahých kovů, a tudíž pokles hodnoty mincí. Ani v této situaci však nehrála měnová politika žádnou roli, jelikož vzácnost a nedostatek cenných kovů nevedl k růstu poptávky po penězích, nemohlo tedy dojít k dlouhodobějšímu narušení rovnováhy poptávky a nabídky mincí.

Problém nastává až s nástupem jen částečně krytých bankovek do peněžního oběhu. Centrální banka, která provádí měnovou politiku, je eminentem bankovek, a současně nedochází k intervenci ze strany vlády k emisi nových bankovek, má možnost udržovat měnovou rovnováhu.

Na tomto místě je důležité zmínit naprostou samostatnost České národní banky při svém rozhodování. Formulace, že do její činnosti lze zasahovat pouze na základě zákona, je stanovena přímo v Ústavě. To jí dává možnost autonomně řídit měnovou politiku a zvolit si, který konkrétní měnověpolitický nástroj k dosažení cíle, kterým je cenová stabilita, použije.³⁰

²⁸ ZEMAN, Václav, SLEZÁK, Martin. *Centrální bankovníctví a monetární politika*. 1. vydání. Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., 2010. s. 62.

²⁹ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. vydání. Praha: Management Press, 2011, s. 68.

³⁰ ZEMAN, Václav, SLEZÁK, Martin. *Centrální bankovníctví a monetární politika*. 1. vydání. Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., 2010, s. 48-49.

Centrální banka musí při své činnosti zvolit strategii, kterou chce dosáhnout primárního cíle. Na výběr má mezi expanzivní (accommodative monetary policy) nebo restriktivní (tight monetary policy) měnovou politiku.

Pokud zvolí centrální banka cestu expanze, neboli uvolnění, sníží krátkodobé úrokové sazby. Tento krok povede ke snižování všech zbylých úrokových sazeb v celé ekonomice. Na tuto skutečnost reagují komerční banky, které budou nabízet úvěry za nižší úrok a spotřebitelé či podnikatelské subjekty budou tyto úvěrové smlouvy uzavírat ve větším množství. Zvýšení oběhu peněz, a tedy podpora domácí ekonomiky je účelná hlavně v době nízké míry inflace nebo při vysoké nezaměstnanosti.³¹

Naproti tomu restriktivní neboli zpřísnující měnová politika centrální banky má za následek zvýšení míry krátkodobé úrokové sazby, která povede k navýšení ostatních sazeb v hospodářství a zpomalení oběhu peněz v ekonomice. Tato strategie vede k zabránění přílišného růstu hospodářství a k nízké nezaměstnanosti. V současnosti Česká národní banka aplikuje politiku měnové restrikce, jenž se snaží postupným zvyšováním úrokových sazeb ochlazovat přehřátou českou ekonomiku.

Pro úplnost je třeba dodat, že existuje také tzv. zlatá střední cesta mezi výše uvedenými strategiemi a to neutrální měnová politika. Centrální banka se v tomto případě snaží udržovat stabilní množství peněz v oběhu, což povede ke stabilizaci míry inflace.

1.4 Klasifikace měnověpolitických nástrojů

Jak již bylo uvedeno výše, centrální banka provádí měnovou politiku pomocí svých měnověpolitických nástrojů. Právní zakotvení měnověpolitických nástrojů se nachází v § 23 až v § 26 zákona o ČNB. Centrální banka jimi působí na zprostředkující kritéria, kterými se snaží dosáhnout svých cílů, primárně dosažení měnové stability. Ale ne všechny nástroje měnové politiky vedou k dosažení měnových cílů. Centrální banka může například pomocí kurzových intervencí dosáhnout podpory exportu nebo naopak zvýšit import.³²

Nástroje měnové politiky je možné třídit podle několika hledisek. Například z hlediska rychlosti zavedení je můžeme členit na okamžitě použitelné a použitelné s poskytnutím jisté doby pro adaptaci bank, dle intenzity využívání na permanentní a občasné a podle dopadu na měnový kurz na nástroje s vlivem přímým (administrativní měnověpolitické nástroje) a nepřímým (tržní

³¹ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2013, s. 18.

³² REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2. vydání. Praha: Management Press, 2001, s. 277.

měnověpolitické nástroje).³³ Pro účely této práce bude nejdůležitější členění podle dopadu na bankovní systém.

1.1.2. Nepřímé nástroje měnové politiky

Nepřímé nástroje nestanoví žádné závazné limity, a tak ovlivňují pouze podnikání bank. Druhým charakteristickým rysem této skupiny nástrojů je skutečnost, že zde není povinnost bankovních subjektů na ně reagovat. Skutečnost, že působí nepřímo, má za následek menší účinek na měnovou politiku. Bankovní subjekty je však akceptují bez větších potíží. Těmto nástrojům se také říká nástroje tržní, toto označení avizuje, že jsou používány s větší frekvencí než nástroje přímé.

Naopak tržní nástroje zasahují do autonomního rozhodování bankovních subjektů. Bankovní subjekty se tak snaží jakýmkoliv způsobem zabránit jejich působení. Ačkoli jsou na měnovou politiku účinnější nástroje tržní než nástroje přímé, nejsou reálně téměř vůbec používány.³⁴

Mezi nepřímé nástroje patří operace na volném trhu, kurzové intervence nebo povinné minimální rezervy.³⁵ Jednotlivé nepřímé nástroje budou detailně popsány v druhé analytické části této práce.

1.1.3. Přímé nástroje

Přímé nástroje měnové politiky stanoví jednotná pravidla pro všechny bankovní subjekty. Mezi přímé nástroje patří pravidla likvidity, která závazně stanovují strukturu aktiv a pasiv bankovních subjektů a mají za cíl zajistit likviditu bankovních subjektů. Dále jsou zde Úvěrové kontingenty a úrokové stropy. Jedná se o direktivní stanovení limitů úvěrů, respektive výše nejvyšší úrokové sazby, které mohou bankovní subjekty poskytnout. Posledním přímým nástrojem, jenž je užíván centrální bankou, jsou povinné vklady. Ty se však týkají centrálních institucí nebo orgánů místní samosprávy.³⁶

³³ REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vydání. Praha: Management Press, 2015, s. 327.

³⁴ REVENDA Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2. vydání. Praha: Management Press, 2001, s. 277.

³⁵ *Měnověpolitické nástroje* [online]. cnb.cz, [cit. 25. října 2018]. Dostupné na <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/>>.

2. Význam měnověpolitických nástrojů ČNB

2.1 Operace na volném trhu

Hlavním a nejpoužívanějším nástrojem měnové politiky, který centrální banka používá za účelem ovlivnění měnové báze nebo krátkodobé úrokové míry, jsou operace na volném trhu.³⁷ Ekonom Ch. O. Hardy definuje operace na volném trhu prostě jako „*koupi a prodej cenných papírů centrální bankou, při čemž poukazuje na iniciativu cedulové banky jako hlavní kritérium proti eskontní a lombardní činnosti banky.*“³⁸ Právní zakotvení možnosti centrální banky ovlivňovat hladinu krátkodobé tržní sazby najdeme v § 23 zákona o ČNB, kde je stanoveno, že centrální banka stanoví úrokové sazby, rámce splatnosti a další podmínky obchodů.³⁹

2.1.1. Průběh a význam operací

Česká národní banka používá operace na volném trhu s úmyslem působit na vývoj úrokových sazeb, které jsou vždy stanovené na měnověpolitických zasedáních bankovní rady České národní banky, které se konají zpravidla osmkrát ročně.⁴⁰ Operace na volném trhu probíhají pomocí repo tendrů. Česká národní banka provádí repo operace pouze s těmi komerčními bankami, se kterými má uzavřenou Rámcovou smlouvu o zajištění peněžité pohledávky převodem dlužných cenných papírů a mají od centrální banky povolení k investování cenných papírů. Centrální banka vždy zveřejní oznámení o repo tendru s jeho vlastnostmi a účastníci následně podávají objednávky. Česká národní banka repo tendry vyhlašuje nejčastěji třikrát týdně, a v případě, kdy centrální banka stahuje přebytečnou likviditu, je minimální objem stanoven na částku ve výši 300 milionů korun.⁴¹

³⁷ SAMUELSON, Paul Anthony, NORDHAUS, William Dawbney. *Ekonomie*. 1. vydání. Praha: Nakladatelství Svoboda, 1991, s. 257.

³⁸ ČÁKRT, JAN. *Operace na volném trhu*. 1. vydání. Praha: Fr. Borový, 1937, s. 4.

³⁹ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, § 23

⁴⁰ BARÁK, Josef. In RÝDL, Tomáš (ed). *Zákon o České národní bance komentář*. 1. vydání. Praha: Walters Kluwer, 2014, s. 42-43.

⁴¹ Věstník České národní banky, Úřední sdělení České národní banky o způsobu provádění operací České národní banky na peněžním trhu

	Repo tendry			
Den obchodu	30.01.19	30.01.19	28.01.19	28.01.19
Směr repo operace	stahovací	stahovací	dodávací	stahovací
Počáteční den	30.01.19	30.01.19	30.01.19	28.01.19
Koncový den	13.02.19	13.02.19	13.02.19	11.02.19
Minimální objem ojednávk (m	300	300	10	300
Maximální počet objednávek	2	2	1	2
Limitní repo sazby (% p.a.)	1,75	1,75	1,85	1,75
Uzávěrka pro příjem objednáv	10:15	10:00	13:00	10:00
Výsledky				
Minimální repo sazba (% p.a.)		1,74		1,75
Průměrná repo sazby (% p.a.)		1,75		1,75
Maximální repo sazba (% p.a.)		1,75		1,75
Koeficient uspokojení (%)		100		100
Výsledný objem (mld. Kč)		311,7		338,6

Zdroj: ČNB

Centrální banka nemá pravomoc přesně určit cenu peněz, nicméně i zde platí závislost poptávky na nabídce, kterou využívá. Česká národní banka prodejem cenných papírů komerčním bankám se závazkem zpětného odkupu dostane sazbu úroků na požadovanou výši, a tím dochází postupně k ovlivnění měnové báze. Nejčastějším způsobem, který centrální banka využívá, je však forma tzv. repo operace.⁴² Tento termín pochází z anglického *repurchase agreements* (dohody o zpětném odkoupení) a centrální banka v tomto případě prodá cenné papíry s tím, že po určitém čase dojde ke zpětné transakci. Ke zpětné transakci může dojít buď ve stanoveném termínu, v tom případě hovoříme o termínovaných repo operacích, nebo ke zpětné transakci dojde na základě pokynu jedné ze stran (netermínované repo operace). V případě České národní banky se jedná o tzv. 2T repo operace, kdy je splatnost zpětného prodeje stanovena na dva týdny. Centrální banka po stanoveném datu splatnosti prodá cenné papíry zpět komerčním bankám za vyšší cenu s výnosem, který představuje právě repo sazba. Česká národní banka pomocí svého vlivu na mezibankovním trhu krátkodobých vkladů a výše repo sazby ovlivní i výši úroků, za které si jsou ochotny půjčit komerční banky, a tím citelně zasáhne do ekonomiky.⁴³ 2T repo sazba je klíčová úroková sazba stanovena centrální bankou, právě na ni se v této diplomové práci zaměřím a budu analyzovat její vývoj v jednotlivých obdobích.

Centrální banka prodejem nebo koupí dluhopisů komerčním bankám také redukuje množství peněz v oběhu. Pokud centrální banka prodává své cenné papíry, zvolila cestu restriktivní monetární politiky a dochází tak ke zvýšení rezerv bank. Obligace na volném trhu odkoupí

⁴² VÝBORNÝ, Petr. In RÝDL, Tomáš (ed). *Zákon o České národní bance komentář*. 1. vydání. Praha: Walters Kluwer, 2014, s. 90.

⁴³ *Operace na volném trhu* [online]. cnb.cz, [cit. 22. listopadu 2018]. Dostupné na <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00008/>>.

obchodní korporace a jiné finanční instituce, tím dojde ke kontraktaci vkladů a prodej cenných papírů centrální banky bude mít za následek omezení nabídky peněz.

Naopak v případě, že bude ekonomika v depresi a centrální banka bude muset nakoupit cenné papíry, dojde ke zvýšení finančních rezerv komerčních bank a k jejich následné expanzi. Tato skutečnost bude mít za následek růst investic, snížení spotřebitelských a hypotečních úroků, což povede k uzavírání předmětných úvěrů, a tím pádem zahřívání ekonomiky.⁴⁴

Operace na volném trhu jsou centrální bankou frekventovaně využívány z důvodu jejich nízké nákladovosti, operativnosti a flexibility.⁴⁵ Dalším důležitým důvodem, proč využít právě tento měnověpolitický nástroj, je skutečnost, že je možné dopředu určit dopady jeho využití.

Primárním cílem operací na volném trhu je ovlivnění vývoje úrokových sazeb. Centrální banka provádí tyto operace buď klasicky (přímo), když v případě prodeje cenných papírů dojde k adekvátnímu poklesu měnové báze a naopak v případě jejich nákupu dochází k jejímu růstu.⁴⁶ Závěrečnou třetí možností provedení operací na volném trhu jsou tzv. Switch operace. Při těchto operacích dochází ke směně stejných cenných papírů ve stejném množství. Při těchto operacích dochází tedy k zaplacení rozdílu mezi úroky. Tyto operace nemají díky výše uvedenému vliv na měnovou bázi a využívají se tedy pouze k ovlivnění krátkodobé nebo střednědobé úrokové míry.⁴⁷

2.1.2. Analýza významu repo operací ČNB

Hned po vzniku samostatné České republiky v roce 1993 bylo hlavním úkolem České národní banky vybudovat stabilní makroekonomické prostředí. Za tímto účelem musela centrální banka potlačit inflační tlaky na cenový růst a zachovat stabilitu devízového kurzu nové měny.

Na začátku roku 1993 musela centrální banka řešit hned několik výzev. Hlavním problémem bylo zavedení daně z obratu a pokračovala redukce oběživa. Centrální banka na tyto skutečnosti reagovala snížením diskontní sazby na 8 % z původních 9,5 % a také snížením lombardní sazby. Centrální banka dosáhla svého cíle, kdy již na konci roku 1993 došlo k navýšení měnové báze, a tím poklesly úrokové sazby.⁴⁸

⁴⁴ SAMUELSON Paul Anthony, NORDHAUS, William Dawbney. *Ekonomie*. 1. vydání. Praha: Nakladatelství Svoboda, 1991, s. 257.

⁴⁵ VLČEK Josef. *Ekonomie a ekonomika*. 4. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2009, s. 428.

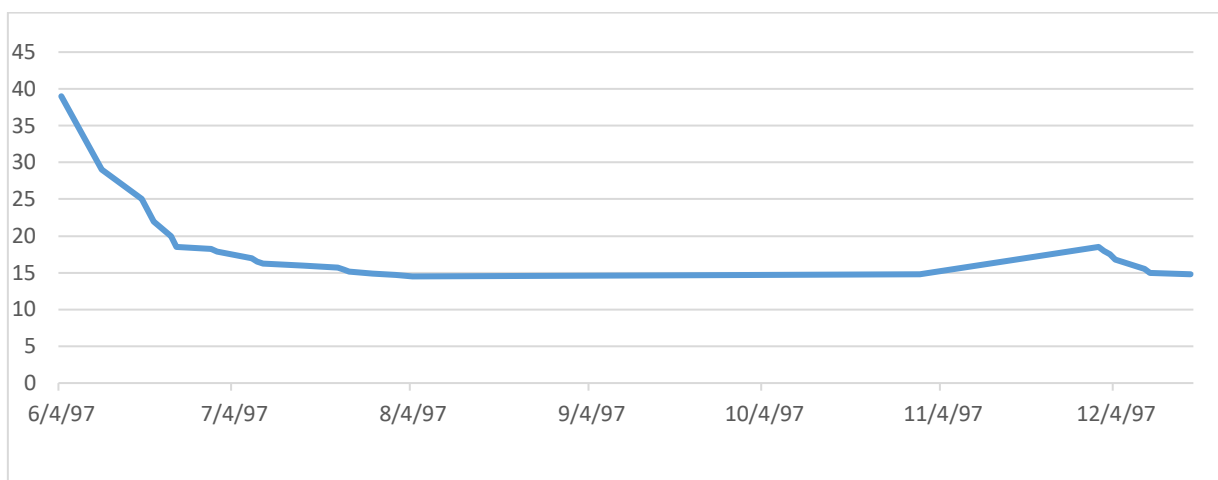
⁴⁶ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2. vydání. Praha: Management Press, 2001, s. 283.

⁴⁷ Tamtéž. s. 284.

⁴⁸ Česká národní banka, Výroční zpráva 1993, Na příkopě 28, 115 03 Praha 1.

2.1.3. Turbulentní rok 1997

Nejobtížnějším obdobím pro Českou národní banku od změny politického režimu a současně nejvíce turbulentním, co se vývoje úrokových sazeb týče, byl rok 1997. Hlavní úroková sazba se zvyšovala celkem 26krát a na začátku druhé poloviny roku 1997 dosáhla historických 39 %. V tuzemské ekonomice došlo ke vzniku nerovnovážných tendencí, rychle rostoucí poptávka nebyla současně uspokojena domácí nabídkou, ale importem ze zahraničí. Velkým problémem byla absence adekvátního právního rámce, který by zaručoval dostatečnou ochranu hospodářským subjektům, což vedlo k ekonomickým problémům.⁴⁹



Zdroj: ČNB

Hlavní zdroje vedoucí k měnové krizi můžeme vidět v problémech menších bank. Mnoho z nich bylo nuceno podstoupit nucenou správu nebo likvidaci. Současně až příliš liberální politika vlády dala příčinu vzniku podvodům v investičních fondech a nezdařeným privatizačním projektům.

Výše uvedená privatizace rovněž nebyla dostatečně pokryta právními předpisy. Bylo třeba využívat právní předpisy přijaté v šedesátých letech, které procházely mnohými novelizacemi. Ty však byly „šity horkou jehlou“ a nemohly dostatečně pokrýt radikální změnu ekonomiky.⁵⁰

Do měnové politiky zasáhl také vnější faktor. V červenci 1997 propukla největší měnová krize od pádu železné opony. Asijská krize zasáhla hlavně státy jako Thajsko, Malajsií nebo Jižní Koreu. Tedy státy, které do té doby vykazovaly prudký ekonomický vzestup, a kterým se přezdívalo

⁴⁹ Česká národní banka, Výroční zpráva 1997, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, Dostupné na: <https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_1997.pdf>.

⁵⁰ DĚDEK Oldřich, *Měnový otřes '97*, Praha: Česká národní banka, Sekce měnová, 1999, s. 48 a 49.

tzv. „asijské tygři“. Uvedené státy zažívaly obrovský příliv zahraničního kapitálu, který přilákal vysoké úrokové míry, a také odbourání překážek tohoto nového světového trhu.

Jako primární problém se však ukázal málo rozvinutý bankovní sektor. Banky poskytovaly úroky bez podrobnějšího posuzování úvěryšchopnosti, takže došlo k poskytování finančních zdrojů podnikům, které nebyly solventní. Tato skutečnost společně s vysokou mírou korupce a zvyšujícím se schodkem platební bilance vedla k odlivu kapitálu z předmětného prostředí a znehodnocení jejich měn.⁵¹

Pro analýzu kroků centrální banky je třeba alespoň nastínit politickou situaci v předmětném období. V červnu roku 1996 proběhly parlamentní volby, které skončily překvapivým výsledkem, jelikož se čekalo, že stávající koalice pod vedením premiéra Václava Klause získá většinu. Výsledek voleb však umožnil pouze sestavení menšinové vlády na stávajícím půdorysu ODS, KDU-ČSL a ODA s tím, že vládu umožnili sociální demokraté, nicméně bez jakéhokoliv smluvního základu, který by představoval pojistku jako později v době tzv. opoziční smlouvy.

Centrální banka dne 19. června v době, kdy nebyla ukončena koaliční jednání o nově vznikající vládě, vyhlásila restriktivní opatření, když zvýšila úrokové sazby a současně zvedla povinné minimální rezervy z 8,5 % na 11,5 %.⁵² Výše uvedené okolnosti nahrávají tomu, že centrální banka učinila tento radikální krok právě proto, že veškerý veřejný zájem byl věnován koaličnímu vyjednávání a nebyla tedy pod tlakem veřejného mínění, který by jí nedovoloval učinit tento radikální krok s takovou lehkostí.

Banky se na začátku druhé poloviny devadesátých let pohybovaly na tenkém ledě a tento krok pro ně znamenal citelnou ránu. Některé banky restrikce neustály a musely skončit, další to zvládly jen za cenu velkých potíží. Jako příklad můžeme uvést Kreditní banku Plzeň nebo tehdy největší komerční banku Agrobanku.

S odstupem let se je třeba dívat na zvýšení úrokových sazeb ze strany centrální banky jako nezbytné „crisis management“, které bylo třeba učinit v časově velmi krátkém období.⁵³

Česká národní banka reagovala na výše uvedené události nastolením restriktivní měnové politiky. Bylo třeba zvýšit hodnotu měnové báze, a došlo tedy ke zvýšení úrokové sazby. U lombardní sazby došlo ke zvýšení z původních 14 % na 50 % a klíčová 2 T repo sazba byla zvýšena

⁵¹ *Asian Financial Crisis* [online]. Federal reserve history, 22. listopadu 2013 [cit. 5. prosince 2018]. Dostupné na <https://www.federalreservehistory.org/essays/asian_financial_crisis>.

⁵² KLAUS, Václav. Rekapitulace událostí a jejich souvislostí, aby se na některé věci nezapomnělo. In LOUŽEK, Marek (ed). *Tři roky od měnové krize*. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000, s. 13 - 14.

⁵³ Tamtéž s. 23

až na rekordních 39 %. Stahování likvidity se časem přeneslo do světa komerčních bank, když neměly dostatek volných finančních prostředků. To mělo za následek zvyšování sazeb úvěrů, a došlo tak k silnému zásahu ekonomiky. Komerční banky na tuto situaci reagovaly zvýšením svých úrokových sazeb až na 30 %.⁵⁴

Chybným rozhodnutím bylo nechat volný průběh měnovým turbulencím a nereagovat radikálnějším zvýšením úrokových sazeb hned na začátku, kdy existovaly první náznaky možné měnové krize, když centrální banka zvyšovala úrokové sazby na začátku pouze nepatrně bez jakékoliv odezvy.

Jako další chybu ze strany centrální banky, která následně vedla k měnové krizi, můžeme vidět v jejím odhadu vývoje HDP. Česká národní banka odhadovala růst HDP na 3 až 4 %. Naproti tomu tehdejší Ministerstvo financí pod vedením ministra Ivana Kočárníka upozorňovalo na možný negativní vývoj ekonomiky. Růst HDP byl nakonec v roce 1997 pouze 1 %. Hlavní příčinu silného poklesu HDP tak můžeme vidět v následné radikálně restriktivní měnové politice ze strany centrální banky, kterou pomocí svých měnověpolitických nástrojů aplikovala a následně pomalým uvolňováním měnové restrikce.⁵⁵

Recept na předcházení možného krizového vývoje v druhé polovině roku 1997 můžeme hledat v uzákonění konzultací mezi centrální bankou a exekutivou. V roce 2000 byla ze strany tehdy vládnoucí ODS předložena k tehdejší novelizaci zákona o ČNB řada pozměňovacích návrhů, které měly právně zakotvit možnost společného postupu vlády a centrální banky.⁵⁶ Například v § 2 vládního návrhu bylo stanoveno, že: „*Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády*“. V části návrhu zákona v § 9 zase stálo, že: „*Pověřený člen vlády je oprávněn se zúčastnit s hlasem poradním jednání bankovní rady*“.⁵⁷

Zastánci jistého omezení pravomocí České národní banky argumentovali srovnáním se zahraničními centrálními bankami, hlavně s nám blízkou německou Bundesbankou. Například dle tehdejšího předsedy poslaneckého klubu ODS Vlastimila Tlustého se měly jasně právně zakotvit jednotlivé měnověpolitické nástroje a současně stanovit jejich limity užívání. V případě předmětných úrokových sazeb by tak byla stanovena jejich minimální a maximální úroveň a

⁵⁴ Česká národní banka, Výroční zpráva 1997, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, Dostupné na: <https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_1997.pdf>.

⁵⁵ KOČÁRNÍK, Ivan. Postřehy jednoho z „obětí beránek“ měnové krize z roku 1997. In LOUŽEK, Marek (ed). *Tři roky od měnové krize*. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000, s. 30 a 31.

⁵⁶ Tamtéž s. 40-41.

⁵⁷ Vládní návrh zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance

nedocházelo by tak k excesům, který jsme viděli v druhé polovině roku 1996, kdy základní úroková sazba vyskočila až na 39 %.⁵⁸

Dle názoru doktorky Bažantové musí centrální banka při volbě konkrétního měnověpolitického nástroje spolupracovat s exekutivou. Poukazuje na právní postavení Bundesbanky, kde je v § 12 stanoveno, že „*Bundesbanka se musí v záležitostech podstatného měnověpolitického významu radit se spolkovou vládou a na její požadavek jí předkládat zprávy*“, dříve měla spolková vláda dokonce možnost odložit až na čtrnáct dní účinnost rozhodnutí bankovní rady Bundesbanky.⁵⁹

Na tomto místě můžeme zmínit také srovnání s maďarskou centrální bankou. Jednalo se o centrální banku v obdobné situaci, jelikož i Magyar Nemzeti Bank prošla v předmětném období obrovskými ekonomickými změnami a ve druhé polovině roku 1997 byla zasažena krizí stejným způsobem jako Česká národní banka. Maďarská centrální banka nepoužila restriktivní měnovou politiku a nezvýšila úrokové sazby, čímž nedržela silnou měnu. Došlo k oslabení forintu a zvýšení inflace, tamější podniky tak mohly nahradit výpadek domácí poptávky zahraničím. Česká republika se naproti tomu vydala cestou měnové restrikce, když radikálně zvyšovala enormním způsobem úrokové sazby, čímž posilovala korunu a současně snižovala inflaci. Tuzemské podniky, které byly velmi závislé na bankovních úvěrech, tak nebyly schopné splácet úvěry a byly sráženy na kolena.⁶⁰

Podporu k jistému omezení bezbřehé nezávislosti centrální banky můžeme vidět také v analýze postavení ECB k Evropskému parlamentu. Organizace CEPR v Londýně v roce 2000 upozorňovala na až moc velkou volnost ECB a navrhovala změny v podobě možné větší role Evropského parlamentu při jmenování členů bankovní rady, či dokonce přenesení pravomoci stanovení inflačního cíle na Evropský parlament.⁶¹

Prosazování vládního návrhu zákona o ČNB bylo velmi složité. Vytrvale proti návrhu stáli tehdejší prezident Václav Havel, opoziční poslanci, Evropská unie a výtky vznesl dokonce tehdejší ministr financí Pavel Mertlík.

Novela zákona o ČNB nakonec i přes veto prezidenta prošla, nicméně již v den vyhlášení zákona ve Sbírce zákonů došlo k napadnutí některých ustanovení novelizovaného zákona u Ústavního soudu ze strany prezidenta republiky. Prezident navrhoval například zrušení ustanovení

⁵⁸ TLUSTÝ, Vlastimil. Pravomoci ČNB jsou přehnané. In LOUŽEK, Marek (ed). *Právní postavení centrální banky v demokratickém státě*. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000, s. 16.

⁵⁹ BAŽANTOVÁ, Ilona. Nestandardní právní zakotvení ČNB. In LOUŽEK, Marek (ed). *Právní postavení centrální banky v demokratickém státě*. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000, s. 27 a 28.

⁶⁰ HOLMAN, Robert. Měnová krize 1997 byla trest za nezavedení volného floatingu. In LOUŽEK, Marek (ed). *Tři roky od měnové krize*. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000, s. 46-47.

⁶¹ FEVERO, Carlo a kol. *One Money, Many Countries*. Oxford: Information Press, 2000, s. 13.

měnící hlavní cíl z cenové na měnovou stabilitu, jmenování členů bankovní rady na návrh vlády nebo povinnost dohody s exekutivou ve věci inflačního cíle a režimu kurzu koruny. V námitkách bylo argumentováno rozporem s čl. 62 písm. k) Ústavy společně s právním rozbohem a věcnými argumenty.⁶²

Ústavní soud nálezem ze dne 20. června 2001 č. 278/2001 Sb. napadená ustanovení vládní novely zrušil. Ve svém nálezu zdůrazňoval zakotvení centrální banky přímo v Ústavě společně s jejím hlavním cílem, kterým je péče o cenovou stabilitu. Tuto vysokou právní ochranu vnímá jako rozšiřování počtu „pilířů státní moci“ a odůvodňuje ji jako potřebnou ochranu před exekutivou, která chce její nezávislost omezit. Ústavní soud tedy prezidentu republiky vyhověl a zrušil napadená rozhodnutí.⁶³

Můžeme tedy uzavřít, že k měnové krizi by nemuselo dojít, pokud by Česká národní banka nebyla až přehnaně nezávislá. Řešení, které by vedlo k předcházení možných negativních důsledků, které krize přinesla, tak vidím v právním zakotvení konzultací centrální banky s vládou, kde by ministr nebo vyslanec vlády neměl pouze poradní hlas, ale měl by například možnost usnesení bankovní rady vetovat, centrální banka by tak byla nucena naslouchat vládním ekonomům a při využívání měnověpolitických nástrojů brala v potaz politický cyklus. Současně hodnotím pozitivně výše uvedený návrh exministra financí Vlastimila Tlustého, dle kterého by po vzoru německé Bundesbanky byly stanoveny limity výše úrokových sazeb. Tímto způsobem by bylo možné předejít excesům jako v předmětné druhé polovině roku 1997, když výše 2T repo sazby vyskočila až na 39 %.

2.1.4. Světová finanční krize a její vliv na změny úrokových sazeb

V roce 2007 zasáhl Spojené státy americké finanční propad na burze. Primární příčinou, která vedla k americké a následně celosvětové finanční krizi, bylo poskytování rizikových hypotečních úvěrů. Americké banky měly dle demokratické administrativy pod vedením prezidentů Jimma Cartera a následně Billa Clintona nahrazovat sociální vládní programy a postarat se o socializace nízkopříjmových vrstev americké společnosti.

V roce 1977 byl přijat první ze zákonů, který byl zárodkem předmětné finanční krize, a to Community Reinvestment Act, který nutil bankovní společnosti neposuzovat úvěryšchopnost dlužníků a mít méně kvalitní úvěry. Tento zákon nepřímě cílil na etnické menšiny, kterým banky

⁶² *Změny zákona o ČNB* [online]. historie.cnb.cz, [cit. 1. března 2019]. Dostupné na <https://www.historie.cnb.cz/cs/dejiny_instituce/ceska_narodni_banky/zmeny_zakona_o_cnb_v_roce_2000>.

⁶³ Nález Ústavního soudu ze dne 20. června 2001, sp. zn. Pl. ÚS 14/01

nebyly ochotny poskytovat úvěrové produkty.⁶⁴ Cílem tohoto zákona bylo odstranění redliningu, což bylo úvěrové znevýhodnění sociálně slabších. V roce 1995 již pod vedením prezidenta Clintona byl Community Reinvestment Act novelizován a byl již zaměřen přímo na hypoteční úvěry, jelikož cílem bylo umožnit i nízkopříjmovým vrstvám společnosti mít vlastní bydlení.

Současně FED razantně snížil úrokové sazby, a tím došlo k nekontrolovatelnému nárůstu nejen hypotečních úvěrů v americké společnosti. Ke krizi nepřispělo ani podcenění ze strany vlády Spojených států amerických, která ačkoliv si byla vědoma velkého obchodního schodku a nízkých úspor amerických domácností, věřila, že americká ekonomika nespadne do recese.⁶⁵

V letech 2004 a 2005 zvedal FED úrokové sazby. Po těchto opatřeních ze strany centrální banky došlo k ochlazení zájmu o hypoteční úvěry, nicméně úrokové sazby byly znovu zvednuty, tentokrát na 5,25 procenta. V roce 2006 nastaly první vážnější problémy a náznaky blížící se krize. Došlo k prudkému poklesu zájmu o hypotéky a dlužníci měli problém s novým navýšením splátek splnit stávající závazky.

V roce 2007 došlo ještě k většímu nárůstu cen splátek a ještě většímu nezájmu o uzavírání hypotečních úvěrů. Americká hypotéka funguje na principu, že se vlastníkem předmětné nemovitosti stane dlužník až zaplacením poslední splátky. Banky musely prodávat nemovitosti v dražbě pod cenou a došlo k převisu nabídky nad poptávkou. Když začala finanční krize přerůstat v krizi likvidity, došlo ze strany americké centrální banky ke snížení základní úrokové sazby z původních 5,25 na 2,25 procenta. Snížování základní úrokové sazby byl osvědčený recept, kterým centrální banky pomáhaly zažehnat minulé hospodářské krize. Radikální uvolňování měnové politiky mělo řadu zastánců i odpůrců. Například analytik Ziegel Bove chválil FED za neopakovatelnou možnost nakoupit levné bankovní tituly. Na druhou stranu zase guvernér britské centrální banky Mervyn King předmětné kroky kritizoval jako pouhé nalití likvidity do bank, ale podstatu viděl ve skutečnosti, zda jsou banky předmětné peníze ochotny půjčit.⁶⁶

Krachem jedné z největších investičních bank Lehman Brothers dne 15. září 2008 bylo jasné, že krize nabude světových rozměrů. Jelikož i evropské banky měly americké hypotéky, rozšířila se finanční krize i do Evropy, nejcitelněji byl zasažen Island společně s Německem, kde druhému největšímu poskytovateli hypoték musela pomáhat spolková vláda.

Český bankovní sektor se ze začátku do podobných problémů jako americké a následně evropské banky nedostal. Tato skutečnost byla z části zapříčiněna skutečností, že v České republice

⁶⁴ Housing and Community Development act ze dne 12. října 1997.

⁶⁵ DVOŘÁK, Pavel. *Věřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2008, s. 296-297.

⁶⁶ DVOŘÁK, Pavel. *Věřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Praha: C. H. Beck, 2008, s. 314.

nebyly v tak velkém měřítku poskytovány americké hypotéky, bankovní sektor dokonce vykázal zisk ve výši 45 miliard Kč, což je srovnatelné s rokem 2007, současně nebyl český bankovní sektor pro vysokou likviditu závislý na mezibankovním trhu. Na konci roku 2008 se však ukázalo, že se nejedná pouze o hypoteční krizi, ale také o krizi dluhovou, která je způsobena nesplacenými úvěry a firemními dluhopisy.

Česká národní banka na nastávající krizi reagovala uvolňováním měnové politiky, když již v srpnu snížila základní úrokovou sazbu o standardních 25 bodů na 3,50 %, 7. listopadu došlo již k razantnějšímu zvýšení o 75 bodů na 2,75 % a 18. prosince o 50 bodů na 2,25 %. Centrální banka chtěla touto expanzivní měnovou politikou pomoci komerčním bankám. Problém nastal v tom, že předemtné snížení základní úrokové sazby se nepřeneslo na tržní ekonomickou sazbu, která se adekvátně nesnižovala.⁶⁷ V předemtné době byla základní sazba stanovena Českou národní bankou nejnižší v celé Evropě, tuzemskou centrální banku překonal pouze FED, který razil také politiku měnové expanze a snížil sazbu na 1,75 %.⁶⁸

V roce 2009 se projevila hospodářská krize v české ekonomice v největší míře. Centrální banka pokračovala v uvolňování měnové politiky. Základní úroková sazba byla snížena o 0,5 procentního bodu na 1,75 %, toto opatření přispělo společně s dalšími protikrizovými opatřeními, včetně těch zahraničních, k zastavení propadu ekonomiky, nepodařilo se však zabránit dalšímu propadu HDP. Bankovní rada se rozhodla ve zbytku roku snižovat úrokovou sazbu, když na svém zasedání v květnu, srpnu a říjnu snížila základní úrokovou sazbu již o standardních 0,25 procentního bodu, tedy ve výsledku na historické minimum ve výši 1 %. Centrální banka uvolněním měnové politiky dosáhla svého cíle, když inflace dosáhla záporných hodnot a tržní úrokové sazby také reagovaly na tento měnověpolitický impuls, když kopírovaly ty stanovené centrální bankou.⁶⁹

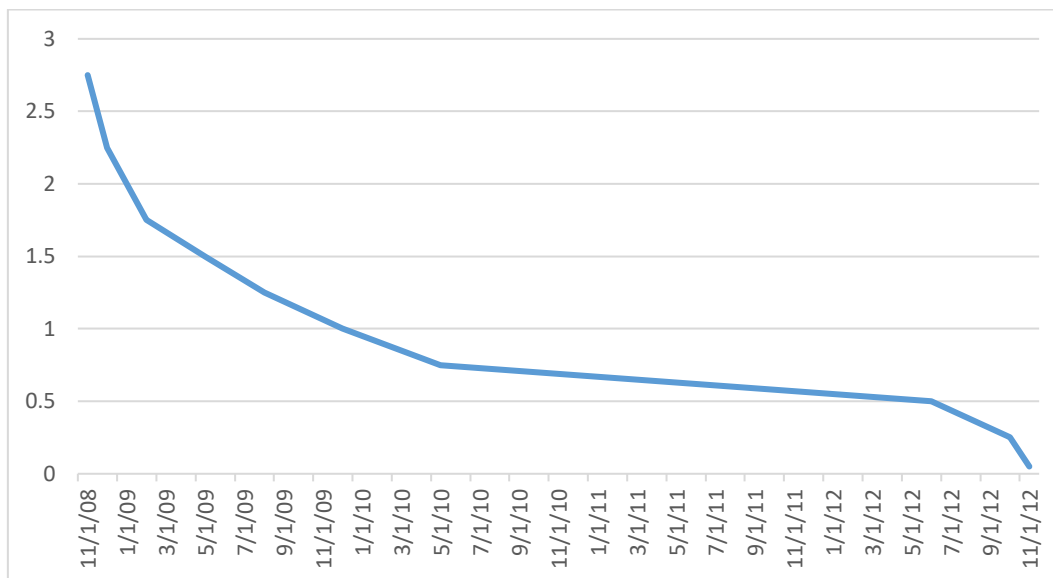
Česká národní banka se v roce 2010, již pod vedením nového guvernéra Miroslava Singera připravovala na postupné zvyšování úrokové sazby. Přetrvávající krize se ve svém třetím roce proměnila v krizi dluhovou. Makroekonomické problémy zemí eurozóny a dezinflační rizika přinutila centrální banku k využití základního měnověpolitického nástroje opačným směrem, když opět snížila klíčovou úrokovou sazbu o 0,25 % na 0,75 %. Centrální banka po dvou letech

⁶⁷ Česká národní banka, Výroční zpráva 2008, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, Dostupné na: <https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2008.pdf>.

⁶⁸ DVOŘÁK, Pavel. *Věřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. Praha: C. H. Beck, 2008, s. 313.

⁶⁹ Česká národní banka, Výroční zpráva 2009, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, Dostupné na: <https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2009.pdf>.

udržování úrokové sazby na stejné úrovni překročila v roce 2012 k jejímu opětovnému snižování. Důvodem ke snižování byla snížená poptávková inflace, kterou Česká národní banka řešila snížením klíčové úrokové sazby až na tzv. technickou nulu, tedy na historicky nejnižší hodnotu ve výši 0,05 %.⁷⁰



Zdroj: ČNB

Bankovní rada České národní banky se po dosažení technické nuly základní úrokové sazby zabývala otázkou, zda je možné dále využívat hlavní měnověpolitický nástroj, překročit tzv. technickou nulu a stanovit záporné repo sazby. Tehdejší viceguvernér Tomšík argumentoval pro možné zavedení tohoto měnověpolitického nástroje z důvodu možné měnové expanze, kterou by centrální banka musela řešit radikální intervencí na trzích.⁷¹ Záporné úrokové sazby byly v předmětném období zavedeny ECB ve výši -0,2 %, tento netradiční měnověpolitický nástroj byl zaveden také v Dánsku nebo Švédsku.

Skandinávské centrální banky přistoupily k využití záporných úrokových sazeb právě z důvodu dramatického přílivu korun do ekonomiky. Tento krok však přinesl negativní následek v podobě nárůstu ceny nemovitostí. V některých částech Švédska došlo k meziročnímu nárůstu až o 20 %.⁷² Skutečnost, že se Česká národní banka nedopustila podobného kroku, a tím nedošlo ke zvýšení cen tuzemských nemovitostí, hodnotím jako pozitivní. Ceny českých nemovitostí jsou

⁷⁰ Česká národní banka, Výroční zpráva 2012, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, Dostupné na: <https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2012.pdf>.

⁷¹ Interview s Vladimírem TOMŠÍKEM, bývalým viceguvernérem České národní banky. Praha 30. 8. 2010.

⁷² ROSOVÁ Natálie, KARFILÁT, Jakub. *Záporná úroková sazba, její vliv na banky a jejich klienty* [online]. epravo.cz, [cit. 1. března 2019]. Dostupné na <<https://www.epravo.cz/top/clanky/zaporna-urokova-sazba-a-její-vliv-na-banky-a-jejich-klienty-101199.html>>.

tlačeny nahoru již celou řadou jiných příčin, jako například pomalou výstavbou nebo byrokracií, využití záporných úrokových sazeb mohlo způsobit krizi na nemovitostním trhu.

Přikročení k záporným úrokovým sazbám mohlo zapříčinit situaci, kdy klienti bank budou v masivním množství vybírat hotovost, jelikož nebude žádný logický důvod platit bankám za operace spojené s vedením účtu a raději budou předmětné peníze investovat, v krajním případě hotovost uschovají doma.⁷³

Je třeba zmínit skutečnost, že pro samotné banky by záporné sazby nemusely představovat až tak závažný problém. Na tomto místě je třeba zmínit názor Nejvyššího soudu, dle kterého není změna úrokové sazby ani na negativní úroveň změnou předmětné smlouvy, stačilo by na ni odkázat v samotné smlouvě nebo v podmínkách.⁷⁴

Na tomto místě je si třeba také položit otázku, co by případná záporná úroková sazba znamenala pro výši zákonného úroku z prodlení, jelikož právě podle základní úrokové sazby se počítá. Skutečnost negativního úroku z prodlení by znamenala odměnu, nikoliv sankci pro dlužníka a došlo by k popření zásady *nemo turpitudinem suam allegare potest*, tedy že nikdo nemůže mít prospěch ze svého protiprávního jednání. Také dle OZ musí dlužník vrátit věřiteli plnění, tak také sekundárně vedle něho také úroky z prodlení. V případě, že by dlužník dostával negativní úrok jako jakousi platbu, nevracel by ani plnění, a to nelze připustit. Závěrem je třeba dodat, že tato otázka je spíše teoretická, jelikož i případné záporné sazby by se pohybovaly maximálně ve výši jednoho procentního bodu.⁷⁵

Česká národní banka nakonec nepřistoupila k využití záporných úrokových sazeb a využila jiný měnověpolitický nástroj, a to kurzové intervence. Snižování úrokových sazeb až na historickou hranici tzv. technické nuly jistě přispělo k oživení českého hospodářství. Nicméně v případě, že by centrální banka po vzoru zahraničních centrálních bank přistoupila k negativním úrokovým sazbám, mohlo toto opatření způsobit krizi jak bankovní, tak také na nemovitostním trhu. Na základě výše uvedených skutečností hodnotím jako pozitivní jisté omezení nezávislosti centrální banky, která by mohla být v budoucnu kontrolována ze strany vlády, kdy by při zásadních otázkách týkající se zvyšování základní úrokové sazby byl přítomen alespoň s poradním hlasem vyslanec vlády, čímž by mohla být měnová politika sladěna s politikou fiskální. Je třeba připomenout, že na

⁷³ BUREŠ, Jan. *Záporné sazby ČNB? Aneb je Skandinávie vzorem k následování?* [online]. ekonomicky-denik.cz, [cit. 1. března 2019]. Dostupné na <<http://ekonomicky-denik.cz/zaporne-sazby-cnb-aneb-je-skandinavie-vzorem-k-nasledovani/>>.

⁷⁴ Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 30. 3. 2011, sp. zn. 33 Cdo 5220/2008

⁷⁵ HAŠEK, Ivan. *Záporná repo sazba a zákonné úroky z prodlení* [online]. epravo.cz, [cit. 1. března 2019]. Dostupné na <<https://www.epravo.cz/top/clanky/zaporna-repo-sazba-a-zakonne-uroky-z-prodleni-91828.html>>.

rozdíl od fiskální politiky nemůže volič žádným způsobem ovlivnit vývoj měnové politiky, ačkoliv má něj obrovský vliv. Jako kladný hodnotím také výše citovaný názor exministra financí Vlastimila Tlustého, dle kterého by měly být centrální bance stanoveny určité limity úrokových sazeb po vzoru německé Bundesbanky, čímž by bylo možné předejít výkyvům, jaké jsme viděli v roce 1997.

2.2 Devizové intervence

Devizové intervence jsou jedním z nekonvenčních nástrojů měnové politiky, kterým může centrální banka ovlivňovat výši kurzu své měny. K jejich využití došlo 7. listopadu roku 2013, kdy již základní úroková sazba dosáhla výše 0,05 %, tedy tzv. technické nuly. Česká národní banka nechtěla riskovat deflací a s ní údajně spjatá ekonomická negativa, zvolila proto tento nestandardní nástroj. Pravomoc využívat kurzové intervence centrální bankou jako měnověpolitický nástroj je stanovena v Části sedmé s názvem Pravomoci České národní banky v devizovém hospodářství, konkrétně v § 35 a § 36 zákona o ČNB.⁷⁶ Dle § 35 zákona o ČNB centrální banka stanoví po projednání s vládou režim kurzu a vyhláší kurz k cizím měnám. *Režimem kurzu se rozumí souhrn administrativních nebo legislativních opatření, na základě kterých ČNB ovlivňuje kurz koruny k cizím měnám.* Kurzový režim je ve formě tzv. řízeného plovoucího kurzu. Zákonná povinnost konzultovat stanovení kurzu české měny naráží na evropské právo, které požaduje nezávislost centrální banky při svém rozhodování. Dialog mezi členy vlády a centrálními bankéři je tak možný jen za předpokladu, že nebude porušena nezávislost členů rozhodovacích orgánů centrální banky, bude respektováno zvláštní postavení guvernéra a bude splněna povinnost mlčenlivosti vyplývající ze Statutu ESCB/ECB.⁷⁷

Je třeba poznamenat, že centrální banka již ve své polistopadové historii ke kurzovým intervencím přistoupila. Poprvé ve zcela jiné situaci v roce 1991, kde bylo třeba fixovat režim kurzu fixovat z důvodu transformace české ekonomiky. V době velkých ekonomických změn spojených s celkovou změnou českého hospodářství se s odstupem jeví jako zcela logický a úspěšný krok.⁷⁸

2.2.1. Aplikace a formy devizových intervencí

Podstatou kurzových intervencí je nákup či prodej cizích měn za národní měnu. Na devizovém trhu existuje poptávka ze strany obchodních, případně centrálních bank jiných států, které měnu za sníženou hodnotu odkoupí. V případě, že centrální banka nakoupí zahraniční měnu, dojde ke zvýšení poptávky po zahraniční měně a zároveň klesne cena domácí měny, kterou Česká národní banka emitovala a prodala na devizovém trhu. V případě, že centrální banka prodává svou

⁷⁶ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, § 35 a 36

⁷⁷ VÝBORNÝ, Petr. In RÝDL, Tomáš (ed). *Zákon o České národní bance komentář*. 1. vydání. Praha: Walters Kluwer, 2014, s. 115-116.

⁷⁸ KLAUS, Václav. *Byla deflace opravdu brožbou?* 1. vydání. Praha: Institut Václava Klause, 2014, s. 22.

měnu, dojde k nákupu zahraniční měny, které bude mít uloženou jako devízovou rezervu, naopak v případě, že dojde k prodeji cenných papírů, dojde k odkupu domácí měny a k jejímu zhodnocení na devízovém trhu a ke zvýšení jejího kurzu.

Devízové intervence mohou být ze strany centrální banky využity buď formou konverze nebo ve formě swapové operace. Kurzové intervence bývají klasicky použity formou konverzí, když dochází k prostému nákupu zahraniční měny na devízovém trhu. Jedná se o jednosměrnou operaci, která má trvalý vliv na výši kurzu. Právě tuto formu devízových intervencí využila v roce 2013 Česká národní banka. Druhou formou jsou swapové operace, když dochází společně s nákupem nebo prodejem zahraniční měny ke zpětnému prodeji v dohodnutém termínu a ve sjednaném kurzu. Tato forma devízových operací má tedy pouze dočasný vliv na rezervy bankovních subjektů a měnový kurz.⁷⁹

2.2.2. Oslabení koruny ze strany České národní banky

V roce 2012 vyčerpala Česká národní banka všechny standardní měnověpolitické nástroje k uvolnění měnové politiky. Docházelo k přestřelování inflačního cíle ze strany centrální banky stanoveného na 2 %, hrozila deflace a základní úroková sazba byla na tzv. technické nule. Česká národní banka zároveň nechtěla napodobovat zahraniční centrální banky a použít záporné úrokové sazby. K možnému využití záporných úrokových sazeb, včetně jejich výhod a nevýhod, jsem se již věnoval v kapitole o základních úrokových sazbách.

Již na podzim roku 2012 centrální banka avizovala, že k uvolnění měnové politiky je připravena použít jiný měnověpolitický nástroj, konkrétně právě kurzové intervence. Již samotné prohlášení o možné manipulaci s kurzem vedlo k oslabení koruny a odvrácení deflace. Jedná se o tzv. slovní intervence centrální banky, kdy pouze zveřejněná úvaha o přistoupení k určitému kroku vede k reakci trhu. Efekt slovních intervencí je však pouze omezený, jelikož v případě, že po oznámení nedochází ke stanovenému užití ze strany centrální banky, trh si na slovní intervence zvykne a přestane na ně reagovat. Česká národní banka hlasovala o využití tohoto nekonvenčního měnověpolitického nástroje dvakrát neúspěšně a to 1. srpna 2013 a 26. září 2013.⁸⁰

Na tomto místě je potřeba zmínit, že samotné hlasování bankovní rady bylo velmi těsné. V srpnu a září 2013 bylo použití kurzových intervencí odvráceno těsnou většinou tři ku čtyřem, a až následně 7. listopadu znovu nejtěsnější možnou většinou došlo ke schválení aplikace tohoto nekonvenčního měnověpolitického nástroje.⁸¹ Ke změně postoje jediného člena bankovní rady

⁷⁹ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. vydání. Praha: Management Press, 2011, s. 239-241.

⁸⁰ SINGER, Miroslav. *Jak šhodit kila a oslabit korunu*. 1. vydání. Praha: Presco Group, 2017, s. 112 a 113.

⁸¹ Interview s Karlem KRÍŽEM, ekonomem, Praha 7. 5. 2017.

vedl nejspíš trvajícím poklesu inflace, vysokou nezaměstnanost, která dosahovala 7 % a nejnižší růst mezd v historii samostatné České republiky. Česká národní banka tedy intervenovala za účelem oslabení koruny se závazkem držet kurz následně na úrovni 27 Kč za Euro.⁸²

První debaty o možném využití jiného měnověpolitického nástroje, pro případ, že by se dostala základní úroková sazba na nulové nebo záporné hodnoty, se objevily již v roce 2010. Předmětný rok 2010 byl pro českou ekonomiku poměrně klidný, dokonce se začalo uvažovat o mírném zvýšení základní úrokové sazby. V polovině roku vystřídal ve funkci guvernéra České národní banky Zbyňka Tůmu tehdejší viceguvernér Miroslav Singer. Právě Miroslav Singer nechal vytvořit portfolio sekcí obchodu a měnové politiky pod vedením viceguvernéra Mojmíra Hampla, který byl v roce 2012 ve své funkci potvrzen tehdejším prezidentem Václavem Klausem.⁸³ Jako pozitivní je třeba hodnotit skutečnost, že ze strany centrální banky šlo o předem připravený zásah, o jehož možném použití informovala trhy s předstihem, které tak měly možnost se na něj připravit. Což mělo za následek, že spuštění intervencí neznamenal pro českou ekonomiku šok. Konečné rozhodnutí o devízové intervenci padlo na bankovní radě dne 7. listopadu 2013. Je třeba zmínit, že centrální banka vstoupila na devízový trh pouze v listopadu roku 2013 za účelem oslabit korunu o necelých 5 %, dále již výše kurzu koruny záležela čistě na nabídce a poptávce na devízovém trhu.⁸⁴

S tímto riskantním experimentem centrální banky na počátku nesouhlasili ani čeští exportéři, pro které je logicky znehodnocení měny pozitivní zprávou, jelikož jim pomůže na zahraničních trzích. Výtka exportérů byla zcela oprávněná, jelikož Česká národní banka slovy svého tehdejšího viceguvernéra Vladimíra Tomšíka nedokázala jednoznačně určit alespoň přibližnou dobu kurzových intervencí. Ačkoliv centrální banka svůj krok obhajovala, bylo evidentní, že ona sama není v názoru na aplikaci kurzového závazku jednotná. Hlavním argumentem se stala hrozba deflace a negativní příklad Japonska.⁸⁵

O tomto kroku byl v inkriminovaný den informován tehdejší ministerský předseda a pozdější nástupce Miroslava Singera na postu guvernéra České národní banky Jiří Rusnok, který rozhodnutí podpořil a stanovený kurz 27 Kč za Euro držel i nadále po svém nástupu do funkce.⁸⁶ Otázkou zůstává, co by následovalo v případě, že by tehdejší ministerský předseda nebyl také

⁸² Česká národní banka, Výroční zpráva 2013, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, Dostupné na: <https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2013.pdf>

⁸³ SINGER, Miroslav. *Jak shodit kila a oslabit korunu*. 1. vydání. Praha: Presco Group, 2017, s. 113.

⁸⁴ Česká národní banka, Výroční zpráva 2013, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, Dostupné na: <https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2013.pdf>

⁸⁵ Interview s Vladimírem TOMŠÍKEM a Zbyňkem FROLÍKEM, 2013, bývalým viceguvernérem České národní banky a členem představenstva Svazu průmyslu a obchodu. Praha 10. 11. 2013.

⁸⁶ SINGER, Miroslav. *Jak shodit kila a oslabit korunu*. 1. vydání. Praha: Presco Group, 2017, s. 113.

příznivcem tohoto nekonvenčního měnověpolitického nástroje a s tím spojeným přímým zásahem do tržní ekonomiky po vzoru Johna Maynarda Keynesa.

2.2.3. Důvody využití devizových intervencí

Hlavním argumentem České národní banky, který vedl k využití devizových intervencí, bylo zabránění deflace a s ní údajně jistě související recese, do jejichž hlubší verze by se české hospodářství, dle názoru centrálních bankéřů, následně dostalo. Jako negativní příklad použila centrální banka japonskou ekonomiku, která byla v té době již několik desetiletí deflační recesí postižena.

V první řadě je třeba definovat, co to je deflace. *Deflací se vesměs rozumí trvalý všeobecný pokles cenového indexu, jako indexu spotřebitelských cen nebo deflátoru hrubého domácího produktu.*⁸⁷ Jedná se tedy o pokles množství peněz v ekonomice a s tím související propad cen. Deflace je zesilujícím procesem ekonomiky, která, když se jednou dostane do pohybu, jde jen těžko zastavit. Riziko velikosti a rychlosti deflace závisí také na chování domácností. Je tedy třeba vždy zvažovat, v jaké pozici se nachází domácnosti předmětné ekonomiky, které hrozí deflace a podle této skutečnosti s ní pracovat. Deflaci lze obtížněji identifikovat než inflaci, nejedná se totiž o její jednoduchý protiklad. Nejčastější příčinou deflace bývá skutečnost, že centrální banka stahuje z oběhu likviditu, další častou příčinou deflace je nepoměr mezi mzdou a inflací, dochází k ní na konci inflace a domácnosti začínají spořit a ceny tak klesají dolů.⁸⁸

Základem této podkapitoly bude analyzovat skutečnost, zda byla hrozba deflace, což byl hlavní argument centrální banky, opravdu takovým problémem pro českou ekonomiku, že ji musela centrální banka odvracet tímto nestandardním krokem. V historii české ekonomiky se objevila deflace pouze jednou a to v době tehdejšího ministra financí Aloise Rašína. Tvrdá deflační politika měla za cíl zhodnotit československou korunu v rámci radikální měnové reformy v roce 1919. Je třeba podotknout, že tehdejší deflační politika pomohla československé ekonomii přečkat období středoevropské hyperinflace. Politiku tehdejšího ministra financí kritizovali logicky proexportní subjekty.⁸⁹ Kritika ze strany exportérů je však logická, jelikož v opačném případě, tedy v umělém udržování inflace, budou tento krok kritizovat zase domácí importní subjekty. Tehdejší deflace dala dokonce hospodářství nový impuls ke startu, ekonomika následně rostla o úctyhodných 8 % a československá koruna se stala na rozdíl od okolních měn uznávanou měnou.

⁸⁷ Deflationsgefahr: Spärer auf der sicheren Seite? [online]. Bankenverband, [cit. 6. června 2019]. Dostupné na: <<https://bankenverband.de/newsroom/presse-infos/deflationsgefahr-spaerer-auf-der-sicheren-seite/>>

⁸⁸ HANNICH, Günter. *Deflace utajené nebezpečí*. 1. vydání. Praha: Nakladatelství EarthSave, 2008, s. 21-22.

⁸⁹ BLAŽEK, Jiří a SCHWEIGL, Johan. *Právní a ekonomické aspekty devizových intervencí*. 1. vydání. Praha: Masarykova univerzita, 2018, s. 35 a 36.

Ve světové historii nebylo dokázáno, že by mezi deflací a ekonomickým propadem existovala empirická vazba. Jediným příkladem ze sedmnácti, kdy na deflaci navazovala deprese, byla velká hospodářská krize ve 30. letech minulého století. Jedinečnost této deflace je také v tom, že byla neočekávaná. Pokud se tedy jedná o deflaci v rámci přirozeného ekonomického cyklu a nikoliv náhlý ekonomický propad, nemusí být deflace pro ekonomiky problémem.

Čína je v deflaci již od roku 1998 a to v průměru 0,5 a ekonomika přesto roste o 7,6 %. Dalším příkladem pozitivního vlivu deflace může být naší ekonomice bližší Švédsko, kde v minulosti ceny klesly o 13,8 %, ale ekonomika přesto posílila o 4,3 %. Deflace je přirozený jev ekonomického vývoje a nikoliv anomálie, která by měla mít vliv na rozhodování centrální banky.⁹⁰

Deflace ve vidění tehdejších centrálních bankéřů, kteří rozhodli o kurzové intervenci, byla jakási nezvratná pohroma, kterou rádi používali ve slovním spojení jako deflační past nebo deflační spirála. Je však třeba připomenout, že asi nejzákladnější a současně nejpřesnější definicí slova deflace je pokles cen.⁹¹ Lichý je také argument České národní banky, že jedině inflace dokáže přimět spotřebitele k utrácení a tím k odvrácení recese. Připomeňme na tomto místě, že centrální banka začala se svou kurzovou intervencí na konci roku 2013, tedy přibližně po konci celosvětové hospodářské krize. V předmětném roce se průměrná reálná mzda zvýšila o pouhých 0,1 %, domácnosti by tedy neměly z čeho spořit a současně ani oslabování domácí měny nezaručuje automatické navýšení výdajů domácností.⁹²

Co se týče argumentu centrálních bankéřů, kteří svůj krok odůvodňují dle jejich názoru symetrické situaci v Japonsku, působí již na první pohled spíše úsměvně. Japonsko je země ekonomicky, sociálně a historicky zcela odlišná od České republiky. Japonská ekonomika zažila po druhé světové válce prudkou expanzi, která vedla k obrovské bublině aktiv v 80. letech, která následně splaskla v 90. letech minulého století, která bývá označována jako ztracená dekáda japonské ekonomiky. Rapidně se snížilo HDP, klesly mzdy a klesly i celkově ceny aktiv. Centrální banka Japonska Bank of Japan se snažila krizi řešit řadou zvýšení základních úrokových sazeb. V roce 1992 dosáhlo zvýšení základní úrokové sazby 6 % a následně začal strmý pád až na nulu. Bank of Japan byla také aktivní na trhu a odkoupila všechny dluhopisy, které může, ale ani to ji nepomohlo dostat se z dlouho trvající recese.⁹³ Výše zadlužení Japonsko činí alarmujících 233 %

⁹⁰ KOVANDA, Lukáš. Zkázonosná deflace je historickou anomálií. In KLAUS, Václav (ed). *Spor o měnovou politiku v kontextu devizových intervencí*. 1. vydání. Praha: Institut Václava Klause, 2018, s. 34-35.

⁹¹ KLAUS, Václav. *Byla deflace opravdu brožbou?* 1. vydání. Praha: Institut Václava Klause, 2014, s. 11-12.

⁹² Tamtéž s. 15

⁹³ The Global Economy Looks Disturbingly Like Japan Before Its 'Lost Decade' [online]. Forbes, [cit. 6. června 2019]. Dostupné na:

<<https://www.forbes.com/sites/johnmauldin/2019/04/18/the-global-economy-looks-disturbingly-like-japan-before-its-lost-decade/#34fcbac76e5c>>.

HDP, které je tedy výrazně vyšší než zadlužení Řecka. Je zde však jeden zásadní rozdíl. Japonsko dluží svým domácím subjektům a nikoliv zahraničním věřitelům, riziko nesplacení je tedy výrazně nižší. Co se týče japonské deflace, kterou Česká národní banka používá jako odstrašující příklad, činí vládní dluh atraktivnější a přitahuje tak investory. Jelikož pokud dojde k poklesu cen a vládní dluhopisy budou vynášet, dojde k výnosu dluhopisu právě o tento rozdíl. Japonský problém však spočívá ve značném stárnutí a ubývání populace, bude tedy muset zapojit více zahraničních investorů, a tím se zvýší riziko nesplácení.⁹⁴

Problém japonského hospodářství byl také zapříčiněn enormním dodáváním likvidity do ekonomiky, které zapříčinilo vznik bubliny s aktivy. Japonsko se tedy dostalo současně jak do recese, tak současně také do již zmiňované deflace. Ovšem skutečnosti, které ji do této problematické situace dostaly, jsou odlišné, než hrozily českému hospodářství v roce 2013. Kombinace obav ze stárnutí japonské populace a současného překonávání rekordů v míře nezaměstnanosti vedl japonské domácnosti ke spořivosti, a tudíž došlo k růstu úspor nad investicemi.⁹⁵ V této situaci se jeví jako rozumná volba oslabování jenu, jelikož japonské domácnosti na rozdíl od těch českých v inkriminovaném období mají co spořit. Oslabování měny po splasknutí bubliny se jeví jako racionální volba, jelikož, jak již bylo zmíněno, domácnosti mají co spořit, na rozdíl od českých domácností, které se nacházely na konci krize.

Japonští centrální bankéři bývají ze strany etastických ekonomů, za příliš malé zásahy do ekonomiky ze strany centrální banky. Je však třeba poznamenat, že japonské intervence jsou již přibližně třikrát větší než ty americké do roku 2014. Ekonomický problém Japonska není způsoben selháním Bank of Japan, ale právě absencí nabídky, která je způsobena stárnutím japonské populace.⁹⁶

V případě Japonska se kromě oslabení měny, které by muselo být mnohem razantnější než to české pětiprocentní, jeví jako účelné také zlepšení spolupráce mezi fiskální a měnovou politikou země. Japonská vláda spotřebitele ujistovala, že pomocí svých opatření zvrátí současný stav, což vedlo k dalším úsporám ze strany domácností. Je třeba zmínit, že v případě Japonska spravuje devízové rezervy nestandardně Ministerstvo financí. Právě skutečnost, že možné devízové intervence podléhají schválení ze strany politické garnitury, vede k tomu, že se vláda zdráhá radikálně oslabit měnu kvůli předvídatelné agresivní reakci ze strany jejich ekonomicky silných

⁹⁴ Kdy dluhová krize zlomí Japonsku vaz? [online]. Roklen 24, [cit. 6. června 2019]. Dostupné na: <<https://roklén24.cz/a/SmQey/kdy-dluhova-krize-zlomi-japonsku-vaz>>

⁹⁵ HORSKÁ, Helena. *Jak vyřešit problém deflace? – Příklad Japonska*. 1. vydání. Praha: Oeconomica, 2002, s. 8.

⁹⁶ KOVANDA, Lukáš. Zkázonosná deflace je historickou anomálií. In KLAUS, Václav (ed). *Spor o měnovou politiku v kontextu devízových intervencí*. Praha: Institut Václava Klause, 2018, s. 37-38.

asijských sousedů.⁹⁷ Pokud by rozhodnutí o oslabení měny bylo pouze na centrálních bankéřích Bank of Japan, kteří nemají žádnou politickou odpovědnost, jistě by již využili tento nekonvenční nástroj a měnu oslabili o několik desítek procent.

2.2.4. Výsledky a hodnocení devízových intervencí

Devízové intervence trvaly celkově 41 měsíců a to od 7. listopadu roku 2013 až do 6. dubna 2017. K udržení hranice kurzu na úrovni 27 Kč za Euro vynaložila Česká národní banka více než 2 biliony korun.⁹⁸ Při ukončení kurzového závazku byl již v pozici guvernéra centrální banky Jiří Rusnok, který 1. července 2016 vystřídal svého předchůdce, který začal s devízovými intervencemi, Jiřího Singera.

Je třeba uznat, že centrální banka splnila svůj cíl, kterým bylo zabránit deflaci a minimálně urychlil tvorbu pracovních míst. Současně i po ukončení kurzového závazku nedošlo k velkému výkyvu kurzu měny a koruna následně jen pozvolna zesilovala.⁹⁹ Jako pozitivní a pro trhy bezpečnější je také to, že Česká národní banka ukončení kurzového závazku avizovala dlouho dopředu. Nedošlo tak k hospodářskému šoku, který se stal ve Švýcarsku, kde tamní centrální banka ukončila v roce 2015 kurzové intervence a zavedla záporné úrokové sazby ve výši 0,75 %. Švýcarský frank ze dne na den prudce posílil a tuto změnu nedokázala Swiss National Bank vyřešit ani pomocí nestandardních záporných úrokových sazeb a švýcarská ekonomika se ani po několika letech nedokáže vrátit k normálu.¹⁰⁰

Centrální banka dokázala splnit svůj cíl, který si před zavedením kurzových intervencí dala, a to návrat k inflaci v řádu několika procent. Od konce roku 2013 byla inflace pouze ve výši 1,4 % a v následujících letech oscilovala kolem půl procentního bodu. Až v předmětném roce 2017, tedy po třech letech od intervence, došlo k inflačnímu skoku na 5,5 % a následně se inflace dostala na cílené 2 %.

Mezi negativní důsledky měnové intervence musíme zařadit také podstatné zdražení nemovitostí až o 15 %. Větší množství likvidity v oběhu způsobené emisí ze strany centrální banky mělo za následek, že banky, a také domácnosti motivovány lepším zhodnocením svých úspor,

⁹⁷ HORSKÁ, Helena. *Jak vyřešit problém deflace? – Příklad Japonska*. 1. vydání. Praha: Oeconomica, 2002, s. 14.

⁹⁸ BLAŽEK, Jiří a SCHWEIGL, Johan. *Právní a ekonomické aspekty devízových intervencí*. 1. vydání. Praha: Masarykova univerzita, 2018, s. 65.

⁹⁹ Česká národní banka, Výroční zpráva 2017, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, Dostupné na: <https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_2017.pdf>.

¹⁰⁰ *Three years on from currency shock, Swiss central bank can't get back to normal* [online]. Reuters, [cit. 6. června 2019]. Dostupné na: <<https://www.reuters.com/article/us-swiss-franc-shock/three-years-on-from-currency-shock-swiss-central-bank-cant-get-back-to-normal-idUSKBN1E30FQ>>.

zacílily na trh s nemovitostmi. Výrazně stoupla poptávka po nemovitostech a zvýšilo se také zadlužení tuzemských domácností, když úvěry na bydlení dosahovaly 96 miliard Kč.¹⁰¹

Je potřeba se podívat také na okolní, velikostí podobné ekonomiky a vývoj jejich kurzu jejich měn. V případě maďarského forintu došlo také v inkriminovaném období k oslabení měny, aniž by do něj došlo k nějakým zásahům ze strany maďarské centrální banky. Stejný vývoj nastal také v sousedním Polsku.¹⁰²

Přeceňovaný je také pozitivní vliv na český exportní průmysl. Na začátku intervencí sice vývozy vzrostly o 14,3 % v roce 2014, nicméně v dalších letech kurzového závazku rostly už pouze o jednotky procent. V posledním roce intervencí, tedy v roce 2017, rostl export již jen o 2,3 %. Po konci kurzového závazku ze strany centrální banky dokonce došlo k většímu růstu exportu a to o 4,2 %. Je tedy zřejmé, že umělé znehodnocování české měny pomohlo exportérům jen krátkodobě a v zanedbatelné výši. Zahraniční obchod totiž nezávisí na manipulaci s měnou, ale na kvalitě výrobků a umu exportérů prosadit se na mezinárodním trhu, jak také poznamenal tehdejší předseda Asociace malých a středních podniků a živnostníků ČR a dnešní ministr průmyslu Karel Havlíček: „Analýza potvrzuje, že výborná kondice našich exportérů není v důsledku zásahu centrální banky, ale odpovídá kvalitě produktů, schopnosti producentů přizpůsobit se mezinárodní poptávce a dlouhodobě vysoké úrovni technického zázemí, kterým disponujeme. Dokážeme inovovat a umísťovat naše výrobky na světových trzích, přičemž kurzový doping měl na naši konkurenceschopnost nižší vliv, než jak se prezentovalo.“¹⁰³

Konečně je třeba uvést, že i krátké období deflace, které se Česká národní banka snažila za každou cenu odvrátit, že k němu použila dokonce tento nestandardní nástroj, by nebyl pro českou ekonomiku problém, naopak by krátkodobé snížení cen mohlo pomoci k všeobecnému hospodářskému růstu. Intervence bezesporu pomohly jedné skupině a to exportérům, na druhou stranu však poškodila import. Co se týče podpory exportu, je třeba zmínit skutečnost, že z devalvace české měny, těžili hlavně zahraniční exportéři. V tuzemské velmi otevřené ekonomice tvoří téměř třetinu celkového HDP. Ve spojení se skutečností, že zahraniční vlastníci po krizových letech 2008 a 2009 již nereinvestují v České republice, ale dividenda odtékají do zahraničí.¹⁰⁴

¹⁰¹ BLAŽEK, Jiří, SCHWEIGL, Johan. *Právní a ekonomické aspekty devizových intervencí*. 1. vydání. Praha: Masarykova univerzita, 2018, s. 62.

¹⁰² Tamtéž s. 67.

¹⁰³ *Export roste navzdory ukončení kurzového dopingu* [online]. Asociace malých a středních podniků a živnostníků ČR, [cit. 6. června 2019]. Dostupné na: <http://amsp.cz/export-roste-navzdory-ukonceni-kurzoveho-dopingu/>

¹⁰⁴ SKOPEČEK, Jan. Past devizových intervencí. In ŠEBESTA, Filip (ed). *Spor o měnovou politiku v kontextu devizových intervencí*. 1. vydání. Praha: Institut Václava Klause, 2018, s. 66-67.

S více než dvouletým odstupem od ukončení devízových intervencí je česká koruna na přibližně stejné úrovni jako před intervencemi. Prognózy centrálních bankéřů o silnější koruně a slabším Euru se tedy nenaplnily. Aplikaci nekonvenčního měnověpolitického nástroje, jakým jsou kurzové intervence, hodnotím jako zbytečný zásah do tržní ekonomiky. Centrální banky se emisí nových bankovek chtěly za každou cenu vyhnout deflaci a s tím spojeným nepříznivým důsledkům. Dle mého názoru ale české ekonomice deflačně-recesní spirála české ekonomice v inkriminovaném období nehrozila, a pokud ano, tak pouze v nepatrné míře na hranici nulové inflace, která mohla být krátkodobě pro českou ekonomiku naopak přínosem.

Na základě výše uvedených argumentů je také nutné odmítnout přirovnání k japonské deflační krizi, jelikož příčiny a situace, za jakých se japonská ekonomika dostala do této pasti, jsou zcela odlišné od období, kdy byly použity kurzové intervence ze strany České národní banky. S tím souvisí také odmítnutí inflačního cíle ve výši 2 % jako jakési mety, kterou musí centrální banka za každou cenu dosáhnout. Ony 2 % jsou pouhý výmysl bankéřů, který vede ke znehodnocování úspor. Česká národní banka by se tak měla snažit držet inflaci na nulové hranici a nepokládat možnou krátkodobou a nízkou deflaci za riziko pro národní hospodářství.

České ekonomice by dle mého názoru více prospělo období bez zásahů a návrat k tržní ekonomice v pravém slova smyslu, ve kterém si centrální banka ušetří svůj přehnaný aktivismus a do ekonomiky bude zasahovat pouze v omezené a nezbytné míře. Ať už byl cíl, pro který byly kurzové intervence zavedeny, odůvodněný nebo ne, je nesporné, že centrální banka svého cíle dosáhla. Tuto skutečnost ukazuje, že Česká národní banka je kompetentní k provádění měnové politiky a není třeba spěchat ke vstupu do eurozóny a tedy k přenosu této pravomoci na ECB.

2.3 Povinné minimální rezervy

Povinné minimální rezervy jsou jedním ze základních nástrojů měnové politiky České národní banky, jedná se o stanovenou část primárních zdrojů, kterou musí každá banka, která má v České republice bankovní licenci nebo spotřební a úvěrová družstva uložit na účtu u centrální banky.

Tyto rezervy jsou následně aktivy banky a pasivy centrální banky. Jedná se o měnověpolitický nástroj, který účinkuje přímo na všechny druhy závazků a všechny druhy bankovních subjektů. Centrální banka může pomocí tohoto měnověpolitického nástroje ovlivnit objem likvidity v bankovním systému. Povinné minimální rezervy mají vliv na peněžní

multiplikátory, v případě zvýšení povinných minimálních rezerv dochází ke snížení peněžních multiplikátorů a naopak v případě snížení rezerv dochází k jejich zvýšení.¹⁰⁵

U tohoto měnověpolitického nástroje je obtížné určit, zda jde o nástroj přímý, či nepřímý. Banky si musí obligatorně udržovat u centrální banky určitou výši rezerv, a v případě nesplnění požadované výše sazby, hrozí v krajním případě předmětné bance až její ukončení. Na druhou stranu, pokud jsou stanoveny stejné sazby i základna, jedná se o nepřímý nástroj měnové politiky, jelikož dopadá na všechny banky stejně.¹⁰⁶

Dle § 24 zákona o ČNB jsou bankovní subjekty povinny udržovat na účtu České národní banky část svých aktiv. Maximální zákonná výše povinných minimálních rezerv je stanovena na 30 % celkových závazků předmětného bankovního subjektu. Parametry rezerv jako povinné subjekty, udržovací období nebo okruh závazků, ze kterých se povinné minimální rezervy udržují, jsou stanoveny ve vyhlášce ČNB č. 253/2013 Sb., kterou se stanoví podmínky tvorby povinných minimálních rezerv a v úředním sdělení České národní banky ze dne 28. srpna 2013 k § 24 a § 25 zákona o ČNB.¹⁰⁷

Výše sazby povinných minimálních rezerv je určena procentní sazbou z pohledávek bank domácích nebankovních subjektů u bank. Skutečná výše je určována většinou zpětně ze zůstatků na příslušném účtu rezerv na konci každého dne. Tento systém umožňuje bankám předmětnou likviditu využívat k jiným účelům a zároveň je udržovat v různých částech období v různé výši.¹⁰⁸

Význam povinných minimálních rezerv je již po řadu let zpochybňován. Mezi země, které nemají povinnost udržovat u centrální banky povinné minimální rezervy, patří například Belgie, Dánsko nebo Lucembursko, mimo Evropu dále Austrálie nebo Kanada.¹⁰⁹

V České republice je výše povinných minimálních rezerv, které musí mít banky uloženy u České národní banky stanovena na 2 % ze základu pro výpočet povinných minimálních rezerv. Od 12. 7. 2001 je základnou pro výpočet objem primárních závazků předmětné banky vůči nebankovním subjektům, jejichž splatnost nepřevyšuje 2 roky. Právě 12. 7. 2001 jsou prostředky

¹⁰⁵ REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. vydání. Praha: Management Press, 2015, s. 235-236.

¹⁰⁶ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2. vydání. Praha: Management Press, 2001, s. 306.

¹⁰⁷ VÝBORNÝ, Petr. In RÝDL, Tomáš (ed). *Zákon o České národní bance komentář*. 1. vydání. Praha: Walters Kluwer, 2014, s. 94.

¹⁰⁸ REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. vydání. Praha: Management Press, 2015, s. 235-236.

¹⁰⁹ *What are minimum reserve requirements?* [online]. ecb.europa.eu, 11. 8. 2018 [cit. 25. října 2018]. Dostupné na <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/minimum_reserve_req.en.html>.

na účtu České národní banky úročeny bankám dvoutýdenní repo sazbou, do té doby povinné minimální rezervy úročeny nebyly.¹¹⁰

2.3.1. Důvody existence Povinných minimálních rezerv

Důvody, které vedou ke spekulacím, zda má tento měnověpolitický nástroj v současnosti vůbec nějaké opodstatnění je celá řada. V první řadě jde o zátěž pro banky, které musí u centrální banky udržovat určité prostředky, se kterými nemohou následně disponovat, což má za následek snížení zisku bank. Tento požadavek také podstatným způsobem narušuje tržní prostředí, jelikož v případě konkurenčních nebankovních subjektů požadavek na povinné rezervy buď úplně absentuje, nebo jsou velice nízké, případně také na mezinárodní úrovni vůči bankám náležející do státu, kde požadavek minimálních rezerv buď absentuje, nebo je nižší. Tento nástroj je také neoperativní, jelikož v případě zvýšení sazeb rezerv je třeba dát bankám určitý čas na adaptaci k vytvoření těchto prostředků.

Diskuze ohledně významu existence se vede ohledně tří možných důvodů, mezi prvním diskutovaným důvodem je důvod likvidity bank. Zvýšení sazeb povinných minimálních rezerv vede k růstu tlaku na udržování likvidity, naopak jejich snižování vede k větší možnosti bank disponovat s likviditou. Čím vyšší je požadavek na udržování rezerv, tím víc je banka omezena nakládat s primárními vklady a je odkázána pouze na svůj kapitál, případně na vlastní emitované dluhopisy, což vede k omezení úvěrové schopnosti bank.

Argument, že požadavek udržování povinných minimálních rezerv vede k nárůstu celkových rezerv bank, však není přesvědčivý. V současnosti je požadavek na povinné minimální rezervy v drtivé většině zemí na úrovni cca 2%, banky v současnosti udržují určité dobrovolné rezervy a tedy v případě navýšení povinných minimálních rezerv dojde adekvátně ke snížení dobrovolných rezerv na úkor povinných, ale celkové rezervy by zůstaly nezměněny.¹¹¹

Povinné minimální rezervy však byly velice důležité při dělení Československa v roce 1993, když musela centrální banka reagovat na zvýšený objem likvidity. Při odluce došlo ke krátkodobému výraznému nárůstu minimálních rezerv u centrální banky. Česká národní banka zvýšením sazby k 1. 2. 1993 u bank s primárními depozity z 9 % na 12% a u běžných vkladů z 3 % na 4 %, čímž odčerpala přebytečnou likviditu bank. Již v červnu téhož roku došlo návratu sazeb na výchozí úroveň před pěti měsíci.¹¹²

¹¹⁰ *Měnověpolitické nástroje* [online]. cnb.cz, [cit. 25. října 2018]. Dostupné na <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/>>.

¹¹¹ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. vydání. Praha: Management Press, 2011, s. 242.

¹¹² VENCOVSKÝ, František. *Měnová politika v české historii*. 1. vydání. Praha: Česká národní banka, 2001, s. 88.

Dalším možným důvodem k zachování tohoto měnověpolitického nástroje je důvod měnové politiky. Povinné minimální rezervy mohou dle zastánců jejich zachování sloužit k regulaci peněžních multiplikátorů. I tento argument je však lichý jelikož stejně jako v případě likvidity může být změna sazeb povinných rezerv neutralizována změnami dobrovolných rezerv, a tím pádem nedojde k regulaci peněžních multiplikátorů.¹¹³

Posledním důvodem, který zmiňují zastánci zachování povinných minimálních rezerv jako měnověpolitického nástroje je důvod daňový. Povinné minimální rezervy mají být určitou daní za to, že banka může působit na trhu předmětného státu. Centrální banka drží velmi levná pasiva v podobě minimálních rezerv, pomocí aktivních operací realizuje výnosy a tím by měla růst částka, kterou Centrální banka odvede do státního rozpočtu.

Pokud bychom ale chtěli určit výnosnost povinných minimálních rezerv pro státní rozpočet, musíme předmětný zisk snížit o částku, kterou se sníží zisk a z něj placená daň z důvodu snížených výnosů bank. V případě České národní banky jde o částku ve výši do 0,1 % rozpočtových příjmů¹¹⁴

Když hovoříme o termínu daňového důvodu ve smyslu tax reason, nejde o zcela přesný pojem. Zastánci povinných minimálních rezerv zde argumentují tím, že by banky měly nést určitou poplatkovou povinnost, konkrétně za udělení bankovní licence nebo za možnost čerpat úvěry od centrální banky.

I tento argument však neobstojí, jelikož za udělení bankovní licence by bylo možné zaplatit pouze jednorázově, dokonce je nasnadě argument, proč by vůbec měly banky za udělení licence něco platit. Také za možnost čerpat úvěry od centrální banky se již platí formou diskontní či lombardní sazby.¹¹⁵

V konečné sumarizaci významu povinných minimálních rezerv je potřeba na základě výše uvedených argumentů vznést oprávněný návrh na úplné zrušení povinných minimálních rezerv jako měnověpolitického nástroje. Jedná se o další zbytečnou zátěž pro bankovní subjekty, která vede ke snížení jejich ziskovosti, pokřivuje konkurenční prostředí, ať už na tuzemské úrovni nebo na mezinárodním poli. Závěrem je třeba uvést, že Česká národní banka disponuje jinými měnověpolitickými nástroji, které mohou význam povinných minimálních rezerv plně suplovat, hlavně pomocí operací na volném trhu.

¹¹³ REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*, 6. vydání. Praha: Management Press, 2015, s. 235-236.

¹¹⁴ BŘEZINOVÁ, Hana. *Rozvoj finanční a účetní teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska pro VŠE v Praze*. Praha: VŠE v Praze, 2010, s. 16.

¹¹⁵ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. vydání Praha: Management Press, 2011, s. 242.

2.4 Další měnověpolitické nástroje

2.4.1. Diskontní nástroje

Diskontní nástroje jsou dalším měnověpolitickým nástrojem, které centrální banky v rámci monetární politiky často využívají. Jedná se o nepřímý, permanentní a historicky nejstarší nástroj, jehož primárním účelem je regulace rezerv bankovních subjektů nebo krátkodobé úrokové míry, současně však dochází i ke změnám výše kurzu měny.

Podstata tohoto měnověpolitického nástroje spočívá v poskytování úvěrů ze strany centrální banky jiným domácím bankovním subjektům za přesně stanovených podmínek. Centrální banka pomocí výše úroků předmětných úvěrů, které si bankovní subjekty mohou vypůjčit, reguluje výši rezerv tuzemských bank. Existují tři typy úvěrů, pomocí kterých Česká národní banka aplikuje diskontní nástroje, jedná se o úvěry diskontní, lombardní a reeskontní.¹¹⁶

Diskontní nástroje jsou podobné operacím na volném trhu. Hlavní rozdíl však spočívá ve skutečnosti, že zatímco pomocí operací na volném trhu může centrální banka regulovat měnovou bázi oběma směry, v případě využití diskontních nástrojů může centrální banka měnovou bázi pouze zvyšovat. Stejně je tomu v případě vlivu na krátkodobou úrokovou sazbu, i ta bude v případě růstu měnové báze tlačit na pokles krátkodobé úrokové míry.¹¹⁷

Nejčastějším a zároveň nejlevnějším typem tohoto měnověpolitického nástroje jsou diskontní úvěry. Jedná se o krátkodobé úvěry, které centrální banka nabídne obchodním bankám, které mohou v případě splnění podmínek předmětné úvěry čerpat do neomezené výše, až do výše úvěrového stropu. Poskytováním diskontních úvěrů tedy dochází ke změnám výše rezerv obchodních bank, jelikož v případě, že objem poskytnutých úvěrů je vyšší než objem splacených, dochází k nárůstu, a naopak v případě, že převažuje objem splacených, dochází ke snížení rezerv.

V případě lombardních úvěrů dochází k poskytování úvěrů ze strany centrální banky výměnou za zástavu v podobě cenných papírů, které určují jejich splatnost. Poskytnutím lombardních úvěrů také dochází k nárůstu měnové báze. Úroková sazba v případě předmětných úvěrů je však nejvyšší ze všech vyhlášených sazeb ze strany České národní banky. Využívají ji většinou ty banky, které nesplňují podmínky pro získání diskontních úvěrů.¹¹⁸ Současně je třeba zmínit, že lombardní úvěry jsou pro centrální banku více rizikové. Jejich problém spočívá ve skutečnosti, že výše úvěru je vyšší než poskytnutá zástava ve formě cenných papírů ze strany

¹¹⁶ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. vydání. Praha: Management Press, 2011, s. 230 a 231.

¹¹⁷ REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. vydání. Praha: Management Press, 2012, s. 29.

¹¹⁸ ZEMAN, Václav, SLEZÁK, Martin. *Centrální bankovníctví a monetární politika*. 1. vydání. Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., 2010, s. 84-85.

obchodní banky, jejichž hodnoty by v případě poklesu tržní ceny také klesly. Lombardní úvěry mohou být úvěry nouzovými, pokud mají sloužit jako pomoc obchodním bankám.¹¹⁹

Posledním typem úvěru v rámci diskontního nástroje jsou reeskontní úvěry. V případě tohoto typu úvěru dochází k odkupu eskontovaných směnek centrální bankou, které eskontovala obchodní banka od svých klientů. Dochází tedy k poskytnutí úvěru do splatnosti reeskontované směnky. Reeskontní úvěry se podobají reverzním repo-operacím na volném trhu. Rozdíl spočívá v tom, že reeskontní úvěry požadují obchodní banky, zatímco v případě reverzních repo-operací bývají nabízeny centrální bankou.¹²⁰ Reeskontní úvěry lze vyčlenit jako samostatný druh diskontního nástroje, jen pokud mají reeskontní, tedy jinou než diskontní sazbu. Dalším rozdílem je možná nižší kvalita cenných papírů.¹²¹

2.4.2. Limity úrokových sazeb

Centrální banka má dále k dispozici také méně časté přímé měnověpolitické nástroje. Centrální banka může závazně stanovit obchodním bankám za účelem regulace úrokových sazeb úrokové stropy úvěrů nebo minimální nebo maximální úrokové sazby z vkladů. Stanovení hranice úrokových sazeb může vést k fixaci krátkodobé úrokové míry, případně na tvorbu finančních rezerv a poptávky po úvěrech.¹²²

Je třeba zdůraznit, že se jedná o výjimečně používaný měnověpolitický nástroj, který vede k přímému zásahu do tržního prostředí. Limity úrokových sazeb byly úspěšně využity v dobách transformace, konkrétně v letech 1990-1992, kdy centrální banka stanovením minimálních limitů úrokových sazeb docílila zvýšení primárních vkladů v obchodních bankách.¹²³

2.4.3. Povinné vklady

Dalším přímým a tedy méně významným nástrojem jsou povinné vklady. Jedná se o stanovení povinnosti některých subjektů ukládat u centrální banky finanční prostředky, zakládat u ní účty a provádět některé další finanční operace výhradně přes ni. Jedná se o povinnost zejména pro centrální orgány jako ministerstva, orgány místní samosprávy nebo státní fondy. Účelem tohoto

¹¹⁹ REVENDA Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. vydání. Praha: Management Press, 2012, s. 232.

¹²⁰ ZEMAN, Václav. SLEZÁK, Martin. *Centrální bankovníctví a monetární politika*. 1. vydání. Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., 2010, s. 84.

¹²¹ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. vydání. Praha: Management Press, 2011, s. 234.

¹²² Tamtéž s. 248.

¹²³ ZEMAN, Václav. SLEZÁK, Martin. *Centrální bankovníctví a monetární politika*. 1. vydání. Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., 2010, s. 88-89.

měnověpolitického nástroje je mít likviditu těchto povinných subjektů pod kontrolou centrální banky.¹²⁴

Znovu se jedná neoperativní a výjimečně používaný nástroj. V minulosti byl použit v letech 1994-1998. Došlo k přesunu likvidity z Fondu národního majetku do České národní banky za účelem snížení finančních rezerv bank. V inkriminované době docházelo k častým krachům obchodních bank, centrální banka tak chtěla uchránit prostředky státních orgánů. Pro úplnost je třeba dodat, že v prostředí tržní ekonomiky ztrácí tento měnověpolitický nástroj jakýkoliv význam.¹²⁵

2.4.4. Pravidla likvidity

Centrální banka může obchodním bankám direktivně stanovit poměr aktiv a pasiv v jejich bilancích. Je tím zabezpečena úroveň likvidit bank. Jedná se o další přímý a neoperativní měnověpolitický nástroj, který omezuje podnikatelskou autonomii bank tím, že jim zasahuje do struktur jejich bilance. Je třeba zmínit, že v případě pravidel likvidit se jedná o monetární nástroj jen v případě, že je centrální banka využívá ke změně měnové báze. Mezi pravidla likvidity lze zařadit také výše podrobněji popsané povinné minimální rezervy.¹²⁶

2.4.5. Doporučení, výzva a dohody

V roce 2013 v reakci na světovou hospodářskou krizi byl České národní bance rozšířen mandát a kromě cenové stability musí nově pečovat také o finanční stabilitu.¹²⁷ Finanční stabilita je definována jako: „*Situace, kdy finanční systém plní své funkce bez závažných poruch a nežádoucích důsledků pro současný i budoucí vývoj ekonomiky jako celku a zároveň vykazuje vysokou míru odolnosti vůči šokům.*“¹²⁸

Finanční stabilita je širším cílem než stabilita cenová.¹²⁹ Tohoto cíle centrální banka dosahuje pomocí makrobezpečnostního dohledu. Jedná se o povinnost centrální banky pomocí svých pravomocí zabraňovat hrozícím nebo existujícím rizikům finanční stability. Česká národní banka přispívá k finanční stabilitě zejména pomocí dohledu nad finančním trhem, legislativní pravomocí nebo právě pomocí měnověpolitických nástrojů.¹³⁰

¹²⁴ REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. vydání. Praha: Management Press, 2012, s. 238.

¹²⁵ ZEMAN, Václav, SLEZÁK Martin. *Centrální bankovníctví a monetární politika*. 1. vydání. Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., 2010, s. 89.

¹²⁶ REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. vydání. Praha: Management Press, 2012, s. 238-239.

¹²⁷ Zákon č. 227/2013 Sb., Zákon, kterým se mění zákon o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony

¹²⁸ *Finanční stabilita* [online]. cnb.cz, [cit. 8. června 2019]. Dostupné na: <<https://www.cnb.cz/cs/financni-stabilita/>>.

¹²⁹ VÝBORNÝ, Petr. In RÝDL, Tomáš (ed). *Zákon o České národní bance komentář*. 1. vydání. Praha: Walters Kluwer, 2014, s. 17.

¹³⁰ Tamtéž s. 19 a 20.

Doporučení, výzvy a dohody jsou nezávazné nástroje centrální banky, kterými dochází k ovlivnění vývoje operativních a zprostředkujících kritérií s bankami. Obchodní banky si nedovolí nerespektovat vůli České národní banky a těmito doporučeními se řídit. Důvody jsou autorita centrální banky, možnost nástupu sankcí v případě neuposlechnutí, například v podobě snížení limitu nebo neposkytnutí úvěru. Centrální banka může v případě nerespektování zavést již výše popsané úvěrové limity, kterou jsou přímým a zároveň závazným měnověpolitickým nástrojem a obchodní banky se následně musí podřídit.¹³¹

Typickým příkladem využití tohoto měnověpolitického nástroje jsou limity pro hypoteční úvěry. V současné době je dle doporučení centrální banky nejvyšší přípustná hranice poměru mezi výší hypotéky a hodnotou zástavy (LTV ukazatel) stanovena na 90 %, současně je stanoven limit, na jehož základě mohou banky poskytnout maximálně 15 % úvěru v rozmezí 80 a 90 % poměru. Centrální banka rovněž stanoví příjmové limity, které jsou zacíleny na ochranu spotřebitelů. Výše hypotečního úvěru nesmí překročit devítinásobek čistého příjmu žadatele (DTI ukazatel) a současně může domácnost pomocí jedné splátky splácet maximálně 45 % čistého měsíčního příjmu (DSTI ukazatel).¹³²

Ze strany vlády je navržena novela zákona o ČNB. Na základě této novely má dojít k rozšíření kompetencí centrální banky, které má mít místo současného doporučení bankám, nově pravomoc závazně regulovat hypoteční trh. Primárním cílem novely je narovnat prostředí na hypotečním trhu mezi českými a zahraničními bankovními subjekty, které mají v České republice své pobočky, nemusí být pouhé doporučení dostatečným. Centrální banka však bude moci kromě stanovování závazných limitů stále využívat doporučení. Pokud tedy bude navržena novela zákonodárci schválena, bude Česká národní banka oprávněna vydávat závazné limity a současně, uzná-li tak za vhodné, vydávat nezávazná doporučení.

Součástí novely jsou také mírnější horní hranice ukazatelů pro žadatele mladší 36 let. Mladí žadatelé jsou specifickou skupinou, kteří většinou ještě nedisponují dostatečnými úsporami a současně dosahují nižších příjmů. Této skupině žadatelů budou stanoveny mírnější horní hranice hypotečních úvěrů. Poměr mezi výší hypotečního úvěru a hodnotou zástavy je stanoven na 100 %,

¹³¹ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. vydání. Praha: Management Press, 2011, s. 251.

¹³² *Makroobezřetnostní politika* [online]. cnb.cz, [cit. 8. června 2019]. Dostupné na: <https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/financni-stabilita/galleries/zpravy_fs/fs_2018-2019/fs_2018-2019_kapitola_5.pdf>.

jedna splátka domácnosti může být až 50 % čistého měsíčního příjmu a výše hypotečního úvěru je stanovena na desetinásobek čistého příjmu žadatele.¹³³

Dle mého názoru není třeba centrální bance přidávat další pravomoci. Česká národní banka by měla do chodu ekonomiky zasahovat v co nejmenší míře a pomocí standardních měnověpolitických nástrojů, jako jsou operace na volném trhu. Jakékoliv další přímé a nekonvenční nástroje do tržní ekonomiky nepatří. V případě zpřísnování podmínek hypoték v zákonné formě by došlo k dalšímu omezení dostupnosti bydlení pro střední třídu.

K argumentu centrálních bankéřů, kteří argumentují narovnáním bankovního prostředí ve vztahu k zahraničním vlastníkům, je třeba uvést, že i v tomto případě má centrální banka nástroje, kterým zachovává finanční stabilitu. Jako příklad uvádím zátěžové testy, kterými může Česká národní banka účinně dohlížet na zdraví bank. Neobstojí ani argumentace srovnáváním v předkrizové situaci ve Spojených státech amerických. Je sice pravda, že světová hospodářská krize v roce 2008 měla původ v poskytování hypotečních úvěrů, tato situace však byla způsobena v bezbřehém poskytování úvěrů nízkopříjmovým vrstvám obyvatel, které ho následně nedokázaly splatit. V dobách levicové administrativy demokratického prezidenta Billa Clintona bylo za účelem solidarity s nízkopříjmovými obyvateli, kteří pocházeli z řad menšin, a mělo tedy dojít k jejich socializaci.¹³⁴ Tento způsob socializace se však později ukázal jako neúspěšný a měl za následek světovou hospodářskou krizi. Na druhou stranu je třeba jako pozitivní hodnotit alespoň skutečnost, že centrální banka reflektuje finanční situaci žadatelů o hypotéky do 36 let a stanoví pro ně výše specifikované výjimky.

¹³³ Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

¹³⁴ DVORÁK, Pavel. *Věřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2008, s. 296-297.

Závěr

Hlavním cílem mé diplomové práce byla analýza využití měnověpolitických nástrojů v důležitých historických obdobích a následné zhodnocení důvodů a důsledků, které tato volba přinesla. Rovněž jsem si vytkl za cíl zhodnocení pravomoci centrální banky k nezávislé volbě konkrétního měnověpolitického nástroje a její absolutní nezávislosti na vládě. Dalším cílem bylo nalézt řešení v rámci úpravy legislativy, jak předejít možným negativním následkům konkrétní volby ze strany centrální banky.

První kapitola mé diplomové práce se týkala charakteristiky České národní banky, jejího zakotvení v právním řádu České republiky, pravomoci a možnosti provádět monetární politiku prostřednictvím svých měnověpolitických nástrojů. Lze dospět k závěru, že centrální banka má v České republice téměř monopol na provádění měnové politiky a současně jí jsou přidávány další pravomoci. Lze zpochybnit již samotný cíl ve výši 2 % inflace, který má zajistit cenovou stabilitu. Znehodnocování peněz v relativně vysoké výši nemusí vést k většímu utrácení domácností, což je důvod, pro který Česká národní banka udržuje právě tuto výši inflace. K posílení české ekonomiky naopak může vést inflace nulová, případně omezený pokles cen, který představuje deflace, jak se také ukázalo v zahraničí. Jedna z nových pravomocí, které Česká národní banka získala, je péče o finanční stabilitu. Centrální banka získala tuto pravomoc na základě zkušenosti s finanční krizí v roce 2008. Argumentace předkrizovou situací ve Spojených státech nedává smysl, jelikož předmětná hypoteční krize vznikla na základě sociálního inženýrství, a nikoliv díky neefektivitě zásahu centrální banky.

Ve druhé kapitole jsem již rozebíral dopady použití jednotlivých měnověpolitických nástrojů ze strany České národní banky společně s návrhem možných legislativních změn, které by vedly k předcházení chybných kroků ze strany centrální banky. Jako první jsem rozebral význam základního měnověpolitického nástroje, kterým jsou operace na volném trhu. Období, které jsem podrobil analýze, byl rok 1997. V době, kdy ještě neexistoval dostatečný právní rámec společně s vnějším zásahem v podobě asijské krize, měnila centrální bankou svou základní 2T repo sazbu celkem 26krát, a nakonec dosáhla rekordní hranice 39 %. Česká národní banka se v období politické krize, a tedy bez kritiky politické garnitury a sledování médií odhodlala k jinak nepředstavitelným radikálním krokům, které měly za následek pád mnoha obchodních bank a obrovské finanční ztráty. Jako předcházení této situace vidím v možnosti veta vyslance exekutivy na bankovní radě v případě přijímání tak zásadních rozhodnutí, které mohou na několik let poškodit české hospodářství. Současně pokládám za přínosné stanovení limitů po vzoru tehdejší

Bundesbanky, který by předcházel excesům v podobě 2T repo sazby ve výši několika desítek procent.

Současně jsem v této podkapitole rozebral působení centrální banky v době světové hospodářské krize v roce 2008 a jejich následků v pozdějších letech. Jako pozitivní hodnotím snahu České národní banky k uvolňování měnové politiky postupně až na tzv. technickou nulu, a tím úspěšně tlumila hospodářský propad. Současně hodnotím kladně nevyužití záporných úrokových sazeb po vzoru Skandinávie, kde tento krok vedl k nárůstu cen nemovitostí. Tento krok mohl vést k masivnímu vybírání hotovosti ze strany klientů bank, což by v době doznívající krize způsobilo další problém.

Ve druhé podkapitole jsem se zabýval využitím kurzových intervencí. K tomuto nekonvenčnímu měnověpolitickému nástroji přistoupila centrální banka v listopadu roku 2013 a kurzový závazek držela až do dubna roku 2017. Tento experiment v podobě tisku nových peněz, které byly následně dány do oběhu, hodnotím jako naprosto zbytečný zásah do tržní ekonomiky. Lichý je už samotný primární argument, pro který Česká národní banka k intervencím přikročila. Tehdejší vedení centrální banky v čele s guvernérem Miroslavem Singerem se chtělo za každou cenu vyhnout deflaci, která v jejich vidění představovala nevyhnutelnou depresi. Krátkodobá deflace mohla české ekonomice v době po krizi spíše pomoci, než zabránit oživení. Spotřebitelé v inkriminovaném období, kdy se průměrná mzda téměř nezvyšovala, neměli prostředky na spoření a pokles cen mohl být právě potřebným impulsem k investování. Nepodstatný je také vliv na český export, který sice v bezprostředním období po intervencích skokově vzrostl, následně však již spíše stagnoval a znovu rostl až po umělém znehodnocování měny.

Českému hospodářství by více prospělo období bez zbytečných zásahů ze strany centrální banky. Ačkoliv byl zásah zbytečný, lze z devizových intervencí vyvodit jako pozitivní alespoň skutečnost, že je Česká národní banka schopna operovat se svou českou měnou a dosáhnout stanoveného cíle, ačkoliv je sporný. Tento poznatek může být přínosný pro argumentaci ohledně přijetí společné evropské měny. Česká národní banka na základě výše uvedeného dokáže operovat se svou měnou, a není tedy třeba přenášet tuto pravomoc na ECB.

Dalším měnověpolitickým nástrojem, který byl v této diplomové práci rozebrán, byly povinné minimální rezervy. Tuto direktivně stanovenou povinnost ze strany České národní banky hodnotím jako neopodstatněnou. Povinnost udržovat finanční rezervy ve výši 2 % představuje zbytečnou zátěž pro české obchodní banky. Současně vede tato povinnost k pokřivení konkurenčního prostředí, jelikož některé zahraniční banky žádné povinné minimální rezervy na svých účtech udržovat nemusí. Centrální banka disponuje dostatečným množstvím operativních a

nepřímých měnověpolitických nástrojů, takže pokládám povinnost udržování minimálních rezerv za zbytečnou.

Na závěr mé diplomové práce došlo také k charakteristice zbylých měnověpolitických nástrojů. Větší prostor jsem věnoval doporučením České národní banky. Vláda České republiky v současné době navrhuje uzákonit rozšíření pravomoci centrální banky, která by nově neměla tolik limity hypoték stanovovat ve formě doporučení, ale mohla by limity stanovovat direktivně. Dle mého názoru není třeba České národní bance přidávat další pravomoci, kterými by mohla zasahovat do tržní ekonomiky. Centrální banka díky postupnému zpřísnění podmínek pro poskytnutí hypotečních úvěrů vzdaluje možnost bydlení střední třídě a další zpřísnění podmínek společně s možností tyto podmínky stanovit povinně povede jen k prohloubení tohoto problému.

V mé diplomové práci jsem dospěl k závěru, že je třeba opustit doktrínu o absolutní nezávislosti centrální banky. Česká národní banka by měla více koordinovat své působení s exekutivou, což by mohlo zabránit zbytečným krokům, jako byly astronomické základní úrokové sazby nebo kurzové intervence. Současně však přiznávám, že centrální banka má svůj nezanedbatelný význam, měla by však do ekonomiky zasahovat pouze v omezené míře a pomocí standardních měnověpolitických nástrojů, jakým jsou operace na volném trhu.

Seznam použitých zdrojů

Monografie

BLAŽEK, Jiří, SCHWEIGL, Johan. *Právní a ekonomické aspekty devizových intervencí*. 1. vydání. Brno: Masarykova univerzita, 2018, 88 s.

ČAKRT, Jan. *Operace na volném trhu*. 1. vydání. Praha: Fr. Borový, 1937, 23 s.

DĚDEK, Oldřich. *Měnový otřes '97*. 1. vydání. Praha: Česká národní banka, Sekce měnová, 2000, 82 s.

DVOŘÁK, Pavel. *Verejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*, 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2008, 368 s.

FAVERO, Carlo, FREIXAS, Xavier. *One Money, Many Countries: Monitoring the European Central Bank 2*, 2. vydání. Oxford: Centre for Economic Policy Research, 2000, 76 s.

HANNICH, Günter. *Deflace utajené nebezpečí*. 1. vydání. Praha: Nakladatelství EarthSave, 2008, 151 s.

HORSKÁ, Helena. *Jak vyřešit problém deflace? – Příklad Japonska*. 1. vydání. Praha: Oeconomica, 2002, 19 s.

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2013, 560 s.

KLAUS, Václav. *Byla deflace opravdu hrozbou*. 1. vydání. Praha: Institut Václava Klause, 2014, 44 s.

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. vydání. Praha: Management Press, 2011, 560 s.

REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vydání. Praha: Management Press, 2014, 424 s.

SAMUELSON, Paul Anthony, NORDHAUS, William Dawbney. *Ekonomie*. 1. vydání. Praha: Nakladatelství Svoboda, 1991. 1011 s.

SINGER, Miroslav. *Jak shodit kila a oslabit korunu*. 1. vydání. Praha: Presco Group, 2017, 224 s.

VENCOVSKÝ, František. *Měnová politika v české historii*. 1. vydání. Praha: Česká národní banka, 2001, 95 s.

VLČEK, Josef. *Ekonomie a ekonomika*. 4. vydání. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2009, 556 s.

ZEMAN, Václav, Slezák, Martin. *Centrální bankovníctví a monetární politika*. 1. vydání. Brno: Akademické nakladatelství CERM, s.r.o., 2010. 161 s.

Příspěvek ve sborníku

BAŽANTOVÁ, Ilona. Nestandardní právní zakotvení ČNB. In LOUŽEK, Marek (ed). *Právní postavení centrální banky v demokratickém státě*. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000, s. 27-28.

HOLMAN, Robert. Měnová krize 1997 byla trest za nezavedení volného floatingu. In LOUŽEK, Marek (ed). *Tři roky od měnové krize*. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000, s. 46-47.

KOČÁRNÍK, Ivan. Postřehy jednoho z „obětních běránků“ měnové krize z roku 1997. In LOUŽEK, Marek (ed). *Tři roky od měnové krize*. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000, s. 30-41.

KOVANDA, Lukáš. Zkázonosná deflace je historickou anomálií. In ŠEBESTA, Filip (ed). *Spor o měnovou politiku v kontextu devizových intervencí*. Praha: Institut Václava Klause, 2018, s. 36-37.

SKOPEČEK, Jan. Past devizových intervencí. In ŠEBESTA, Filip (ed). *Spor o měnovou politiku v kontextu devizových intervencí*. 1. vydání. Praha: Institut Václava Klause, 2018, s. 66-67.

TLUSTÝ, Vlastimil. Pravomoci ČNB jsou přehnané. In LOUŽEK, Marek (ed). *Právní postavení centrální banky v demokratickém státě*. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000, s. 16.

Komentáře

KLÍMA, Karel a kol. *Komentář k Ústavě a Listině*. 1. díl. 2. vydání, Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2009. 1441 s.

RYCHETSKÝ, Pavel a kol. *Ústava České republiky, Ústavní zákon o bezpečnosti České republiky. Komentář*. 1. vydání. Praha: Walters Kluwer, 2015. 1224 s.

RÝDL, Tomáš a kol. *Zákon o České národní bance komentář*. 1. vydání. Praha: Walters Kluwer, 2014. 344 s.

Právní předpisy

Housing and Community Development act ze dne 12. října 1997

Smlouva o fungování Evropské unie

Ústavní zákon č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky, ve znění pozdějších předpisů

Vládní návrh zákona, kterým se mění zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších právních předpisů, rok 2000

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

Zákon č. 227/2013 Sb., Zákon, kterým se mění zákon o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony

Soudní rozhodnutí

Nález Ústavního soudu ze dne 20. června 2001, sp. zn. Pl. ÚS 14/01

Nález Ústavního soudu ze dne 5. prosince 2001, sp. zn. Pl. ÚS 90/01

Usnesení Nejvyššího soudu ze dne 30. 3. 2011, sp. zn. 33 Cdo 5220/2008

Internetové zdroje

Asian Financial Crisis [online]. Federal reserve history, 22. listopadu 2013 [cit. 5. prosince 2018]. Dostupné na <https://www.federalreservehistory.org/essays/asian_financial_crisis>.

ROSOVÁ Natálie, KARFILÁT, Jakub. Záporná úroková sazba její vliv na banky a jejich klienty [online]. epravo.cz, [cit. 1. března 2019]. Dostupné na <<https://www.epravo.cz/top/clanky/zaporna-urokova-sazba-a-jeji-vliv-na-banky-a-jejich-klienty-101199.html>>.

BUREŠ, Jan. Záporné sazby ČNB? Aneb je Skandinávie vzorem k následování? [online]. ekonomicky-denik.cz, [cit. 1. března 2019]. Dostupné na <<http://ekonomicky-denik.cz/zaporne-sazby-cnb-aneb-je-skandinavie-vzorem-k-nasledovani/>>.

Cílování inflace v ČR [online]. cnb.cz, [cit. 25. října 2018]. Dostupné na <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/cilovani/>>.

Hlavní poslání centrální banky [online]. cnb.cz, [cit. 25. října 2018]. Dostupné na <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00001/>>.

Operace na volném trhu [online]. cnb.cz, [cit. 22. listopadu 2018]. Dostupné na <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00008/>>.

Export roste navzdory ukončení kurzového dopingu [online]. Asociace malých a středních podniků a živnostníků ČR, [cit. 6. června 2019]. Dostupné na: <<http://amsp.cz/export-roste-navzdory-ukonceni-kurzoveho-dopingu/>>.

Finanční stabilita [online]. cnb.cz, [cit. 8. června 2019]. Dostupné na: <<https://www.cnb.cz/cs/financni-stabilita/>>.

HAŠEK, Ivan. Záporná repo sazba a zákonné úroky z prodlení [online]. epravo.cz, [cit. 1. března 2019]. Dostupné na <<https://www.epravo.cz/top/clanky/zaporna-repo-sazba-a-zakonne-uroky-z-prodleni-91828.html>>.

Kdy dluhová krize zlomí Japonsku vaz? [online]. Roklen 24, [cit. 6. června 2019]. Dostupné na: <<https://roklen24.cz/a/SmQey/kdy-dluhova-krize-zlomi-japonsku-vaz>>.

Makroobezřetnostní politika [online]. cnb.cz, [cit. 8. června 2019]. Dostupné na: <https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/financni-stabilita/.galleries/zpravy_fs/fs_2018-2019/fs_2018-2019_kapitola_5.pdf>.

Nové organizační uspořádání poboček ČNB, [cit. 5. června 2019]. Dostupné na <<https://bankovnictvionline.cz/aktuality/nove-organizacni-usporadani-pobocek-cnb>>.

Měnověpolitické nástroje [online]. cnb.cz, [cit. 25. října 2018]. Dostupné na <<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/>>.

The Global Economy Looks Disturbingly Like Japan Before Its 'Lost Decade' [online]. Forbes, [cit. 6. června 2019]. Dostupné na: <<https://www.forbes.com/sites/johnmauldin/2019/04/18/the-global-economy-looks-disturbingly-like-japan-before-its-lost-decade/#34fcbae76e5c>>.

Three years on from currency shock, Swiss central bank can't get back to normal [online]. Reuters, [cit. 6. června 2019]. Dostupné na: <<https://www.reuters.com/article/us-swiss-franc-shock/three-years-on-from-currency-shock-swiss-central-bank-cant-get-back-to-normal-idUSKBN1F30FQ>>.

What are minimum reserve requirements? [online]. ecb.europa.eu, 11. 8. 2018 [cit. 25. října 2018]. Dostupné na <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tellme/html/minimum_reserve_req.en.html>.

Změny zákona o ČNB [online]. historie.cnb.cz, [cit. 1. března 2019]. <Dostupné na https://www.historie.cnb.cz/cs/dejiny_institute/ceska_narodni_bank/zmeny_zakona_o_cnb_v_roce_2000.html>.

Důvodové zprávy

Důvodová zpráva k návrhu zákona, kterým se mění zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

Ostatní zdroje

BŘEZINOVÁ Hana, *Rozvoj finanční a účetní teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska pro VŠE v Praze*, Praha: VŠE v Praze, 2010. s. 16.

Česká národní banka, Výroční zpráva 1993, Na příkopě 28, 115 03 Praha 1.

Česká národní banka, Výroční zpráva 1997, Na příkopě 28, 115 03 Praha 1.

Česká národní banka, Výroční zpráva 2008, Na příkopě 28, 115 03 Praha 1.

Česká národní banka, Výroční zpráva 2009, Na příkopě 28, 115 03 Praha 1.

Česká národní banka, Výroční zpráva 2012, Na příkopě 28, 115 03 Praha 1.

Česká národní banka, Výroční zpráva 2013, Na příkopě 28, 115 03 Praha 1.

Doporučení Evropské rady pro systémová rizika ze dne 22. prosince 2011 o makrobezpečnostním mandátu vnitrostátních orgánů (ESRB/2011/3)

Interview s Karlem KŘÍŽEM, ekonomem, Praha 7. 5. 2017.

Interview s Vladimírem TOMŠÍKEM a Zbyňkem FROLÍKEM, 2013, bývalým viceguvernérem České národní banky a členem představenstva Svazu průmyslu a obchodu. Praha 10. 11. 2013.

Interview s Vladimírem TOMŠÍKEM, bývalým viceguvernérem České národní banky. Praha 30. 8. 2010.

Věstník České národní banky, Úřední sdělení České národní banky o způsobu provádění operací České národní banky na peněžním trhu

Abstrakt

Tato diplomová práce se věnuje měnověpolitickým nástrojům, které používá Česká národní banka. V první kapitole se věnuji kompetencím České národní banky v rámci právního řádu České republiky se zaměřením na monetární politiku. Druhá kapitola se zabývá jednotlivými měnověpolitickými nástroji v konkrétních historických obdobích. Nejprve rozebírám operace na volném trhu se zaměřením na hospodářské krize v letech 1997 a 2008. Dále analyzuji důvody a důsledky kurzových intervencí v letech 2013 až 2017 a význam povinných minimálních rezerv. V závěrečné podkapitole charakterizuji ostatní měnověpolitické nástroje se zaměřením na doporučení centrální banky a limity hypotečních úvěrů.

Abstract

The thesis deals with the main policy instruments used by the Czech National Bank. The first chapter is devoted to the competencies of the Czech National Bank under the laws of the Czech Republic with a focus on monetary policy. The second chapter focuses on various monetary policy instruments in specific historical periods. First, I analyze open market operations with a focus on the economic crisis in 1997 and 2008. Furthermore, I analyze the reasons and consequences of foreign exchange interventions in 2013-2017 and the importance of the minimum reserves. In the final section I characterize other monetary policy instruments focusing on the recommendation of the central bank and mortgage lending limits.

Seznam klíčových slov/List of keywords

Česká národní banka	Czech National Bank
Měnová politika	Monetary policy
Finanční stabilita	Financial stability
Měnověpolitické nástroje	Main policy instruments
Operace na volném trhu	Open market operations
Devízové intervence	Foreign exchange interventions
Povinné minimální rezervy	Minimum reserves