

1. Monetární politika

1.1. Nástroje centrální banky

Uskutečňování monetární politiky je jednou ze základních funkcí centrální banky, která odpovídá za realizaci peněžní a úvěrové politiky státu. V širším slova smyslu je orientována na:

- ✓ kontrolu množství peněz v ekonomice
- ✓ na ovlivňování (regulaci) výše úrokových měr
- ✓ na regulaci podmínek poskytování úvěru.

Je orientována na ovlivňování podmínek peněžního sektoru ekonomiky, přes který působí na její reálný sektor a dosahování cílů hospodářské politiky.

K uskutečňování monetární politiky je nutno vytvořit nezbytné **předpoklady**, zejména:

- ✓ bankovní soustava musí být dvoustupňová a v jejím čele musí být centrální emisní banka, která vytváří institucionální předpoklad pro vstupování státu do peněžního sektoru a jeho ovlivňování. Přitom centrální banka jako státní banka má jediná právo emitovat bankovky
- ✓ v ekonomice musí existovat rozvinutý peněžní oběh a peněžní trh
- ✓ nezbytný je rozvinutý úvěrový systém a kapitálový trh.

Jsou-li předpoklady splněny, může být monetární politika účinně uskutečňována. *V posledních desetiletích se orientuje k dosažení cíle, kterým je stabilita a kvalita měny (tzn. uchování koupěschopnosti).* Proto bývá často označována jako především protiinflační.

Je-li dosažena požadovaná kvalita měny, rozšiřuje se okruh bezprostředně sledovaných cílů s těsnější vazbou na podporu sledovaných cílů v reálném sektoru, zejména oživení či růst a zaměstnanost.

K dosažení sledovaných cílů je využívána poměrně **široká skupina nástrojů, pomocí nichž centrální banka ovlivňuje chování a činnost komerčních bank.** Tyto nástroje můžeme dělit na:

- ✓ **přímé** (administrativní)
- ✓ **nepřímé** (tržní).

Přímé nástroje představují převážně selektivní, adresné a administrativní zásahy centrální banky. Jejich cílem je ovlivnění úvěrových možností komerčních bank a jejich likvidity. U většiny je jejich užívání méně časté než užívání nepřímých nástrojů.

- ✓ **pravidla likvidity** stanovují závaznou strukturu aktiv a pasív komerčních bank a závazné vazby mezi nimi. *Jsou-li stanovena obecně pro komerční banky, mají charakter spíše nepřímého nástroje.* Příkladem může být povinnost udržovat určitý stanovený poměr vlastního kapitálu a celkových aktiv nebo stanovení minimálního podílu střednědobých a dlouhodobých vkladů na střednědobých a dlouhodobých úvěrech. Podobnými opatřeními je ovlivněna nabídka peněz (včetně její časové struktury).
- ✓ **úvěrové kontingenty** představují nejtvrďší nástroj. Je-li stanovena maximální výše úvěru, který může čerpat komerční banka od banky centrální, hovoříme o *relativním úvěrovém kontingentu.* *Absolutním* úvěrovým kontingentem je komerční bance stanovena maximální výše úvěru, který může poskytovat.

- ✓ **povinné vklady** představují stanovení povinnosti otevřít běžný účet, ukládat vklady a provádět určité zúčtovací operace výhradně prostřednictvím centrální banky. Dopad na nabídku peněz je závislý na rozsahu uplatnění tohoto opatření, které bývá nejčastěji používáno vůči státním orgánům.
- ✓ **doporučení, výzvy a dohody** představují účinný nástroj, opírající se o strukturu bankovní soustavy a postavení centrální banky v ní. *Doporučení* je vyjádřením přání centrální banky. Nemá zpravidla písemnou podobu, stejně jako *výzva*, která je vnímána jako naléhavější vyslovení požadavku. *Dohoda* bývá uzavírána v písemné formě a po podpisu je právně závazná. Uvedená opatření se nemusí dotýkat přímo otázek ovlivňujících nabídku peněz.

Nepřímé nástroje jsou charakteristické plošným působením, představují vytvoření stejných podmínek pro jednotlivé komerční banky.

- ✓ **Povinné minimální rezervy**, které jsme již zavedli v souvislosti s procesem multiplikace depozit. Výše rezerv představuje částku, určenou pomocí ukazatele míry povinných rezerv, která je stanovována zpravidla diferencovaně pro vklady na viděnou a termínované vklady, přičemž platí, čím jsou vklady likvidnější, tím vyšší procentní sazba míry povinných rezerv. V průběhu roku 1995 byla v ČR míra 12% na vklady na viděnou a 3% z termínovaných vkladů. Koncem roku došlo ke sjednocení míra na úrovni 8,5%. V srpnu 1997 zvýšeny na 11,5% z primárních vkladů bank. V únoru 2003 byla stanovena ve výši 2,00 %. Míra povinných rezerv působí nepřímoúměrně na nabídku peněz v ekonomice.
- ✓ **Operace na volném trhu** představují nákup či prodej státních cenných papírů. Centrální banka uskutečňuje obchod s komerční bankou, která může zastupovat klienta nebankovní sféry. Pokud centrální banka nakupuje cenné papíry, dává do oběhu peníze a naopak. Tím ovlivňuje nabídku peněz v ekonomice. Emise a prodej státních cenných papírů jsou spojeny s centralizací prostředků, které jsou užívány na výdajové straně státního rozpočtu, tzn. s uskutečňováním fiskální politiky. Operace však mají vliv i na úrokovou míru. Pokud centrální banka prodává státní cenné papíry, získává za ně část volných peněžních zdrojů. To vede k vyostřování konkurence na straně poptávky po penězích a úroková míra roste.

Poznámka č. 1-1

Cílem operací na volném trhu je usměrňovat vývoj úrokových sazeb v ekonomice, ovlivňovat likviditu peněžního trhu a dávat veřejnosti signál o postoji měnové politiky ČNB. Operace na volném trhu jsou většinou prováděny ve formě repo operací (na základě dohod o zajištění peněžité pohledávky převodem dlužných cenných papírů). Hlavní měnový nástroj má podobu repo operací prováděných formou tendrů. Při repo operacích ČNB přijímá od bank přebytečnou likviditu a bankám předává jako kolaterál dohodnuté cenné papíry. Obě strany se zároveň zavazují, že po uplynutí doby splatnosti proběhne reverzní transakce, v níž ČNB jako dlužník vrátí věřitelské bance zapůjčenou jistinu zvýšenou o dohodnutý úrok a věřitelská banka vrátí ČNB poskytnutý kolaterál. Základní doba trvání těchto operací je stanovena na 14 dní, avšak v závislosti na predikci vývoje likvidity bankovního sektoru jsou čas od času prováděny i repo operace s dobou splatnosti kratší než 14 dní. Vzhledem k systémovému přebytku likvidity v bankovním sektoru slouží v současné době repo tendry pouze k odčerpávání likvidity. ČNB provádí repo tendry s tzv. variabilní sazbou. To znamená, že vyhlášená repo sazba slouží jako maximální limitní sazba, za kterou mohou být banky v repo tendru uspokojovány. Nabídky bank jsou vypořádány podle americké aukční procedury, tj. ČNB přijme přednostně nabídky požadující nejnižší úrokovou sazbu, a to až do výše predikovaného přebytku likvidity na daný den. V případě, že objem objednaný bankami přesáhne predikovaný přebytek likvidity, ČNB nabídky za nejvyšší sazby buď zcela odmítne nebo proporcionálně zkrátí. Repo tendr je obvykle vyhlášen každý pracovní den, kolem 9:30 hod. Banky mají možnost ve stanovené době předávat své objednávky, t.j. objem a požadovanou úrokovou sazbu. Minimální akceptovatelný objem je 300 mil. Kč a dále celé násobky 100 mil. Kč. V únoru 2003 byla 2T Repo sazba stanovena ve výši 2,50 %.

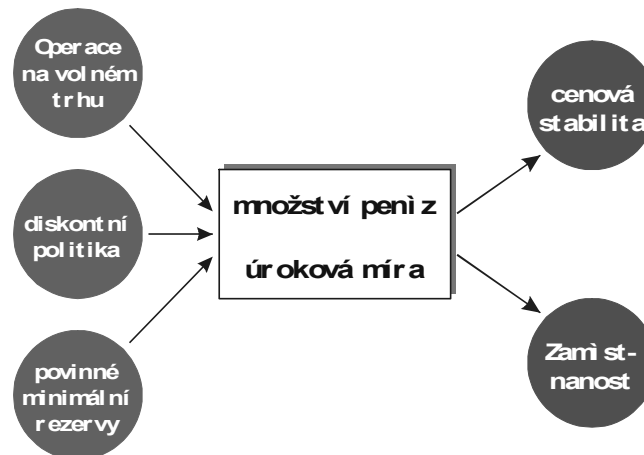
zdroj: www.cnb.cz

- ✓ **Diskontní sazba** představuje nástroj, jehož užití je založeno na emisní funkci centrální banky. Komerční banky mají možnost získat dodatečné peněžní prostředky formou úvěru. *Diskontní sazba* je úrokovou sazbou, kterou vyhláší centrální banka a snaží se její regulací ovlivňovat

poptávku komerčních bank po úvěrech. Od růstu diskontní sazby se očekává omezení poptávky po úvěrech a tím i omezení úvěrových zdrojů komerčních bank. Pokles diskontní sazby působí opačným směrem. Diskontní sazba v únoru 2003 dosahovala výše 1,50 %.

- ✓ **Reeskont směnek a lombardní úvěr** představují dva doplňkové nástroje a s tím spojené operace. Komerční banky odkupují (eskontují) směnky od subjektů ekonomiky. Pokud tyto směnky odprodají centrální bance (reeskont), zvyšuje centrální banka likviditu a úvěrovou kapacitu komerčních bank. *Lombardní úvěr je úvěrem poskytnutým komerčním bankám proti zástavě cenných papírů.* Poskytnutím je zvýšena nabídka peněz. V únoru 2003 stanovena ve výši 3,50 %.
- ✓ **Intervence na devizových trzích** se týkají politiky devizového kurzu a souvislosti zohledníme až v závěrečné kapitole.

Obrázek č. 1-1 – Nástroje a cíle monetární politiky



1.2. Monetární cíle

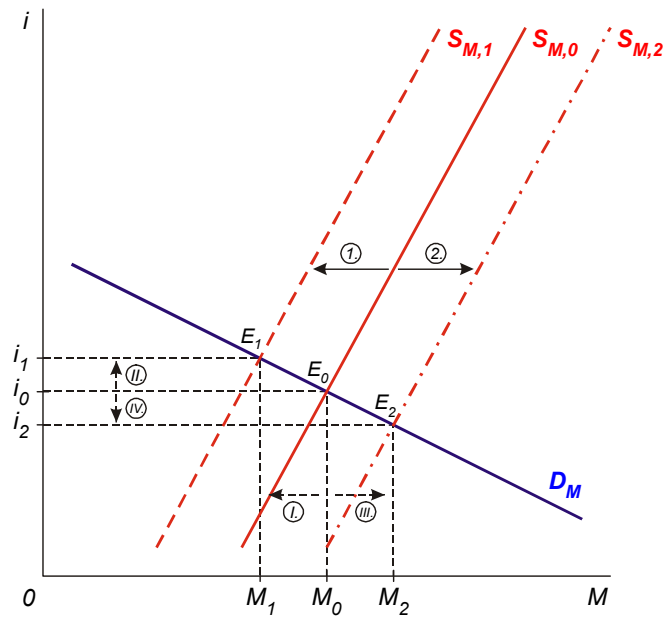
S uvedených nástrojů a souvislostí vyplývá, že centrální banka může svými tržními nástroji ovlivňovat dva základní rozměry peněžního trhu. Především *cenu trhu - úrokovou míru a nabízené množství peněz.* Oba dva bezprostřední cíle monetární oblasti spolu úzce souvisí.

Podle toho, jak užitá nástroje ovlivňují nabídku peněz, rozlišujeme monetární politiku:

- ✓ **expanzivní**, orientovanou na zvětšení nabídky peněz
- ✓ **restriktivní**, směřující k omezení nabídky peněz.

Expanzivní či restriktivní opatření centrální banky vyvolávají na peněžním trhu snadno čitelné změny v rovnováze.

Obrázek č. 1-2 – Změna rovnováhy v podmínkách expanzivní a restriktivní politiky národní banky

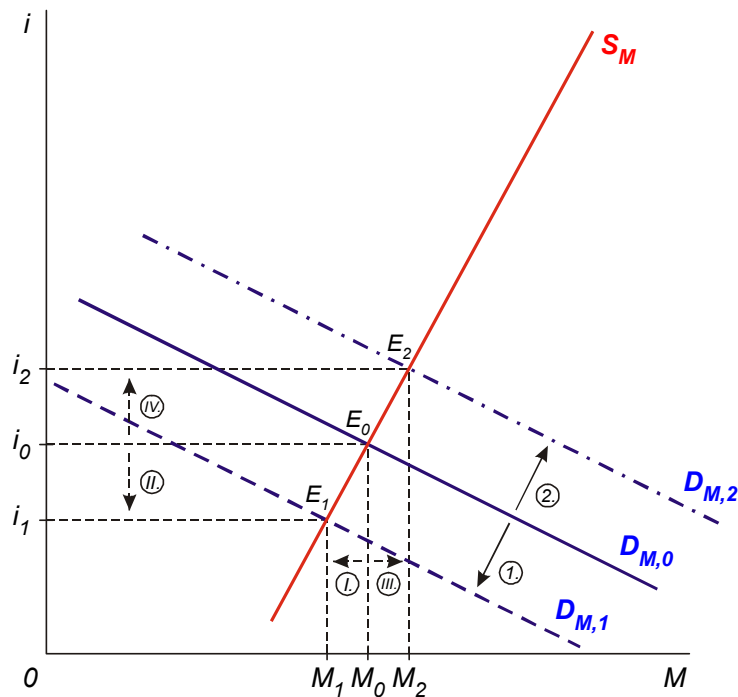


Naše ilustrace vychází z předpokladu, že poptávka po penězích je dána. Expanze (zvětšení nabídky peněz) či restrikce (snížení nabídky peněz) uplatněná centrální bankou vyvolává změnu rovnováhy na peněžním trhu. Přičemž platí:

$$\uparrow S_M \Rightarrow \downarrow i \text{ \& \ } \downarrow S_M \Rightarrow \uparrow i$$

Jestliže připustíme, že ke změnám může docházet i na straně poptávky po penězích, pak jsou tím vyvolány síly, které mohou působit ve směru původní změny nebo působit opačným směrem proti.

Obrázek č. 1-3 – Důsledky změny poptávky po penězích



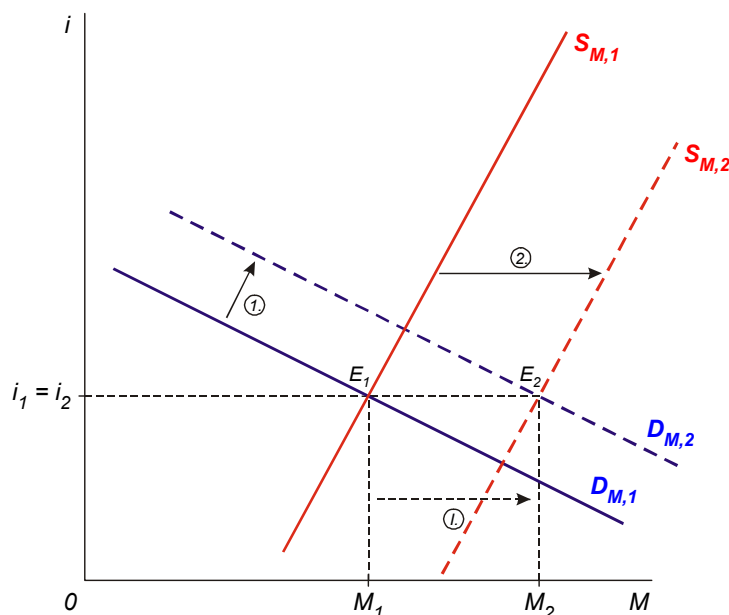
Změna poptávky posouvá rovnovážný bod z původní polohy E_0 do bodů E_1 a E_2 , kterým odpovídá nejen jiný rozsah množství peněz, ale také nová úroveň úrokové míry.

Centrální banka má pod kontrolou nabídku peněz. Vývoj poptávky po penězích je závislý na změnách v chování tržních subjektů poptávajících peníze, tzn. na vývoji činitelů ovlivňujících jejich poptávku po penězích.

Vrátíme-li se k obrázku č. 9-3, změna poptávky způsobuje změny na peněžním trhu, které znamenají změnu podmínek pro ekonomické subjekty. Centrální banka při registraci těchto změn nebo při očekávání, že nastanou, stojí před volbou, jak se zachovat. Situace bývá označována jako **dilema centrální banky, kdy banka musí rozhodnout**:

- ✓ *zda ponechá volný průběh důsledkům změny na straně poptávky po penězích, tzn. souvislostem naznačeným obrázkem č. 9-3.*
- ✓ *zda bude intervenovat na peněžním trhu pomocí restriktivních či expanzivních opatření. **V tomto případě se musí rozhodnout ve prospěch čeho** bude opatření uskutečněno. Centrální banka nemůže svým opatřením situaci vrátit do původního stavu (před změnou poptávky po penězích), nemůže současně užít restriktivní i expanzivní krok, **vztah množství peněz a úrokové míry je nepřímouměrný.***

Obrázek č. 1-4 – Expanzivní zásah proti růstu úrokové míry



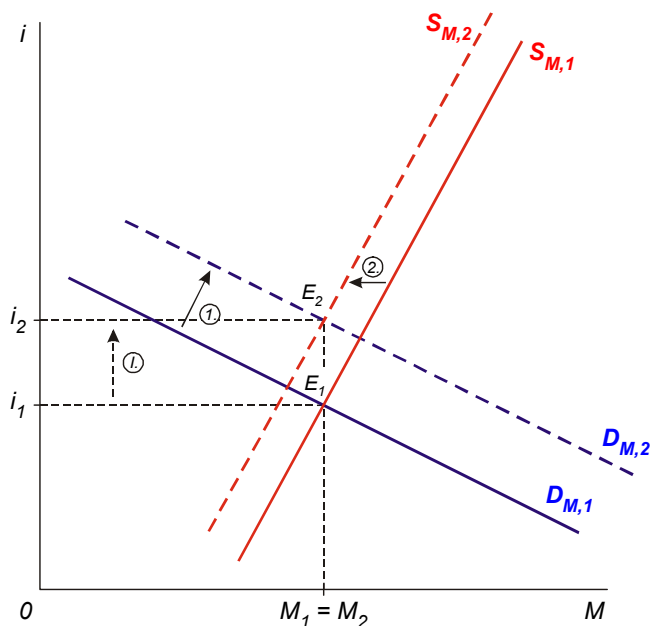
Pro ilustraci zvolme situaci, kdy na peněžním trhu vzroste poptávka po penězích. Důsledkem je tlak na vzestup úrokové míry i množství peněz. Rovnovážný bod se posouvá po křivce nabídky směrem doprava nahoru. Pokud uvedené změny nejsou v rozporu s cíli, které banka sleduje, ponechá jim volný průběh. *Bude-li vyvolaný efekt hodnocen jako negativní, může centrální banka svými nástroji působit proti vznikající tendenci.* Následující obrázky naznačují, jak změnou na straně nabídky peněz může být eliminován růst úrokové míry (viz obrázek č. 9-4) nebo růst množství peněz (viz obrázek č. 9-5). V prvním případě se jedná o expanzi, ve druhém o restrikcii.

Pokud oba obrázky srovnáme, je zřejmé, že centrální banka může intervenovat ve prospěch stability úrokové míry nebo množství peněz v oběhu. **Pouze k jednomu z těchto bezprostředních cílů může směřovat užití nástrojů monetární politiky.**

Poznámka č. 1-2

Uvedené závěry se vztahují k situacím, které jsou na obrázcích zachyceny, tzn. nabídka peněz vykazuje jistou citlivost na úrokovou míru. Pokud by tato podmínka nebyla splněna a nabídka byla vertikální, pak by změny poptávky působily pouze jako faktor ovlivňující úrokovou míru.

Obrázek č. 1-5 – Restriktivní opatření zamezující růstu množství peněz



1.3. Monetární politika a cíle hospodářské politiky

Základními cíly sledovanými hospodářskou politikou státu je úroveň zaměstnanosti a cenová stabilita, které jsou výslednicí vztahu mezi agregátní poptávkou a agregátní nabídkou.

Tradiční *keynesiánské schéma* monetární politiky se opíralo o vztah mezi nabídkou peněz a úrokovou mírou, jako veličinou ovlivňující agregátní poptávku. Změny poptávky jsou doprovázeny změnami v cenové hladině a výkonnosti ekonomiky.

Základní schéma (**transmisní mechanismus** keynesiánské monetární politiky) je možno zapsat v podobě:

Transmisní mechanismus (symbolický zápis):

$$\Delta S_M \Rightarrow \Delta i \Rightarrow \Delta \text{zamýšlených investic} \Rightarrow \Delta AD \Rightarrow \text{zaměstnanost a cenová stabilita}$$

V návaznosti na předchozí výklad klasického a keynesiánského modelu rovnováhy hospodářství je zřejmé, že předpokládané efekty jsou závislé na způsobu interpretace nabídkové strany ekonomiky. Vyjdeme-li z tradičního tvaru křivky AS jako křivky ztrácející pružnost na úrovni a za úrovní potenciálního produktu, bude dopad na sledované cíle závislý na tom, které části křivky náleží skutečný výkon. V každém případě je kvalita cílů závislá jak na agregátní poptávce, tak na agregátní nabídce.

Z výše uvedeného vyplývá, že **při posuzování účinků monetární politiky budeme muset rozlišovat (stejně jako u fiskální orientované na výdaje) zda se jedná o:**

- ✓ plně či neúplně využití výrobních kapacit
- ✓ účinky krátkodobé či dlouhodobé

Nutnost respektování uvedených vlivů ilustrujeme na příkladu expanzivní monetární politiky, tedy za situace, kdy:

Expanzivní monetární politika (symbolický zápis):

$$\uparrow S_M \Rightarrow \downarrow i \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow AD \Rightarrow \uparrow HDP$$

Účinek je možno ilustrovat shodně jako na obrázku č. 8.3., tzn. růst výkonu doprovázený částečným vzestupem cen. Pokud by však byla nabídka peněz zvýšena v ekonomice na úrovni potenciálního produktu (viz. obrázek č. 8-2), došlo by především k cenovému vzestupu, který by byl doprovázen částečným vzrůstem výkonu ekonomiky.

Budeme-li uvažovat krátkodobý časový horizont, platí, že monetární expanze se projeví v ekonomice nedostatečně využívající zdroje především růstem výkonu (snižováním míry nezaměstnanosti) a mírným vzestupem cenové hladiny.

Při úplném využití zdrojů se jako účinek monetární expanze projeví výrazný cenový vzestup doprovázený částečným růstem produktu.

Keynesiánské koncept monetární politiky vychází z předpokladu, že se projeví efekt likvidity, tzn.: $\uparrow S_M \Rightarrow \downarrow i$.

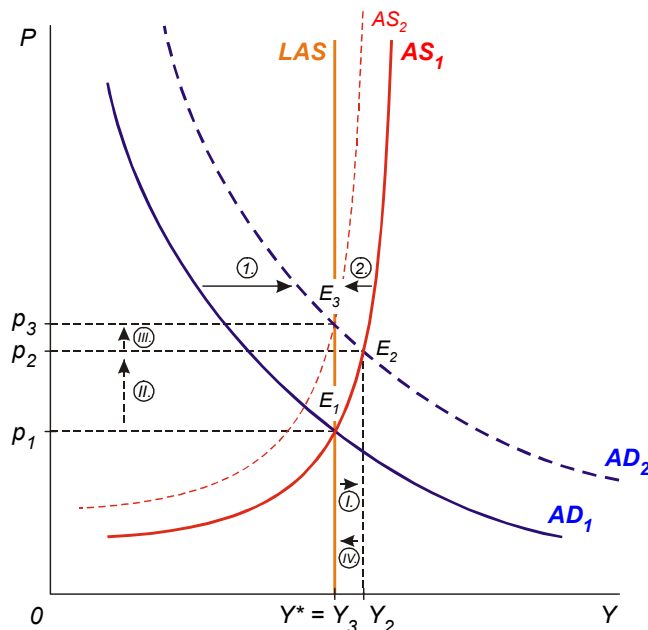
Výklad byl podroben kritice z pozice monetarismu M. Friedmana. Ten klade důraz na to, že účinek monetární expanze se jednak plně nevyčerpá uvedenými efekty, jednak nemusí nastat. Zdůrazňuje, že růst nabídky peněz vyvolává v ekonomice i efekty opačné, které působí na růst úrokové míry.

- ✓ Růst reálného produktu je doprovázen cenovým vzestupem, který vyvolává **urychlený růst nominálního produktu**. Rostoucí nominální produkt zvyšuje poptávku po penězích, která na peněžním trhu vyvolává **následný vzestup úrokové míry**, působící proti původnímu poklesu.
- ✓ Růst agregátní poptávky vyvolává **růst cenové hladiny** a tento vzestup způsobuje rovněž růst poptávky po penězích. Jejím důsledkem je **tlak na vzestup úrokové míry**.
- ✓ Dalším vlivem jsou **inflační očekávání**, která jsou růstem nabídky peněz povzbuzena a ve svém důsledku **působí rovněž proti poklesu** úrokové míry.

Přejdeme-li ke sledování účinků monetární expanze v dlouhém období, musíme uvažovat změny při vertikální podobě agregátní nabídky. Následující obrázek č. 9-6 zachycuje posun krátkodobé rovnováhy za úroveň potenciálního produktu (tzn. krátkodobý efekt monetární expanze). V pokračujícím časovém období dojde k růstu cen výrobních faktorů, který se zastaví až vzestup cen výrobních faktorů dosáhne úrovně shodné se vzestupem cen, který byl vyvolán zvýšenou nabídkou peněz. Dlouhodobý účinek expanzivní politiky se přenesou pouze do cenového vzestupu.

Vývoj na trzích výrobních faktorů je poznamenán tím, že rostoucí ceny vyvolávají tlak na vzestup poptávky po penězích, která působí na vzestup úrokové míry a tím snižuje investiční výdaje.

Obrázek č. 1-6 – Dlouhodobý efekt expanzivní monetární politiky



Z dlouhodobého hlediska působí expanzivní monetární politika na cenovou hladinu a vyvolává růst rovnovážné cenové hladiny. Úroveň produktu a zaměstnanosti neovlivňuje. Mění se pouze nominální rozměry veličin, reálné, včetně úrokové míry, zůstávají nezměněny.

V případě **restriktivních** opatření působí naznačený mechanismus opačným směrem, což znamená, že **krátkodobě** vyvolává snížení úrovně produktu a zvyšuje míru nezaměstnanosti (pokud ekonomika nepracuje s plným využitím výrobních kapacit).

Jsou-li výrobní kapacity plně využívány, projeví se restrikce **především** v poklesu cenové hladiny.

Dlouhodobě nemění úroveň reálného produktu a zaměstnanosti, která se pohybuje na úrovni přirozené míry, ale snižuje rovnovážnou úroveň cen, jejíž pokles odpovídá poklesu množství peněz v ekonomice.

Od poloviny 70. let se prosazuje vliv **monetaristické verze** monetární politiky, která vychází se stejných institucionálních základů. Základní odlišnost souvisí se zdůrazněním významu peněz pro určení nominálního produktu. Monetaristé vychází z **předpokladu**, že rychlost obrátu peněz je veličinou relativně stabilní a tudíž se změny v peněžní mase M promítnou **proporcionálně přímo do nominálního produktu**.

Ve schématu monetární politiky hrají významnou roli výchozí předpoklady, že:

- ✓ *nominální HDP je veličinou závislou na vývoji nabídky peněz*
- ✓ *ceny a mzdy jsou relativně pružné (viz předpoklad klasického modelu)*
- ✓ *soukromý sektor je stabilní (tomu odpovídá stabilita výkonu, který může být rozkolísán pouze nežádoucími změnami na straně nabídky peněz, neboť poptávka po penězích vykazuje vysokou stabilitu).*

Odtud je odvozeno specificky monetaristické doporučení pro realizaci monetární politiky. Především, jak bylo výše zmíněno, přístup zpochybňuje smysluplnost orientace na ovlivňování úrokových měr a zdůrazňuje význam množství peněz, jako základního předpokladu uchování stabilní cenové hladiny. Z pojetí poptávky po penězích - jako jedné z forem aktiv - je odvozena její stabilita, a proto nestabilita (nerovnováha) peněžního trhu může být způsobena neadekvátní monetární politikou, tj. **neočekávanou změnou množství peněz.**