

Masarykova univerzita
Ekonomicko-správní fakulta

Studijní obor: Ekonomie



Analýza monetární politiky ČNB a její důsledky

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce:

Prof. Ing. Pavel Ondrčka CSc.

Autor:

Bc. Lucie Vytlačilová

Brno 2006



digitálně podepsáno
středisko
vědeckých
informací

Digitally signed
by SVI(Jiri
Polacek)
Date: 2006.12.15
14:53:37 +01'00'

Masarykova univerzita v Brně
Ekonomicko-správní fakulta

Katedra ekonomie

Akademický rok 2004/2005

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Pro: Lucie Vytlačilová

Obor: Ekonomie

Název tématu: Analýza monetární politiky ČNB a její důsledky

Název tématu v angličtině: Analysis of Monetary Policy of National Bank and its consequences

Zásady pro vypracování:

Práce bude rozdělena na část teoretickou a část praktickou. Část teoretická bude obsahovat charakteristiku jednotlivých typů monetární politiky a výběr vhodných nástrojů této politiky. V praktické části bude analyzována již vlastní činnost České národní banky v oblasti monetární politiky a to zejména v oblasti kontroly cen (přes cílování inflace) a kontroly směnného kurzu využitím vhodných měnových nástrojů v letech 1993 - 2004.

Rozsah grafických prací: dle pokynů vedoucího práce

Rozsah práce: 60 – 70 stran

Seznam odborné literatury:

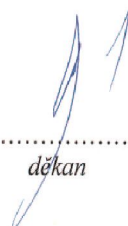
- [1] FUCHS, K. – TULEJA, P.: Makroekonomie I., Brno 2003
- [2] KVIKZDA, M.: Centrální banka a národní hospodářství, Brno 1998
- [3] MACH, M.: Makroekonomie II., Praha 2001
- [4] MANDEL, M.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, Praha 2003
- [5] MANKIW, N. G.: Zásady ekonomie, Praha 1999
- [6] ONDRČKA, P.: Teorie monetární a fiskální politiky, Brno 1997
- [7] REVENDA, Z.: Centrální bankovníctví, Praha 2001
- [8] www.cnb.cz
- [9] www.czso.cz

Vedoucí diplomové práce: Prof. Ing. Pavel Ondrčka CSc.

Datum zadání diplomové práce: 18. 3. 2005

Termín odevzdání diplomové práce: 30. 4. 2006


.....
vedoucí katedry


.....
děkan

V Brně dne: 18. 3. 2005

Jméno a příjmení autora:	Lucie Vytlačilová
Název diplomové práce:	Analýza monetární politiky ČNB a její důsledky
Název v angličtině:	Analysis of Monetary Policy of National Bank and its consequences
Katedra:	Ekonomie
Vedoucí diplomové práce:	Prof. Ing. Pavel Ondrčka CSc.
Rok obhajoby:	2006

Anotace v češtině

Monetární politiku můžeme považovat za oblast hospodářské politiky státu, která v průběhu transformace české ekonomiky prošla významnými změnami a sehrála klíčovou roli při makroekonomické stabilizaci. Hlavním cílem této diplomové práce je analyzovat činnost monetární politiky České národní banky, a to zejména v oblasti kontroly cen (přes cílování peněžní zásoby a následně cílování inflace) a kontroly směnného kurzu využitím vhodných měnových nástrojů v letech 1993 až 2004.

Anotace v angličtině

We can consider the monetary policy as a section of the state economic policy which had been significantly changed during the transformation of the Czech economics and had act the main role in the macro-economic stabilization. The principal aim of my Diploma Thesis is to analyze the activity of the monetary policy the Czech National Bank, especially in the section of price check (from aiming of money stock to the inflation targeting) and exchange rate check by putting to use of suitable monetary implements since 1993 till 2004.

Klíčová slova v češtině:

ČNB, monetární politika, nástroje měnové politiky, peněžní zásoba, cílování inflace

Klíčová slova v angličtině:

CNB, monetary policy, monetary policy instruments, money stock, inflation targeting

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci *Analýza monetární politiky ČNB a její důsledky* vypracovala samostatně pod vedením Prof. Ing. Pavla Ondrčky CSc. a uvedla v seznamu literatury všechny použité literární a odborné zdroje.

V Brně dne 22. dubna 2006

vlastnoruční podpis autora

Poděkování

Na tomto místě chci poděkovat Prof. Ing. Pavlu Ondrčkovi CSc. za odborné vedení a podnětné připomínky a rovněž všem, kteří mě při psaní diplomové práce podporovali.

Obsah

Úvod.....	9
1. Monetární politika jako součást hospodářské politiky státu.....	11
1.1 Monetární politika a její cíle.....	12
1.1.1 Charakter monetární politiky	14
1.1.2 Měnová stabilita.....	15
1.1.3 Cenová stabilita – boj proti inflaci.....	16
1.2 Transmisní mechanismus monetární politiky	18
1.2.1 Kanály měnové politiky	19
1.2.2 Operativní a zprostředkující kritéria.....	22
1.3 Nástroje měnové politiky.....	24
1.3.1 Nepřímé nástroje.....	25
1.3.2 Přímé nástroje	28
2. Centrální bankovníctví v české historii	31
2.1 Československá republika 1918 - 1938	31
2.2 Německá okupace a druhá světová válka	33
2.3 Měnová politika v systému centrálního plánování	34
2.4 Vývoj po roce 1989.....	37
3. Monetární politika ČNB	42
3.1 Režim cílení peněžní zásoby a měnového kurzu (1993 -1996).....	43
3.1.1 Rok 1993.....	43
3.1.2 Rok 1994.....	46
3.1.3 Rok 1995.....	48
3.1.4 Rok 1996.....	51
3.2 Měnový otřes (1997).....	53
3.3 Režim cílování inflace (1998 - 2004)	57
3.3.1 Rok 1998.....	58
3.3.2 Rok 1999.....	61
3.3.3 Rok 2000.....	62
3.3.4 Rok 2001.....	64
3.3.5 Rok 2002.....	66
3.3.6 Rok 2003.....	68
3.3.7 Rok 2004.....	69

4. Monetární politika ČNB v procesu evropské integrace.....	72
4.1 Maastrichtská konvergenční kritéria.....	72
4.2 Kurzový mechanismus ERM II	73
4.3 Členství v EMU	74
Závěr	76
Použitá literatura a jiné zdroje	76
Seznam schémat.....	81
Seznam tabulek.....	81
Seznam grafů	81
Seznam příloh	81
Přílohová část.....	82

Úvod

Česká ekonomika od konce roku 1989 prošla významnou změnou v podobě ekonomické transformace, která změnila systém centrálního plánování v tržní ekonomiku. Česká republika byla postižena, stejně jako všechny bývalé evropské socialistické země, poklesem hrubého domácího produktu, nevyhovující strukturou ekonomiky, nedostatkem domácího kapitálu a nerozvinutostí kapitálového trhu. V tomto směru sehrála významnou roli i monetární politika. Centrální banka se musela vyrovnat s tím, že se transformační proces nedal předem přesně naprogramovat a načasovat. Vedle centrálně přijímaných kroků závisel jeho průběh na spontánních změnách chování všech ekonomických subjektů. Jako výchozí základ měnové politiky Státní banky Československé a později České národní banky se stal monetaristický přístup, usilující o nízkou míru inflace založený na řízení měnových agregátů.

Monetární politika České národní banky prošla poměrně zajímavým vývojem. Nejprve musela řešit problémy spojené s akcelerujícím přílivem zahraničního kapitálu a následným rychlým zhoršováním běžného účtu platební bilance. I přes tyto problémy česká ekonomika značně rostla a byla dávana za vzor ostatním transformujícím se ekonomikám. Nejdramatičtější situace nastala v roce 1997, kdy se měnová politika dostala v podstatě do neřešitelného problému, jak zabránit měnovému otřesu a opuštění fixního měnového kurzu. Po měnové krizi v květnu 1997 přešla ČNB od režimu cílování peněžní zásoby a měnového kurzu na režim cílování inflace. Na základě výše uvedených faktů je cílem diplomové práce analyzovat činnost monetární politiky České národní banky, a to zejména v oblasti kontroly cen (přes cílování peněžní zásoby a následně cílování inflace) a kontroly směnného kurzu využitím vhodných měnových nástrojů v letech 1993 až 2004. Dále se pokusíme odpovědět na otázky, jakou úlohu sehrála měnová politika v tomto období a zda se ČNB dopustila nějakých chyb.

První kapitola diplomové práce pojednává o souladu cílů centrální banky s cíly hospodářské politiky státu. Další výklad je zaměřen na nástroje měnové politiky a na samotné fungování transmisního mechanismu, prostřednictvím kterého dochází k naplnění stanovených cílů. Druhá kapitola je věnována vývoji centrálního bankovníctví na našem území od vzniku samostatného Československa v roce 1918 až po období po roce 1989. Hranicí členění jsou tři podstatné události, a to německá okupace, která přerůstá ve druhou světovou válku, posléze politický převrat orientovaný na centrálně plánovanou a direktivně řízenou ekonomiku a

nakonec listopadová revoluce 1989. Hlavní část, tedy třetí kapitola, již obsahuje samotnou analýzu monetární politiky ČNB v průběhu let 1993 až 2004. Kapitola je zaměřena na přechod od cílování peněžní zásoby a měnového kurzu k cílování inflace. Mezníkem je měnová krize roku 1997, které je věnována samostatná subkapitola. Čtvrtá kapitola představuje pouhý exkurz do problematiky procesu evropské integrace s východisky ČNB a vlády ČR z hlediska přijetí eura za národní měnu.

Pro zpracování diplomové práce jsem využila metodu obsahové analýzy dokumentů, metody indukce a dedukce a metodu deskripce. Převážný zdroj informací, ze kterých čerpám, představují odborné publikace a články zabývající se monetární politikou České národní banky, včetně databázového systému časových řad České národní banky a Českého statistického úřadu.

1. Monetární politika jako součást hospodářské politiky státu

Ekonomická věda nemůže poskytnout platné soudy o tom, jaké cíle má hospodářská politika sledovat. V demokratickém státě existuje velká škála zájmových skupin, které mají rozdílné představy o cílech hospodářské politiky a způsobech jejich dosažení. Tyto cíle pak nejsou navzájem slučitelné, ale jsou velmi často ve vzájemném protikladu.

K nejčastěji formulovaným cílům hospodářské politiky patří maximalizace společenského blahobytu. Nastává zde ale problém, co je to společenský blahobyt a jak ho lze maximalizovat? Základem celého problému je nemožnost kvantifikace tohoto cíle. O něco snadnější formulace cílů hospodářské politiky je odkaz na tzv. základní společenské hodnoty, které jsou v demokratických státech považovány za nejvyšší cíle, jako svoboda, spravedlnost, jistota a pokrok. Tyto formulace se objevují ve většině politických programů a hlavně také v ústavách jednotlivých států. Jejich nedostatkem je, podobně jako u společenského blahobytu, že z nich nelze odvodit konkrétní cíle pro hospodářskou politiku. Tento úkol plní tzv. tradiční cíle hospodářské politiky. V současné době lze obecně definovat dva hlavní makroekonomické cíle, mezi něž řadíme ekonomický růst a ekonomickou rovnováhu.¹

Ekonomickou rovnováhu zpravidla představuje *rovnováha na trhu práce*, která se vyjadřuje mírou nezaměstnanosti, *rovnováha cen a stabilita měny*, kde je hlavním ukazatelem míra inflace, *rovnováha ve vnějších ekonomických vztazích*, jež se sleduje pomocí platební bilance. Takto orientovaná politika si klade za cíl buď zabránit vzniku makroekonomické nerovnováhy nebo omezit či zmírnit její hloubku a trvání, pokud již vznikla.²

Hospodářský růst v pravém slova smyslu je růst potenciálního produktu dané země, jenž je ovlivněn hlavně silami na straně nabídky. Hlavním zdrojem ekonomického růstu je kapitál v širokém pojetí, zahrnující i technologie a lidský kapitál. Je většinou popisován pomocí růstu hrubého domácího produktu v procentech, či v přepočtu na jednoho obyvatele. Takto formulovaný cíl hospodářské politiky se objevil až v posledních letech, proto zaujímá zvláštní postavení. Je v protikladu k ostatním cílům ekonomické rovnováhy. Řada ekonomů tvrdí, že stanovení konkrétních růstových cílů se dostává do konfliktu s přirozeným vývojem tržní ekonomiky, ve které je rozhodování o úsporách a investicích autonomní záležitostí

¹ Paulík (2002), Slaný (1999)

² Slaný (1999)

jednotlivých ekonomických subjektů. Přesto se většina vlád angažuje při tvorbě úspor, podporuje vznik nových podniků, angažuje se při rozvíjení výzkumné a inovační aktivity.³

Praktická hospodářská politika sleduje zpravidla několik cílů, ale pouze v ideálním případě se vzájemně podporují. Většinou dochází k upřednostňování dosažení jednoho cíle na úkor jiného. V tomto případě hovoříme o konfliktu cílů.⁴ V posledních letech k těmto čtyřem základním makroekonomickým cílům hospodářské politiky přibývají další. Jedná se zejména o sociální a ekologické cíle.

Dosahování těchto čtyř základních makroekonomických cílů (nazývaných též cíle magického čtyřúhelníku) probíhá prostřednictvím jednotlivých typů hospodářských politik, jimiž jsou fiskální a monetární politika. Odlišnost těchto politik a jejich cílů vyžaduje vzájemnou koordinaci. Koordinaci monetární a fiskální politiky však nelze chápat ve smyslu podřízení monetární politiky cílům fiskální politiky ani naopak. Při určité míře zobecnění lze za hlavní cíl fiskální politiky považovat podporu ekonomického růstu, zatímco u monetární politiky to spíše bude měnová stabilita. Fiskální politika se provádí vládními výdaji a zdaněním, měnová politika prostřednictvím transmisního mechanismu měnové politiky. Obě však v konečném důsledku ovlivňují ekonomickou aktivitu státu a zajišťují dosažení konečných cílů hospodářské politiky.

1.1 Monetární politika a její cíle

Monetární politika je jednou z oblastí makroekonomické stabilizační politiky, která usiluje o dosažení všeobecných cílů hospodářské politiky. „Za monetární neboli měnovou politiku v nejširším pojetí můžeme považovat ekonomickou činnost nějakého subjektu⁵, který se prostřednictvím měnových nástrojů snaží regulovat množství peněz v oběhu a tím dosáhnout určitých cílů.“⁶

³ Slaný (1999)

⁴ Typickým příkladem je Phillipsova křivka, kdy plná zaměstnanost je dosažena na úkor cenové stability a naopak.

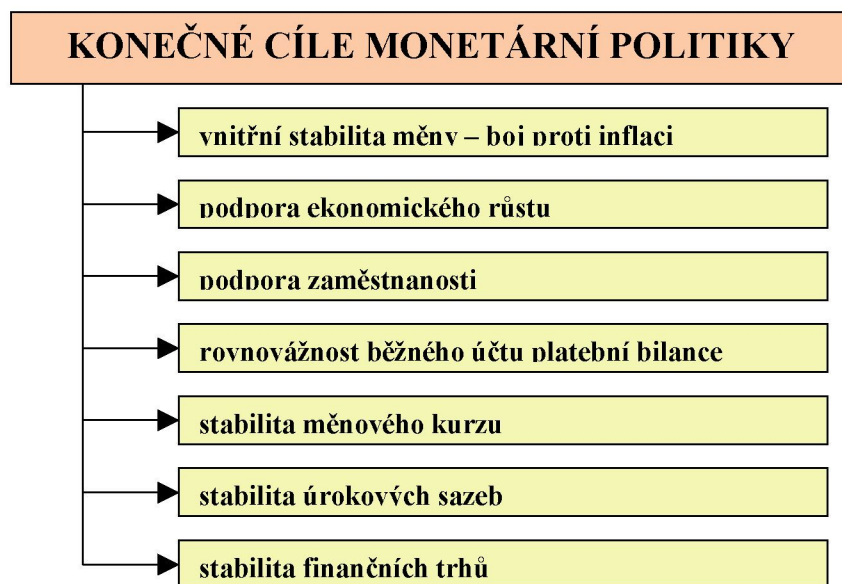
⁵ Za měnovou autoritu v tomto textu budeme považovat centrální banku.

⁶ Revenda (2001:80)

Dosažení konečných cílů by mělo být základním smyslem regulace množství peněz v ekonomice. Konečné cíle monetární politiky nemusí být v tržních ekonomikách zcela totožné. Často bývají legislativně podloženy a tak se stávají pro centrální banku závazné. Definovat cíle monetární politiky není snadné. Možných cílů je mnoho. Od 70. let ve vyspělých tržních ekonomikách stále více převládají názory o jednoznačné prioritě vnitřní stability měny jako jediného dlouhodobého cíle měnové politiky. Proto se v současnosti za ústřední cíl většiny centrálních bank považuje *vnitřní stabilita měny*, resp. boj proti inflaci. Preferování tohoto cíle vychází z přesvědčení, že základní podmínkou ekonomického růstu v dlouhém období je cenová stabilita.

Centrální banky však mohou při provádění monetární politiky sledovat i další cíle a tím podporovat hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému ekonomickému růstu. Ale pouze za předpokladu, že dosažení těchto cílů není v rozporu s hlavním cílem. Patří sem vysoká zaměstnanost definovaná obvykle na úrovni přirozené míry nezaměstnanosti („plná“ zaměstnanost), dále ekonomický růst, rovnováha platební bilance související se stabilitou měnového kurzu (vnější stabilita měny) a úrokových sazeb, a jiné (viz. schéma č.1).

Schéma 1: Konečné cíle monetární politiky



Pramen: Paulík, T.: Hospodářská politika (2002)

Tyto cíle, zvláště pak v krátkodobém horizontu, se mohou dostávat do vzájemných rozporů ve smyslu, že jejich dosažení může vyžadovat protikladná řešení (viz. tabulka č. 1) zejména v situaci, kdy se centrální banka snaží kontrolovat i pohyb měnového kurzu nebo úrokových sazeb. V těchto případech musí dojít k preferenci splnění jednoho, či více cílů na úkor jiných.

Pro centrální banku je proto vhodné pracovat pouze s jedním prioritním cílem – vnitřní stabilitou měny. O hypotetické druhé místo se dělí podpora ekonomického růstu a stabilita měnového kurzu. Podpora zaměstnanosti a rovnovážnost běžného účtu platební bilance stojí v pozadí jako doprovodné cíle ekonomického růstu, resp. měnového kurzu. Některé z výše uvedených cílů (např. úrokové sazby či měnový kurz) se mohou transformovat také do role operativního nebo zprostředkujícího kritéria, a tak posléze sloužit ke splnění jiných konečných cílů.

1.1.1 Charakter monetární politiky

Centrální banka, která provádí měnovou politiku, má na výběr mezi *restriktivní* či *expanzivní měnovou politikou*, při které se zpomaluje nebo zrychluje tempo růstu množství peněz v oběhu. A dále *neutrální měnovou politikou* v podobě stabilizace „rozumného“ tempa růstu množství peněz v oběhu.⁷

Expanzivní monetární politika se provádí v momentě, kdy je potřeba stimulovat ekonomiku. Nejčastěji tomu bývá v situaci vysokých úrokových měr, slabé ekonomiky, vysoké nezaměstnanosti a malých obav z inflace.⁸ Stimulaci ekonomiky provádí centrální banka přes snížení svých úrokových sazeb, na které reagují obchodní banky vyšší ochotou poskytování nových úvěrů a klienti těchto bank ochotou tyto úvěry přijímat. Tedy zvýšení peněžní zásoby a snížení úrokových sazeb vede k růstu investic a spotřeby, což působí na růst agregátní poptávky a následně na pokles nezaměstnanosti spojený s růstem inflace. Takováto stimulace ekonomiky končí ve chvíli, kdy se úrokové míry dostatečně sníží a centrální banka se opět musí zajímat o vývoj cenové hladiny.

Naopak *restriktivní politika* spočívá ve zvyšování tržní krátkodobé úrokové míry. Ekonomické subjekty na zvýšení úrokové míry reagují opačně než tomu bylo v případě stimulace ekonomiky. Centrální banka provádí restrikcí v podmínkách vysoké inflace, kdy ekonomiku lze označit za přehřátou.⁹ Jaký to bude mít dopad na konečné cíle? Pokles agregátní poptávky, způsobený poklesem investic a spotřeby, bude mít za následek snížení

⁷ Revenda (2001)

⁸ Jílek (2004)

⁹ O přehřáté ekonomice mluvíme v situaci, kdy dochází k příliš rychlému růstu ekonomiky doprovázené růstem mezd a růstem cenové hladiny.

inflace, ale zvýší se nezaměstnanost. Jakmile dojde k dostatečnému zvýšení úrokové míry a poklesu obav o inflaci, přechází restriktivní politika v expanzivní se snahou opětovné stimulace ekonomiky.

Tabulka 1: Možné vzájemné rozpory mezi cíli měnové politiky

Cíl měnové politiky	Charakter měnové politiky
Vnitřní stabilita měny (boj proti inflaci)	<i>restriktivní nebo neutrální</i>
Podpora ekonomického růstu	<i>expanzivní</i>
Podpora zaměstnanosti	<i>expanzivní</i>
Rovnovážnost běžného účtu platební bilance	<i>restriktivní nebo neutrální</i>
Stabilita měnového kurzu	<i>restriktivní nebo neutrální</i>
Stabilita úrokových sazeb	<i>neutrální</i>
Stabilita finančních trhů	<i>neutrální nebo expanzivní</i>

Pramen: Revenda, Z.: Centrální bankovníctví (2001)

Na první pohled se může zdát, že expanzivní a restriktivní měnovou politikou se podařilo ovlivnit výši nezaměstnanosti, inflace a platební bilanci. Ale snížení/zvýšení nezaměstnanosti je jen dočasné, stejně jako dopady na běžný účet platební bilance. Všechny konečné cíle monetární politiky vyjma cenové stability je centrální banka schopna dosáhnout pouze krátkodobě. Z dlouhodobého hlediska je měnová politika schopna ovlivnit pouze inflaci.

1.1.2 Měnová stabilita

Za hlavní cíl měnové politiky se v širším pojetí zpravidla považuje měnová stabilita. Měnové stability je v tržní ekonomice dosahováno tehdy, když se skutečné množství peněz v oběhu rovná ekonomicky nutnému (potřebnému) množství peněz v oběhu. Z toho vyplývá, že nabídka peněz (M_s) se rovná poptávce po penězích (M_d). Tuto situaci označujeme měnová rovnováha.¹⁰ Měnové rovnováhy bylo dosahováno automaticky a to až do doby vzniku bezhotovostních peněz. S pronikáním nekrytých bankovek do oběhu je porušen předpoklad měnové rovnováhy.

¹⁰ Revenda (2001)

Pokud uvažujeme, že centrální banka je jediným subjektem, který provádí měnovou politiku a zároveň je výsadním emitentem bankovek, pak předpokládáme, že není problémem udržovat měnovou rovnováhu. Ve skutečnosti tomu tak není. Centrální banka nedokáže přesně určit ekonomicky nutné množství peněz v oběhu (tedy poptávku po penězích), a tak nemůže vědět, zda se ekonomika nachází ve stavu měnové rovnováhy či nikoliv. Kromě faktické nemožnosti určit ekonomicky nutné množství peněz v oběhu se začínají objevovat i problémy s určením skutečného množství peněz v oběhu. Přesně tedy nelze kvantifikovat ani levou stranu již zmiňované rovnice $M_s = M_d$.

Protože centrální banka nezná ekonomicky nutné množství peněz v oběhu a tedy neví, zda se ekonomika nachází ve stavu měnové rovnováhy, považuje za měnovou rovnováhu pro zjednodušení stabilitu cenové hladiny (neboli vnitřní stabilitu měny).¹¹

1.1.3 Cenová stabilita – boj proti inflaci

Jedním z prioritních cílů (ne-li jediným) monetární politiky centrální banky v tržní ekonomice je boj proti inflaci. Inflace se často ztotožňuje s růstem cenové hladiny. To je však pouze zjednodušený pohled. Přestože lze inflaci definovat různými způsoby, tak se již dnes většina ekonomů v zásadě na obecné formulaci inflace shoduje. Inflaci lze tedy definovat jako nepřetržitý dlouhodobý růst cenové hladiny, který je spojen s nadměrnou emisí peněz a který vede k poklesu kupní síly peněz. Otázkou ale zůstává, co je to dlouhodobý růst? Dlouhodobý může znamenat i relativně krátké období, například období dvou po sobě jdoucích čtvrtletí. Za druhé je nutné zdůraznit, že ceny nemohou dlouhodoběji a nepřetržitě růst, pokud současně neroste množství peněz v oběhu. Dále je nutné si uvědomit, že ne každý nárůst cenové hladiny je vhodné označit jako inflaci. Cenová hladina může vzrůst i nárazově, například z důvodu změn v daňové soustavě, deregulace cen atd. Pak je vhodnější hovořit o růstu cen a nikoliv o inflaci.¹²

V praxi je nutno inflaci nějak měřit. Pro měření používáme tzv. cenové indexy. Nejkomplexnějším ukazatelem inflace je deflátor HDP. Ten nám vyjadřuje, jak se zvýšila

¹¹ Měnová stabilita obsahuje dvě podmnožiny a právě jednou z nich je cenová stabilita. Kromě cenové stability existuje ještě tzv. stabilita měnového kurzu, neboli vnější stabilita měny (vzhledem k omezenému rozsahu této práce se jí nebudeme dále zabývat).

¹² Revenda (2001)

cenová hladina oproti minulému roku. Je považován za nejkompexnější, protože obsahuje ceny všech statků, z nichž je složen HDP. Pokud chceme posoudit, jaký vliv má inflace na spotřebitele, tak je vhodné použít index spotřebitelských cen (CPI). Základem je tzv. spotřební koš, který udává strukturu spotřeby průměrné domácnosti. Výpočet indexu spotřebních cen se provádí podle Laspeyresova indexu¹³. Tento vzorec měří cenové změny neovlivněné změnou struktury spotřebního koše. Dalším používaným cenovým indexem je index cen výrobců (PPI). Ten vypovídá hlavně o tom, jak působí domácí inflace na konkurenceschopnost našich výrobců v porovnání se zahraničními.¹⁴

Je zcela nesporné, že inflace je spojena s celou řadou negativních důsledků. Vysoká a nestabilní inflace je škodlivá pro ekonomiku, a to v mnoha ohledech. Zaprvé má negativní důsledky na dynamiku hospodářského růstu. Dlouhodobé studie dokazují, že země s nízkou inflací dosahují dlouhodobě vyšších temp ekonomického růstu oproti zemím s vyšší inflací. Jedním z nejzávažnějších důsledků inflace je přerozdělování bohatství tzv. *redistribuční efekt*. Je to právě tento efekt, který je hlavním argumentem zdůvodňujícím škodlivost inflace v ekonomice. Na neočekávaném zvýšení inflace vydělávají dlužníci na úkor věřitelů, vlastníci firem na úkor zaměstnanců, nájemci na úkor pronajímatelů. Při neočekávaném snížení inflace je tomu naopak. Všechny tyto příklady mají něco společného. Inflace přerozděluje bohatství ve prospěch těch, kteří platí na úkor těch, kterým je placeno. Redistribuční efekt ukazuje, že ne všechny subjekty musejí být protiinflačně orientovány! Mezi další nežádoucí efekty patří preference současné spotřeby před držbou peněz, dochází ke zvyšování přirozené míry nezaměstnanosti z důvodů rostoucích mzdových nákladů. Inflace dále způsobuje, že ceny ztrácejí svou informační funkci, neboť jsou zkresleny inflačním šumem, který zamlžuje jejich vypovídací schopnost a zhoršuje orientaci lidí na trhu. Následkem může být iracionální chování ekonomických subjektů. V neposlední řadě dochází k narušení funkce peněz jako prostředku směny.¹⁵

¹³ $I = \frac{\sum p_n q_0}{\sum p_0 q_n}$, kde p_n je cena zboží ve sledovaném období, p_0 je cena zboží v základním období a q_0 je

stálá váha zboží v indexu. Váhy q_0 zůstávají po několik let stejné, protože struktura výdajů domácnosti se z roku na rok příliš nemění.

¹⁴ Jílek (2004)

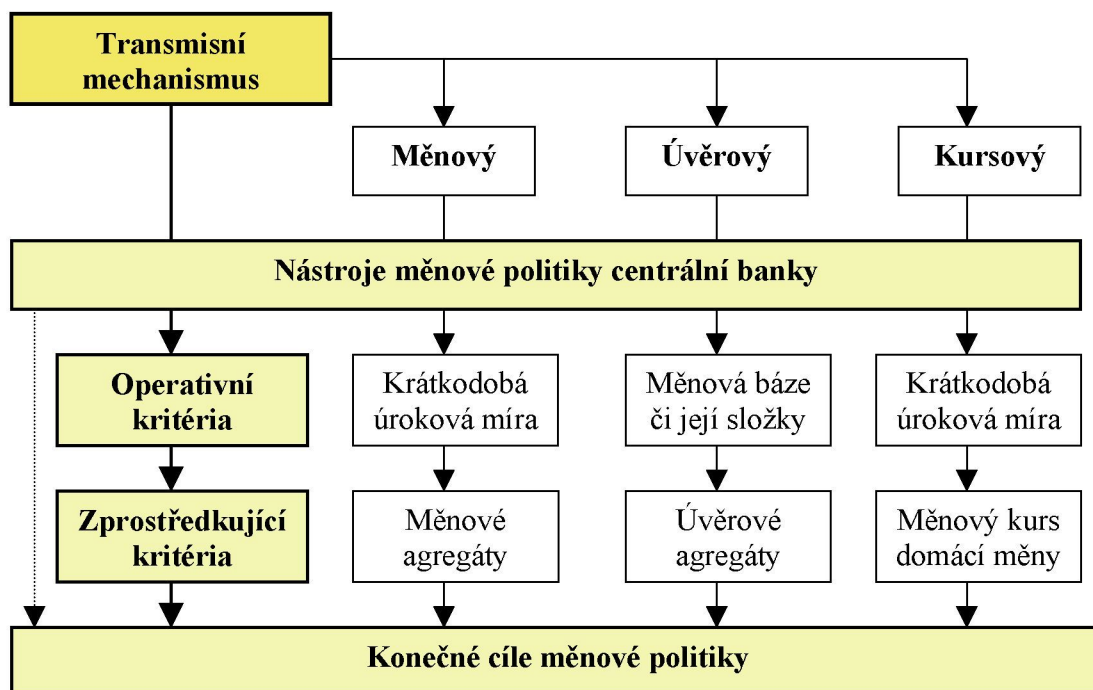
¹⁵ Jílek (2004), Revenda (2001)

Pokud by existovala v ekonomice nulová inflace, tak by vymizeli negativní projevy inflace, včetně redistribuce bohatství. Na druhé straně ale existuje mnoho argumentů, proč je třeba se vyhnout cíli nulové inflace. Tyto argumenty ospravedlňují obecný přístup centrálních bank s cílem nízké kladné inflace. Co lze tedy považovat za neinflační růst cenové hladiny tedy cenovou stabilitu? Allan Greenspan vysvětluje cenovou stabilitu takto: „Cenová stabilita existuje, když domácnosti a podniky při svém rozhodování nezvažují inflaci.“¹⁶ V praxi většina centrálních bank považuje za cenovou stabilitu inflaci na úrovni 2 až 3%.

1.2 Transmisní mechanismus monetární politiky

Proces měnové politiky lze zjednodušeně charakterizovat jako použití nástrojů k dosažení stanovených cílů. Podstatou monetární politiky je teoretická představa o tzv. přenosovém, transmisním mechanismu (viz. schéma č. 2), která dává konkrétní vodítko pro praktické provádění monetární politiky. „Transmisní mechanismus představuje kauzální vztahy mezi použitými měnovými nástroji centrální banky a cílem, jehož má být těmito nástroji dosaženo“.¹⁷

Schéma 2: Základní transmisní mechanismy měnové politiky



Pramen: Revenda, Z.: Centrální bankovníctví (2001)

¹⁶Kotlán (1996:107)

¹⁷ Kotlán (1996:38)

Toto základní schéma ukazuje, že centrální banka nemá na konečné cíle přímý vliv. Jejich dosažení je podmíněné schopností monetární autority ovlivnit operativní kritéria, či schopností dopředu odhadnout vazby mezi vývojem operativních a zprostředkujících kritérií a nebo vazby mezi zprostředkujícími kritérii a cíli měnové politiky. Volba kritérií závisí na volbě konečného cíle, na dostupných nástrojích a víře v jisté kanály transmisního mechanismu, které přenesou impuls vyvolaný použitím některého nástroje přes kritéria až na cílovou proměnou. V konečném důsledku mohou měnové nástroje působit na celou řadu makroekonomických agregátů.

Ekonomická teorie rozlišuje tři základní typy transmisních mechanismů a to měnový, úvěrový a kursový (viz. schéma č. 2.). V praxi se však ale daleko častěji setkáme s jejich modifikacemi či centrální banky mohou využívat více typů transmisních mechanismů zároveň. Dokonce i uvnitř EMU má transmisní mechanismus v jednotlivých národních ekonomikách odlišné podoby, dynamiku i sílu.

Na počátku 21. století došlo k jasnějšímu vymezení procesu transmisního mechanismu. Vzhledem k tomu, že standardní centrální banka se pohybuje v tržním prostředí a nereguluje vývoj cenové hladiny administrativně, tak jediným dostupným operačním kritériem k dosažení konečného cíle – měnové či cenové stability - jsou pro ni úrokové sazby. Velkou vzdálenost mezi operačním kritériem a konečným cílem centrální banky překonávají ve třech fázích transmise. Postup je následný. Nejprve centrální banka explicitně stanoví konečný cíl, který slouží jako kotva očekávání ekonomických subjektů. Zároveň pomocí základních sazeb ovlivňuje tržní úrokové sazby (nominální a reálné), na něž posléze reaguje finanční sektor. Dochází k interakci všech finančních veličin s reálnou ekonomikou a utváří se agregovaná poptávka a nabídka na trhu zboží. V poslední fázi transmise je výsledná interakce zohledněna v inflačním vývoji, který je pak porovnán s konečným cílem měnové politiky.¹⁸

1.2.1 Kanály měnové politiky¹⁹

Protože měnové nástroje působí v konečném důsledku na celou řadu makroekonomických proměnných, je obtížné identifikovat pouze jediný kanál přenosu od nástrojů k cílům. Centrální banka většinou pracuje pouze s jedním kanálem ale ostatní kanály monitoruje.

¹⁸ Šmídková (2002)

¹⁹ Zpracováno podle: Jílek (2004), Šmídková (2002)

Jílek rozlišuje čtyři základní kanály měnové politiky a to úvěrový kanál, výdajový kanál, podnikatelský kanál a kanál měnového kurzu. Z nichž první tři mají dopad na domácí poptávku po domácím zboží a službách, kdy úvěrový a částečně podnikatelský kanál působí nepřímo, a to přes peněžní zásobu. Oproti tomu výdajový a opět částečně podnikatelský působí přímo na poptávku po domácím zboží.

Úvěrový kanál představuje nabídku úvěrů ze strany bank a poptávku po úvěrech ze strany klientů. Objem poskytnutých úvěrů je redukován bankami a odvíjí se od úrovně tržní krátkodobé úrokové míry. Krátkodobá úroková míra je hlavním kritériem v rozhodování ekonomických subjektů, zda si úvěr vzít či ne. Snížení krátkodobé úrokové míry způsobí zvýšení zájmu o úvěry ze strany domácností a podniků a naopak. Zvýšení úrokové sazby s sebou nese i jistá rizika – vyšší pravděpodobnost, že si o úvěr požádá subjekt, který jej nehodlá splácet. Obchodní banky proto zpřísňují podmínky poskytnutí úvěrů. Úvěrový kanál může také mít různý vliv v různých sektorech – vyšší pro malé firmy a domácnosti, menší pro velké korporace (ty mají lepší informace a možnost úvěrování ze zahraničí).²⁰ Z toho všeho plyne, že objem úvěrů má přímý vliv na peněžní zásobu a následně zprostředkovaně působí i na konečné cíle měnové politiky.

Podnikatelský kanál Jílek definuje takto: „Kanál zvýšení či snížení podnikatelské aktivity. Podnikatelská aktivita působí na domácí poptávku jak přímo, tak nepřímo prostřednictvím peněžní zásoby. Snížení tržní krátkodobé úrokové míry způsobuje zvýšenou podnikatelskou aktivitu, která přímo či nepřímo (prostřednictvím zvýšení peněžní zásoby) zvyšuje domácí poptávku po domácím zboží a službách, a poté zvyšuje inflaci, HDP a zaměstnanost.“²¹

Výdajový kanál představuje preference výdajů či spoření domácností a podniků. Spoření ovlivňuje pouze rychlost oběhu peněz ale nijak nepůsobí na velikost peněžních agregátů. Domácnosti a podniky se rozhodují, zda upřednostní výdaje na spotřebu či budou raději spořit, na základě krátkodobé tržní úrokové míry. Pokles této úrokové míry způsobí růst výdajů na současnou spotřebu na úkor spoření, což se projeví v růstu poptávky po domácím zboží a službách. Následkem je zvýšení inflace, růst HDP a zaměstnanosti.

²⁰ Tůma (2001)

²¹ Jílek (2004:463)

Kanál měnového kurzu je kanál působící prostřednictvím toků kapitálu, jenž reagují na změnu úrokového diferenciálu. Pokles tržní krátkodobé úrokové míry v domácí ekonomice vede k okamžitému odlivu spekulativního kapitálu z dané ekonomiky do zahraničí, což přímo působí na měnový kurz. Vytváří se tlak na deprecii měny. Paralelně pokles domácí úrokové míry způsobí zvýšení cen importu. Tedy dochází k růstu inflace v domácí ekonomice. Zahraniční zboží se stává dražší. Ekonomické subjekty mění své preference, zvyšuje se zájem o zboží domácí ekonomiky, a to jak ze strany domácích spotřebitelů, tak i ze strany zahraničních, což v konečném důsledku zvyšuje růst HDP a zaměstnanosti.

Všechny tyto čtyři kanály mají stejnosměrný dopad na celkovou poptávku po domácím zboží a službách a stejný dopad na inflaci, HDP a nezaměstnanost. Názory na význam jednotlivých kanálů transmisního mechanismu se výrazně liší. Tůma uvádí, že se mění relativní důležitost jednotlivých transmisních kanálů. Ani jejich počet není jednoznačně stanoven. Na rozdíl od Jílky, Šmídková klade důraz na další dva kanály transmisního mechanismu, a to kanál inflačního očekávání a kanál cen aktiv.

Inflační očekávání se v současnosti stávají jedním z nejúčinnějších transmisních kanálů. Základem všeho je stanovení explicitního cíle. „Více než polovina všech centrálních bank dnes používá explicitní inflační cíl jako nástroj, kterým se snaží ukotvit inflační očekávání a tím zvýšit dostupnost informací.“²² Po vyhlášení inflačního cíle centrální bankou veřejnost nepředpokládá, že skutečná inflace bude totožná s vyhlášeným cílem. Toho si je centrální banka vědoma. Inflační cíl, jenž vyhlásila, je nižší než momentálně pozorovaná hodnota inflace. Tím je zajištěno klima, které přispívá k očekávání nízké inflace. Fungování celého mechanismu je založené na důvěře ekonomických subjektů v účinnost měnové politiky. Pokud lidé nevěří, že se centrální banka snaží o snížení inflace, dochází k růstu cen a následně i mezd. Ztráta kredibility může nastat z různých důvodů²³, např. politická krize, mezinárodní finanční turbulence, „commodity shock“ v opačném směru (ropa) či předchozí chyby v monetární politice. Faktor inflačního očekávání se tak stal důležitou součástí měnové politiky centrální autority.

²² Šmídková (2002:293)

²³ Tůma (2001)

Kanál cen aktiv²⁴ mapuje, jaký vliv má změna úrokových sazeb na relativní ceny finančních aktiv a nemovitostí. Nárůst sazeb vyvolá většinou pokles cen aktiv. Z toho plyne, že hodnota čistého jmění firem i domácností je nižší. Ekonomické subjekty reagují snížením spotřeby, protože cítí, že jejich zajištění pro případ budoucího ekonomického šoku se zmenšilo. Důležitost role kanálu cen aktiv se prohloubila v období měnových a finančních krizí na počátku 90. let minulého století.

1.2.2 Operativní a zprostředkující kritéria

Za operativní kritérium zpravidla považujeme měnovou bázi či její složky nebo tržní krátkodobé úrokové míry. Jsou to relativně nejsnadněji dosažitelné cíle. Jako zprostředkující cíle neboli mezicíle mohou vystupovat veličiny jako například peněžní agregáty, devizový kurz či tržní dlouhodobá úroková míra. V dalším výkladu se zaměříme na operativní kritérium v podobě měnové báze a zprostředkující kritéria v podobě měnových agregátů.

Měnová báze plní úlohu operativního kritéria. Definuje se jako součet dvou položek, a to hotovostního oběživa a celkových rezerv komerčních bank. Hotovostní oběživo je v držení domácích nebankovních subjektů (domácností a podniků). Celkové rezervy bank se skládají z povinných minimálních rezerv držených na účtech u centrální banky, dále z dobrovolných rezerv obchodních bank u centrální banky a z hotovosti v trezorech jednotlivých bank. Obchodní banky však omezují držení oběživa (hotovosti) pouze na množství nezbytně nutné, aby uspokojily konvertibilitu klientských vkladů. Peněžní báze tedy obsahuje peněžní prostředky s nejvyšším stupněm likvidity, jejichž vývoj může centrální banka bezprostředně ovlivňovat. Z hlediska stupně kontrolovatelnosti jejích položek dělíme měnovou bázi na vypůjčenou a nevypůjčenou. Nevypůjčenou měnovou bázi reguluje centrální banka především přes operace na volném trhu, vypůjčenou přes diskontní a další úvěry, poskytovaných centrální bankou obchodním bankám. Kontrola měnové báze pomocí operací na volném trhu je poměrně přesná, neboť centrální banka má nad operacemi na volném trhu kontrolu. U diskontních úvěrů však již tak přesná není. Relativně snadná kontrolovatelnost měnové báze je důvodem jejího častého označování za tzv. „mocné peníze“.²⁵ Prostřednictvím měnové báze centrální banka nepřímě ovlivňuje vývoj měnových agregátů.

²⁴ Kanál cen aktiv nazývaný též kanál čistého jmění či kanál bohatství.

²⁵ Dudek (1996:18)

Peněžní (měnové) agregáty představují souhrn peněžních prostředků s jistým stupněm likvidity. Jejich vymezení, sledování a kontrola má potom význam především pro regulaci celkového množství peněz v oběhu. Obvykle se značí velkým písmenem M, někdy též L, a číslicí, která označuje různý stupeň likvidity peněžních prostředků zahrnutých pod agregát. Každý měnový agregát s vyšším číslem obsahuje všechny předcházející měnové agregáty a navíc určitou část dalších, ve srovnání s předchozím většinou méně likvidních peněžních prostředků. Měnové agregáty jsou především produktem praktických potřeb řízení množství peněz v oběhu. Z toho plyne, že vymezení těchto agregátů je v různých zemích rozdílné a je dáno potřebami centrální banky. Proto se náplň jednotlivých agregátů může měnit v závislosti na využívání peněžního instrumentu v dané zemi a čas od času se i upravuje. „Pro širší agregáty obecně platí, že poptávka po takto vymezených penězích je stabilnější a jejich vztah s vývojem cenové hladiny je těsnější. U agregátů vymezených úžeji jsou stabilita a vztah k cenové hladině poněkud problémové. Na druhé straně jsou ale tyto agregáty lépe kontrolovatelné centrální bankou než agregáty širší.“²⁶

Obecně lze vymezit měnové agregáty od M1 až po M5. Agregát M1 představuje hotovostní oběživo, dále vklady u domácích bank v domácí měně a cestovní šeky. U pojmu hotovostní oběživo je nutné si uvědomit, že se nejedná o hotovost v pokladnách komerčních bank a ani o zásoby hotovosti v trezorech centrální banky, ale o hotovost v držení nebankovních subjektů. Měnový agregát M2 zahrnuje agregát M1 rozšířený o úsporné vklady a termínované vklady opět nebankovních subjektů znějící na domácí měnu. Agregát M1 či M2 se často označuje za peněžní zásobu²⁷, někdy se lze setkat i s označením „úzké peníze“. M3 je předešlý agregát M2 rozšířený o euroměnové vklady²⁸ u domácích bank. Euroměnové vklady, tedy vklady v zahraniční měně, mají omezenou likviditu v tom smyslu, že je před použitím v domácí ekonomice nutná jejich konverze na domácí měnu. Agregát M4 bývá často označován jako „široké peníze“. Představuje M3 plus vklady v nebankovních institucích v domácí měně a krátkodobé cenné papíry také v domácí měně. Sleduje se například ve Velké Británii. Poslední agregát M5 je poměrně široký agregát, který bývá v některých zemích označován pojmem likvidní aktiva a písmenem L. Obsahuje agregát M4 a ostatní cenné papíry v domácí měně.

²⁶ Kotlán (1996:10)

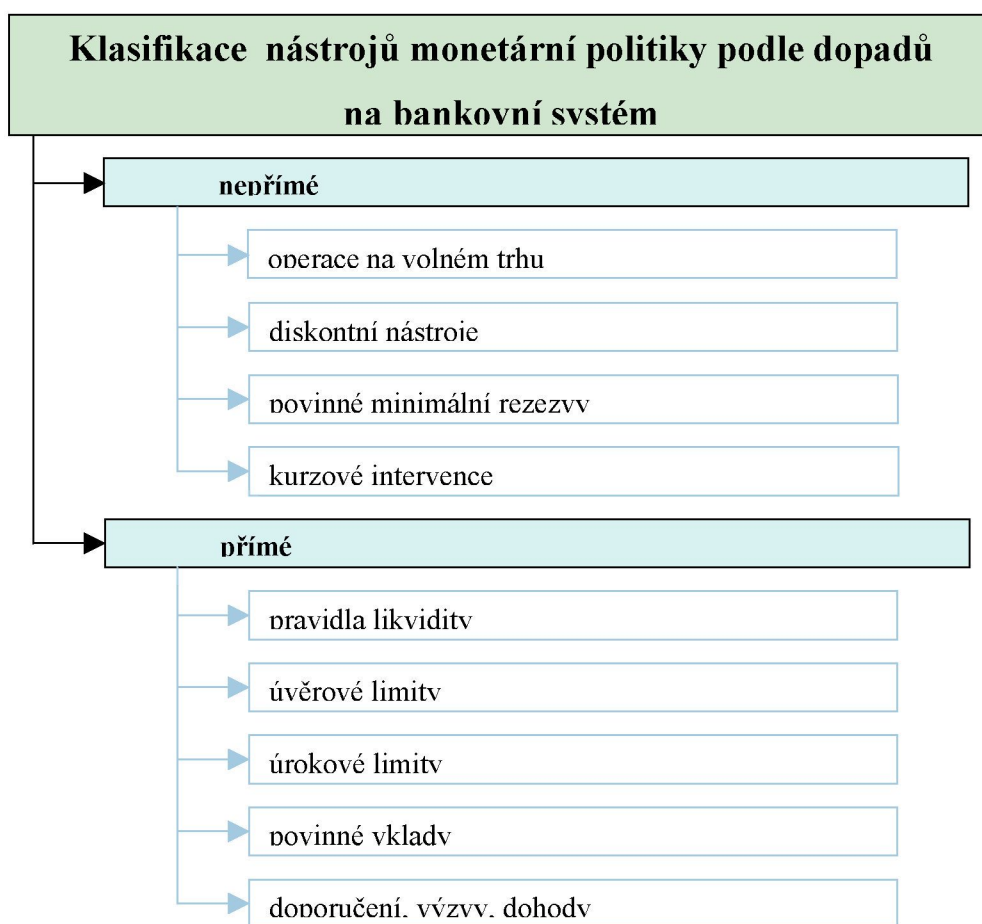
²⁷ Peněžní zásobu (nabídku peněz) definujeme jako součet dvou položek, a to oběživa (bankovky a mince) v rukou nebankovního sektoru a vkladů nebankovního sektoru.

²⁸ Euroměnový vklad nemá nic společného s měnou Euro, ale představuje vklady v zahraniční měně.

1.3 Nástroje měnové politiky

Centrální banka použitím určitých nástrojů působí na měnová kritéria, a to v souladu s transmisním mechanismem, jejichž prostřednictvím dochází k ovlivnění cílů měnové politiky. Nástroje měnové politiky můžeme dělit z několika hledisek a to dle četnosti využívání na permanentní a výjimečná, dle cíle použití zaměřená na regulaci operativního kritéria či na regulaci zprostředkujícího kritéria nebo na podporu stability bank, dle rychlosti použití na operativní a neoperativní atd. Nejčastěji se však používá členění dle jejich dopadu na bankovní systém na přímé a nepřímé nástroje. Zařazení nástroje do příslušné skupiny však nemusí být jednoznačné. To platí v případě dělení na přímé a nepřímé u instrumentů typu povinné minimální rezervy a doporučení, výzvy a dohody.²⁹

Schéma 3: Klasifikace nástrojů monetární politiky



Pramen: Paulík, T.: Hospodářská politika (2002)

²⁹ V následujících kapitolách budeme povinné minimální rezervy považovat za nepřímý nástroj a doporučení, výzvy a dohody za přímý nástroj měnové politiky. Viz. např. Kotlán (1999) či Bartošek (1997).

1.3.1 Nepřímé nástroje

Jsou charakteristické svým plošným působením na celý bankovní systém. Globální působnost vytváří jednotné podmínky pro všechny bankovní instituce. Jejich použitím se nenarušuje nijak výrazně tržní prostředí, proto jsou často nazývány synonymem tržní nástroje. Z tohoto důvodu je jejich využívání běžnější než je tomu v případě přímých nástrojů. Banky na tyto nástroje nejsou povinny reagovat, ale mohou, z čehož plyne, že nepřímé nástroje neomezují jejich rozhodování, ale pouze vymezují základní rámec chování těchto subjektů. Hlavní nevýhodou nepřímých nástrojů je ve srovnání s přímými jejich nižší účinnost. Mezi nepřímé nástroje měnové politiky řadíme diskontní nástroje, povinné minimální rezervy, operace na volném trhu a kursové intervence.

Operace na volném trhu jsou nejpoužívanějším nástrojem centrálních bank v současnosti. Tyto operace spočívají v nákupech a prodeích vysoce kvalitních krátkodobých cenných papírů (hlavně státní dluhopisy, cenné papíry vydané státními agenturami a to především krátkodobé pokladniční poukázky, bankovní akceptované směnky či jiné cenné papíry) centrální bankou obchodním bankám. Cílem těchto operací je přímé ovlivnění měnové báze a/nebo krátkodobé úrokové míry.³⁰ Kromě jiných předností, jakými jsou jednoduchost, nízké náklady, operativnost používání, mají tyto operace na volném trhu výhody především v tom, že jimi lze ovlivňovat měnovou bázi i v minimálním rozsahu a předem poměrně přesně kvantifikovat jejich dopady.

Z hlediska působení na měnovou bázi rozlišujeme tři základní druhy operací na volném trhu: přímé operace, repo operace a switch operace. *Přímé operace* představují nákup nebo prodej cenných papírů. Dopad těchto operací na měnovou bázi je trvalý. Při operaci typu *switch* dochází k výměně cenných papírů za stejný objem cenných papírů, ale s jinou lhůtou splatnosti. Tento typ operace se používá k optimalizaci časové struktury cenných papírů jakožto aktiva v bilanci centrální banky. Switching nemá žádný vliv na změnu měnové báze. Smyslem těchto operací je především ovlivňovat úrokové sazby. *Repo operace* probíhá vždy ve dvou transakcích. Vždy se jedná o nákup a prodej cenných papírů. Podle toho, která operace předchází, rozlišujeme prosté repo operace, kdy centrální banka nejprve prodává cenné papíry a později je zpětně kupuje, či reverzní, kdy běh transakcí je opačný. Prostřednictvím těchto operací centrální banka ovlivňuje měnovou bázi pouze dočasně.

³⁰ Kotlán (1999)

Kromě hlediska působení na měnovou bázi můžeme operace na volném trhu ještě členit podle nutnosti reakce centrální banky na vývoj měnové báze na aktivní (dynamické) a vynucené (obránné, defenzivní). *Aktivní operace* mají dopad na měnovou bázi, která ve svém důsledku mění velikost objemu peněžní zásoby. *Vynucenými operacemi* centrální banka kompenzuje vliv jiných faktorů³¹ na měnovou bázi a nebo se snaží takto stabilizovat ceny státních cenných papírů.

Operace na volném trhu iniciuje centrální banka. Operace mohou být zprostředkovány prostřednictvím aukce nebo tendru. Při aukci jednotlivé banky nabízejí centrální bance množství a také cenu, za kterou jsou ochotny obchodovat. Tyto informace jsou známy i ostatním bankám, které mohou své nabídky upravovat. V případě tendrů jednotlivé banky neznají nabídky ostatních bank a tak na ně nemohou reagovat. Jde o „obálkovou metodu“ obchodů.³²

Vzhledem k tomu, že centrální banky kontrolují měnovou bázi prostřednictvím těchto nástrojů, měla by být jejich politika koordinována s politikou fiskální. Výše operací by měla odpovídat deficitu státního rozpočtu.

Diskontní nástroje jsou tradičními instrumenty měnové politiky. Jedná se o úrokové sazby a další podmínky úvěrů poskytovaných centrální bankou obchodním a dalším domácím bankám v domácí měně, stanovené za účelem regulace operativních kritérií v měnovém a úvěrovém transmisním mechanismu.³³ Patří sem diskontní, reeskontní a lombardní úvěry.

Diskontní úvěry jsou základní a nejpoužívanější. Jedná se o jednu z nejlevnějších úvěrových zdrojů poskytovaných v domácí měně a to obchodním a dalším domácím bankám. Tyto úvěry mají zpravidla krátkodobý charakter, lhůta splatnosti nepřesahuje tři měsíce a často bývá i kratší. Poskytnutí diskontního úvěru vede k růstu rezerv bank a měnové báze, při splácení úvěru dochází ke snížení rezerv bank i měnové báze. Konečný dopad na měnovou bázi ale závisí na rozdílu nově poskytnutých a splácených diskontních úvěrů. Existují tři základní

³¹ Jedná se např. o změny vkladů ministerstva financí u centrální banky, změny v oběhu šeků, sterilizační opatření vůči přílivu zahraničního kapitálu a jiné.

³² Revenda (2001)

³³ Revenda (2001)

obecné podoby a sice běžné diskontní úvěry (slouží k překlenutí krátkodobých výkyvů likvidity bank), dále sezónní diskontní úvěry (rovněž krátkodobé) a nouzové (úvěry poslední instance). Běžné a sezónní úvěry jsou úročeny diskontní sazbou, která bývá v ekonomice ze všech sazeb z úvěrů obvykle nejnižší. Nouzové úvěry mívají sazbu vyšší než diskont. Diskontní sazba určuje cenu zdrojů, které mohou banky získat od centrální banky, a působí na změnu množství peněz v ekonomice.

Reeskontní úvěry je další forma poskytnutí úvěru komerčním bankám. Jedná se o odkup (reeskont) centrální bankou prvotřídních směnek od domácích bank, jejichž lhůta splatnosti musí být do tří měsíců. Příslušnou částku sníženou o úrok připsá centrální banka příslušné bance na jejich účet rezerv vedených u ní. Tento úvěr se úročí diskontní sazbou, někdy však může být mírně vyšší než je diskont a v tomto případě jí říkáme reeskontní sazba. V den splatnosti převede centrální banka směnky zpět na komerční banku a z jejího účtu si automaticky strhne splatnou částku (nominální hodnotu směnky). Poskytování a splácení reeskontních úvěrů má stejný dopad na měnovou bázi jako v případě diskontních úvěrů.

Lombardní úvěr představuje poskytnutí finančních prostředků proti zástavě cenných papírů. Doba splatnosti je obvykle třicet dní ale maximálně tři měsíce. Od předchozích úvěrů se liší zejména v tom, že je poskytován bankám, které mají problém s likviditou a nemají již možnost získat diskontní nebo reeskontní úvěr. Důsledkem je i vysoká úroková sazba - lombardní sazba je obvykle vyšší než diskontní sazba.

Povinné minimální rezervy představují povinné vklady obchodních bank u centrální banky, které nelze použít. Objem je stanoven procentními sazbami z primárních vkladů v domácí i zahraniční měně. Jejich skutečná výše se počítá jako průměrný stav PMR za určité období počítaný zpětně ze zůstatku na příslušném účtu na konci každého dne. Povinné minimální rezervy slouží jako nástroj centrální banky k regulaci množství peněz v oběhu. Jsou-li vysoké, tak mají komerční banky méně peněz na poskytování úvěrů. Tomu se obchodní banky samozřejmě brání, protože je tím narušena jejich volnost disponování s vklady a tím se snižuje výnosnost bank. To ve svých důsledcích snižuje konkurenceschopnost bank ve vztahu k nebankovním subjektům. Dále slouží jako rezerva v případě ohrožení likvidity obchodní banky. V poslední době je často diskutována otázka oprávněnosti existence tohoto nástroje. Jeho význam se stále snižuje.

Kurzové intervence jsou posledním tržním nástrojem měnové politiky. Jejich hlavním cílem je regulace výše měnového kurzu domácí měny k zahraničním měnám, nikoliv změna měnové báze ani změna krátkodobé úrokové míry. Obě tyto veličiny však mohou být těmito intervencemi ovlivněny. Hodnota měnového kurzu je dána vztahem mezi poptávkou a nabídkou zahraničních měn a domácí měnou. Podaří-li se centrální bance ovlivnit vztah mezi poptávkou a nabídkou, mění tím současně i měnový kurz. Centrální banky provádí kurzové intervence, které jsou v podstatě dvojího druhu: přímé a nepřímé. *Přímými intervencemi* se rozumí nákup či prodej domácí měny centrální bankou, který přes mechanismus poptávky a nabídky přímo působí na hodnotu devizového kurzu.³⁴ Nákup domácí měny vede k růstu poptávky po ní a růstu nabídky zahraniční měny. Důsledkem je tlak na zhodnocení měny a snížení měnové báze. Prodej domácí měny způsobí pravý opak. *Nepřímé intervence* spočívají ve změnách sazeb (a to diskontní a repo sazby). Tyto změny pak působí prostřednictvím reálné úrokové míry na příliv a odliv kapitálu a pak následně na devizový kurz. Pokud domácí úrokové sazby rostou rychleji než zahraniční, tak dochází k přílivu zahraničního kapitálu, který způsobuje tlak na apreciaci či revaluaci³⁵ domácí měny. Mnohem častější jsou devizové intervence (přímo), spíše výjimečně centrální banka intervenuje nepřímo.

1.3.2 Přímé nástroje

Přímé nástroje zasahují bezprostředně do rozhodování obchodních bank. Mají adresní dopad na vybraný subjekt či objekt působení. Jde o administrativní regulaci činnosti těchto bank, které se však pochopitelně těmto zásahům brání a snaží se je nějakým způsobem obejít. Proto jsou také nazývány jako direktivní či administrativní nástroje. Tyto nástroje používá centrální banka většinou na přechodnou dobu, a to zejména pokud dochází u té dané banky k ohrožení její další existence. Předností těchto nástrojů je, že se jim banka musí podřídít a že je lze využít selektivně. Dnes jsou již tyto nástroje používány pouze okrajově, a to jen jako doplněk globální měnové regulace. Mezi přímé nástroje měnové politiky řadíme pravidla likvidity, úvěrové a úrokové limity, povinné vklady a doporučení, výzvy a dohody.

Pravidla likvidity představují stanovení závazné struktury pasiv a aktiv a závazných vazeb mezi nimi v bilanci bank. Jejich hlavním úkolem je zabezpečit žádoucí úroveň likvidity bank. Jsou zaměřena na zajištění určitého stupně diverzifikace bilančních, popřípadě i

³⁴ Kotlán (1999)

³⁵ Pokud se pohybujeme v systému pevných kurzů mluvíme o revaluaci, pokud ve floutingu tak o apreciaci.

mimobilančních položek bank a tedy rozložení rizik bankovní činnosti, to je na podporu stability bankovního systému.³⁶ Banky mohou mít stanovený závazný poměr mezi střednědobými a dlouhodobými úvěry, střednědobými a dlouhodobými vklady či krátkodobými devizovými aktivy a krátkodobými devizovými pasívy. Pravidla likvidity mohou mít vliv na vývoj měnové báze, krátkodobou úrokovou sazbu a měnový kurz.

Úvěrové kontingenty, nazývány též jako limity či stropy. Společně s operacemi na volném trhu je lze považovat za nejúčinnější a zároveň nejtvrdší nástroj měnové politiky centrální banky v tržní ekonomice. Ovlivňují měnové agregáty a úrokové sazby. Mohou být členěny z hlediska věřitele do dvou základních skupin a sice absolutní a relativní úvěrové stropy. *U absolutních úvěrových limitů* je stanoven maximální rozsah úvěrů, které mohou banky poskytnout svým klientům. *U relativních* mohou být bankám limitovány diskontní, reeskontní a lombardní úvěry, které může komerční banka získat od centrální banky.

Úrokové kontingenty stanovují maximální úrokové sazby z úvěrů a maximální nebo minimální úrokové sazby z vkladů, které obchodní banky účtují či připisují svým klientům. *Limity úrokových sazeb z úvěrů* bank vždy představují maximální hodnoty těchto sazeb. Zvýšení limitů by mohlo vést k růstu úrokových sazeb z úvěrů ale nemusí. Banky na zvýšení limitů nemusí vždy reagovat zvýšením své úrokové sazby. Ani reakce potenciálních dlužníků bank na nové úrokové sazby z úvěrů není jistá. *Limity úrokových sazeb z vkladů* mohou být stanoveny buď jako maximální nebo minimální. Stanovením maximální hodnoty se centrální banka snaží ovlivnit krátkodobé úrokové míry. Zavedením minimálních limitů sleduje spíše jiné cíle – podporuje tvorbu peněžních úspor v podobě vkladů u bank. Prostřednictvím úrokových stropů centrální banka přímou cestou kontroluje ceny vkladů a úvěrů (úrokovou marži).

Povinné vklady – některým subjektům, zejména centrálním orgánům a orgánům místní moci a správy³⁷, je stanovena povinnost ukládat volné peněžní prostředky, otevírat běžné účty a provádět některé další operace výhradně přes centrální banku. Smyslem tohoto nástroje je odčerpání vysoce likvidních prostředků z oběhu, za účelem získání kontroly nad pohybem peněžních prostředků vybraných subjektů. Tento krok má přímý dopad na měnovou bázi.

³⁶ Revenda (2001)

³⁷ Jedná se většinou o ministerstva, státní fondy a někdy i o vybrané státní podniky apod.

Pokud by došlo ke zrušení (případně zúžení okruhu vybraných subjektů) povinných vkladů, došlo by k růstu měnové báze.

Doporučení, výzvy a dohody jsou přání či výzvy centrální banky vůči obchodním bankám k provádění určitých operací týkajících se úvěrové a úrokové politiky. Běžně se používají jako korekce chování bank vůči klientům. Jejich účinnost bývá vysoká, a to i přesto, že nemusí mít jednoznačně závazný charakter. Banky si nedovolí nerespektovat centrální banku, neboť si zakládají na dobré pověsti a na druhé straně se obávají případných následných sankcí ze strany centrální autority. *Doporučení* mají obvykle charakter obecně formulovaných přání centrální banky na chování bank v nejbližším období. *Výzvy* jsou ve srovnání s doporučeními konkrétnější a důraznější. Doporučení ani výzvy nemusí být v písemné podobě. *Dohody* jsou většinou písemné a po podepsání závazné, a to i s následkem případné sankce při jejich neplnění. Mohou být uzavírány i mezi komerčními bankami navzájem.

2. Centrální bankovníctví v české historii³⁸

Nejen centrální bankovníctví ale bankovníctví vůbec nemá na našem území příliš dlouhou historii. Naše země představovala v této oblasti určitou periferii. První centrální bankou, která vznikla na našem území v roce 1816, byla *Privilegovaná Rakouská národní banka* jako tehdejší emisní banka Rakousko-Uherské monarchie. Výrazem privilegovaná mělo být zdůrazněno její postavení jako jediné instituce, která vlastnila emisní monopol na území Rakouska. Cílem politiky nové banky bylo zastavit dosavadní inflační financování státních financí a dát měnové politice pevná pravidla. Bohužel vládní politika jednoznačně preferovala potřeby vládních financí nad potřebami měnové politiky. Již v roce 1822 byla nucena krýt rozpočtový schodek vydáváním dalších bankovek do oběhu. Kromě ní ve čtyřicátých letech ministerstvo financí začalo emitovat vedle bankovek centrální banky také státovky. Zprvu byla národní banka soukromou akciovou společností, ale o 25 let později byla převedena pod přímou kontrolu vlády. V roce 1867 jí byl rozšířen emisní monopol i na území Uherska a tak o několik let později vznikla nová *Rakousko-Uherská banka*, která zastávala funkci emisní banky na našem území až do konce první světové války do rozpadu Rakouska-Uherska. Měnová politika v té době neměla nijak větší význam. Většina množství peněz v oběhu byla spojena s hotovostními penězi krytými drahým kovem. Emisní činnost centrální banky byla v té době pouze formální záležitostí, protože o množství emitovaných peněz rozhodoval stát.³⁹

2.1 Československá republika 1918 - 1938

Po první světové válce, založením samostatné Československé republiky dne 28. října 1918, bylo primárním úkolem nově vzniklé vlády dát novému státu spolehlivou měnu. Tímto úkolem byl pověřen Alois Rašín jakožto tehdejší ministr financí. Alois Rašín považoval za nutné nejprve vytvořit československou měnu, dále usilovat o zvýšení její kupní síly a v konečné fázi ji zařadit mezi měny zlatého standardu. Výchozím bodem se stal zákon o měnové reformě z 25. února 1919, na jehož základě proběhla na počátku března téhož roku měnová odluka. Během této odluky došlo ke stažení peněz platných za Rakouska-Uherska a zavedení nové měny – „československé koruny“. Polovina starých peněz byla okolkována a vrácena do oběhu, druhá polovina byla zadržena a byly na ni vydány nezcizitelné vládní

³⁸ Kapitola je založena na Vencovský (2001), Vencovský (2003). Tyto zdroje již nebudou v textu dále uváděny.

³⁹ Revenda (2001), Bažantová (2005)

dluhopisy s úrokem 1%, kterými se mohla splácet mimořádná dávka z majetku. Do července roku 1920 byly okolkované bankovky vyměněny za novou československou měnu v poměru jedna ku jedné.⁴⁰

Proč byla měnová reforma nutná? Všechny bankovky, které byly za války emitovány bývalou monarchií sloužily k úhradě válečných nákladů, a tak peníze během první světové války byly inflačně znehodnoceny. Zavedením nové měny mělo dojít k postupnému zvyšování její vnitřní i vnější kupní síly, a tím se měla získat důvěra lidu a autorita v zahraničí. Vznikem československé koruny byl převeden dluh bývalé monarchie na vládní finance nově zniklého státu. Nové peníze byly tedy státopkami a jako zdroj peněžního oběhu byl uveden československý stát v postavení dlužníka. Tak vznikl proslulý „státopkový dluh“, který podle ministerstva financí činil 10 189 905 599 Kčs. Druhou částí měnové restrikce bylo zavedení tzv. dávky z majetku a z přírůstku na majetku. Tato dávka měla odčerpat z trhu poválečnou přebytkovou kupní sílu a tím zajistit postupné zhodnocování nové měny. Vybrané finanční prostředky měly sloužit k úhradě státopkového dluhu a k financování potřeb nově vzniklého státu.

Alois Rašín si velice dobře uvědomoval, že bude nezbytné, aby řízení vládních financí i řízení peněžního oběhu bylo alespoň přechodně v rukou jedné instituce. Za tímto účelem byl v roce 1919 výkonem centrálního bankovníctví pověřen *Bankovní úřad při ministerstvu financí*⁴¹. Mezi jeho hlavní úkoly patřilo: provádění měnové politiky včetně správy domácího peněžního oběhu, zabezpečování devizové činnosti státu, správa státního dluhu a soustřeďování zlatých rezerv státu. „Alois Rašín jako ministr financí dal pevný základ nové měně, byl jejím nekompromisním „strážcem“ a nepřipustil, aby se měnovou politikou „ulehčilo“ těžkým finančním problémům jeho vlastního resortu.“⁴²

Úspěšná emisní politika vedla k přípravě oddělení výkonné státní moci od emisních funkcí. Vyústěním složitého legislativního procesu byl Zákon o akciové bance cedulové, který velmi podrobně určoval především zásady pro vydávání bankovek, pravidla krytí emise a

⁴⁰ Revenda (2001)

⁴¹ Bankovní úřad při ministerstvu financí zahájil svou činnost 11. března 1919 na základě vládního nařízení (č.119/1919 Sb.). Tento postup již od počátku nebyl legislativně vyhovující, a proto byl napraven dodatečným zákonem z 10. dubna 1919 (č.187/1919 Sb.). V jeho čele stál tehdejší ministr financí Alois Rašín.

⁴² Vencovský (2003:28)

v neposlední řadě i organizační strukturu samotné centrální banky. Ale k aktu založení banky nedošlo a to z důvodu špatných hospodářských předpokladů. Deflační politika, kterou do té doby prováděl Bankovní úřad, vedla sice k výraznému zhodnocení koruny, ale na druhé straně byla doprovázena krizí exportu, výroby, vládních a podnikových financí, a prudkým růstem nezaměstnanosti. Teprve na konci roku 1925, kdy se vláda rozhodla opustit deflační politiku a přejít ke koncepci měnové stability, došlo ke schválení návrhu pro vznik národní banky. Ta zahájila svou činnost 1. dubna 1926 jako **Národní banka Československá**. Bankovní úřad ministerstva financí ke stejnému dni svou činnost ukončil.

Národní banka Československá byla akciovou společností. Její kapitál činil 12 milionů zlatých dolarů USA. Byl rozdělen na 120 tisíc akcií, z nichž pouze jednu třetinu vlastnil stát. Stát měl ale banku pod kontrolou. Vláda a prezident měly vliv na vedení banky. V čele banky byl guvernér jmenovaný na návrh vlády prezidentem republiky a vládní dozor vykonával vládní komisař, který kontroloval její činnost. Ve vztahu ke státnímu rozpočtu byla povinna platit tzv. bankovní daň a odvádět část čistého zisku. Jinak národní banka vykonávala funkce klasické centrální banky v tržní ekonomice. Vlastnila emisní monopol, tedy měla výhradní právo vydávat bankovky a pečovat o peněžní oběh. Prováděla měnovou politiku, jejíž význam neustále vzrůstal. Mohla úvěrovat komerční banky i podniky, ale bylo jí výslovně zakázáno poskytovat jakékoliv přímé i nepřímé úvěry státu. Takto koncipovanou měnovou politikou se podařilo československou měnu stabilizovat a utvořit z ní jednu z nejžádanějších měn v Evropě. Tento pozitivní vývoj byl ale zastaven šířícím se fašismem.

2.2 Německá okupace a druhá světová válka

Německá agrese vyústila ke konci třicátých let. Dne 14. března 1939 byl vyhlášen samostatný Slovenský stát a hned následující den české země prohlášeny za Protektorát Čechy a Morava. V období německé okupace byla činnost Národní banky československé dne 16. března 1939 na delší dobu přerušena. Centrální banka byla přejmenována na **Národní banku pro Čechy a Moravu** a na Slovensku byla zřízena Slovenská národní banka. Zákonným platidlem byla prohlášena říšská marka a teprve vedle ní česká koruna. Poměr marky ke koruně byl stanoven tak, že jedna koruna byla rovna deseti říšským fenikům. Což znamenalo konec československé měny. Zlatý poklad a devizové rezervy Československa byly zabaveny Německem a měnová politika byla podřízena zájmům okupantů. Velmi rychle

začalo docházet k inflačním tlakům. Jediným možným řešením této svízelné situace byla porážka Německa ve válce.

Po osvobození byla 1. června 1945 činnost Národní banky československé obnovena a v listopadu téhož roku provedena radikální peněžní reforma. Mezi její hlavní cíle patřilo likvidace cizích měn platných v té době na našem území, zavedení nové měnové jednotky a vytvoření takové měnové politiky, která by odstranila inflační přebytek kupní síly. Vyústěním reformních opatření bylo opětovné zavedení jednotné československé měny. Všechny staré peníze byly staženy z oběhu a výměnou za ně byla poskytnuta nová měna ale pouze do 500 Kč na osobu. Zbývající část starých peněz byla uložena na vázané vklady, jenž byly postupně v následujících letech uvolňovány. Součástí této reformy byla i úprava cenové hladiny a mzdových poměrů. Cenová hladina byla stanovena přibližně na trojnásobek předválečné úrovně. Tato měnová reforma měla mnohem tvrdší dopady na obyvatelstvo než reforma v roce 1919.

Ještě téhož roku se stalo Československo členem Mezinárodního měnového fondu (MMF) a Světové banky. Na formálních přístupových jednání se již podílela exilová vláda před koncem války. Československý podíl na prostředcích Mezinárodního měnového fondu činil 125 mil. USD, čímž se Československo zařadilo ve financování MMF na dvanácté místo z 45 členů.

V posledních dvou letech války se začaly rozcházet představy o poválečném uspořádání Československa. Exilová vláda samozřejmě předpokládala, že bude obnoven demokratický stát. Odlišnou představu měly představitelé komunistické strany, ti počítaly s výrazným omezením soukromého vlastnictví a s vytvořením státu na principech plánovaného hospodářství. Bylo jasné, že výsledkem musí být politický kompromis, kterým se stal na sklonku války Košický vládní program. Jeho jádrem byla hospodářská obnova země, která směřovala k vytvoření centrálního plánování a k prosazení socialistických prvků do řízení a fungování ekonomiky tedy i bankovního systému.

2.3 Měnová politika v systému centrálního plánování

Po komunistickém puči roku 1948 a přechodu na centrálně plánovanou a direktivně řízenou ekonomiku došli tehdejší politici k závěru, že je nutné vybudovat bankovní systém po vzoru Sovětského svazu. Výchozím krokem byla přeměna velkých bank v národní podniky a jejich následná koncentrace. Postupně bylo centralizováno i lidové peněžnictví. Úvěrová družstva a

poštovní a komunální spořitelny byly rušeny a nahrazeny Státní spořitelnou. Tak polickým převratem začala zcela nová etapa v dějinách českého národa ale i bankovního systému – „socialismus“.

K 1. dubnu 1950 přebrala funkci monetární autority *Státní banka Československá* (SBČS). Centralizace ekonomiky tedy i bankovního systému postupně vedla k vytvoření jednostupňového bankovníctví, kdy SBČS vykonávala všechny funkce centrální banky ale i obchodních bank a to pod dohledem státu. Celé období od roku 1950 až 1989 můžeme charakterizovat jako období jediné banky – „monobanky“. SBČS degradovala na ryze administrativní instituci. Zásadní změna spočívala i v pohledu na peníze a na jejich funkce. „Peníze sice měly své obvyklé formy – jako hotovostní oběživo, jako prostředky na bankovních účtech a jako devizy, ale jejich funkce byly cílevědomě potlačeny.“⁴³ Funkce peněz stejně jako samotná měnová politika byly přesně vymezeny v centrálním národohospodářském plánu. Měnová politika, pokud o ní lze ještě hovořit, byla realizována v souladu s tímto centrálním plánem prostřednictvím pokladních, úvěrových a devizových plánů. Jejimi hlavními úkoly bylo pouze řízení mzdové a cenové hladiny a centrální řízení devizového oběhu.

Do podvědomí veřejnosti se SBČS dostává až o několik let později peněžní reformou, která byla provedena 1. června 1953. Bývá často označována jako „loupež století“. Přes proklamované záruky dopadla na všechny vrstvy obyvatelstva ve stejné síle. Hotovostní peníze byly do výše 300 Kč vyměněny v poměru 5:1, zbytek 50:1. Vázané vklady z roku 1945 byly anulovány a nové vklady přepočteny v poměru 5:1 až 30:1.⁴⁴ Na jejím základě byl zrušen přidělový systém zásobování, nové maloobchodní ceny byly nižší ve srovnání s cenami na dřívějším volném trhu. Hlavní důvody peněžní reformy byly jiné oproti předešlým. „Byl to přechod k totální transformaci československé ekonomiky na tzv. socialistický sovětský systém. Tento systém a nové řízení peněžní politiky nemohly převzít nic z dřívějšího systému, protože šlo o diametrální rozdíly. Bylo nutné zlikvidovat všechno minulé, a to i celé dosavadní peněžní hospodářství. Byl to z hlediska představ tehdejšího vedení státu tak závažný argument, že se nebral v úvahu ani negativní ohlas veřejnosti na

⁴³ Vencovský (2001:68)

⁴⁴ Bliže např. Vencovský (2003)

peněžní reformu, ani stanovisko ciziny.“⁴⁵ Na konci roku 1958 přestalo být Československo členem Mezinárodního měnového fondu a Světové banky.

Podle sovětského modelu fungovala zpočátku vedle SBČS Investiční banky jako ústav pro financování stavebních organizací a pro kontrolu uvolňování prostředků na investice a generální opravy. Proces centralizace bankovního systému vyvrcholil roku 1958, kdy Státní banka československá převzala financování a úvěrování investiční výstavby od Investiční banky. Agenda Investiční banky se omezila na okrajovou činnost – na úschovu a správu cenných papírů.

Cele období 60. let je charakteristické pokusy o vymanění se centrální banky z podřízenosti ministerstvu financí. Toho bylo dosaženo v roce 1965, kdy se SBČS stala orgánem státní správy zodpovědným za peněžní a úvěrovou oblast s podřízeností vládě. Začínalo se teoreticky diskutovat o funkci úvěru v socialistické ekonomice a o funkci peněz. Téhož roku byla založena Československá obchodní banka jako akciová společnost (100% akcií ale vlastnil stát), která měla provádět platební a zúčtovací operace v oblasti zahraničního obchodu. Přes tyto změny však stěžejní úlohu měla SBČS, která direktivně řídila zbývající banky. Veškeré snahy byly utlumeny rostoucími ekonomickými problémy a vniknutím okupačních vojsk Sovětské armády.

Jedním z ekonomických problémů té doby byla také měnová politika. Mírně expanzivní monetární politika monobanky přispěla k vytváření makroekonomické nerovnováhy. Ekonomika se dostávala do výrazně inflačního trendu. Příčina byla jednoznačná. Podnikový sektor stejně jako bankovní byl podřízen centrálnímu plánu, jenž byl sestavován bez ohledu na dostupné finanční zdroje. V systému centrálního plánování byla SBČS povinna poskytovat půjčku na každou podnikovou aktivitu, která byla začleněna ve státním plánu bez ohledu na likviditu podniku. Banka tedy nemohla daný subjekt odmítnout. Jednalo se většinou v podstatě o nesplacitelné úvěry. Úpadek centrální banky byl vyloučen. V případě potřeby byly emitovány další peníze do oběhu. I přes snahy míru inflace v ekonomice snížit, nadále přetrvával jev skryté inflace, která byla výsledkem působení černého trhu s nedostatkovým zbožím.⁴⁶

⁴⁵ Vencovský (2003:133)

⁴⁶ Revenda (2001)

K určitému posunu v měnové politice došlo v druhé polovině 80. let, kdy u nás začaly práce na přípravě bankovní reformy realizovatelné k 1.1. 1990. Původně se pod reformou rozumělo vytvoření dvoustupňového bankovního systému. Centrální banka měla provádět převážně měnovou politiku, administrativně řídit činnost obchodních bank, stanovovat základní pravidla pro úvěrování a účastnit se tvorby státního plánu rozvoje národního hospodářství. Koncepce reformy počítala se vznikem několika obchodních bank, jenž se měly plně věnovat obchodní činnosti. Realizace reformy proběhla již v nových politických, společenských a ekonomických podmínkách.

2.4 Vývoj po roce 1989

Období po roce 1989 lze obecně charakterizovat jako etapu odbourávání centrálně direktivního řízení a zavádění systému tržních vztahů. Jedním ze základních úkolů ekonomické transformace bylo vytvoření efektivního bankovního systému. Bylo nutné obnovit obchodní banky cestou jejich oddělení od monobanky. První legislativní kroky proběhly na sklonku roku 1989, kdy byl přijat Zákon o Státní bance československé. Zákon o SBČS sám o sobě dvoustupňový bankovní systém nezaváděl, ale počítal již s existencí dalších komerčních bank a s dohledem nad nimi. Založení obchodních bank a spořitelen umožňoval a upravoval souběžně připravovaný Zákon o bankách a spořitelnách. Novelizací ústavního zákona, kde byl specifikovaný hlavní cíl SBČS, došlo k redefinování základního cíle – kdy banka ve svých návrzích a stanoviskách měla zohledňovat zajištění peněžní rovnováhy a stability československé měny. Tyto zákony vytvořily základní rámec fungování měnové politiky, ale teprve politický převrat umožnil tuto politiku realizovat. Již 29. prosince 1989 byl jmenován předsedou SBČS Josef Tošovský.⁴⁷

„Ve scénáři ekonomické transformace, který byl zpracován federální vládou a přijat v září 1990 Federálním shromážděním, se stala měnová politika spolu s fiskální politikou prioritní oblastí státní hospodářské politiky.“⁴⁸ K 1. lednu 1990 byla SBČS rozdělena na centrální banku a dvě obchodní banky (Komerční banku Praha a Všeobecnou úvěrovou banku Bratislava). Tím došlo k oddělení emisní a úvěrově-obchodní činnosti centrální banky a k zániku jednostupňového bankovního systému. Oba zákony přijaté v roce 1989 napomáhaly na počátku transformace k zavedení tržních bankovních vztahů. V průběhu se však ukázaly jako

⁴⁷ Bažantová (2005)

⁴⁸ Vencovský (2001:78)

zcela nevyhovující pro potřeby radikální ekonomické transformace. Zákon nově zakotvující SBČS byl předložen Federálnímu shromáždění na podzim 1991 spolu s novým zákonem o bankách. SBČS postupně získala pravomoce standardní centrální banky v tržní ekonomice. Při realizaci monetární politiky byla nezávislá na vládě federální i obou republikových. Její povinností bylo, aby dvakrát do roka předložila zprávu Federálnímu shromáždění a jednou za čtvrtletí informovala veřejnost o měnovém vývoji. Nezávislost centrální autority byla rovněž zdůrazněna procesem jmenování vedení banky.⁴⁹

Monetární politika v počátcích transformace byla velice převratná. V prvním roce vzniku dvoustupňového bankovního systému prováděla centrální banka restriktivní politiku, která byla významně podpořena přebytkovou rozpočtovou politikou vlády. Snahou bylo omezit riziko narůstající skryté inflace z minulých let a zajistit neinflační prostředí pro klíčové reformní změny, které měly být uvedeny do života v následujícím roce 1991. Při provádění měnové politiky postupovala SBČS způsobem, který lze označit za výraznou modifikaci úvěrového transmisního mechanismu. „Střednědobým monetárním kritériem pro rok 1990 bylo tempo růstu půjček do domácí ekonomiky. Roční dynamika se měla pohybovat mezi -2% až 1%. V listopadu 1990 bylo toto kritérium změněno na 2,6%, a to především z důvodu cenového efektu devalvace a obecného poklesu ekonomické aktivity. Hlavním nástrojem dosažení střednědobého kritéria byly úvěrové limity jednotlivých obchodních bank.“⁵⁰

Centrální banka používala převážně přímé nástroje měnové politiky a to z důvodu nejistoty ohledně stability či predikovatelnosti multiplikátoru mezi měnovou bází a agregátem M2. V průběhu roku postupně přecházela na nepřímé instrumenty monetární politiky.⁵¹ Kladl se důraz na účinnější využití povinných minimálních rezerv a refinančních úvěrů. Mezi refinanční úvěry patřily různé typy diskontních úvěrů (krátkodobý, aukční, nouzový úvěr), lombardní úvěr, reeskontní a eskontní úvěr a dále tzv. nedistribuční úvěry.⁵² Úvěry měly od počátku nejen pomoci kontrole peněžní zásoby, ale zároveň snížit náklady založení nových obchodních bank. Diskontní sazba byla zpočátku stanovena na 4% a na ni byly napojeny úrokové sazby z úvěrů.⁵³

⁴⁹ Bažantová (2005)

⁵⁰ Bulíř (1993:182)

⁵¹ Janáčková (1996)

⁵² blíže Kotlán (1999:65)

⁵³ Bulíř (1993)

V restriktivní politice bylo pokračováno i v roce 1991. Monetární politika musela čelit účinkům uvolnění zahraničního obchodu a převážně provedené cenové liberalizaci. Hlavní cíl SBČS byl upřesněn a definován jako dosahování vnitřní a vnější stability měny. Prioritním cílem monetární politiky pro tento rok bylo zajistit stabilitu kupní síly koruny vůči zahraničí a obnovit stabilitu její kupní síly vůči vnitřní ekonomice. Tedy boj proti inflaci a zajištění stabilního měnového kurzu domácí měny, což se zdálo být po cenovém skoku obtížné. Dílčí cíle spočívaly v dosažení platové schopnosti země vůči zahraničí a vytváření podmínek pro přechod k devizové směnitelnosti měny. SBČS se při regulaci měnového vývoje oproti předchozím letům, kdy sledovala vývoj všech položek měnových agregátů, zaměřila na zprostředkující kritérium v podobě peněžní zásoby (tedy měnový agregát M2). Konečný přírůstek M2 dosáhl 20,8%, což vzhledem k roční míře inflace (50,6%) znamenalo reálný pokles M2 asi o jednu třetinu.⁵⁴

Teprve v roce 1992 bylo možné koncipovat monetární politiku jako neutrální. Předchozí příznivý vývoj inflace a devizových rezerv dovolil omezit restriktivní charakter politiky centrální banky. Pro tento rok si stanovila za cíl nízké tempo růstu peněžní zásoby v podobě agregátu M2 na úrovni 19,5%, což se ukázalo jako nereálné. V posledním čtvrtletí začala regulovat peněžní zásobu prostřednictvím operativního kritéria v podobě nevypůjčených rezerv bank jako složky měnové báze. Centrální banka tak začala uplatňovat měnový transmisní mechanismus. Dalším významným krokem bylo úplné opuštění direktivních metod monetární politiky (zejména úvěrové limity) a rozhodující roli začínají hrát tržní nástroje (viz schéma č. 4).

V oblasti vnějších vztahů došlo také k několika zajímavým momentům. Pro budoucí nejen měnovou, ale i celou hospodářskou politiku, mělo velký význam stanovení kurzového režimu a výchozí úroveň kurzu české koruny. Měnové autority státu musely volit mezi pevným a plovoucím kurzem. Po dlouhé diskuzi byl zvolen pevný kurz, který měl sloužit jako „nominální kotva“ ekonomické stabilizace. „Fixní kurz ve středním období měl zajistit stabilní vnější podmínky pro vývoj domácí cenové hladiny a napomáhat efektivnímu rozhodování domácích subjektů v zahraničním obchodě. Stabilní devizový kurz rovněž limitoval devizové spekulace a vytvářel příznivé podmínky pro příliv zahraničního

⁵⁴ Revenda (2001)

kapitálu.“⁵⁵ V návaznosti na stanovení výchozí hodnoty kurzu proběhy v roce 1990 tři devalvace československé koruny ve vztahu k volně směnitelným měnám. Od posledních čtvrtletí tohoto roku byl devizový kurz fixován na úrovni 28 Kčs/USD. V září 1992 bylo vymezeno fluktuační pásmo $\pm 0,5\%$, ale dá se říci, že až do roku 1996 byl kurz v podstatě fixní.⁵⁶

Schéma 4: Nástroje měnové politiky SBČS v letech 1990 - 1992

Nástroje měnové politiky		Zavedení	Zrušení
Přímé	Pravidla likvidity	1. 1. 1990	X
	Limity úvěrů bank	Před 1990	1.10.1992
	Limity úrok. sazeb bank	1. 1. 1990	1.4.1992
	Povinné vklady	1. 1. 1990	X
Přímé a nepřímé	Povinné minimální rezervy	1. 1. 1990	X
	Doporučení, vřzvv a dohody	1. 1. 1990	X
Nepřímé	Operace na volném trhu	1. 1. 1990	X
	Diskontní nástroje	1. 1. 1990	X
	Kurzové intervence	1. 1. 1990	X

Pramen: Revenda, Z.: Centrální bankovníctví

Důležitým momentem bylo obnovení členství Československa v bývalých Breton-woodských institucích. V září 1990 jsme se stali členy Mezinárodního měnového fondu (MMF) a Světové banky. Po podpisu příslušných smluv byla zahájena jednání o programu finanční pomoci. S čerpáním úvěrů se uvažovalo jen minimálně. Jednání proběhla rychle a s MMF byl dohodnut úvěrový rámec 1 250 mil. SDR. Ten však nebyl zcela vyčerpán a poskytnuté úvěry byly předčasně splaceny.⁵⁷

Celé počáteční období transformačního procesu bylo doprovázeno jednáním o následném osudu společného státu. Ústavním zákonem z prosince 1992 č. 542/1992 Sb. bylo rozhodnuto o zániku České a Slovenské Federativní republiky k 31. prosinci 1992. Spolu s rozdělením Československa zanikla Státní banka Československá a na její místo nastoupily dvě nové

⁵⁵ Bulíř (1993:184)

⁵⁶ Bulíř (1993)

⁵⁷ Česká národní banka 1993 – 2003 (2003)

instituce. U nás Česká národní banka a na Slovensku Národní banka Slovenska. Měnová odluka proběhla na základě zákona o oddělení měny. K oddělení měn došlo 8. února 1993. Nějaký čas byly v oběhu okolkované staré bankovky a bankovky nové. Platnost okolkovaných bankovek skončila nejpozději pro bankovky v nominální hodnotě Kč 1.000,-- a to 31. srpna 1993. Příprava i průběh odluky byly kladně ohodnoceny nejen uvnitř Československa ale i v zahraničí.⁵⁸

Tabulka 2: Vybrané makroekonomické ukazatele, ČSFR

Ukazatel	1989	1990	1991	1992
Nominální HDP (mld. Kčs)	795,5	811,3	977,8	1059,9
Reálný HDP (mdl. Kčs)	732,6	719,8	611,4	564,2
Deflátor HDP (% změna)	1,2	8,7	61,1	11,0
Soukromá spotřeba (% změna, mld. Kčs)	2,8	2,9	-24,0	6,0
Veřejná spotřeba (% změna, mld. Kčs)	7,6	-1,2	-17,2	-11,5
Hrubý fixní kapitál (% změna, mld. Kčs)	3,2	2,6	-31,8	-0,2
Devizový kurz CSK/USD (roční průměr)	15,1	18,3	29,5	28,3
Reálný devizový kurs	70,9	54,2	51,8	55,0
Běžný účet platební bilance (mld. USD)	0,4	-1,1	0,4	1,0
Hrubá zadluženost (mld. USD)	7,9	8,1	9,4	9,6
Agregát M2 (% změna)	4,4	3,7	27,3	25,4

Pramen: Bulíř, A.: Československá monetární politika po roce 1989

⁵⁸ Revenda (2001)

3. Monetární politika ČNB

Česká národní banka je podle zákona o České národní bance č. 6/1993 Sb. ze dne 17. prosince 1992 centrální bankou českého státu. Má postavení ústředního orgánu státní správy v oblasti měny, bankovníctví a vydávání obecně závazných předpisů. Je právnickou osobou, která usměrňuje peněžní trh z měnových hledisek, reguluje činnost bank a spořitelen bankovními ekonomickými nástroji, emituje peníze a hospodaří podle zásad stanovených vládou. Její postavení a funkce jsou především měnově řídicí a nikoliv podnikatelské. ČNB nepracuje na komerčních principech. Nejvyšším řídicím orgánem je sedmičlenná bankovní rada v čele s guvernérem a dvěma víceguvernéry. Všechny jmenuje a odvolává prezident republiky. Funkční období je šestileté. ČNB je povinna podávat Poslanecké sněmovně nejméně dvakrát ročně k projednání zprávu o měnovém vývoji a nejméně jednou za tři měsíce informovat veřejnost.

Hlavní úlohou činnosti České národní banky je zabezpečovat cenovou stabilitu (v praxi se stabilitou cen rozumí nikoli doslova neměnnost cen, nýbrž jejich mírný růst). Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu. Podobnou úlohu mají centrální banky ve většině demokratických zemí s tržní ekonomikou. Úloha zajistit stabilitu cen v ekonomice, tj. přispět k tvorbě stabilního prostředí pro rozvoj podnikatelských aktivit, je výrazem odpovědnosti centrálních bank za udržitelný ekonomický vývoj.

Ve vývoji monetární politiky od vzniku České národní banky až do současnosti lze rozlišit tři etapy. V prvním období, od počátku transformace do měnových turbulencí koncem května 1997, bylo využíváno schéma, které kombinovalo kurzový závěs s měnovou politikou založenou na cílování peněžní zásoby. V průběhu krátkého období, následujícího po měnových turbulencích do konce roku 1997, kdy došlo k ústupu od kurzového závěsu a k jeho nahrazení řízeným plováním, byla cílována pouze peněžní zásoba. Ve třetím období, od počátku roku 1998 do současnosti, je měnová politika řízena v rámci schématu cílování inflace. Pro jednoduchost bude následující text členěn do tří kapitol, zachycujících přechod od

cílování peněžní zásoby k cílování inflace. Hranicí členění je měnová krize roku 1997, které bude věnována samostatná druhá kapitola.

3.1 Režim cílení peněžní zásoby a měnového kurzu (1993 -1996)

Měnová politika v letech 1993 až 1997 byla prováděna prostřednictvím měnového transmisního mechanismu. Roli zprostředkujícího kritéria plnila peněžní zásoba⁵⁹ a operativními kritérii byly složky měnové báze. Kromě standardních položek (rezervy, oběživo) zahrnovala měnová báze do poloviny roku 1994 i poukázky ČNB v držení komerčních bank. Ještě v roce 1994 byly poukázky ČNB z měnové báze vyňaty a měnová báze ve funkci operativního kritéria byla nahrazena bankovními rezervami, přestalo se tedy uvažovat o pohybech oběživa. Od roku 1996 ustoupila centrální banka i od tohoto operativního kritéria a začala jako operativní kritérium používat sazbu PRIBOR 1T.

Provádění měnové politiky ČNB, zaměřené na snižování inflace, bylo založeno paralelně jednak na udržování pevného měnového kurzu a jednak na ovlivňování vývoje peněžní zásoby. Vycházelo se z přesvědčení, že lze sladit cílování měnového kurzu a cílování peněžní zásoby v zemi tak, aby společně působily na vývoj cenové hladiny a také na další faktory hospodářského růstu a devizové rovnováhy.⁶⁰

3.1.1 Rok 1993

Počátek tohoto roku byl zaměřen na rozdělení státu, česko-slovenskou měnovou odluku a zavedení nové daňové soustavy⁶¹. V průběhu roku došlo také k ukončení procesu malé privatizace a k vydání akcií z první vlny kuponové privatizace. Tyto významné změny ovlivnily záměry měnové politiky a skutečný měnový vývoj. Základním záměrem měnové politiky počátkem roku byla snaha eliminovat možné negativní dopady těchto jevů na vývoj vnitřní a vnější kupní síly měny. V kontextu těchto událostí ČNB svoji měnovou politiku

⁵⁹ Peněžní zásobou se rozumí oběživo, vklady na viděnou, termínované vklady, vkladové certifikáty a vklady v cizí měně – tedy měnový agregát M2.

⁶⁰ Kotlán (1999), Vencovský (2001)

⁶¹ Luňák (1996): Sazba daně z příjmů pro fyzické osoby byla stanovena jako progresivní daň s horní hranicí 47% a sazba daně z příjmů pro právnické osoby na 45%. Starý systém daně z obrátu byl nahrazen daní z přidané hodnoty se sazbami 23% a 5%. V nové daňové soustavě byla zároveň zakotvena daň z nemovitostí, daň dědická, darovací a z převodu nemovitostí a také daň silniční.

koncipovala jako opatrnou, tedy mírně restriktivní. K uvolnění došlo až v průběhu roku, jež bylo podmíněno stabilizací měnového vývoje po překonání těchto rizik.⁶²

Monetární politika byla i nadále založena na regulaci peněžní zásoby vymezené peněžním agregátem M2. Centrální banka používala při řízení peněžní zásoby výhradně nepřímé nástroje⁶³ s důrazem na refinanční úvěrové operace, diskontní a lombardní sazbu a devizové intervence. Dále to byly nově operace na volném trhu (v podobě repo operací, přímých obchodů, switchingu a primární emise státních cenných papírů či emise poukázek ČNB), reeskont směnek, povinné minimální rezervy bank a usměrňování pravidel činnosti obchodních bank. Povinné minimální rezervy bank se neúročily. Těmito nástroji monetární autorita působila na celkovou likviditu obchodních bank.

Prvním restriktivním opatřením bylo zvýšení diskontní sazby o 1,5% k 30. 12. 1992 na 9,5%. Další měnová opatření byla zaměřena na snížení vysokých volných rezerv jako potenciálního zdroje zejména pro neúměrně vysoké nákupy deviz na mezibankovním devizovém trhu s negativním dopadem na devizové rezervy ČNB. S platností od 1. února přistoupila centrální banka ke zvýšení povinných minimálních rezerv u obchodních bank s vklady klientů minimálně ve výši 25 mld. Kč. Dále snižovala refinanční úvěry, emitovala poukázky ČNB a využívala operace s cennými papíry.⁶⁴

Zcela nový daňový systém vedl na počátku roku k akceleraci míry inflace přes 20%, což znamenalo oproti loňskému roku navýšení okolo 7%. Cílem restriktivní politiky bylo udržet stabilní kurz koruny a nepřipustit inflaci vyšší než 18% (zpřesněný odhad po cenovém skoku na počátku roku 1993). Vývoj inflace již v závěru 1. čtvrtletí ukázal, že podařilo následky daňové reformy poměrně rychle eliminovat. Růst spotřebitelských cen se po výrazném zvýšení v lednu (o +8,5%) velmi rychle stabilizoval (únor +1,3%, březen +0,6%).⁶⁵ Záměry v oblasti inflace byly v podstatě splněny, když skutečná hodnota dosáhla 18,2% (přitom vliv daně z přidané hodnoty se odhaduje na 8,5%).⁶⁶

⁶² Luňák (1996)

⁶³ Změny sazeb nástrojů měnové politiky ČNB v jednotlivých letech jsou souhrnně uvedeny v příloze č. 1.

⁶⁴ Rottová – Riziky (1993)

⁶⁵ Bažantová (2005)

⁶⁶ Guba – Stiller – Arlt (1997), Luňák (1996)

Vývoj peněžního agregátu M2, jako základního měnového mezicíle ČNB, probíhal až na určité výjimky podle plánu. Cílem bylo udržet růst peněžního agregátu M2 do 17%, resp. 19% po úpravě v průběhu roku. K prvnímu odchýlení došlo v průběhu 1. čtvrtletí 1993, kdy byl zaznamenán mírný pokles proti jeho očekávanému růstu o 2,6% ve srovnání s rokem 1992. Bylo to především v důsledku mimořádných vlivů (viz.dále) spojených s vývojem hospodaření státního rozpočtu. „Tento pokles byl zaznamenán v podnikovém sektoru jako důsledek působení obtížně predikovatelné dočasné kumulace několika vlivů (neočekávaně vysoké doplatky daní za rok 1992 spojené s pravidelnými splátkami úvěrů a úroků a vývojem plateb v zúčtování se Slovenskem)“.⁶⁷ Počátek roku byl také poznamenán významnými systémovými změnami, jež vyžadovaly obezřetnější měnovou politiku. S postupným uvolňováním byl obnoven růst M2 (+3,2% za 1. pololetí 1993), který ke konci roku způsobil mírné překročení původního záměru v rozsahu 1,5 procentního bodu. Tempo růstu M2 tedy dosáhlo 20,5% a předčilo tak korigovaný cíl.⁶⁸

V oblasti kurzové politiky pokračovala centrální banka v uplatňování politiky stabilního devizového kurzu, který tak plnil úlohu nominální kotvy makroekonomické rovnováhy. ČNB v průběhu 1. pololetí přistoupila ke změně struktury měnového koše. Kurz koruny byl vztažen místo původního koše pěti měn již jen ke dvěma měnám (v podílu 65% německé marky a 35% amerického dolaru) a byl stále nastaven jako fixní s úzkým rozpětím $\pm 0,5\%$ s původní výchozí úrovní z konce roku 1990 ve výši 28 Kč za americký dolar. Devizové rezervy na konci roku poklesly na hodnotu 3,9 mld. USD.⁶⁹

První polovina roku se z hlediska udržování přijatého programu ČNB podpořená přebytkem státního rozpočtu jevila úspěšná. Došlo k překonání následků měnové odluky a nového daňového systému, což vytvořilo předpoklady pro uvolnění měnové politiky centrální banky. V polovině roku došlo k zvýšení objemu refinančních úvěrů, snížení diskontní sazby a ke sjednocení sazeb povinných minimálních rezerv. V srpnu a na konci roku přistoupila ČNB ke snížení lombardní úrokové sazby.⁷⁰

⁶⁷ Rottová – Riziky – Syrovátka (1994:305)

⁶⁸ Guba – Stiller – Arlt (1997), Rottová – Riziky – Syrovátka (1994)

⁶⁹ Rottová – Riziky – Syrovátka (1994)

⁷⁰ Rottová – Riziky (1993)

Ke konci roku se objevují první problémy, které se teprve později ukázaly jako zásadní. V souvislosti s fixním kurzem dochází k přílivu zahraničního kapitálu a růstu peněžní zásoby, což znamenalo, centrální banka musela po celý rok svoji politiku soustředit na udržení kurzu. Tato skutečnost vlastně znamenala omezení autonomie monetární politiky a poukazuje, že již v roce 1993 byl fixní směnný kurz v konfliktu s režimem cílování inflace. Například vrchní ředitel ČNB Jiří Pospíšil ve svém článku Měnová politika ČNB v roce 1994 uvádí: „Sílicí příliv kapitálu vytváří tlak na snižování úrokových sazeb z tuzemských zdrojů. Tento vývoj umožní pravděpodobně i v budoucnu zachovat stabilní kurz, jenž zůstává nezměněn už čtvrtý rok.“ Což potvrzuje, že ČBN si ještě v této chvíli neuvědomuje, jaké to bude mít v budoucnu negativní důsledky na transformující se ekonomiku.

3.1.2 Rok 1994

Obdobně jako v předchozích letech transformace tak i v roce 1994 probíhala v České republice řada systémových a institucionálních změn. Došlo k změně daňových sazeb a proběhla druhá vlna kupónové privatizace. Tyto změny však již nebyly tak významné. Zlepšená makroekonomická politika s výhledem ekonomického růstu a relativně vysoký stav devizových rezerv vytvořily podmínky pro postupné rozšiřování směnitelnosti české koruny. Na základě toho byla realizována legislativní příprava zavedení plné směnitelnosti české koruny.⁷¹

Měnová politika ČNB byla zaměřena na další pokles inflace. Cíl byl stanoven v intervalu 10 až 12%. Počátek roku předznamenával příznivý vývoj inflace. Od druhého čtvrtletí ale docházelo k rychlejšímu meziročnímu růstu inflace a současně se objevovaly indikace hospodářského oživení. Meziměsíční růst spotřebitelských cen byl ovlivněn především růstem cen zemědělských výrobků způsobených růstem souhrnné poptávky při trvajícím poklesu zemědělské výroby. Zůstal však izolován a dalších cenových okruhů se nedotkl. Tudíž byl základní měnový cíl v dezinflaci dodržen. Meziroční tempo spotřebitelských cen dosáhlo 10,2%.⁷²

Měnová politika ČNB byla založena nadále na regulaci peněžní zásoby vymezené peněžním agregátem M2. V polovině roku došlo ke změně operativního kritéria, měnová báze byla

⁷¹ Rottová – Riziky – Syrovátka (1995)

⁷² Rottová – Riziky – Syrovátka (1995)

nahrazena bankovními rezervami. Při realizaci své politiky využívala centrální banka nepřímých nástrojů regulace. Používaly se především instrumenty sloužící k regulaci objemu likvidity bankovního sektoru a úrokových sazeb na peněžním trhu, a to zejména operace na volném trhu, povinné minimální rezervy a diskontní a lombardní sazba.⁷³

Měnový vývoj probíhal nadále pod zesíleným přílivem zahraničního kapitálu, který pokračoval již od druhé poloviny roku 1993. Příliv kapitálu byl motivován zejména úrokovým diferencíalem mezi tuzemskou a zahraniční úrovní úrokových sazeb a malými kurzovými riziky v krátkodobém horizontu. Rostly také domácí úvěry, i když v nominálním vyjádření poněkud mírnějším tempem než v předchozím roce. V důsledku těchto faktorů pokračovala ČNB ve sterilizačních opatřeních. Ve druhé polovině výrazně zvýšila úrokové sazby, v reakci na rychlý růst peněžní zásoby způsobený především vysokým přílivem zahraničního kapitálu. V srpnu povinné minimální rezervy z 9% na 12% u vkladů na viděnou. Dále prodloužila splatnost pokladničních poukázek a zvýšila diskontní a lombardní sazby. Ani zdánlivě radikální vzestup sazby povinných minimálních rezerv nebyl pro komerční banky důvodem omezovat úvěrové aktivity, protože už tak měly nadměrnou likviditu sterilizovanou v centrální bance. Výrazné zvýšení úrokových sazeb růst likvidity v ekonomice nezpomalilo, spíše naopak.⁷⁴

S ohledem na inflační cíl byl za konzistentní tempo růstu měnového agregátu M2 považován interval 12 až 15%⁷⁵, ale na základě makroekonomického vývoje bylo cílované tempo růstu M2 zvýšeno na 17%. Důvody této úpravy byly: rychlejší růst hrubého domácího produktu proti původnímu očekávání a dále nenaplněný předpoklad konsolidace rychlosti oběhu peněžního agregátu M2. V důsledku přijatých měnově politických stabilizačních opatření se růst peněžní zásoby ve třetím čtvrtletí zpomalil. V závěru roku došlo ale k opětovnému zvýšení přílivu krátkodobého kapitálu a úvěrů poskytovaných obchodními bankami, což ovlivnilo konečný stav hodnoty peněžního agregátu M2. Jeho celkový přírůstek tak dosáhl okolo 20% (údaje jednotlivých autorů se liší).⁷⁶

Významnou součástí hospodářské politiky zůstal fixní kurzový režim. Vývoj zejména na počátku transformace potvrdil pozitivní vliv pevného kurzu na rychlou makroekonomickou

⁷³ Luňák (1996), Rottová – Riziky – Sirovátka (1995)

⁷⁴ Janáčková (1996), Jonáš (2001)

⁷⁵ Pospíšil (1994)

⁷⁶ Guba – Stiller – Arlt (1997), Rottová – Riziky – Sirovátka (1995)

stabilizaci. Stabilita kurzu však nepřímo podporovala rychlejší příliv kapitálu a s tím spojené revalvační tlaky. ČNB byla nucena provádět devizové intervence ve snaze udržet fixní směnný kurz. Vláda se ale domnívala, že se jedná pouze o dočasný jev a proto kurzová politika nebyla v roce 1994 změněna.

Ačkoliv byl rok 1994 prvním rokem ekonomické transformace, kdy nebyla měnová politika ovlivněna výrazným vnějším šokem, nelze říci, že by její provádění bylo jednodušší. Absence negativních šoků naopak stimulovala významný příliv zahraničního kapitálu, který na jedné straně umožnil předčasné splacení půjček od MMF, ale na druhé straně způsobil značné problémy při uskutečňování měnové politiky. Průběh tohoto roku začal velmi zřetelně naznačovat, že při působení na měnový vývoj nelze souběžně fixovat měnový kurz a řídit množství peněz v zemi.

3.1.3 Rok 1995

Rok 1995 byl rokem silného vzestupu ekonomiky, současně však narůstaly nerovnovážné tendence. Ekonomický růst byl tak vysoký, že se začalo diskutovat o přehřívání ekonomiky, které se ale neprojevovalo vzestupem tempa růstu cenové hladiny, ale zvýšením nerovnováhy platební bilance.⁷⁷ „Hrubý domácí produkt rostl až o 5% ročně, a to při velmi mírné nezaměstnanosti - okolo 3%.⁷⁸ Inflace se mírně snižovala pod hranici 10%, veřejné rozpočty byly vcelku vyrovnané. Česká republika byla vydávána za ukázkový příklad úspěšné transformace ekonomiky, její zahraniční rating stoupal.“⁷⁹ Výrazem kreditu, který česká reforma získala, bylo členství v Organizaci pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD). ČR byla přijata do OECD jako první z transformujících se ekonomik.

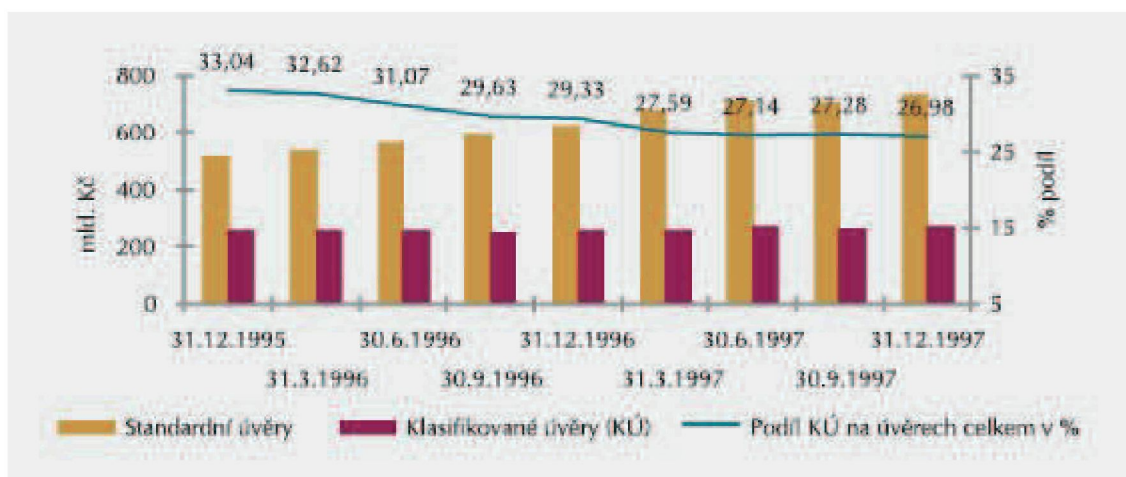
⁷⁷ Holman (2000)

⁷⁸ Avšak právě nízká nezaměstnanost ukazovala na skryté problémy v české ekonomice. Nejlépe tuto situaci vystihuje Jílek (2005: 498): „Kuponová privatizace přinesla zvláštní druh tzv. bankovního socialismu. Investiční fondy bank získaly nebo ovládaly velkou část akcií tuzemských podniků, které původně držely majitelé kuponových knížek. Stejně banky přitom tyto podniky úvěrovaly. Když se podnik dostal do problémů, banka jej jako faktický vlastník nenechala zbankrotovat. Díky tomu sice lidé nepřicházeli o práci, přežívaly ovšem i společnosti, které měly dávno padnout. Velká úvěrová expanze a sní související velice nízká nezaměstnanost až do konce roku byla spojena s hromaděním obrovského objemu špatných úvěrů českého bankovního sektoru. (viz. graf č. 1)“

⁷⁹ Česká národní banka 1993 – 2003 (2003:11)

K výše zmíněným problémům přibývají další. Tehdejší bankovní sektor se vyznačoval již od počátku transformace překotným zakládáním nových malých bank. Vedle pochopitelných příčin jejich neúspěchu (nezkušenost) se stále více projevovalo, že smyslem fungování mnoha bank bylo získat peníze od drobných střadatelů a použít je k výhodnému úvěrování vznikajících podniků. „To vše mělo za následek prudký nárůst špatných pohledávek – především včas a řádně nesplacených úvěrů.“⁸⁰ V reakci na trvajících problémy malých bank a množství klasifikovaných úvěrů (viz. graf č. 1) zpřísnila ČNB bankovní dohled a ukončila vydávání nových licencí.

Graf 1: Vývoj klasifikovaných úvěrů v letech 1995 až 1997



Pozn.: Vývoj klasifikovaných úvěrů v bankovním sektoru celkem bez Konsolidační banky a bank v nucené správě.

Pramen: Výroční zpráva České národní banky (1997)

Cílem měnové politiky v roce 1995 bylo dále snižovat míru růstu inflace, což nebylo úplně jednoduché. V rozporu s cíly monetární politiky působila řada faktorů. Rozpočtová politika vlády nebyla koncipována restriktivně jako v minulých letech, a tak rozhodující roli při zajišťování desinflace musela sehrát monetární politika.

Jak již bylo výše uvedeno monetární politika ČNB se zaměřila na snižování inflace. Měnový program počítal s růstem cen v intervalu 9 až 11% při zachování stabilního nominálního měnového kurzu. Zajištění tohoto cíle komplikovala řada faktorů, které působily ve směru zvyšování cen. Zejména šlo o zesílený hospodářský růst, který byl spojen s vysokou vnitřní poptávkou, umožněnou i intenzivním přílivem kapitálu. Současně pokračoval proces restrukturalizace ekonomiky. Proti poklesu inflace působil mimo jiné i vzestup světových cen

⁸⁰ Česká národní banka 1993 – 2003 (2003:13)

surovin, intenzivní substituce domácí výroby dovozem, sílící mzdové požadavky nekryté produktivitou a zvýšená deregulace cen.⁸¹ V prvním pololetí se míra inflace jevila uspokojivě, ale záhy vláda rozhodla o zrušení mzdové regulace a očekávalo se schválení návrhu o využití rozpočtového přebytku z roku 1994, což mohlo ohrozit předpokládaný proces desinflace. ČNB přijala zpříšňující měnová opatření, díky kterým byl stanovený cíl ve vývoji inflace dodržen. Skutečná míra inflace činila pro rok 1995 7,9%.⁸²

Působení instrumentů měnové politiky bylo zaměřeno na omezování volné likvidity bank. Ke sterilizaci nadbytečné likvidity v bankovním sektoru byly použity především poukázky ČNB. Součástí strategie snižování likvidity se staly i transfery, které jednorázově přispívaly k neutralizaci měnových účinků kapitálového přílivu. Do této skupiny lze zařadit i předčasné splacení veškerých úvěrů přijatých od Mezinárodního měnového fondu a další převod vkladů Fondu národního majetku z účtu u obchodních bank na účty vedené centrální bankou. Proti nadměrné likviditě ČNB dále reagovala zvýšením sazeb některých instrumentů měnové politiky. Koncem června byla diskontní sazba zvýšena na 9,5%, lombardní sazba na 12,5% a sazba povinných minimálních rezerv na 8,5%.

Jako konzistentní s uvedeným poklesem míry inflace byl odhadován růst peněžní zásoby měřené peněžním agregátem M2 v koridoru 14 až 17%. Na počátku roku probíhal vývoj peněžní zásoby ještě uspokojivě a to pod vlivem výsledků minulého roku. V druhém čtvrtletí se růst peněžní zásoby ale zrychlil především v důsledku zvýšené dynamiky úvěrové emise podnikovému sektoru. Přes přijatá opatření růst peněžní zásoby ve druhém pololetí dynamizoval díky výraznému zrychlení hospodářského růstu. Opatření přijatá ČNB nebyla dostačující. Dosažený přírůstek M2 převýšil původní záměry o 2,6 procentních bodů, když dosáhl dynamiky 19,6%, přičemž z 80% byl přírůstek M2 zapříčiněn přílivem zahraničního kapitálu.⁸³

Od října v souvislosti s novým devizovým zákonem⁸⁴ byly zrušeny limity ročního prodeje zahraničních měn fyzickým osobám a česká koruna se stala volně směnitelnou měnou. Centrální banka však zároveň setrvala u režimu fixního kurzu – koruna byla i nadále

⁸¹ Výroční zpráva ČNB (1995)

⁸² Guba – Stiller – Arlt (1997), Holub (1997)

⁸³ Výroční zpráva ČNB (1995), Rottová – Syrovátka (1996)

⁸⁴ Devizový zákon č. 219/1995 Sb.

udržována v úzkém flukтуаčním pásmu 5%. Došlo tak v podstatě k dokončení liberalizace transakcí na kapitálovém účtu, včetně liberalizace pohybu krátkodobého kapitálu, který umožňoval zahraničním investorům využívat pozitivní úrokový diferenciál. Výsledkem fixního měnového kurzu, a tudíž relativně příznivého kurzového rizika, v kombinaci s pozitivním úrokovým diferenciálem, byl poměrně vysoký příliv zahraničního kapitálu. Rostoucí příliv zdrojů na kapitálový při současně se prohlubujícím deficitu obchodní bilance vyvolával tlak na nominální zhodnocení koruny. ČNB se sice pokoušela dopad přílivu kapitálu na peněžní zásobu sterilizovat, ale pouze s částečným úspěchem.⁸⁵ V dubnu 1995 bylo zavedeno rozpětí pro obchody mezi ČNB a obchodními bankami na devizovém fixingu ve výši $\pm 0,25\%$. Tím centrální banka reagovala na zhoršující se strukturu zahraničního kapitálu. Flukтуаční pásmo se de facto rozšířilo na $\pm 0,75\%$.

Měnový vývoj v roce 1995 potvrzoval nutnost posílení oslabené makroekonomické rovnováhy opatřeními nejen měnové, ale i dalších hospodářských politik. Na jedné straně se ekonomika vyznačovala vysokým tempem hospodářského růstu doprovázeným stabilní mírou inflace a nízkou nezaměstnaností, a na druhé straně se projevuje nadměrný příliv zahraničního kapitálu v nerovnováze běžného účtu platební bilance.

3.1.4 Rok 1996

Měnová politika České národní banky byla zaměřena na upevňování pozice české koruny. Zajištění přiměřeného inflačního vývoje ale nebylo jednoduché. Působila zde řada faktorů ve směru zvyšování cen.⁸⁶ Přestože růst reálného HDP dosáhl maximální hodnoty na přelomu roku 1995 a 1996, tak od té doby začal postupně ztrácet na dynamice. Problémem bylo, že zpomalování tempa růstu reálného HDP bylo doprovázeno pouze mírným poklesem či stagnací tempa růstu spotřebitelských cen a rychlým růstem peněžní zásoby. Zásadní změnu ČNB provedla v operativním vedení měnové politiky, když přešla od řízení měnové báze ke kontrole krátkodobých úrokových sazeb, kde repo sazba vystupuje jako tzv. limitní sazba a do pozice operativního kritéria se dostává sazba PRIBOR 1T.⁸⁷

⁸⁵ Holman (2000), Jonáš (2001), Revenda (2001)

⁸⁶ Výroční zpráva ČNB (1996)

⁸⁷ Kotlán (1999)

Hlavním nástrojem měnové politiky se od roku 1996 staly tzv. repo operace. Repo operace sloužily centrální bance k přijímání přebytečné likvidity od komerčních bank výměnou za dohodnuté cenné papíry.⁸⁸ V první polovině roku došlo k razantnímu zpřísnění monetární politiky a to bez jakékoli konzultace s tehdy dožívající „starou“ vládou, o kterých je od té doby veden nepřetržitý spor.⁸⁹ Repo sazba byla zvyšována v malých dávkách od prosince 1995 do června 1996 z 11,25% na 12,4%, diskontní sazba byla zvýšena v červnu z 9,5% na 10,5%, a lombardní sazba z 12,5 na 14%. Nejvýraznějším přitvrzením měnové politiky bylo zvýšení povinných minimálních rezerv komerčních bank od srpna z 8,5 na 11,5% (kromě stavebních spořitelů a Českomoravské záruční a rozvojové banky).⁹⁰ Zvýšení úrokových měr nevedlo k restrikci domácí úvěrové aktivity (úvěrová emise se od poloviny roku 1996 do poloviny roku 1997 zvýšila o 100 mld.).

Tabulka 3: Vývoj vybraných makroekonomických ukazatelů v ČR 1993 -1996
(v % nebo v mld. Kč)

Ukazatel	1993	1994	1995	1996
Inflace (CPI)	18,2	10,2	7,9	8,6
Peněžní zásoba (M2)	20,5	21,5	19,8	9,2
Reálná peněžní zásoba (M2-CPI)	2,3	11,3	11,7	0,7
Veřejné rozpočty	12,2	9,3	4,0	-6,5
Běžný účet	3,3	6,7	-50,2	-121,5
Finanční účet	79,8	80,1	223,3	110,5
PRIBOR (3 měsíce)	13,2	9,1	11,0	12,0
CZK/DEM	17,4	17,9	18,5	17,6
CZK/USD	29,8	28,2	26,7	27,3

Pramen: Mandel, M. – Tomšík, V.: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice

V programu ČNB byl cíl měnové politiky definován tempem růstu peněžní zásoby v intervalu 13 až 17%. Od počátku roku růst peněžní zásoby převyšoval původní cíle stanovené měnovým programem ČNB. Namísto stanovených 13 až 17% se přírůstky M2 pohybovaly na úrovni 18 až 19%, což ukazovalo, že za takto vysokými tempy nestojí již zahraniční zdroje, ale domácí úvěrová expanze. Na konci roku meziroční růst agregátu M2 dosáhl jen 9,2% jako výsledek zpřísněné měnové politiky. Snížení dynamiky peněžní zásoby tak vytvářelo předpoklad k poklesu tuzemské poptávky a tím i příznivějších výchozích podmínek pro budoucí vývoj

⁸⁸ Česká národní banka 1993 – 2003 (2003)

⁸⁹ blíže např. Klaus (2000)

⁹⁰ Jonáš (2001), Výroční zpráva ČNB (1996)

inflace. Meziroční míra inflace vyjádřená jako tempo růstu spotřebitelských cen na konci roku dosáhla hodnoty 8,6%.⁹¹

S přílivem zahraničního kapitálu narůstal tlak na zhodnocení koruny. Vzhledem ke dvěma základním cílům měnové politiky (udržení fixního kurzu a zabezpečování přiměřeného růstu peněžní zásoby) bylo nutné řešit dilema preference jednoho z nich. Převládal názor, že změna kurzového režimu je nevyhnutelná. Problém byl řešen rozšířením fluktuace kurzu. Dne 28. února 1996 rozšířila ČNB flukuační pásmo na $\pm 7,5\%$, které mělo zejména bránit přílivu krátkodobého spekulativního kapitálu. Byl to právě ten typ kapitálu, který výrazně dynamizoval vývoj peněžní zásoby a podporoval nadměrný růst domácí poptávky. Účelem bylo zvýšit kurzové riziko, a tím alespoň částečně omezit zisky zahraničních investorů plynoucích z vysokého úrokového diferenciálu.

Rozšíření flukuačního pásma pro kurz koruny však samo o sobě nemohlo vyřešit problém narůstajících makroekonomických nerovnováh. Byl to pouze dílčí příspěvek ke zpomalení působení jednoho z faktorů tohoto nerovnovážného vývoje. V souvislosti s proběhlou liberalizací kapitálových toků ve spojení s režimem fixního kurzu koruny došlo k vytvoření podmínek pro spekulativní útok, ke kterému v následujícím roce také došlo.

3.2 Měnový otřes (1997)

V roce 1997 se naplno projevil makroekonomické problémy ekonomiky. „Růst reálných mezd byl nadále nadměrný a neodpovídal nárůstu produktivity práce. Státní rozpočet se v prvních měsících roku dostal do neočekávaného deficitu. Výsledkem byla akcelerace poptávky promítající se při přetrvávající strnulosti strany nabídky do prohlubování vnější nerovnováhy. Její úroveň měřená podílem deficitu běžného účtu na HDP dosahovala začátkem roku 1997 hodnot nad 8% a pohybovala se výrazně nad obecně uznávanou kritickou hranicí (5%). V této situaci postupně sílilo mezi investory přesvědčení o neudržitelnosti stávajícího makroekonomického vývoje a docházelo ke stupňování depreciačních očekávání.“⁹² Zpomalení dynamiky hospodářského růstu a vnější nerovnováha ekonomiky, doprovázená domácí politickou nestabilitou vládní koalice ODS, ODA a KDU-ČSL, vyústila do měnové krize. Tragickou chybou byla nediskuse tohoto problému mezi vládou a ČNB.

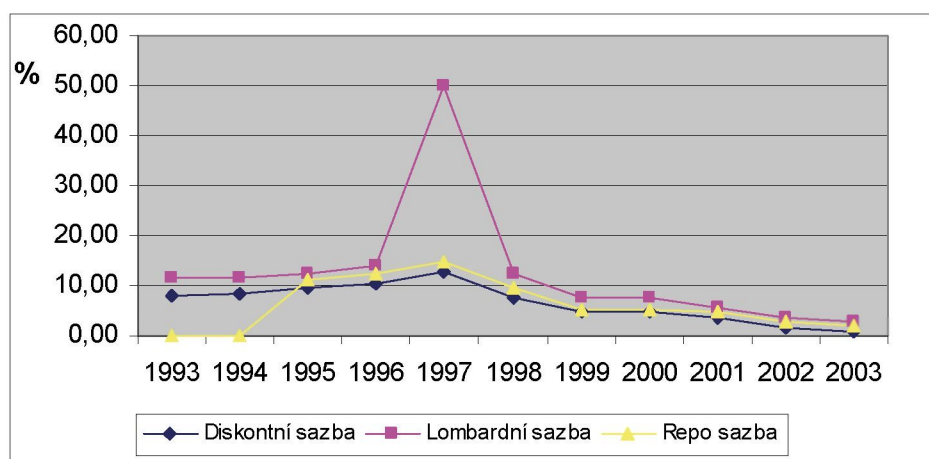
⁹¹ Výroční zpráva ČNB (1996)

⁹² Jílek (2004:499)

Svoji roli při vzniku měnových turbulencí sehrála i „měnová nákaza“ plynoucí z měnových krizí v jihovýchodní Asii.⁹³

ČNB vědoma si měnových rizik pokračování nerovnovážných tendencí v ekonomice reagovala na tento vývoj restriktivní politikou, sledující tlumení nadměrného růstu domácí poptávky v ekonomice. Politika centrální banky byla tedy zaměřena především na tlumení nadměrné domácí poptávky a později v květnu na obranu kurzu koruny. Zvýšené úrokové sazby od poloviny předchozího roku sice přispívaly k utlumení domácí poptávky, ale současně vedly k posílení kurzu koruny vlivem zvýšeného zájmu o korunové investice při rostoucím úrokovém diferenciálu. Na jaře 1997 už bylo snad všem jasné, že je vývoj kursu koruny zcela v rukou spekulantů a že s domácí ekonomikou jako takovou nemá téměř nic společného.

Graf 2: Vývoj vybraných měnových nástrojů



Zdroj: ČNB

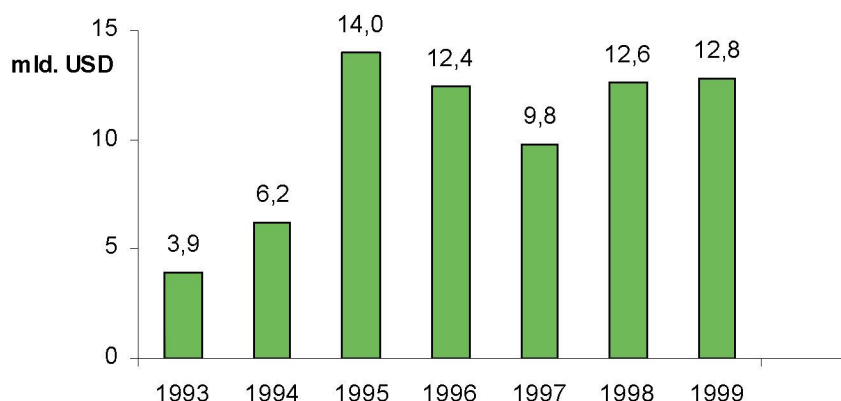
V důsledku zmíněných faktorů a vyvrcholení vnější nerovnováhy (v dubnu 1997 měsíční schodek obchodní bilance -15,2 mld. Kč) došlo ke klasickému spekulativnímu útoku na českou korunu, který začal 13. května a trval dva týdny (podrobněji v příloze č. 2), které otřáslu českou ekonomikou. Měnový kurz české koruny se v květnu postupně dostal až na hranici devalvačního pásma. Česká národní banka začala masivně intervenovat, a to jednak nepřímo výrazným zvýšením úrokových sazeb a jednak přímo nákupy koruny za zahraniční měny.⁹⁴

⁹³ Bažantová (2005), Jílek (2004), Jonáš (2001)

⁹⁴ Klaus (2000) intervence ČNB charakterizuje následovně: „V nastalém chaosu se ČNB pokoušela „foukat proti větru“ a svými nákupy korun intervenovat ve prospěch dosavadního kursu. Jak dobře víme, ztratila při tom

Květnové zvýšení úrokových sazeb se dotýkalo všech základních sazeb ČNB. Sazba PRIBOR 1T, kterou centrální banka používala jako operační kritérium monetární politiky, se z „předkrizové“ úrovně 12,5% zvýšila během dvou týdnů na maximum 85,6%. Lombardní sazba byla zvýšena ze 14% na 50% a mimo to bylo uplatněno kvantitativní omezení při poskytování tohoto úvěru. Od 22. května až do 13. června bylo jeho čerpání úplně zastaveno. Intervenční repo sazby byly postupně zvyšovány až na úroveň 75%, přičemž maximální výše dosáhly 23. května. Zvlášť extrémním vývojem prošla úroková sazba jednodenního úvěru (overnight rate), která dosáhla až 197,5%. Rovněž byla dočasně zamezen přístup nerezidentů na peněžní trh. Diskontní sazby byla zvýšena z 10,5 na 13%.⁹⁵ (změny jednotlivých sazeb viz. příloha č. 1)

Graf 3: Devizové rezervy České národní banky (k 31. 12.)



Zdroj: ČSÚ, ČNB

Ve vývoji inflace v ČR v roce 1997 zaznamenáváme velké kolísání. V prvním pololetí se růst spotřebitelských cen výrazně zpomalil v důsledku přijatých fiskálních a mzdových opatření dvou „vládních balíčků“ a také měnovými opatřeními roku 1996. Meziroční inflace se dále zpomalovala v květnu dosáhla svého minima od roku 1991 (6,3%). V polovině roku přišel

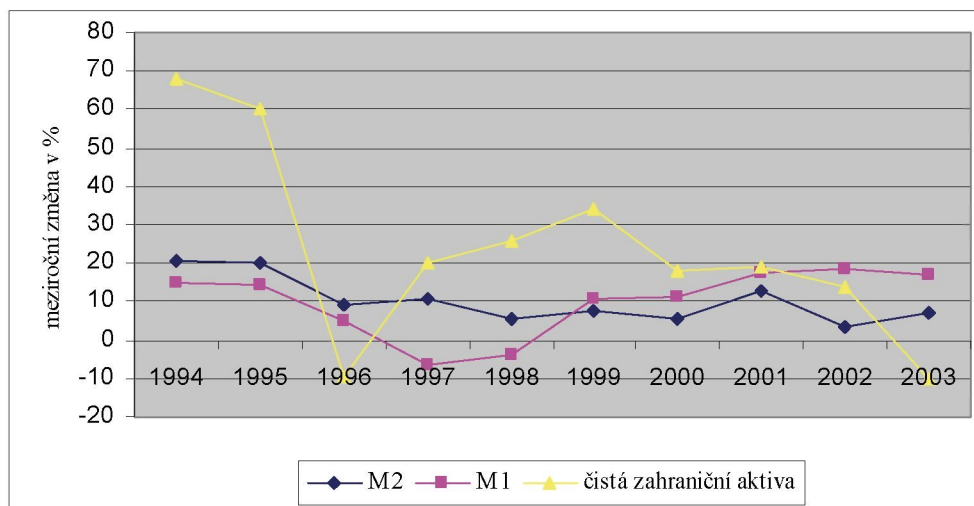
zhruba 3 miliardy dolarů svých (resp. našich) měnových rezerv. Současně – podle tehdejší, téměř po celém světě všeobecně přijímané doktríny MMF – ve snaze udržet zahraniční kapitál v zemi prudce zvýšila úrokové sazby. Útok měnových spekulantů tím samozřejmě nezabránila, protože kdo odejít chtěl, ten rychle odešel, neboť odejít mohl. Extrémně vysoké úrokové sazby odlivu kapitálu nezabránilly, ale jako – snad nechtěný – efekt způsobily, že měnová krize přerostla v krizi bankovního, ta pak v krizi finanční a ta nakonec ve všeobecnou krizi ekonomickou.“ Následně uvádí: „Ekonomiku nezlomila měnová krize, ale způsob jejího léčení.“

⁹⁵ Tomšík (1999), Vencovský (2001), Výroční zpráva ČNB (1997)

významný zlom. K výraznějšímu růstu cenových indexů přispěl relativně velký rozsah úprav regulovaných cen v polovině roku 1997. V červenci 1997 došlo k deregulaci cen nájemného (až o 50%) a cen elektřiny a plynu (o 15%). Nejistota domácností ohledně budoucího kurzového a cenového vývoje vedla na přelomu května a června ke zvýšeným nákupům statků dlouhodobé spotřeby, což se projevilo růstem jejich cen. Inflace tedy v červenci skočila až na 9,4%. Nepříznivý vývoj pokračoval i v srpnu, kdy meziroční inflace dosáhla 9,9%. V této situaci docházelo k akceleraci inflačních očekávání.⁹⁶

V průběhu celého roku 1997 byl vývoj peněžní zásoby v souladu se záměry měnové politiky pro tento rok. Dynamika růstu M2 nevybočila z rámce stanoveného koridoru (7 – 11%) a naopak se spíše pohybovala převážně v jeho dolní polovině. V dubnu růst M2 dosahoval hodnot 6,2%. Teprve v polovině roku se objevují tendence k zrychlení růstu peněžní zásoby a v prosinci daného roku dosahuje hodnoty 10,1%. Rozhodujícím zdrojem růstu M2 byla domácí úvěrová emise. Vliv zahraniční tvorby peněz na růst M2 již nebyl významný v důsledku trvalého deficitu obchodní bilance a běžného účtu platební bilance při současném oslabení kapitálových toků.⁹⁷

Graf 4: Vývoj peněžní zásoby a jejích složek



Zdroj: ČNB

Důsledkem překonání krize byla hospodářská recese. Došlo k poklesu domácí poptávky a znehodnocený kurz začal působit na inflaci a následně na reálné mzdy. ČNB byla nucena

⁹⁶ Holub (1997), Zpráva o inflaci (1998)

⁹⁷ Výroční zpráva ČNB (1997)

opustit fixní kurzový režim. Dne 26. května přešla na systém řízeného floatingu při sledování měnového kurzu koruny k německé marce. Tato opatření vedla k postupnému uklidnění situace. Úrokové sazby se začaly pomalu snižovat. K 17. červnu došlo k obnovení přístupu nerezidentů na domácí peněžní trh a uzavření gentlemanské dohody mezi ČNB a bankami působícími u nás o včasném varování před spekulativními útoky na korunu. Na konci roku se měnový kurz stabilizoval zhruba s 10% deprecací oproti bývalé centrální paritě.⁹⁸

Obnova dřívějšího režimu duálního cíle (řízení peněžní zásoby při závazku dodržování pevného kurzu) se už nejen teoreticky, ale i z praktických důvodů jevila nemožná. Jako východisko se nabízelo několik možností, jakým způsobem nadále provádět měnovou politiku. ČNB uvádí jako východisko následující tři varianty⁹⁹ - cílování peněžní zásoby v podmínkách plovoucího kurzu nebo udržování kurzu ve vytčeném pásmu vůči kotevní měně či cílování inflace. Na konci roku 1997 centrální banka oznámila, že k 1. lednu 1998 přechází na metodiku cílování inflace.

3.3 Režim cílování inflace (1998 - 2004)

Příklon k režimu cílování inflace na konci roku 1997 byl východiskem ze situace, kdy po měnových turbulencích hospodářská a měnová politika ztratila svou dosavadní nominální kotvu v podobě kurzové veličiny. Současně bylo zřejmé, že návrat ke kurzovému závěsu je v další etapě zcela nerealistický a že ani další alternativa v podobě cílování peněžní zásoby nemůže v daných podmínkách poskytnout dostatečné funkční kritérium pro orientaci měnové politiky.¹⁰⁰ Režim cílování inflace byl v té době novým měnovým nástrojem, který používalo

⁹⁸ Bažantová (2005) , Revenda (2001)

⁹⁹ Česká národní banka 1993 – 2003 (2003), např. Jonáš (2000:32) udává dokonce pět možností, jakým způsobem provádět měnovou politiku. „Za prvé, návrat k fixnímu či částečně fixnímu kurzu, možná na jiné úrovni či v jiném fluktuálním pásmu (pevném nebo posuvném) nebo dokonce zavedení měnového výboru (currency board) či přijetí jiné měny. Za druhé, cílování měnových agregátů, např. peněžní zásoby M2. Za třetí, cílování jiné nominální veličiny, např. nominálního hrubého domácího produktu. Za čtvrté, cílování inflace. A konečně, za páté, provádění měnové politiky bez nějakého explicitního rámce a měnového kritéria.“ V následujícím textu dále rozebírá jednotlivé možnosti (klady a zápory) a nakonec dodává, že inflační cílování se jeví jako nejméně problematický rámec pro provádění monetární politiky.

¹⁰⁰ Jílek (2004)

jen pár vyspělých zemí, a tak Česká ekonomika v tomto směru následovala zkušenost řady států¹⁰¹, které byly rovněž nuceny opustit režim fixního kurzu.

Konečný cíl měnové politiky ČNB byl kvantifikován v podobě tzv. čisté inflace¹⁰², která byla českým specifíkem nikde jinde nepoužívaným. V roce 2002 došlo ke změnám v režimu cílování inflace. Bylo rozhodnuto o přechodu k cílování celkové inflace (tj. přírůstku indexu spotřebních cen) a k vyjádření cílové trajektorie v celkové inflaci pomocí průběžného pásma. Tato změna vychází především z úvahy, že celková inflace je pro domácnosti a podniky mnohem srozumitelnější, a má pro podstatně vyšší naději ovlivnit jejich inflační očekávání.¹⁰³

Důvody zavedení přímého cílování inflace byly trojí. Měnové turbulence z května 1997 a následné uvolnění kurzu koruny znamenalo ztrátu nominální kotvy, která byla opěrným bodem ekonomické transformace od samého počátku. Druhým důvodem byla setrvačnost inflačního vývoje v naší ekonomice. I když se v posledních letech dařilo míru inflace stabilizovat kolem úrovně 10% a někdy i mírně pod ní, větší pokrok se zdál být obtížně dosažitelný, mimo jiné díky neměnnosti inflačních očekávání. Konečně třetím důvodem byla velmi nízká inflace v zemích Evropské unie, ke kterým jsme nuceni dlouhodobě konvertovat, budeme-li se chtít v budoucnu zapojit do Evropské měnové unie.

Přechod k nové strategii měnové politiky nepředstavoval změnu jejího dlouhodobého cíle, jímž je dosažení cenové stability (cílování inflace znamená přímou orientaci na cenovou stabilitu), ale pouze změnu způsobu, jakým je měnová politika realizována. Cílení inflace mělo poskytnout nový opěrný bod měnové politice a substituovat tak ztrátu nominální kotvy v podobě fixního kurzu.

3.3.1 Rok 1998

V tomto roce došlo v české ekonomice k podstatným změnám ve vývoji makroekonomických trendů. Pozitivní obrat nastal ve vývoji inflace. Zmírňování vnější nerovnováhy se projeвило

¹⁰¹ např. Velká Británie, Švédsko, Finsko, Kanada, Nový Zéland, Austrálie, Brazílie, Chile

¹⁰² Podle definice ČSÚ je čistá inflace „počítána na neúplném spotřebním koši, z něhož jsou vyloučeny položky s regulovanými cenami a položky ovlivňované jinými administrativními opatřeními. Položky, u kterých dochází k cenovým změnám z důvodů daňových úprav, zůstávají součástí spotřebního koše (čistá inflace), avšak vliv daňových úprav je eliminován.“

¹⁰³ Jílek (2004)

ve snížení deficitu účtu platební bilance. Na druhé straně se v průběhu roku prohluboval pokles hrubého domácího produktu, rostla nezaměstnanost a ekonomika vstoupila do recese. Na hospodářský vývoj české ekonomiky intenzivně působily změny světové ekonomiky – všeobecný pokles ekonomického růstu, desinflace, pokles cen na světových trzích surovin a energetických zdrojů.

Rok 1998 byl přelomovým rokem i z hlediska měnové politiky, a to jak z pohledu nového transmisního mechanismu, tak vývoje inflace. Česká národní banka, vůbec jako první centrální banka v transformujících se zemích, přešla k režimu přímého cílování inflace, který vystřídal dosavadní systém založený na cílování peněžní zásoby a kurzovém závěsu. „Inflační cílování spočívalo na principu vyhlášení inflační prognózy centrální bankou v určitém intervalu k určitému datu a závazku banky používat měnověpolitických nástrojů tak, aby bylo vyhlášeného cíle dosaženo.“¹⁰⁴

V souvislosti s režimem cílování inflace vyhlásila ČNB dva cíle vyjádřené pomocí nově zavedeného pojmu čisté inflace. Vedle střednědobého cíle pro konec roku 2000 v intervalu 3,5 až 5,5% čisté inflace byl vyhlášen krátkodobý cíl na rok 1998 ve výši 5,5 až 6,5% čisté inflace (viz. graf č. 5).¹⁰⁵ Vysoká nejistota ohledně budoucího vývoje umocněná stále živou krizí z minulého roku a relativně ambiciózně nastavený krátkodobý inflační cíl předurčovaly zachování restriktivního rámce měnové politiky. Teprve až v druhé polovině roku, když se urychlil dezinflační proces, centrální banka postupně snižovala restrikcí.

Ještě v kontextu dozívajících důsledků měnové krize a převážně působením nákladových inflačních faktorů¹⁰⁶ dosáhl meziroční index čisté inflace (CPIx) v únoru a březnu 7,9% a meziroční růst spotřebitelských cen 13,4%. Ve druhém čtvrtletí došlo ke zpomalení tempa růstu čisté inflace a indexu spotřebitelských cen, které bylo vyvoláno spolupůsobením restriktivní měnové, fiskální a důchodové politiky. V souladu působil i vývoj cen komodit na světových trzích. Během celého druhého pololetí roku 1998 docházelo k setrvalému poklesu inflace. V prosinci dosáhly hodnoty všech ukazatelů inflace nejnižších hodnot od počátku

¹⁰⁴ Bažantová (2005)

¹⁰⁵ např. Jílek (2004), Zpráva o inflaci (1998), Výroční zpráva ČNB (1998)

¹⁰⁶ Úpravy regulovaných cen, zvýšení sazeb daně z přidané hodnoty a spotřebních daní u vybraných komodit a konečně nárůst cen vybraných potravin byly hlavními faktory růstu inflačních tlaků.

roku. Čistá inflace poklesla na hodnotu 1,7% a celková inflace byla 6,8%.¹⁰⁷ Inflační cíl byl „podstřelen“.

Hlavním nástrojem měnové politiky zůstaly i nadále operace na volném trhu prováděné pomocí repo operací. První polovina roku je charakteristická z hlediska měnověpolitických nástrojů stabilitou základních úrokových sazeb. ČNB se obávala působení inflačních faktorů a až do července ke snížení základních úrokových sazeb nepřistoupila. Klesající inflace a především příznivá prognóza inflace ve druhém pololetí umožnily centrální bance zahájit postupné snižování klíčových úrokových sazeb. Základní úroková sazba ČNB pro dvoutýdenní repo operace byla snížena v sedmi krocích z 15% v červenci 1997 na 9,5% ke konci roku 1998. Lombardní sazba byla ve stejném období snížena z 19% na 12,5% a diskontní sazba ze 13% na 7,5%. Souběžně následovalo snížení sazeb PMR z 9,5 na konečných 5% ke konci roku.¹⁰⁸

Vývoj peněžních agregátů odrážel klesající dynamiku ekonomické aktivity. Meziroční přírůstek peněžní zásoby M2 v prosinci 1998 dosáhl 5,2%, zatímco v loňském roce to bylo 10,1%. Peněžní agregát M1, charakterizující transakční poptávku po penězích, dosáhl negativního meziročního přírůstku. Hlavní příčinou klesajících přírůstků byla především nízká úvěrová činnost komerčních bank a také hospodaření státního rozpočtu, které bylo po většinu roku přebytkové.

Vývoj na devizovém trhu byl spojen s apreciačními tendencemi vůči všem hlavním měnám i přes několik depreciačních výkyvů, které byly spojeny s krizovým vývojem na asijských trzích a finanční krizí v Rusku. Kurz koruny během roku posílil o 13% vůči USD a o 7% vůči DEM, třebaže ČNB v průběhu roku několikrát otevřeně intervenovala. Devizové rezervy na konci roku vzrostly na 12,6 mld. USD nejen vlivem intervencí na oslabení domácí měny, ale i z důvodu přebytku platební bilance.

Z hlediska zhodnocení lze monetární politiku České národní banky označit za opatrnou a až zbytečně restriktivní. Příliš restriktivní monetární politika centrální banky prohlubovala hospodářskou recesi, která započala na počátku roku 1997. Zbytečná dezinflační politika v podobě vysokých základních úrokových sazeb a povinných minimálních rezerv způsobily,

¹⁰⁷ Výroční zpráva ČNB (1998)

¹⁰⁸ Výroční zpráva ČNB (1998)

že komerční banky přestaly úvěrovat podnikový sektor, ačkoliv samy měly přebytek likvidity, který však centrální banka svojí politikou sterilizovala¹⁰⁹. Dále měla ČNB problém s prognózami i se znalostí nového transmisního mechanismu. Důsledkem bylo výrazné „podstřelení“ stanoveného inflačního cíle již v prvním roce využívání režimu cílování inflace.

3.3.2 Rok 1999

Makroekonomický vývoj v roce 1999 charakterizoval další významný pokrok v dosahování vnitřní a vnější ekonomické rovnováhy. Vznikalo tak příznivé prostředí pro ukončení ekonomické recese a obrat k postupnému hospodářskému oživení. Monetární politika začala působit mírně expanzivně se snahou podpořit ekonomické oživení a hospodářský růst.

Měnová politika se již druhým rokem realizovala v režimu cílení inflace. V souladu s konceptem strategie cílování inflace vycházela opatření monetární politiky z prognóz inflace za současného komplexního vyhodnocení makroekonomického a měnového vývoje. A již na konci předchozího roku byl stanoven krátkodobý cíl v čisté inflaci pro rok 1999 na úrovni $4,5\% \pm 0,5$ procentního bodu. V rámci dlouhodobé měnové strategie zveřejněné v dubnu tohoto roku byl formulován dlouhodobý cíl cenové stability vyjádřený v čisté inflaci pro konec roku 2005 v intervalu 1 až 3%. Takto definovaný dlouhodobý cíl v zásadě splňuje kritéria pro začlenění do Evropské měnové unie.

Index meziroční čisté inflace dosáhl v prosinci hodnoty 1,5%, to bylo 2,5 procentního bodu pod dolní hranici cílového intervalu 4 až 5%. Což bylo především důsledkem vývoje cen potravin, které s výjimkou závěru čtvrtého čtvrtletí výrazně klesaly v průběhu celého roku.¹¹⁰

Hlavní charakteristikou měnových opatření bylo postupné snižování základních úrokových sazeb ČNB, odrážející především příznivý očekávaný vývoj inflace a pozvolné zotavování se ekonomiky z recese. Dvoutýdenní repo sazba byla v průběhu roku snížena celkem jedenáctkrát na hranici 5,25%, diskontní sazba na 5% a lombardní sazba na 7,5%. Součástí měnových opatření ČNB bylo snížení sazby PMR, které bylo provedeno ve dvou krocích. S platností od 28. ledna byla sazba PMR snížena ze 7,5% na 5% a od 7. října na 2%. Cílem

¹⁰⁹ Později byla příliš restriktivní měnová politika označena jako hlavní příčina zhroucení úvěrů bank. Zhroucení úvěrů bylo nazýváno dalšími termíny jako credit crunch, zamrznutí úvěrů, propad úvěrů aj.

¹¹⁰ Zpráva o inflaci (2000)

snížování bylo učinit další krok v postupné harmonizaci nástrojů ČNB s instrumentariem ECB a podpořit konkurenceschopnost domácího bankovního sektoru.¹¹¹

Ve srovnání s rokem 1998 se tempo růstu peněžních agregátů v průběhu roku 1999 zvýšilo. Průměrný nominální meziroční přírůstek peněžní zásoby se zvýšil o 2,5 procentního bodu na 9,1%. Vysoké meziroční přírůstky byly patrné hlavně u agregátu M1 – mimořádný byl zejména vzestup objemu oběživa (24,1%). Zvyšování přírůstků peněžních agregátů bylo především důsledkem oživení přílivu zahraničního kapitálu a zvýšené emise úvěrů nerezidentům. Na rozdíl od let 1994 až 1995 měl příliv zahraničního kapitálu nedluhový charakter a jeho základem byly především přímé zahraniční investice. Domácí úvěrová emise neměla na zrychlení růstu peněžních agregátů výrazný vliv. Její celkový meziroční pokles o 1,3% byl především důsledkem dalšího snížení úvěrů podnikovému sektoru.¹¹²

Významnou roli v rozhodování o charakteru měnové politiky sehrál i vývoj kurzu koruny. Postupné snižování úrokového diferenciálu mělo pozitivní vliv na změnu kurzu koruny. Od druhého čtvrtletí aprecioval vůči euru jako důsledek přílivu zahraničních investic v souvislosti s privatizačními záměry vlády a také jako důsledek procesu znehodnocování eura na mezinárodních finančních trzích. V posledním čtvrtletí kurz koruny korigovala centrální banka intervencemi, aby zamezila neúměrné apreciaci.

Cenový vývoj v letech 1998 a 1999 byl zásadním způsobem ovlivněn především prudkým a neočekávaným poklesem cen energetických surovin a cen agrárních produktů. Tento vývoj vedl k výrazně rychlejšímu procesu dezinflace, než jakou ČNB na konci roku 1997 předpokládala.

3.3.3 Rok 2000

Makroekonomický vývoj v roce 2000 byl charakterizován oživením ekonomické aktivity, růstem poptávky, příznivým vývojem na trhu práce, mírnou apreciací nominálního efektivního kurzu koruny, rostoucí ale celkově nízkou inflací a prohlubováním schodku veřejných financí. Ekonomika vykazovala v průběhu roku rostoucí deficit běžného účtu, který

¹¹¹ Výroční zpráva ČNB (1999)

¹¹² Výroční zpráva ČNB (1999)

byl zapříčiněn především exogenním nákladovým šokem v podobě vysokých cen energetických surovin a jen v menší míře oživením poptávky.

Měnová politika byla koncipována jako neutrální a již třetím rokem realizována v režimu cílování inflace. Jejím cílem byl stabilní cenový a makroekonomický vývoj jako předpoklad udržitelného ekonomického růstu. Cíl v čisté inflaci pro konec roku 2000 byl stanoven již v prosinci roku 1997 v intervalu 3,5 až 5,5% a představoval střednědobé záměry měnové politiky. Významným novým rysem bylo prohloubení spolupráce s ministerstvem financí a jejich shodného hodnocení makroekonomické situace české ekonomiky při vyhlášení cíle pro čistou inflaci pro rok 2001, který byl stanoven v dubnu mezi 2 až 4%. Tímto krokem došlo k koordinaci záměrů měnové a fiskální politiky.¹¹³

V první polovině roku došlo v důsledku vnějšího nákladového šoku (růst cen ropy, depreciace kurzu koruny vůči USD) a v podmínkách ekonomického oživení k postupnému nárůstu cenových indexů. Ve druhé polovině roku se vývoj čisté inflace stabilizoval. V případě spotřebitelských cen to bylo meziročně na úrovni kolem 4%, u čisté inflace kolem 3%. Dosažení těchto hodnot znamenalo příznivou skutečnost, že se čistá inflace svou hodnotou těsně přiblížila ke spodní hraně cílového pásma 3,5 až 5,5%.

Příliv peněz do ekonomiky (vyjma prvního čtvrtletí) se v roce 2000 zpomalil. Meziroční růst peněžního agregátu M2 se snížil na 6,5%. Zpomalení růstu peněžní zásoby bylo spojováno především se stagnací úvěrové emise podnikům a domácnostem a prohlubujícím se schodkem obchodní bilance.

V kontextu nízkoinflačního ekonomického prostředí ČNB své základní úrokové sazby a sazby povinných minimálních rezerv v průběhu roku nezměnila. Svoji pozornost soustředila na vývoj kurzu koruny. Na postupné znehodnocování nominálního kurzu v prvním čtvrtletí centrální banka reagovala intervencemi na devizovém trhu. Rozsah devizových intervencí dosáhl v prvním čtvrtletí 15,6 mld. Kč a ve druhém 2,7 mld. Kč. V březnu bylo přijato i systémové opatření bránící apreciaci koruny. Po dohodě s vládou byl zřízen zvláštní privatizační účet na němž budou soustřeďovány výnosy z prodeje státního majetku

¹¹³ Hrnčíř (2001)

zahraničním investorů. Toto opatření mělo omezit spekulativní nákupy domácí měny. V prosinci dosáhl kurz koruny vůči euru hodnoty 34,817 a vůči dolaru 38,942.¹¹⁴

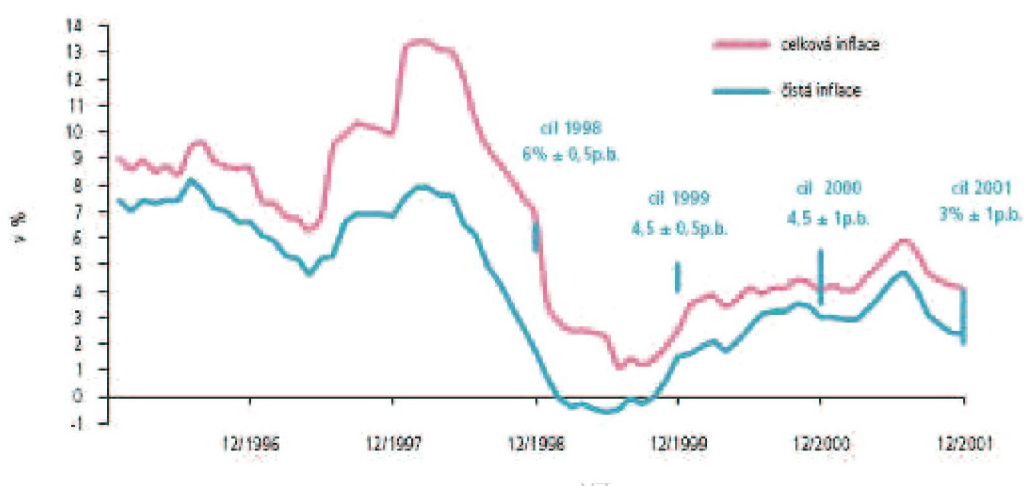
Ani v jednom ze tří let cílování čisté inflace se centrální bance nepodařilo „trefit“ cíl, vždy došlo k jeho „podstřelení“. Na podstřelení se významně podílel měnový kurz české koruny, nízké ceny surovin na světových trzích a také recese v zemích českého exportu. Česká národní banka na nesplnění stanovených cílů reagovala přijetím Dlouhodobé měnové strategie a přechodem na cílování celkové inflace od ledna 2002.

3.3.4 Rok 2001

V roce 2001 česká ekonomika rostla již druhým rokem po sobě. Za celý rok činil tento růst 3,6%. Pokračující oživení ekonomiky ale nevedlo k poklesu míry nezaměstnanosti, ta se v průběhu roku ještě zvýšila a v prosinci činila 8,9%. Ekonomika se také musela vypořádat s trvajícím podstatným nárůstem cen dovážených energetických surovin, ropy a plynu.

Poté, co se centrální bance podařilo v předchozím období snížit míru inflace a úrokové sazby na relativně nízkou úroveň a zároveň blízkou úrovni EU, bylo cílem monetární politiky ČNB v roce 2001 udržet makroekonomickou stabilitu a vytvořit tak podmínky pro pokračující ekonomické oživení. Inflační cíl pro tento rok byl stanoven v rozmezí 2 až 4%. V dubnu 2001 byl stanoven inflační cíl v rámci Dlouhodobé měnové strategie pro období 2002 až 2005. Ve srovnání s dosavadními cíli byl tento cíl stanoven již pro celkovou inflaci, a to v podobě průběžného pásma, které rovnoměrně klesá z úrovně 3 až 5% v lednu 2002 na úroveň 2 až 4% v prosinci 2005.¹¹⁵

Graf 5: Inflační cíle a vývoj celkové inflace



Cenový vývoj v roce 2001 byl až na několikaměsíční výkyv v letním období umírněný. Inflace se v průběhu celého roku pohybovala mezi 4 až 6%. V prvním čtvrtletí inflace stagnovala, a to i přes meziroční zrychlení růstu regulovaných cen. Ve druhém čtvrtletí došlo k urychlení inflace, což bylo způsobeno především atypickou sezónností cen potravin. Od srpna se do konce roku se růst spotřebitelských cen postupně zpomaloval a inflace se vrátila z poměrně vysokých hodnot v létě na nízkou úroveň. Celková inflace v prosinci 2001 činila 4,1% a čistá inflace 2,4%. Tím byl inflační cíl splněn.¹¹⁶

V průběhu prvního pololetí došlo pouze k jednomu snížení měnových sazeb. Dne 22. února bankovní rada rozhodla o snížení limitní úrokové sazby pro dvoutýdenní repo operace na 5%. Zároveň s tímto snížením bylo přijato pravidlo, že diskontní sazba bude vždy stanovena o 1 procentní bod níže a lombardní sazba o 1 procentní bod výše než repo sazba. Poloha repo sazby uvnitř intervalu vymezeného zdola diskontní sazbou a shora lombardní sazbou tak přestala mít signální význam pro nasměrování měnové politiky. Z obavy z možných následků růstu inflačních očekávání finančního trhu a domácností zpřísnila centrální banka svoji politiku. Na konci července zvýšila limitní 2T repo sazbu na 5,25% a v souladu s tím byla zároveň zvýšena diskontní sazba na 4,25% a lombardní sazba na 6,25%. Od září začaly vnější i vnitřní inflační tlaky klesat, což vedlo k poklesu 2T repo sazby na úroveň 4,75%.¹¹⁷

Dne 12. července 2001 začala ČNB úročit dvoutýdenní repo sazbou povinné minimální bankovní rezervy. Povinné minimální rezervy již nemají takovou účinnost a v současnosti slouží jako „rezerva“ k zajišťování plynulosti mezibankovního platebního styku prováděného centrální bankou přes Zúčtovací centrum ČNB.

V důsledku pokračujícího přílivu zahraničního kapitálu a postupného ožívování domácí úvěrové emise došlo v roce 2001 ke zvýšení tempa růstu peněžní zásoby, který dosáhl 11,1%. K tomuto vývoji přispělo i pokračující prohlubování deficitu veřejných financí a postupné ožívování úvěrové emise, za kterým stály převážně nové úvěry poskytnuté podnikům pod zahraniční kontrolou a úvěry obyvatelstvu. Růst úvěrů naznačoval, že se začala obnovovat funkčnost úvěrového kanálu transmisního mechanismu měnové politiky.

¹¹⁶ Zpráva o inflaci (2001)

¹¹⁷ Výroční zpráva ČNB (2001)

V kurzové oblasti se hlavním problémem stala výrazná apreciace kurzu koruny k euru, který se dle odhadů ČNB odchyloval od rovnovážné úrovně. Bankovní rada reagovala koncem roku přímými intervencemi na devizovém trhu. Objem intervencí činil 19 mld. Kč. Zároveň centrální banka zahájila jednání s vládou, jehož cílem bylo nalézt způsoby, jak zmírnit nepříznivý dopad příjmů z prodeje státního majetku na kurz koruny. Na konci roku dosáhl kurz koruny vůči euru hodnotu 32,592 a vůči dolaru 36,475.

Rok 2001 byl jediným rokem, kdy Česká národní banka splnila cíl pro čistou inflaci, tedy paradoxně v době, kdy už veřejně od cílení čisté inflace ustoupila a prosincový cíl pouze dobíhal.¹¹⁸ Od následného roku centrální banka přešla na režim cílování celkové inflace.

3.3.5 Rok 2002

Česká ekonomika byla v roce 2002 vystavena řadě nepříznivých šoků. Nadále pokračoval růst, ale již pomalejším tempem (2%). Směrem ke snížení hospodářského růstu působilo zpomalení světové ekonomiky, výrazný pokles růstu investic, nadměrné posilování kurzu koruny vůči euru a částečně i důsledky srpnových povodní. Nepříznivě se jevila i situace na trhu práce. Míra nezaměstnanosti v prosinci dosáhla 9,8%. S ohledem na dané okolnosti lze považovat dosažené makroekonomické výsledky za příznivé.

V oblasti monetární politiky došlo k řadě změnám. Od ledna tohoto roku ČNB přešla od režimu cílování čisté inflace k cílování celkové inflace. „Dále došlo ke změně procesu tvorby prognózy inflace tak, aby co nejlépe integroval přednosti krátkodobých a střednědobých predikčních technik. V souvislosti s uvedenými kroky opustila ČNB v červenci 2002 od tzv. „podmíněné prognózy“¹¹⁹ a začala používat tzv. „nepodmíněnou prognózu“, která v sobě

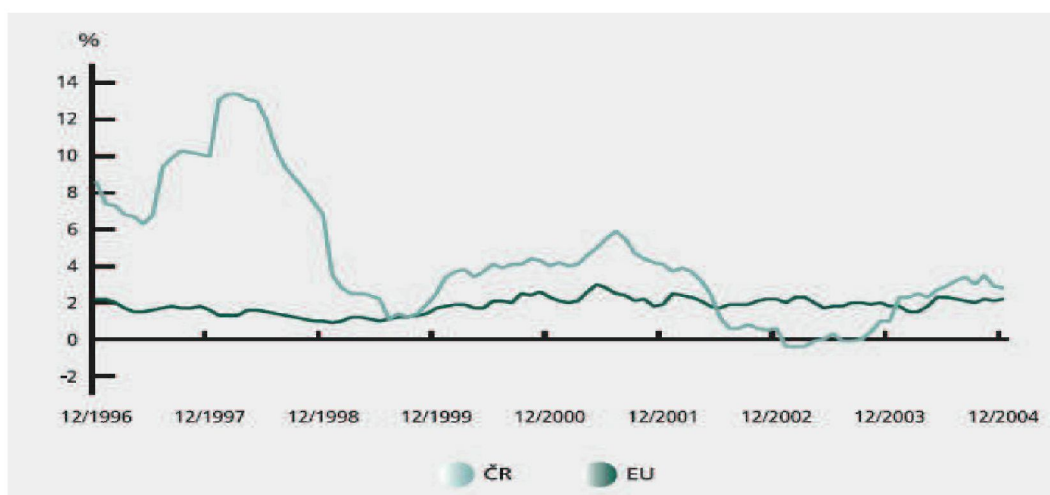
¹¹⁸ Jílek (2004)

¹¹⁹ „Při používání tzv. podmíněné prognózy, která je založena na předpokladu neměnného nastavení měnověpolitických úrokových sazeb, srovnává centrální banka predikci inflace v tzv. horizontu nejúčinnější transmise s cílovaným pásmem. Pokud tato predikce míří mimo pásmo či na jeho okraj, centrální banka zvažuje takovou změnu úrokových sazeb, která zabezpečí návrat inflační prognózy zpět do cílovaného pásma. Rozhodování na základě nepodmíněné prognózy se od uvedeného procesu liší. Vzhledem k aktivní reakci měnové politiky prognóza inflace ve střednědobém horizontu míří do inflačního cíle. Měnová politika se pak nerozhoduje na základě odchylky prognózy inflace v horizontu nejúčinnější transmise od cíle, ale s ohledem na

obsahuje trajektorii úrokových sazeb konzistentní s prognózovaným budoucím vývojem ekonomiky.¹²⁰ Změna metodiky prognózování a vyjadřování cíle v podobě celkové inflace měla zvýšit úspěšnost předpovědi inflačního vývoje a jejich srozumitelnost pro širší odbornou veřejnost.

Inflační cíl daný pro tento rok byl plněn pouze v prvních čtyřech měsících, po zbytek roku se inflace pohybovala pod cílem. Z hodnot blížících se 4% na začátku roku inflace v průběhu prvního pololetí postupně klesala a v listopadu dosáhla nejnižší hodnoty 0,5% od roku 1990. Protiinflačně působily ceny zboží z dovozu, pokles cen ropy, zemního plynu a ve druhé polovině roku i pokles cen potravin. Skutečná míra inflace za rok 2002 dosáhla hodnoty 1,8%. Česká republika se tak poprvé v historii dostala pod úroveň inflace zemí EU (viz. graf č. 6).¹²¹

Graf 6: Vývoj inflace v České republice a v zemích Evropské unie



Pramen: Výroční zpráva ČNB (2004)

Na začátku roku došlo k zastavení růstu peněžní zásoby, které bylo konzistentní se zpomalováním hospodářského růstu a inflace. Zatímco za rok 2001 činil meziroční přírůstek agregátu M2 13% v prosinci 2002 pokles až na 3,2%.¹²² Tento agregát byl jedním z faktorů, který přispěl k rekordně nízkým hodnotám inflace.

trajektorii úrokových sazeb konzistentní s vyzněním nepodmíněné prognózy.“ viz. Výroční zpráva ČNB (2002: 34). Rozdíl mezi podmíněnou a nepodmíněnou prognózou uvádí např. i Jílek (2004:506)

¹²⁰ Výroční zpráva ČNB (2002:34)

¹²¹ Jílek (2004), Zpráva o inflaci (2002)

¹²² Výroční zpráva ČNB (2002)

Hned v prvních týdnech roku čelila centrální banka prudkému posílení kurzu koruny, který se výrazně vzdaloval od své rovnovážné úrovně odpovídající vývoji domácí ekonomiky. Klíčovým krokem k zabránění dalšímu posilování kurzu byl společný materiál vlády a ČNB, který umožnil konverzi devizových příjmů státu mimo trh přímo do centrálních rezerv, tedy bez přímých dopadů na měnový kurz. Bohužel tento akt nezabránil zhodnocování koruny a tudíž centrální banka byla nucena přistoupit ke snížení základních úrokových sazeb a provádění intervencí na devizovém trhu. Dvoutýdenní limitní repo sazba byla v několika krocích snížena až na konečných 2,75%. V důsledku těchto opatření se kurz koruny ve zbytku roku stabilizoval v rozmezí 30 až 31 CZK/EUR.

Nízké úrokové sazby a upevňování nízkoinflačního prostředí mělo napomoci k vytvoření podmínek nezbytných pro rychlý a udržitelný hospodářský růst, který by umožnil reálnou konvergenci vůči Evropské unii a další zapojování do evropského integračního procesu.

3.3.6 Rok 2003

Nejen měnová politika ČNB ale i hospodářská politika státu byla významně ovlivněna blížícím se vstupem do Evropské unie. Významným krokem v tomto směru bylo dopracování a zveřejnění společného dokumentu vlády a centrální banky o strategii přistoupení České republiky k eurozóně. V oblasti měnové politiky centrální banka pokračovala v hodnocení týkající se budoucí účasti ČNB v kurzovém režimu ERM II.

Inflace byla v průběhu roku velmi nízká a pohybovala se pod cílovým pásmem i přesto, že česká ekonomika do roku 2003 vstupovala s inflací pod stanoveným cílem. Předpokládalo se však, že vnější inflační faktory spolu se zrychlením domácího růstu povedou k návratu inflace do cílového pásma. Tato očekávání se ale nenaplnila, neboť skutečná míra inflace byla ve srovnání s cílem o 1,5 procentního bodu nižší. Opět došlo k „podstřelení“ inflačních cíle.¹²³

Prognózy inflace naznačily, že inflační tlaky jsou pod kontrolou, což umožnilo další snížení základních sazeb ČNB. Bankovní rada snížila v první polovině roku úrokové sazby celkem třikrát, a to z 2,75% na 2%. Ve druhém pololetí již ke změně úrokových nedošlo.¹²⁴

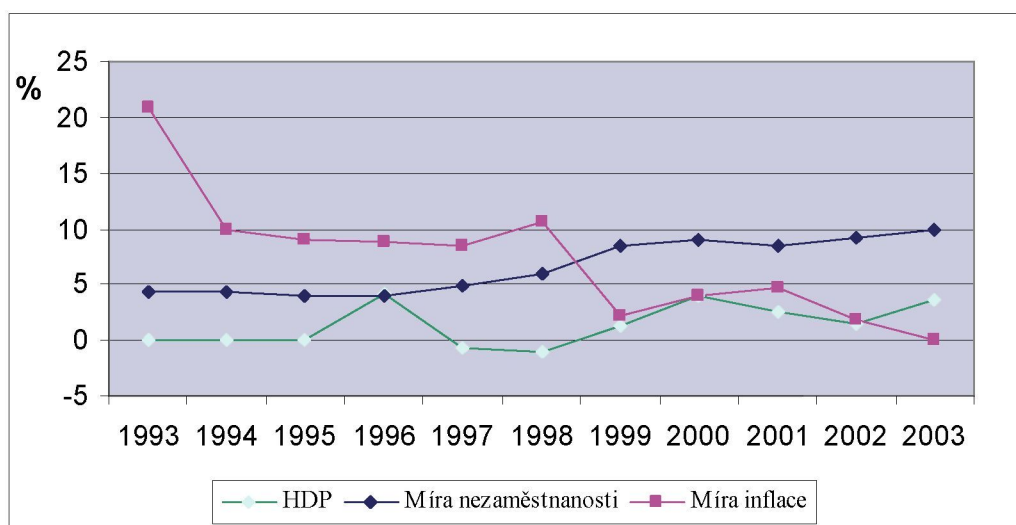
¹²³ Zpráva o inflaci (2003)

¹²⁴ Výroční zpráva ČNB (2003)

Vývoj meziročních přírůstků u všech peněžních agregátů byl během roku značně kolísavý. Vysoké tempo růstu bylo zřejmé především u transakčních peněz zahrnovaných do agregátu M1. Růst peněžní zásoby se ke konci roku pohyboval kolem 5%, což poukazovalo na zpomalení růstu jejího objemu v absolutním vyjádření a ukazuje, že zvyšování v předchozím období mělo pouze dočasný charakter.

Na rozdíl od předchozího roku neprováděla centrální banka intervence na devizovém trhu a kurz koruny jím tedy nebyl ovlivňován. Nominální kurz koruny vůči euru jen mírně a postupně oslaboval, zatímco vůči americkému dolaru dále posiloval. Na základě posilování eura vůči dolaru dosáhla celková výše devizových rezerv na konci roku 21,3 mld. EUR. Vývoj devizového kurzu přispěl nejen k nižší inflaci, ale proti minulému roku také k její větší stabilitě.

Graf 7: Vývoj HDP, inflace a nezaměstnanosti

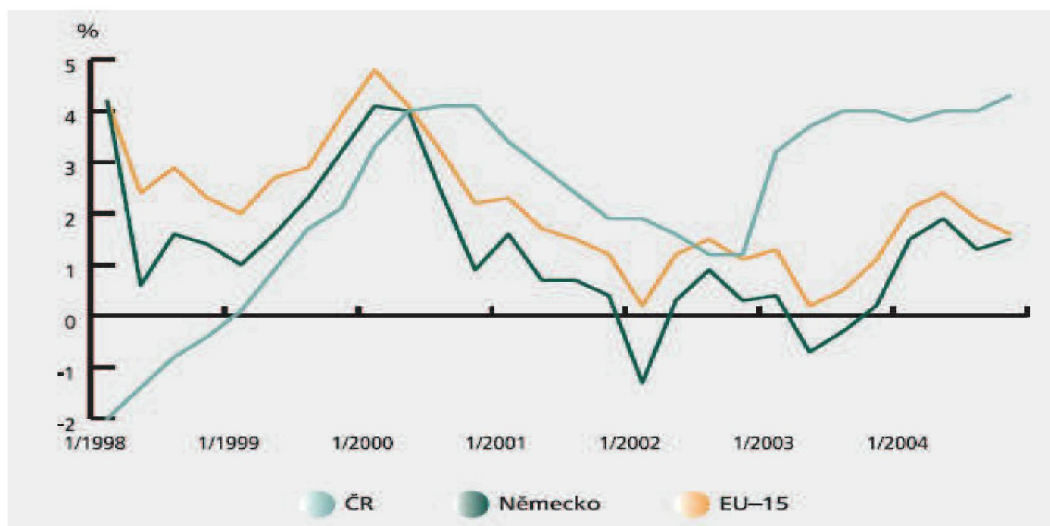


Zdroj: ČNB

3.3.7 Rok 2004

Celý rok 2004 se nesl v duchu Evropské unie a příprav jejího rozšíření. Dne 1. května se Česká republika spolu s několika dalšími postkomunistickými zeměmi stala součástí EU. Jako v předchozích letech tak i letos česká ekonomika rostla okolo 4%. Tento růst znamenal, že již třetím rokem je hospodářský růst v ČR vyšší než ve „starých“ zemích Evropské unie (viz. graf č. 8).

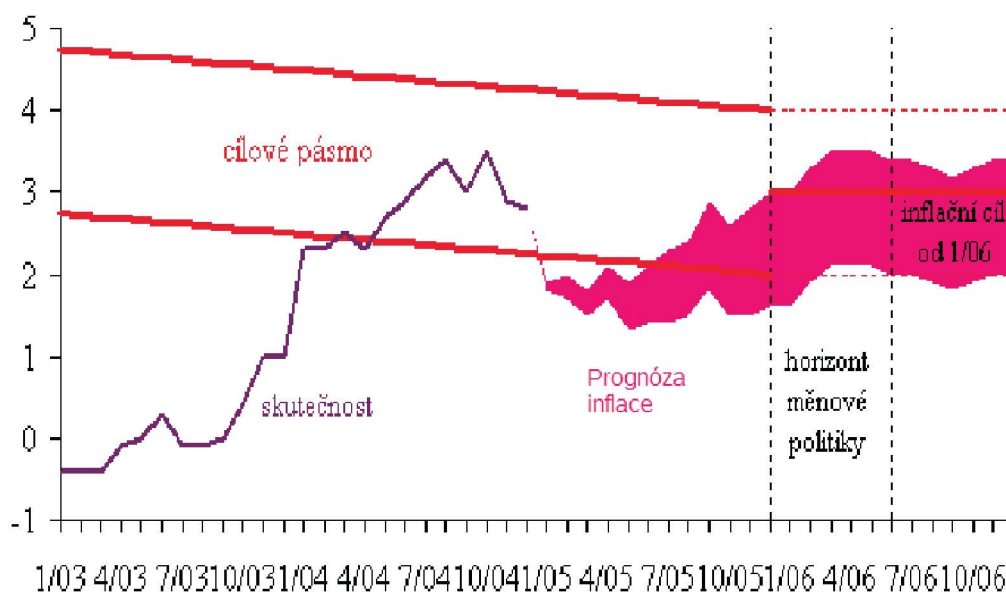
Graf 8: Vývoj hrubého domácího produktu



Pramen: Výroční zpráva ČNB (2004)

Na počátku roku ČNB vyhlásila inflační cíl platný od ledna roku 2006 jako meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen ve výši 3%, který bude platit průběžně až do přistoupení České republiky k eurozóně, kdy realizace měnové politiky směřující k udržení cenové stability přejde na Evropskou centrální banku. Česká národní banka se zároveň zavázala usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.¹²⁵

Graf 9: Prognóza inflace versus skutečnost



Pramen: www.cnb.cz/cz/menova_politika

Inflace v roce 2004 mírně vzrostla a dostala se tak do cílového pásma, i přesto že se povětšinu roku pohybovala pod jeho středem. Postupný nárůst meziroční inflace dosáhl svého vrcholu v průběhu třetího čtvrtletí, kdy inflace vzrostla na nejvyšší hodnotu 3,4%. Po zbytek roku byl ale vykazován opačný trend a tak se míra inflace v prosinci ustálila na výši 2,8%. Růst inflace ovlivňovaly především úpravy nepřímých daní – zvýšení spotřebních daní u cigaret, alkoholu a benzínu, dále přesun položek služeb ze snížené do základní sazby DPH a v neposlední řadě snížení základní sazby DPH z 22% na 19%.¹²⁶

V oblasti měnově politických sazeb došlo v průběhu roku k zvýšení limitní sazby pro dvoutýdenní repo operace z 2% na 2,5%, za účelem snížení přebytečné likvidity v bankovním sektoru. Spolu s dvoutýdenní repo sazbou byly automaticky souběžně zvýšeny i diskontní sazba z 1% na 1,5% a lombardní sazba ze 3% na 3,5%.¹²⁷

Nominální kurz koruny posiloval vůči americkému dolaru a v menší míře i k euru. Pevnější kurz koruny zlevňoval dovozy, obzvláště pak energetické suroviny. Dále přispíval k tlumení vlivu vysokých cen surovin na světových trzích a k nízké úrovni inflace. Intervence na devizovém trhu uskutečněny nebyly, přesto došlo k jejich meziročnímu poklesu o 56 mld. Kč. Na změně jejich výše se hlavně podílel vývoj kurzu EUR/USD.¹²⁸

Česká republika se v tomto roce stala členem Evropské unie se záměrem v budoucnu se stát členem Evropské měnové unie (EMU). Členství v EMU s sebou nese konkrétní důsledky pro provádění měnové politiky (viz. následující kapitola). Pokud jde o členství v EU, hlavní důsledek se netýká samotného provádění měnové politiky, ale spíše jejího institucionálního rámce.

¹²⁶ Zpráva o inflaci (2004)

¹²⁷ Výroční zpráva ČNB (2004)

¹²⁸ Výroční zpráva ČNB (2004)

4. Monetární politika ČNB v procesu evropské integrace

Prvního května 2004 se Česká republika po mnoha letech příprav a jednání stala spolu s dalšími devíti kandidáty členskou zemí Evropské unie. Tento akt lze považovat za dovršení předvstupní fáze integrace do evropských struktur. Z hlediska měnové politiky se ČNB stala členem Evropského systému centrálních bank (ESCB), který sdružuje Evropskou centrální banku (ECB) a národní banky všech zemí sjednocených v Evropské unii. České republice tak byl přiznán status členské země EU s časově omezenou výjimkou zavedení eura jako jednotné měny.

Z hlediska integrace ČR do EU můžeme rozlišit čtyři etapy. První etapu je tzv. předvstupní, kterou již česká ekonomika absolvovala. Nyní se nacházíme ve fázi členství v EU, což znamená dovršení integrace do evropských struktur a následné zahájení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií. Třetí etapa představuje zapojení do kurzového mechanismu ERM II. Posledním krokem je vstup České republiky do Hospodářské a měnové unie (EMU) ¹²⁹.

4.1 Maastrichtská konvergenční kritéria

Jednotlivá maastrichtská kritéria (viz. příloha č. 3) z hlediska jejich plnění můžeme rozdělit do tří oblastí. V měnové se jedná o kritérium v podobě cenové stability, dlouhodobých úrokových sazeb a stability měnového kurzu. Kritérium cenové stability a dlouhodobých úrokových sazeb se v současnosti daří ČR plnit. Inflační cíl od roku 2006 pro index spotřebitelských cen je stanoven na úrovni 3%. ČNB se zároveň zavázala usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany. Česká ekonomika si již od sklonku roku 2000 udržuje standard nízkoinflační ekonomiky, což vytváří příznivé předpoklady pro plnění kritéria inflace a dlouhodobých úrokových sazeb.

¹²⁹ Členské země EMU tvoří tzv. eurozónu, která má v současnosti 12 členů. V roce 1999 splnilo podmínky pro zavedení eura a vytvořilo eurozónu jedenáct zemí EU, ke kterým přistoupilo v roce 2001 také Řecko. Velká Británie a Dánsko si na začátku maastrichtského procesu vyjednaly tzv. neúčastnickou doložku, což v praxi znamená, že závisí jen na jejich suverénním rozhodnutí, zda svou současnou měnu vymění v budoucnu za euro. V současnosti se na projektu jednotné měny rovněž nepodílí Švédsko, která má ve vztahu k EU status země s tzv. derogací (výjimkou) na zavedení eura. U všech tří zemí bylo přijetí eura v referendu zamítnuto.

Vyhodnocení kurzového kritéria bude možné provést až po vstupu ČR do kurzového mechanismu ERM II včetně vyhlášení centrální parity pro kurz koruny v rámci tohoto systému. Vývoj v posledních několika letech ukazuje, že kolísání měnového kurzu CZK/EUR je zřetelně menší než hypotetické pásmo $\pm 15\%$.¹³⁰ Tato skupina je bezprostředně svázána s ČNB a její měnovou politikou.

Druhou oblast představují kritéria fiskální politiky, jako udržitelnost rozpočtové pozice vlády, jež zahrnuje kritéria rozpočtového deficitu a vládního dluhu. Snižování rozpočtového deficitu není dosud založeno na zásadních reformách, plnění tohoto kritéria se proto přes dílčí korekce jeví i nadále jako hlavní limitující faktor začlenění se do eurozóny. V poslední řadě kritéria konvergence v legislativní oblasti zakotvující cíl nezávislosti centrální banky byla splněna již před vstupem naší země do EU.¹³¹

4.2 Kurzový mechanismus ERM II

Každá členská země, která „chce“¹³² zavést euro jako svou národní měnu, musí po splnění a udržitelnosti konvergenčních kritérií přejít na kurzový mechanismus ERM II a alespoň po dobu dvou let jej udržovat v platném koridoru. Účastnická země ale nemusí toto, dá se říci, tréninkové období omezovat na obligatorní dva roky. Přihlášku do ERM II je oprávněna podat již bezprostředně po vstupu do EU, takže již od tohoto okamžiku má možnost začlenit svoji kurzovou politiku do jmenovaného mechanismu, aniž by nutně musela mít vyjasněnou otázku budoucího členství v eurozóně. Mechanismus ERM II představuje fixování zúčastněných měn na euro v rámci tzv. flukтуаčního pásma pro pohyb devizového kurzu. Úroveň centrální parity a šíře flukтуаčního pásma budou, po dohodě ČNB s vládou, projednány s ECB a Evropskou komisí a následně schváleny radou ECOFIN.

Flukтуаční pásmo bylo nejprve nastaveno na $\pm 2,25\%$ od středních parit měnové jednotky ECU a zúčastněných národních měn navzájem. Následkem měnových tlaků spekulativního kapitálu došlo v roce 1993 k rozšíření kurzového rozpětí na $\pm 15\%$. Toto rozmezí je platné i

¹³⁰ Tůma (2005), Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou (2005)

¹³¹ Bažantová (2005, Tůma (2005)

¹³² Nové členské země, na rozdíl od Velké Británie a Dánska, trvalou výjimku na zavedení eura nemají. Závazek přijmout v budoucnu jednotnou měnu bylo jednou z podmínek pro jejich jednání o vstupu do EU.

pro nové země vstupující do režimu ERM II, přičemž každá země nově vstupující si může individuálně dohodnout užší flukтуаční pásmo.

V současnosti se v ERM II pohybuje Slovinsko, Litva, Estonsko, Kypr, Lotyšsko, Malta a Slovensko. Tyto země mají zakotveno flukтуаční pásmo národních měn k euru v rozmezí maximálně $\pm 15\%$ od centrální parity. I nadále zůstává Dánsko s dohodnutým původním flukтуаčním pásmem $\pm 2,25\%$ od centrální parity kurzu.¹³³

Česká republika se rozhodla prozatím systému ERM II neúčastnit a vyjádřila určitou skepsi na adresu přínosů ERM II¹³⁴. Vzhledem k tomu, že samotná účast v ERM II nevede, na rozdíl od nezvratitelného zafixování kurzu v rámci měnové unie, k eliminaci rizika měnových turbulencí a může znamenat i konflikt cílů měnové politiky, je účast v tomto systému chápána jen jako nutná podmínka pro přistoupení k eurozóně. Vláda ČR se shoduje s ČNB v členství v ERM II jen po minimální nutnou dobu dvou let, neboť delší období se nejeví jako přínosné pro makroekonomickou stabilitu. Tímto přístupem se poměrně ostře odstínila od postoje Evropské komise, ECB a řady stávajících členů eurozóny, kteří naopak doporučují brzké zapojení do uvedeného mechanismu.¹³⁵

Základním problémem strategie přistoupení k eurozóně bude určit vhodný časový okamžik vstupu do systému ERM II. Podle ČNB by se měla ČR zapojit do systému ERM II teprve po vytvoření předpokladů¹³⁶ proto, aby jí bylo umožněno v době vyhodnocování kurzového kritéria přijmout jednotnou měnu euro.

4.3 Členství v EMU

Členství v EMU lze z pohledu měnové integrace do evropských struktur považovat za fázi cílovou. Plnohodnotná účast v EMU přijetím eura jako národní měny znamená plnění kritérií konvergence na dlouhodobém základě. ČNB ztratí možnost vykonávat autonomní měnovou politiku, neboť její realizace přejde do rukou ECB. Měnová činnost ČNB bude nadále

¹³³ Bažantová (2005)

¹³⁴ blíže Dědek (2006)

¹³⁵ Dědek (2006)

¹³⁶ V okamžiku vstupu do EMU musí účastnická země splnit kromě zmíněného kritéria stability kurzu a dvouleté účasti v ERM II také všechna ostatní nominální maastrichtská konvergenční kritéria.

spočívat v provádění operací na volném trhu za účelem dosahování společného inflačního cíle vymezeného pro celou eurozónu. Omezení inflace v podobě maastrichtského kritéria vstupem do eurozóny odpadá. Pro inflaci v ČR nebude představovat „tvrdý limit“ ani inflační cíl ECB, neboť ten je definován pro celou eurozónu. Vyšší míra inflace v ČR nebude mít vliv na přednastavení měnových nástrojů ECB, neboť váha ČR na celkové inflaci eurozóny je zanedbatelná.

Vstup do EMU je spojen s přijetím společné jednotné měny - euro. Václav Klaus upozorňuje: „Po zavedení společné měny – při naší velmi odlišné mzdové cenové hladině od její výše v zemích měnové zóny – hrozí, že „konvergence“ cenových a mzdových hladin proběhne příliš rychle a že navíc nemusí proběhnout ve vhodné sekvenci. Ceny a mzdy mohou růst, či dokonce „skočit“ velmi nestejným tempem.“¹³⁷ V procesu zavedení eura bude také klíčové stanovení neodvolatelného fixního koeficientu koruny vůči euru, což se může stát největší hrozbou, protože to vymezení ekonomickou úroveň ČR, jednak úroveň cenové hladiny ČR vyjádřenou v eurech a tedy i zahraniční konkurenceschopnost ČR.

ČNB spolu s vládou každoročně vyhodnocuje stupeň připravenosti české ekonomiky na přijetí eura, a to jak z dimenze plnění maastrichtských kritérií nominální konvergence tak, vývoje sladění české ekonomiky s ekonomikami eurozóny. Dne 23. listopadu roku 2005 byl ve spolupráci ČNB a vlády ČR dokončen dokument „Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou“, který analyzoval současný a očekávaný stav v této oblasti. Na základě těchto analýz materiál doporučil neusilovat v průběhu roku 2006 o vstup do mechanismu ERM II. Tím byl vyloučen rok 2009 jako možný termín přijetí eura. Současně dnešní vláda ponechala – v souladu s přijatou strategií – příští vládě otevřenou možnost přijetí eura o rok později, tzn. v roce 2010. Zároveň by do konce ledna 2007 měl být schválen a zveřejněn plán přechodu na euro, protože čím dříve se zahájí přípravné kroky, tím větší bude šance tento proces úspěšně zvládnout.¹³⁸

¹³⁷ Klaus (2006)

¹³⁸ Procházka – Sojková (2006), Výroční zpráva ČNB (2004)

Závěr

Česká ekonomika od konce roku 1989 prošla významnou změnou v podobě ekonomické, ale i společenské a politické transformace, kterou lze obecně charakterizovat jako etapu odbourávání prvků centrálního plánování a direktivního řízení a zavádění systému tržních vztahů. Z hlediska měnové politiky bylo jedním ze základních úkolů vytvoření dvoustupňového bankovního systému. Obnovením komerčních bank cestou jejich oddělení od monobanky došlo k oddělení emisní a úvěrově-obchodní činnosti centrální banky. Monetární politika v počátcích transformace byla velice převratná. Na počátku vzniku bankovního systému prováděla centrální banka (tehdy ještě SBČS) restriktivní politiku podpořenou přebytkem státního rozpočtu. Snahou bylo omezit riziko narůstající skryté inflace z minulých let a zajistit neinflační prostředí pro klíčové reformní kroky. Celé počáteční období transformačního procesu bylo doprovázeno jednáním o osudu společného státu Čechů a Slováků. K 1. lednu 1993 vzniká samostatná Česká republika a spolu s ním Česká národní banka.

Od konce roku 1993 byla monetární politika koncipována již jako expanzivní, čímž ČNB přispěla k obnovení hospodářského růstu doprovázeného růstem peněžní zásoby a přílivem zahraničního kapitálu. Hospodářský růst byl tak vysoký, že se diskutovalo o možném „přehřívání“ ekonomiky. V období silného přílivu zahraničního kapitálu a fixního měnového kurzu nebyla měnová politika schopna kontrolovat plně vývoj likvidity v ekonomice a rychlý růst peněžní zásoby a úvěrů přispěl k prohlubování vnitřní a vnější nerovnováhy. V kontextu těchto událostí přistoupila ČNB v roce 1996 k restriktivní měnové politice. Často zmiňované dramatické přitvrzení bylo ve skutečnosti poměrně mírné, stejně jako rozšíření fluktuačního pásma na $\pm 7,5\%$, jelikož už byl kurz zcela v rukou spekulantů. Základní chybou centrální banky bylo dlouhodobé setrvávání ve fixním kurzu, protože rozšíření fluktuačního pásma samo o sobě nemohlo vyřešit problém narůstajících makroekonomických nerovnováh.

V květnu 1997 došlo ke klasickému spekulativnímu útoku na českou korunu. ČNB masivně intervenovala, a jak dobře víme, ztratila při tom zhruba 3 miliardy dolarů (tedy asi 1/5 tehdejšího rozpočtu). Současně prudce zvýšila úrokové sazby. Po neúspěšné snaze udržet kurzové pásmo opustila režim fixního kurzu a přešla na řízený floating. Jedině tímto krokem

se jí podařilo odvrátit masivní únik kapitálu a pád koruny. Z hlediska zhodnocení činnosti ČNB po měnové krizi lze monetární politiku označit za opatrnou a až příliš restriktivní. Zbytečná desinflační politika prohlubovala hospodářskou recesi, která započala na počátku roku 1997, a byla hlavní příčinou zhroucení úvěrů bank, nazývaných též credit crunch. K určitému oživení ekonomiky došlo až v roce 2000.

Provádění měnové politiky ČNB v letech 1993 až 1997 bylo založeno paralelně jednak na udržování pevného měnového kurzu a jednak na ovlivňování vývoje peněžní zásoby (definované peněžním agregátem M2). Vycházelo se z přesvědčení, že lze sladit cílování měnového kurzu a peněžní zásoby v zemi tak, aby společně působily na vývoj cenové hladiny a na další makroekonomické ukazatele. Ve skutečnosti možnosti a účinnost měnové politiky díky dvoukolejnému řízení cílů byly velmi omezené. V květnu 1997 měnovou krizí vynucený přechod na kurzový režim řízeného floatingu odstranil dvoukolejnost cílů a centrální banka se tak mohla soustředit pouze na jeden cíl - vývoj měnové zásoby (a zprostředkovaně tím i na vývoj inflace). ČNB se však nakonec rozhodla zavést od ledna 1998 novou měnovou strategii - program cílování inflace. Tato změna vyplývala zejména ze snahy poskytnout ekonomickým subjektům nominální kotvu, kterou ztratili po opuštění režimu pevného měnového kurzu.

Konečný cíl měnové politiky ČNB byl kvantifikován v podobě tzv. čisté inflace, která byla českým specifikem. Klíčovou rolí v programu cílování inflace hrají prognózy inflace, na základě kterých ČNB přijímá svá měnově-politická rozhodnutí pro nastavení úrokových sazeb za účelem ovlivnění inflace směrem ke stanovenému cíli. V letech 1998 až 2001 splnila ČNB cíl pro čistou inflaci pouze jednou, a to v prosinci 2001, ostatní cíle „podstřelovala“. V roce 2002 došlo ke změnám v režimu cílování inflace. Bylo rozhodnuto o přechodu k cílování celkové inflace a místo dosažení cílů ke konci příslušného roku se začala cílovat inflace jako nepodmíněná prognóza v lineárním časovém pásmu jednoho až jednoho a půl roku. Tato změna vyšla především z úvahy, že celková inflace je pro ekonomické subjekty mnohem srozumitelnější a má podstatně vyšší naději ovlivnit jejich inflační očekávání.

Jelikož inflační cíl v průběhu let 2002 až 2004 byl splněn pouze jednou, objevují se názory na opuštění režimu cílování inflace. ČNB je také často vyčítána neprůhlednost tvorby inflačních prognóz, která mají značný vliv na inflační očekávání ekonomických subjektů. Kvalitní prognóza tedy představuje základní stavební kámen pro správné rozhodnutí, jakým směrem se bude ekonomika ubírat.

Použitá literatura a jiné zdroje

BARTOŠEK, K. a kol.: *Bankovníctví v České republice*. 3. vyd. Praha: Bankovní institut, 1998, 353 s.

BAŽANTOVÁ, I.: *Centrální bankovníctví v české historii po současnost*. 1. vyd. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2005, 195 s.

BULÍŘ, A.: Československá monetární politika po roce 1989. *Finance a úvěr*, 1993, roč. 43, č. 5, s. 181 - 199.

Česká národní banka 1993 – 2003. 1. vyd., Česká národní banka, 2003, 39 s., dvojjazyčně

DUDEK, J.: *Měnová politika*. 1. vyd. Karviná: Slezská univerzita, 1996, 85 s.

DĚDEK, O.: Rizika a výzvy měnové strategie k převzetí eura. *Politická ekonomie*, 2006, č. 1.

FRAIT, J. – KOMÁREK, L.: Na cestě do Evropské unie: nominální a reální konvergence v tranzitivních ekonomikách. *Finance a úvěr*, 2001, roč. 51, č. 6, s. 314 – 330.

GUBA, M. – STILLER, V. – ARLT, J.: Vztah mezi vývojem peněžní zásoby a vývojem inflace v 1. 1993 – 96. *Finance a úvěr*, 1997, roč. 47, č. 3, s. 143 - 149.

HOLMAN, R.: *Transformace české ekonomiky*. 1. vyd. Praha: CEP, 2000, 105 s.

HOLUB, T.: Analýza inflace v ČR. *Finance a úvěr*, 1997, roč. 47, č. 12, s. 705 - 719.

HRNČÍŘ, M.: Měna a měnová politika ČR v roce 2000. *Finance a úvěr*, 2001, roč. 51, č. 2, s. 66 - 80.

JANÁČKOVÁ, S.: Dilema české měnové politiky. *Finance a úvěr*, 1996, roč. 46, č. 1, s. 26 - 35.

JÍLEK, J.: *Peníze a měnová politika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2004, 744 s.

JONÁŠ, J.: *Vybrané otázky měnové politiky v ČR*. [on-line]. 2001, Praha: ČNB, VP č. 29, s. 58. Dostupné na: <<http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/pdf/vp29jonas.pdf>>.

KLAUS, V.: Tři roky po měnové krizi. In *Sborník prací: Tři roky od měnové krize*. 1. vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000, č. 5, s. 9 – 25.

KLAUS, V.: Potřebujeme eurový šok? *Euro*, 2006, č. 7, s. 40 – 41.

KOTLÁN, V. a kol.: *Monetární politika*. 1. vyd. Ostrava: VŠB – Technická univerzita Ostrava, 1999, 146 s.

KOTLÁN, V. – NAVRÁTIL, D.: Inflation Targeting as a Stabilisation Tool: Its Design and Performance in the Czech Republic. [on-line]. *Finance a úvěr*, 2003, roč. 53, č. 5-6, s.220 – 242. Dostupné na: <http://www.financeauver.org/pdf_eng/200305vk.pdf>.

LUNÁK, J.: Banky a měnová politika v období transformace československé resp. české ekonomiky. *Finance a úvěr*, 1996, roč. 46, č. 3, s. 132 – 141.

MANDEL, M. – TOMŠÍK, V.: *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 1. vyd. Praha: Management Press, 2003, 287 s.

PAULÍK, T.: *Hospodářská politika*. 1.vyd. Frýdek Místek: Kleinwächter, 2002, 449 s.

POSPÍŠIL, J.: Měnová politika ČNB v roce 1994. *Finance a úvěr*, 1994, roč. 44, č. 4, s. 145 – 153.

PROCHÁZKA, P. – SOJKOVÁ, A.: Přípravy na zavedení eura: implikace pro Českou republiku. *Bankovníctví*, 2006, č. 1, s. 8 – 10.

REVENDA, Z.: *Centrální bankovníctví*. 2. vyd. Praha: Management Press, 2001, 782 s.

ROTOVÁ, H. – RIZIKY, L.: Měnová politika a měnový vývoj v prvním pololetí 1993. *Finance a úvěr*, 1993, roč. 43, č. 12, s. 600 – 609.

ROTOVÁ, H. – RIZIKY, L. – SYROVÁTKA, J.: Měnová politika a měnový vývoj v roce 1993. *Finance a úvěr*, 1994, roč. 44, č. 6, s. 304 – 314.

ROTOVÁ, H. – RIZIKY, L. – SYROVÁTKA, J.: Měnová politika a měnový vývoj v r. 1994. *Finance a úvěr*, 1995, roč. 45, č. 8, s. 449 – 458.

SLANÝ, A.: *Hospodářská politika*, 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 1999, 271 s.

ŠMÍDKOVÁ, K: Transmisní mechanismus měnové politiky na počátku 3. tisíciletí. *Finance a úvěr*, 2002, roč. 52, č. 5, s. 287 – 306.

ŠMÍDKOVÁ, K: How inflation targeters (can) deal with uncertainty. *Finance a úvěr*, 2005, roč. 55, č. 7 - 8, s. 316 – 332.

TOMŠÍK, V.: Problémy vývoje české ekonomiky v období 1993-1997. *Finance a úvěr*, 1999, roč. 49, č. 3 a 4, s. 157 – 168 a 202 – 210.

TŮMA, Z.: Transmisní mechanismy měnové politiky – přednáška pro VŠE v Praze. [on-line]. Praha: ČNB, 2001. Dostupné na:<http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/prednaska_vse.pdf>.

TŮMA, Z.: *Česká ekonomika a vstup do eurozóny*. [on-line]. ČNB, 2005. Dostupné na: <http://www.cnb.cz/cz/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/tuma_hnclub_bratislava_1005.pdf>.

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

VENCOVSKÝ, F.: *Vzestup a propady československé koruny – historie československých měnových poměrů 1918 – 1992*. 1. vyd. Praha: Oeconomica - Vysoká škola ekonomická v Praze, 2003, 248 s.

Vstup ČR do EU a centrální banka: [on-line]. Praha: ČNB. Dostupné na: <http://www.cnb.cz/cz/mezinarodni_vztahy/vstup_do_eu_a_cnb.html>.

Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou. [on-line]. Praha: ČNB, 2005. Dostupné na : <<http://www.cnb.cz/>>.

Výroční zprávy České národní banky 1995 – 2005. [on-line]. Praha: ČNB. Dostupné na : <http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy.html>.

Zprávy o inflaci 1998 – 2004. [on-line]. Praha: ČNB. Dostupné na: <http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/menova_politika/zpravy_o_inflaci/>.

Seznam schémat

Schéma 1: Konečné cíle monetární politiky	13
Schéma 2: Základní transmisní mechanismy měnové politiky	18
Schéma 3: Klasifikace nástrojů monetární politiky	24
Schéma 4: Nástroje měnové politiky SBČS v letech 1990 - 1992.....	40

Seznam tabulek

Tabulka 1: Možné vzájemné rozpory mezi cíli měnové politiky	15
Tabulka 2: Vybrané makroekonomické ukazatele, ČSFR	41
Tabulka 3: Vývoj vybraných makroekonomických ukazatelů v ČR 1993 -1996	52

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj klasifikovaných úvěrů v letech 1995 až 1997	49
Graf 2: Vývoj vybraných měnových nástrojů.....	54
Graf 3: Devizové rezervy České národní banky (k 31. 12.)	55
Graf 4: Vývoj peněžní zásoby a jejích složek	56
Graf 5: Inflační cíle a vývoj celkové inflace	64
Graf 6: Vývoj inflace v České republice a v zemích Evropské unie.....	67
Graf 7: Vývoj HDP, inflace a nezaměstnanosti.....	69
Graf 8: Vývoj hrubého domácího produktu	70
Graf 9: Prognóza inflace versus skutečnost	70

Seznam příloh

Příloha 1: Měnově politické nástroje ČNB – změny v jednotlivých letech.....	82
Příloha 2: Dva týdny, které otráslý českou ekonomikou (květen 1997)	90
Příloha 3: Maastrichtská konvergenční kritéria.....	92

Přílohová část

Příloha 1: Měnově politické nástroje ČNB – změny v jednotlivých letech¹³⁹

Změny v roce 1993

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelén a ČMZRB
1.1.	-	9,5	14,0	*)	-
1.2.	-			**))	-
10.6.	-	8,0			-
1.7.	-			***)	-
9.8.	-		12,5		-
17.12.	-		11,5		-
*) stav k 1.1.93	Pro všechny banky:		9 % z primárních vkladů na viděnou		
			3 % z termínovaných závazků vůči nebankovním klientům		
**) 1.2.1993	banky s rozsahem primárních závazků do 25 mld Kč		9 % z primárních vkladů na viděnou		
			3 % z termínovaných závazků vůči nebankovním klientům		
	banky s rozsahem primárních závazků nad 25 mld Kč		12 % z primárních vkladů na viděnou		
			4 % z termínovaných závazků vůči nebankovním klientům		
***) 1.7.1993	Pro všechny banky:		9 % z primárních vkladů na viděnou		

¹³⁹ http://www.cnb.cz/www.cnb.cz/cz/menova_politika/mp_nastroje

3 % z termínovaných závazků vůči nebankovním klientům

Změny v roce 1994

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)
Stav k				bank stavebních spořitelén a ČMZRB
8.4.	-		10,5	-
4.8.	-			****)
24.10.	-	8,5	11,0	-
2.12.	-		11,5	-
****)	4.8.1994	Pro všechny banky: 12 % z primárních vkladů na viděnou 3 % z termínovaných závazků vůči nebankovním klientům		

Změny v roce 1995

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)
Stav k				bank stavebních spořitelén a ČMZRB
26.6.	-	9,5	12,5	-
3.8.	-			8,5 x) 4,0
8.12.	11,30			
x)	od tohoto data již ze všech závazků			

Změny v roce 1996

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)
Stav k				bank stavebních spořitelen a ČMZRB
29.3.	11,50			
29.4.	11,60			
9.5.	11,80			
21.6.	12,40	10,5	14,0	
1.8.				11,5

Změny v roce 1997

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)
Stav				bank stavebních spořitelen a ČMZRB
8.5.				9,5
16.5.			50,0	
27.5.		13,0		
4.6.	39,00			
11.6.	29,00			
18.6.	25,00			
20.6.	22,00			
23.6.	20,00			
24.6.	18,50			
27.6.			23,0	
30.6.	18,20			
1.7.	17,90			
7.7.	17,00			
8.7.	16,50			
9.7.	16,20			
16.7.	16,00			
22.7.	15,70			
23.7.	15,40			
24.7.	15,20			

28.7.	14,90
1.8.	14,70
4.8.	14,50
31.10.	14,80
1.12.	18,50
2.12.	18,00
3.12.	17,50
4.12.	16,75
9.12.	15,50
10.12.	15,00
17.12.	14,75

Změny v roce 1998

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)
Stav k				bank stavebních spořitelén a ČMZRB
23.1.			19,0	
20.3.	15,00			
17.7.	14,50			
30.7.				7,5
14.8.	14,00	11,5	16,0	
25.9.	13,50			
27.10.	12,50	10,0	15,0	
13.11.	11,50			
4.12.	10,50			
23.12.	9,50	7,5	12,5	

Změny v roce 1999

(aktuálně platné sazby označeny * a **tučně**)

	2T repo	Diskontní	Lombardní	Povinné minimální rezervy z	
	sazba (%)	sazba (%)	sazba (%)	primárních vkladů (%)	
Stav				bank	stavebních spořitelén a
k					ČMZRB
18.1.	8,75				
28.1.				5,0	
29.1.	8,00				
12.3.	7,50	6,0	10,0		
9.4.	7,20				
4.5.	6,90				
25.6.	6,50				
30.7.	6,25				
3.9.	6,00	5,5	8,0		
5.10.	5,75				
7.10.				2,0 *	2,0 *
27.10.	5,50	5,0	7,5		
26.11.	5,25				

Změny v roce 2001

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)
Stav k				bank stavebních spořitelén a ČMZRB
23.2.	5,00	4,0	6,0	
27.7.	5,25	4,25	6,25	
30.11.	4,75	3,75	5,75	

Změny v roce 2002

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)
Stav k				bank stavebních spořitelén a ČMZRB
22.1.	4,50	3,50	5,50	
1.2.	4,25	3,25	5,25	
26.4.	3,75	2,75	4,75	
26.7.	3,00	2,00	4,00	
1.11.	2,75	1,75	3,75	

Změny v roce 2003

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)
Stav k				bank stavebních spořitelén a ČMZRB
31.1.	2,50	1,50	3,50	
26.6.	2,25	1,25	3,25	
1.8.	2,00	1,00	3,00	

Změny v roce 2004

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)
Stav k				bank stavebních spořitelén a ČMZRB
25.6.	2,25	1,25	3,25	
27.8.	2,50	1,50	3,50	

Změny v roce 2005

(aktuálně platné sazby označeny * **tučně**)

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)
Stav k				bank stavebních spořitelén a ČMZRB
28.1.	2,25	1,25	3,25	
1.4.	2,00	1,00	3,00	
29.4.	1,75	0,75	2,75	
31.10.	2,00 *	1,00 *	3,00 *	

Příloha 2: Dva týdny, které otřásly českou ekonomikou (květen 1997)¹⁴⁰

Čtvrtek, 15. května: Kurz se propadá 5% pod centrální paritu a ČNB poprvé intervenuje. Po intervenci kurz posiluje pouze na 3,4% v devalvačním pásmu. ČNB oznamuje, že zvýší repo sazbu, čímž se kurz vrací až ke třem procentům pod paritou. Poté však opět oslabuje na 3,7% devalvačního pásma vůči paritě koše marky a dolaru.

Pátek, 16. května: Spekulanti stupňují tlak. ČNB s okamžitou platností zvyšuje lombardní sazbu ze 14,5% na 50%. Okamžitě poté koruna na mezibankovním trhu zpevňuje o více než procento. Ministr průmyslu a obchodu navrhuje situaci řešit rezignací vlády.

Pondělí, 19. května: ČNB zvyšuje reposazbu na 45% a intervenuje na zahraničním devizovém trhu. Úroková míra roste na 38%, depozitní sazba na 35%. Před závěrem obchodování kotuje koruna na úrovních 30,7 k dolaru a 18,0 k marce.

Středa, 21. května: Pokračuje útok spekulantů na korunu. Mezibankovní úroková míra dosáhla v jednom okamžiku až 500%. Podle guvernéra ČNB není deficit obchodní bilance a běžného účtu platební bilance v dané fázi vývoje tuzemské ekonomiky nezdravý, jde pouze o jeho míru.

Čtvrtek, 22. května: Kurz koruny klesá na 6,4% pod centrální úroveň. ČNB nařizuje bankám, aby neposkytovaly cizincům krátkodobé úvěry v korunách. Koruna se stává obětí spekulací i u domácích firem. Lidé mění své vklady do zahraničních měn. ČNB ztrácí podle

¹⁴⁰ Klaus – Kočárník – Dyba a kol. (2000)

odhadů jenom tento den půl miliardy dolarů rezerv. Tiskový mluvčí ČNB vylučuje, že by banka v nejbližší době přijala opatření k devalvaci měny.

Pátek, 23. května: Koruna je 5% pod centrální paritou. Intervence ČNB a růst reposazby na 75% vede k mírnému zhodnocení. Lidé čekají fronty v obchodních bankách, které nemají dostatek zahraničních měn.

Pondělí, 26. května: ČNB mění systém pevného kurzu na systém řízeného floatingu. Kurz koruny se dostává na hodnotu 2,7% pod původní centrální paritu. Kurz koruny k marce končí na 18,05 Kč/DEM a k dolaru na 30,51 Kč/USD.

Úterý, 27. května: V průběhu dne koruna ostře poklesla na 19,40 Kč/DEM. Předsedové koaličních stran připravují stabilizační a ozdravný program ekonomiky.

Středa, 28. května: Koruna se stabilizovala. Vláda představuje tzv. „druhý balíček“, který představuje rozpočtové restrikce okolo 18 mld. Kč (což představovalo 2,7% HDP).

Čtvrtek, 29. května: Kurz koruny se ustavil na úrovni 18,85Kč/DEM a 32 Kč/USD, čímž se vrací na hranici bývalého fluktuačního pásma. Ekonomové kritizují ČNB za drahé intervence (ztráta 3 mld. USD, což bylo 92 mld. Kč, které představovaly 1/5 tehdejšího státního rozpočtu).

Příloha 3: Maastrichtská konvergenční kritéria

- 1. Kritérium cenové stability** znamená, že členský stát vykazuje dlouhodobě udržitelnou cenovou stabilitu a průměrnou míru inflace, sledovanou během jednoho roku před šetřením, která nepřekračuje o více než 1,5% míry inflace těch – nanejvýše tří - členských států, které dosáhly nejlepších výsledků v oblasti cenové stability. Inflace se měří pomocí indexu spotřebitelských cen na srovnatelném základě (HICP), který bere v úvahu rozdílnosti v národních definicích.
- 2. Kritérium dlouhodobých úrokových sazeb** znamená, že v průběhu jednoho roku před šetřením průměrná dlouhodobá nominální úroková sazba členského státu nepřekračovala o více než 2% úrokovou sazbu těch – nanejvýše tří – členských států, které dosáhly nejlepších výsledků v oblasti cenové stability. Úrokové sazby se zjišťují na základě dlouhodobých státních dluhopisů, nebo srovnatelných cenných papírů, s přihlédnutím k rozdílným definicím v jednotlivých členských státech.
- 3. Kritérium veřejného deficitu** znamená, že poměr plánovaného nebo skutečného schodku veřejných financí k hrubému domácímu produktu v tržních cenách nepřekročí 3%, kromě případů, kdy:
 - buď poměr podstatně klesl, nebo se neustále snižoval, až dosáhl úrovně, která se blíží referenční hodnotě,
 - anebo překročení nad referenční hodnotu bylo pouze výjimečné a dočasné a poměr zůstává blízko k referenční hodnotě. Veřejný deficit znamená deficit, vztahující se k ústřední vládě včetně regionálních a místních úřadů a fondů

sociálního zabezpečení, s výjimkou komerčních operací, definovaných v Evropském systému makroekonomických účtů.

4. **Kritérium hrubého veřejného dluhu** znamená, že poměr veřejného vládního dluhu v tržních cenách k hrubému domácímu produktu nepřekročí 60%, kromě případů, kdy se poměr dostatečně snižuje a blíží se uspokojivým tempem k referenční hodnotě. Veřejný dluh znamená hrubý úhrn dluhů v nominálních hodnotách na konci roku, konsolidovaných uvnitř a mezi jednotlivými odvětvími státního sektoru.
5. **Kritérium stability kurzu měny a účasti v ERM** znamená, že členských stát dodržoval normální rozpětí, která jsou stanovena mechanismem směnných kurzů Evropského měnového systému, bez značného napětí během alespoň dvou posledních let před šetřením. Zejména v tomto období nedevalvoval bilaterální směnný kurz své měny vůči měně kteréhokoliv jiného členského státu (po zavedení eura vůči euru) z vlastní iniciativy.
6. **Konvergence v legislativní oblasti** obsahuje podmínku nezávislosti centrálních bank včetně zákazu financování veřejných institucí ze zdrojů centrálních bank a zákaz zvýhodněného přístupu ke zdrojům úvěrových institucí (dle Smlouvy o založení ES).

Pramen: www.cnb.cz/cz/mezinarodni_vztahy/vstup_do_eu_a_cnb.html