

## ESF2

Už v minulé lekci jsme říkali, že jedním z hlavních úkolů České národní banky je péče o zdravý měnový vývoj a uskutečňování měnové politiky.

Ukládá jí to dokonce ústava, která říká, že v podmínkách ČR je péče o cenovou stabilitu úkolem České národní banky a následně zákon č.6/1993 Sb., o ČNB, vysvětluje, že je tím myšleno především dosažení a udržení cenové stability, tj. vytváření nízkoinflačního prostředí v ekonomice, tedy vytváření podmínek pro udržitelný hospodářský růst. K inflaci se ještě dostaneme, zatím zůstaňme u měnové politiky. Existují dva základní druhy:

Expanzivní, tedy zvyšování nabídky peněz v ekonomice a její opak, restriktivní snižující nabídku.

Pro to, aby česká centrální banka plnila stanovený cíl má dva druhy nástrojů: přímé a nepřímé.

Přímé využívá spíše omezeně, jsou zaměřeny konkrétně. Patří k nim třeba

- pravidla likvidity – stanovení závazné struktury pasiv a aktiv komerčním bankám,
- nastavení úvěrových stropů (limity, kontingenty), tedy kolik smí banka poskytnout úvěrů určitým segmentům trhu
- nastavení limitů úrokových sazeb – stanovení maximálních úrokových sazeb z úvěrů a maximálních nebo minimálních úrokových sazeb z vkladů,
- specifikace povinných vkladů – pozor, nezaměňujeme s povinnými minimálními rezervami a k dispozici má i nejrůznější
- doporučení, výzvy, dohody – jsou sice nezávazné, přesto ale účinné, protože komerční banky většinou respektují přání či výzvy centrální banky

Naopak prakticky neustále provádí centrální banka řadu nepřímých operací. Mezi hlavními jsou:

- [Operace na volném trhu](#)
- [Automatické facility](#)
- [Dodávací repo operace](#)
- [Povinné minimální rezervy](#)
- [Devizové intervence](#)

Cílem operací na volném trhu je usměrňovat vývoj úrokových sazeb v ekonomice. Operace na volném trhu jsou většinou prováděny ve formě repo operací, které především k odčerpávání likvidity. Jde především o REPO OPERACE = stažení likvidity (peněz) od komerčních bank výměnou za cenné papíry, jejichž základní doba splatnosti je 14 dní. Po této době ČNB vykupuje tato aktiva zpět a cenu navýší o smluvený úrok – REPO SAZBU.

Mezi automatické facility patří především diskontní facilitata – ta poskytuje bankám možnost uložit přes noc u ČNB bez zajištění svou přebytečnou likviditu. Depozita jsou úročena diskontní sazbou. Další variantou je potom nepříliš marginální zápůjční facilitata poskytuje bankám, které mají s ČNB

uzavřenou rámcovou repo smlouvu, možnost vypůjčit si přes noc od ČNB formou repo operace likviditu. Finanční prostředky v rámci této facility jsou úročeny lombardní sazbou.

Zastavme se ale u těchto velmi důležitých sazeb. Diskontní úroková sazba je vlastně úrok, za který si komerční banky ukládají u ČNB své volné peníze (nad rámec repo operací). Jde o významný nástroj ovlivňující míru inflace. Lombardní úroková sazba je úrok, za který si komerční banky půjčují peníze od ČNB. Tento úvěr zajišťují cennými papíry. Lombardní sazba bývá obvykle vyšší než dvoutýdenní repo sazba. Jde o nástroj s jehož pomocí Centrální banka může regulovat oběh peněz. Zvýšením lombardní sazby se peníze zdraží a banky si půjčují méně.

Mezi další nepřímé nástroje patří i povinné minimální rezervy. Jde povinně vytvářené vklady komerčních bank u centrální banky.

Pojďme se teď podívat na to, jak to celé vlastně funguje. Odborně se tomu říká transmisní mechanismus. Centrální banky mohou díky němu ovlivňovat očekávání trhu ohledně budoucího vývoje úrokových sazeb a sklonu výnosové křivky. Hlavním nástrojem jsou v tomto případě krátkodobé úrokové sazby.

Existují dva základní přístupy.

Keynesiánský, který je založen na ovlivňování úrokové míry a monetaristický, který klade na první místo ovlivňování peněžní zásoby

Možná jsou ale kombinace obou přístupů:

- v době inflačních tlaků se používá spíše kontrola nabídky peněz
- v době recese se používá spíše keynesovská doporučení (snižování úrokové sazby).

V době krize využívají centrální banky transmisních mechanismů zejména s důrazem na udržování finanční stability – dochází k propojení měnové politiky a finanční stability za pomoci řady původně mimořádných nástrojů

Je to zpravidla provázeno poklesem účinnosti úrokových sazeb centrální banky, které na to mohou reagovat dočasným poskytnutím volné finanční likvidity bankám prostřednictvím dlouhodobých půjček od centrální banky. Mezi další nástroje patří třeba kvantitativní uvolňování, ovlivňování prostřednictvím výslovného závazku centrální banky, nebo uvolňování měnových podmínek prostřednictvím oslabení devizového kurzu.

Keynesiánský transmisní mechanismus se silně zaměřuje na politiku zaměstnanosti. Zdůrazňuje roli úrokové míry, která jako zprostředkující cíl monetární politiky následně ovlivňuje produkt a zaměstnanost. Ovlivňuje míru vládních výdajů závislých na výši úrokové sazby, což se projeví ve zvýšení agregátní poptávky, která vyvolá růst produktu a snížení míry nezaměstnanosti.

Funguje tak, že snížení úrokových sazeb (rozhodnutím centrální banky nebo zvýšením peněžní zásoby) vyvolá zvýšení spotřebních, investičních, popř. vládních výdajů závislých na výši úrokové sazby, což se projeví ve zvýšení agregátní poptávky, která vyvolá růst domácího produktu.

Oproti tomu monetaristický transmisní mechanismus pochybuje o vlivu monetární politiky na reálný produkt a zaměstnanost, které jsou podle monetaristů utvářeny trhem a dlouhodobě se přibližují svým optimálním hodnotám. V monetaristické koncepci nehraje úroková míra tak důležitou roli a nabídka peněz by se měla vyvíjet v souladu s vývojem reálného produktu, tak aby byla stabilní

cenová hladina. Tedy pokud roste ekonomika, měla by se odpovídajícím způsobem i zvyšovat nabídka peněz

Obojí zároveň bohužel dělat nejde. Centrální banka může buď kontrolovat peněžní zásobu, nebo úrokovou míru, tj. nemůže zároveň řídit obojí, tento fakt se označuje jako dilema centrální banky.

Někdy ale nefunguje ani jedno. Může se stát, že monetární zásahy národní banky do ekonomiky nestačí na zvrát ekonomické krize celého systému. Centrální banka ve snaze ekonomiku rozhýbat „zlevňuje“ peníze na minimum, ale ani to stále nestačí na zvrát a opětovný růst ekonomiky. Tuto situaci nazýváme pastí likvidity. Znamená to, že monetární politika je neúčinná a ekonomické subjekty spekulují na další pokles (neinvestují a jen drží likviditu).

V té chvíli, ale nejen tehdy, nasazují centrální banky mimořádné nástroje. Už jsme zmínili kvantitativní uvolňování, které poprvé velmi významně ovlivnilo ekonomiku ve vztahu k řešení finanční krize v roce 2008. Splasknutí ‚realitní bubliny‘ vyvolalo řetězovou reakci s negativními dopady na finanční sektor (zhoršení schopnosti splácení úvěrů a následné ztráty finančního sektoru) a díky následnému ochromení úvěrového kanálu (credit crunch) i na reálnou ekonomiku. Centrální banky ve vyspělých zemích uvolňovaly měnové podmínky prostřednictvím agresivního snižování svých měnově-politických úrokových sazeb (blízko) k nule. Při nulových úrokových sazbách vyčerpaly centrální banky možnosti tohoto nástroje. Centrální banky proto začaly nakupovat finanční aktiva od komerčních bank a dalších finančních institucí. Zvyšují tak cenu těchto finančních aktiv. Snižují jejich výnos a současně zvyšují nabídku peněz. Kvantitativní uvolňování se tak od pádu banky Lehman Brothers stalo součástí měnové politiky jak Fedu tak Evropské centrální banky.

Zatímco v případě kvantitativního uvolňování finanční instituce prodávají centrální bance své cenné papíry, bondy a peníze jsou substitutem (objem likvidity se zvyšuje,), tedy nedochází k reálnému „tištění peněz“, něco jiného je helicoptering, tedy „peníze z vrtulníku“. V tomto případě jde o snahu o transfer peněz ze strany státu přímo obyvatelům. Jde o kombinaci expanzivní fiskální a monetární politiky, kdy jsou vládní transfery financovány nově vytvořenými penězi.

Ještě než přejdeme na problematiku kurzové politiky, podívejme se na dva pojmy, které s objemem peněz v ekonomice přímo souvisí. Jde o inflaci a deflaci. Význam těchto pojmů známe z makroekonomie, nyní je ale čas si říct, proč je z pohledu ekonomů deflace nebezpečnější, než inflace – pozor, nemluvíme o pádivé, či hyperinflaci.

V případě deflace, tedy poklesu cenové hladiny v ekonomice dochází jednak k růstu reálné dluhové zátěže, což si můžeme představit třeba na hypotéce: domácnosti splácejí nemovitostní úvěry, jejichž hodnota se nominálně nemění, nicméně samotná cena nemovitosti se snižuje, a to při rostoucím riziku klesajících mezd a celkových příjmů. Hrozí tak roztočení deflačně-recesní spirály. To znamená, že v očekávání poklesu cen řada podniků či domácností odkládá své nákupy na pozdější dobu, tím chybí poptávka, tedy není potřeba tolik vyrábět, v důsledku toho firmy propouštějí, snižují se příjmy domácností i zisky podniků, a to vše tlačí na další pokles cen.

V souvislosti s úkoly centrálních bank se pojdme ještě podívat na kurzovou politiku. Její úlohou je mimo jiné zajistit vztah mezi národní měnou a měnami používanými v jiných státech. Každá měna otevřené ekonomiky (ekonomiky, která obchoduje se zahraničím) ale již svou existencí vstupuje do mezinárodního měnového systému. Pojdme si vysvětlit dva pojmy: devizy jsou peníze cizí země, tedy zúčtovatelná („cizí“) měna, valuta je platidlo (z italského *to co platí*), to znamená peněžní prostředky v hotovosti.

A než si řekneme, jaké má centrální banka možnosti, podívejme se na to, co vlastně měnové kurzy znamenají.

Rozeznáváme:

Nominální měnový kurz = cena jedné měny vyjádřená v jiné měně

Reálný měnový kurz, který vyjadřuje poměr množství zboží, která lze koupit za obě měnové jednotky při určitém nominálním kursu, a

Efektivní měnový kurz, jenž představuje takový kurz, do kterého jsou váženým poměrem zaneseny měny všech obchodních partnerů dané země.

A co tedy může centrální banka s kurzem dělat? Má na výběr z několika možností. Může stanovit:

1) Fixní kurz s flukтуаčním pásmem, kdy jej zafixuje do základního stavu (centrální parity) a může posilovat či oslabovat v rámci daného pásma

2) Režim zavěšení ve kterém je kurz zafixován do centrální parity a centrální banka v pravidelných intervalech intervenuje ve prospěch či neprospěch národní měny. Zavěšení může být posuvné či korigované. Rozdíl mezi posuvným a korigovaným zavěšením spočívá v periodicitě korekci (intervencí) vůči národní měně.

3) Řízený plovoucí kurz

centrální banka dává větší prostor devizovému trhu (volnému obchodu s měnami) a zasahuje do kurzu pouze v případě nadměrné volatility měny

nebo se úplně vzdává práva na intervence a potom jde o 4) Nezávislý plovoucí kurz

Poslední dva pojmy, na které se v rámci této lekce podíváme jsou kurzové zajištění firem, kdy se společnosti snaží snížit riziko, že změna měnového kurzu negativně ovlivní konkurenční postavení firmy na příslušných trzích, a tím znemožní naplnění původních finančních plánů podniku. Jde o obchod s nulovým součtem, tedy pozor, náklady na kurzové zajištění souvisí například s hedgingem či vedením dvojího účetnictví, nákladem nejsou případné ztráty, které z něj vychází.

Druhým, pro změnu makroekonomickým pojmem, jsou měnové války. V dobách ekonomické expanze dává mnoho zemí přednost silné měně. Silnější měna umožňuje občanům více nakupovat a vést kvalitnější způsob života. Silnější měna pomáhá rovněž udržet inflaci pod kontrolou. Pokud se ale ekonomika dostane do problémů, mají země často tendenci měnu oslabit. V té chvíli jsou totiž její vývozy jsou levnější a exportéři mohou země prodávat více výrobků do zahraničí. Taková situace může podporovat tvorbu pracovních míst. Pokud ale zasahují způsobem, kterým danou měnu uměle znehodnocují (tzv. intervenují), může jít o takzvanou měnovou válku.