



Devizové intervence centrální banky

POT do předmětu MKF_MEFI Mezinárodní finance

Mgr. Pavel Mises (172770)

Brno 27. listopadu 2016

Obsah

Obsah	2
Úvod	3
Úloha centrální banky v České republice	3
Nástroje centrální banky	4
Stanovování úrokových sazeb	5
Bankovní regulace	6
Operace na finančním trhu	6
Úspěšnost devizové intervence ČNB	7
Závěr	8
Seznam použité literatury	10

Úvod

Devizová intervence, pomocí níž 7. listopadu 2013 Česká národní banka (dále jen ČNB) ukončila volně plovoucí kurz české koruny, byla pro mnohé překvapivým krokem. Celých předchozích 11 let kurz koruny reagoval na poptávku a nabídku po jiných měnách, přičemž poptávka po koruně byla dlouhodobě výrazná — slovy ekonoma Pavla Kohouta, který zkoumal období mezi květnem 2000 a 2010: „*Ať otáčíme glóblem na všechny strany, ať zkoumáme měny všech možných blízkých i exotických ekonomik, nikde na světě nenajdeme měnu, která by v období posledních deseti let byla silnější než česká koruna.*“¹ Navázáním na euro tak byla koruna oslabena a její apreciační trend potlačen.

Proč ČNB přistoupila k devizové intervenci? Bylo toto opatření opravdu nutné? Co z něj plyne? Cílem této práce je analyzovat rozhodnutí ČNB přistoupit k intervenci, na základě této analýzy postup ČNB zhodnotit a případně nabídnout lepší alternativu.

Úloha centrální banky v České republice

Abychom vůbec mohli zhodnotit postup ČNB, musíme se nejprve podívat na její úlohu v českém bankovním systému. V České republice máme zaveden dvoustupňový bankovní systém, v němž centrální banka reprezentována právě ČNB zabezpečuje makroekonomické funkce, přičemž ekonomické funkce jsou doménou sítě komerčních bank.² Ústava tuto roli definuje takto: „*Česká národní banka je ústřední bankou státu. Hlavním cílem její činnosti je péče o cenovou stabilitu; do její činnosti lze zasahovat pouze na základě zákona.*“³ Konkrétní kroky, které ČNB učiní, rozhoduje (politicky nezávislá) bankovní rada jmenovaná českým prezidentem, v jejímž čele stojí guvernér a dva viceguvernéři. Ta dlouhodobě pod pojmem „cenová stabilita“ rozumí cílení na nízkou míru inflace okolo dvou procent.

Výběr této hodnoty bývá někdy kritizován jako arbitrární. Kupříkladu bývalý český prezident Václav Klaus o inflačním cíli ČNB napsal: „*Argumentace vedení ČNB (nebo snad jen většiny z tohoto vedení) byla primárně založena na tom, že si ČNB zvolila inflační cíl ve výši 2 % a že jsme jim tento cíl my, to jest subjekty české ekonomiky, svým ekonomickým chováním neumožňovali splnit. Je třeba říci, že to byl jejich cíl, nikoli náš. Ve svém každodenním rozhodování v roli výrobců, spotřebitelů (ale i spořitelů), investorů,*

¹ KOHOUT, Pavel. Investiční strategie pro třetí tisíciletí, str. 235.

² REVENDA, Zbyněk. Peněžní ekonomie a bankovníctví, str. 119.

³ ČESKÁ REPUBLIKA. Ústava České republiky, čl. 98, odst. 1.

vývozců a dovozců my žádný inflační cíl nemáme. [...] Mne navíc zaujala ona dvě procenta. Proč zrovna toto číslo? Proč ne 1 %, nebo 3 % nebo jakákoli jiná hodnota? V každém případě je to znehodnocování peněz. Zaujalo mne to i proto, že jsme se v posledních letech se stejným číslem setkávali i v úplně jiném kontextu a měli jsme pocit stejné svévolnosti a stejného voluntarismu těch, kteří také hodnotu 2 propagovali. [...] Je to absence pokory, je to ambice nás všechny řídit, je to hraní si na demiurgy našich osudů. Domysleli to naši členové Bankovní rady (dodávám, že mnou osobně vybraní a jmenovaní)?“⁴

Proč zrovna dvě procenta? To vysvětluje viceguvernér ČNB Mojmir Hampl: „Inflační cíl ve výši 2 % je na cestě ke stabilně nízké inflaci v naší zemi do značné míry konečnou stanicí. Dosáhli jsme dávno před mnoha srovnatelnými zeměmi hodnot inflace, které jsou považovány standardně ve světě za cenovou stabilitu, a je obtížné představit si, kam jít dál. Byla by lepší nula jako cíl? [...] Už jen na to, aby se inflace poblíž nuly v dalších čtvrtletích udržela a neklesala do záporných hodnot, by bylo potřeba dalšího uvolnění měnových podmínek! A protože bychom s nulovým cílem inflace začínali z nižších výchozích úrovní nominálních úrokových sazeb, prostor pro jejich snižování by se vyčerpal již dávno, takže bychom v režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky byli dokonce o hodně dřív. [...] Běžné pravidelné měření inflace na bázi výběrového indexu spotřebitelských cen s konstantními stálými vahami skutečnou inflaci nadhodnocuje. [...] Je to nutná daň za to, že data o inflaci můžeme vůbec rozumně měřit na pravidelné měsíční bázi a máme je k dispozici s malým zpožděním. Zkrátka, inflace i nad nulou z těchto důvodů znamená, že v průměru spotřebitel neztratil kupní sílu tolik, kolik inflační číslo naznačuje. Zhruba dvouprocentní inflace, která má okolo sebe nějaký toleranční interval (u nás +/- 1 procentní bod), je tedy uznaná definice cenové stability. Je to taková inflace, kterou nikdo ‚neřeší‘ a v běžném životě si jí nevšimá.“⁵

ČNB tedy klade rovnítko mezi cenovou stabilitu a nízkou inflaci. Toto není ojedinělé pojetí, například Evropská centrální banka rovněž cílí na míru inflace v blízkosti dvou procent.⁶ Jakými prostředky tohoto cíle může centrální banka dosahovat?

Nástroje centrální banky

Centrální banka může cílit na požadovanou míru inflace pomocí několika nástrojů. Lze je zařadit zhruba do tří skupin. Některé možnosti jsou využívány často, jiné sporadicky.

⁴ KLAUS, Václav. Existuje magické číslo 2?

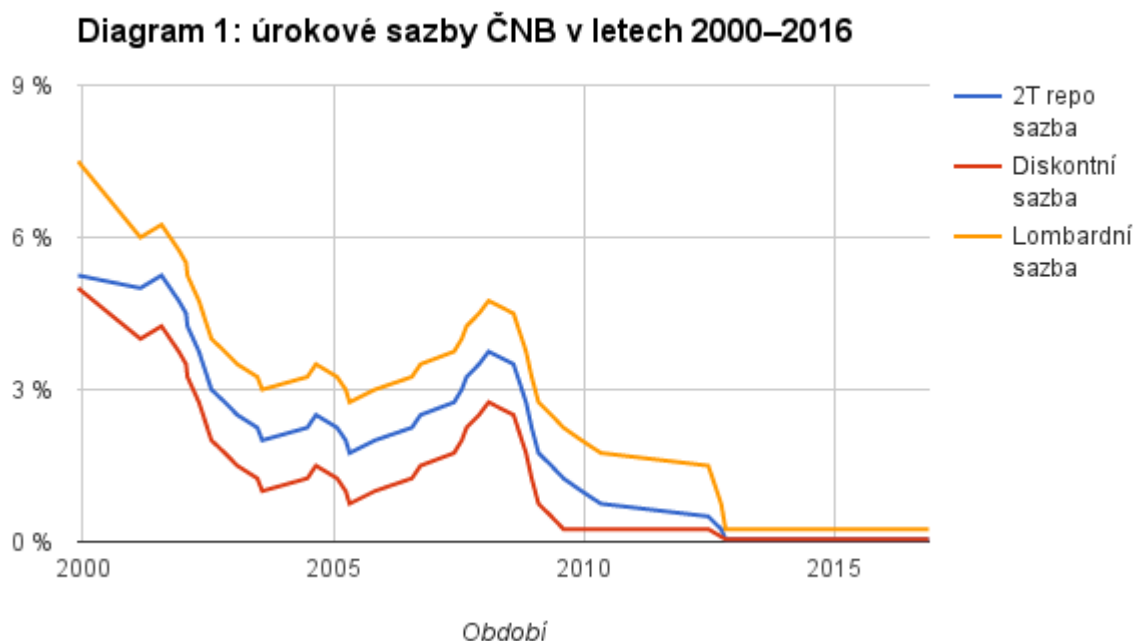
⁵ HAMPL, Mojmir. Měnová politika v časech měnového populismu.

⁶ EUROPEAN CENTRAL BANK. The ECB's monetary policy strategy.

Bez ohledu na zvolený postup však nikdy nebude výsledný růst cen přesně podle plánů, centrální banka se může pouze pokusit přiblížit k vytyčenému cíli. To je dáno jednak nepřesnostmi při měření inflace, jednak nemožností předvídat vývoj ekonomiky. Takové podmínky samozřejmě platí pouze pro tržní (a smíšené) ekonomiky; centrálně plánované hospodářství je úplně jiný případ.

Stanovování úrokových sazeb

Asi nejčastěji využívaným nástrojem jsou různé sazby úroků, za něž si nechávají obchodní banky u banky centrální ukládat přebytečnou likviditu či si naopak od banky půjčují (se zástavou cenných papírů) na úvěr. ČNB stanovuje tři různé sazby, jejichž výše ovlivňuje cenu peněz a tím pádem i inflaci. Jak můžeme vidět na diagramu 1, od roku 2012 se drží úrokové sazby na spodní hranici, konkrétně diskontní a 2T repo sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %.⁷



Zápornou úrokovou sazbu můžeme pominout jako experiment, jehož nutnou podmínkou je zákonná vynutitelnost pod hrozbou sankce.⁸ Musíme však zároveň uvést, že banky ve Švédsku, Dánsku a Švýcarsku⁹ a také v Japonsku¹⁰ se touto cestou vydaly.

⁷ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Měnověpolitické nástroje. (Data nacházející se na této webové stránce jsou podkladem diagramu 1.)

⁸ STROUKAL, Dominik. Pod nulou: Ekonomie záporné úrokové míry, str. 32.

⁹ MOODY'S: Negative interest rates in Switzerland, Denmark, Sweden are having unintended consequences, with Sweden most at risk of asset bubble.

Pokud se ČNB tehdy nechtěla vypravit do neznámých vod, musela se smířit s tím, že úrokové sazby jsou na historickém minimu a ovlivnění inflace pomocí dalšího snižování úrokových sazeb, aby zůstaly zároveň kladné, by tak nebylo účinné.

Bankovní regulace

ČNB je rovněž dohlížitel nad finančními institucemi v České republice, což jí dává možnost regulovat obchodní banky. Na inflaci má vliv zejména předepsání povinných minimálních rezerv, které vyjadřují nejmenší přípustnou likviditu banky. Dají se definovat jako povinně vytvářené pohledávky u centrální banky, jež obchodní banka zpravidla nemůže použít.¹¹ Povinné minimální rezervy se od roku 1999 nacházejí na velice nízké úrovni 2 %, ¹² není proto velký prostor pro jejich snižování a jsou v takovém případě pro cílování inflace nevhodné.

Operace na finančním trhu

Poslední kategorií nástrojů, pomocí nichž může ČNB měnit míru inflace, jsou obchody s finančními aktivy, aby došlo k navýšení či snížení množství peněz v oběhu. Jeden z přístupů, který využil například americký Federální rezervní systém jako reakci na hypoteční krizi z roku 2008, se nazývá kvantitativní uvolňování a funguje na principu nákupu dlouhodobých dluhopisů firem centrální bankou, aby došlo ke změně nabídky na trhu dluhopisů z hlediska jejich data splatnosti.¹³ To vede ke zvýšení peněžní zásoby. Proč se ČNB nevydala touto cestou vysvětloval ještě před spuštěním devizové intervence tehdejší guvernér ČNB Miroslav Singer: *„My bychom kvantitativním uvolňováním posilovali likviditu už tak dostatečně likvidního trhu. Jediné, co bychom tím asi způsobovali jako každý, kdo to dělá – vybírali bychom vítěze a poražené. Protože nákupy aktiv nebo půjčování na další pořízení aktiv nejsou neutrální operace. Vždy jedny zvýhodní vůči druhým. To nakonec kurz dělá také – zvýhodňuje exportéry vůči importérům, ale on je u nás účinnější, takže nemusí být aplikován v takové míře, jako by musel být aplikován jiný nástroj. Nevím ale, proč bychom dělali něco podobného s méně účinným nástrojem, když v konečném důsledku onen druhý efekt – posílení likvidity, nám v Česku nic nepřinese. Finanční trh je likvidní a stabilní, banky by radši půjčovaly víc než méně.“*¹⁴

¹⁰ BANK OF JAPAN. Introduction of "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate".

¹¹ ŽÁK, Milan a kolektiv. Velká ekonomická encyklopedie, str. 553.

¹² ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Měnověpolitické nástroje.

¹³ SEDMERA, Roman. Kvantitativní uvolňování a jeho dopady, str. 15.

¹⁴ SINGER, Miroslav. Kurz koruny je nevyčerpatelný nástroj, může být slabší a slabší.

V situaci, kdy jsou úrokové sazby blízké nule, tak ČNB zbyl jediný nástroj, pomocí něhož by mohla udržovat dvouprocentní míru inflace. Tím nástrojem je devizová intervence, jež spočívá v nákupu či prodeji deviz centrální bankou na devizovém trhu, aby se snížila či zvýšila peněžní zásoba.¹⁵ ČNB se tedy rozhodla vydat tímto směrem.

Úspěšnost devizové intervence ČNB

K vybranému nástroji je nutné zvolit vhodné parametry. ČNB pro její devizovou intervenci stanovila navázání na euro v kurzu alespoň 27 Kč za 1 euro.¹⁶ V režimu devizové intervence ČNB automaticky nakupuje devizy a snižuje tak kupní sílu koruny v případě, že česká koruna začne apreciovat pod výše zmíněnou hodnotu. Může tak činit v podstatě donekonečna.

Jak můžeme vidět z diagramu 2, tento závazek byl po celou dobu jeho trvání úspěšně naplňován.¹⁷



Rozdíl v ceně za 1 euro byl před začátkem intervence a těsně po něm zhruba 1 Kč, což znamená snížení kupní síly české koruny o cca 4 %. Z této devalvace profitovali zejména čeští exportéři.¹⁸

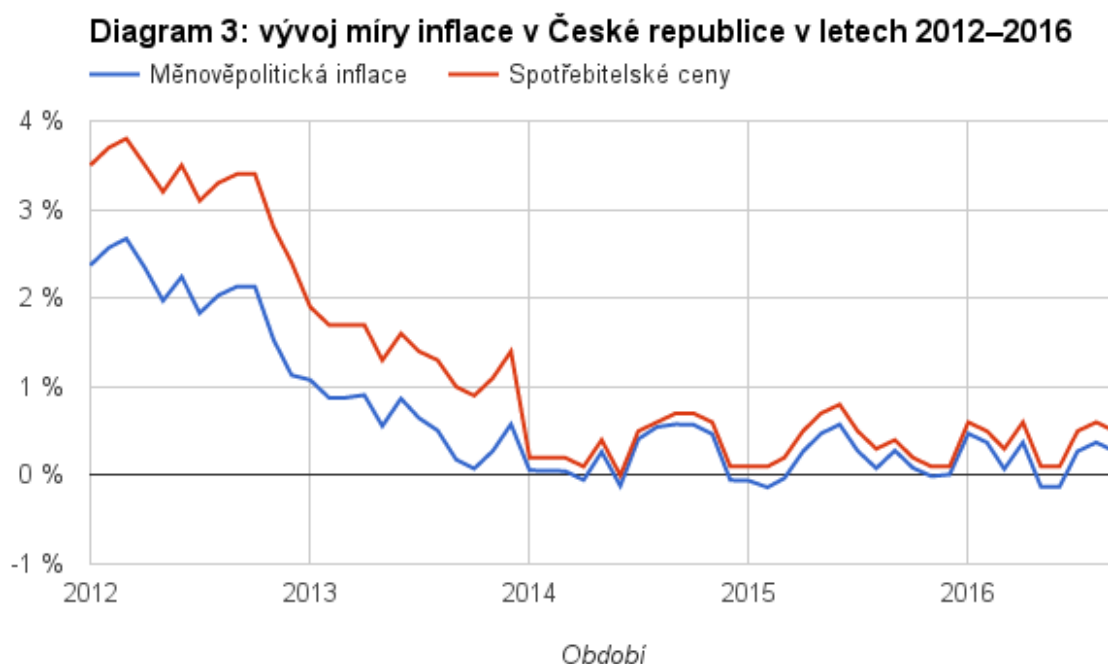
¹⁵ DURČÁKOVÁ, Jaroslava a Martin MANDEL. Mezinárodní finance, str. 374–376.

¹⁶ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Měnový kurz jako nástroj měnové politiky – nejčastější otázky a odpovědi.

¹⁷ Na diagramu 2 jsou vyobrazena data z ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Vybrané devizové kurzy.

¹⁸ ČTK. Exportéři si pochvalují intervence. Přinesly jim 580 miliard.

Jak je patrné z diagramu 3, devizová intervence byla zavedena v době, kdy míra inflace odvozená ze spotřebitelských cen poprvé klesla pod hranici 1 %.¹⁹ To odpovídá cílování dvouprocentní míry inflace s tolerancí ± 1 procentní bod.



Dále je patrné, že se nedařilo od roku 2014 této cílové hodnoty dosahovat. To vysvětluje aktuální vydání zprávy o inflaci ČNB neočekávanými zahraničními vlivy.²⁰

Závěr

Rozhodnutí ČNB spustit devizovou intervenci bylo v určitém ohledu logickým krokem a dává v případě cílení na dvouprocentní míru inflace „za každou cenu“ svůj smysl. Tehdejšímu guvernérovi ČNB Miroslavu Singerovi dokonce udělil magazín *The Banker* za tento krok prestižní ocenění Guvernér centrální banky v Evropě pro rok 2014.²¹ Přestože se však ČNB držela svého intervenčního závazku, inflačního cíle dosaženo nebylo. Bankovní rada ČNB uvažuje o setrvání v režimu devizové intervence nejméně do roku 2017.²²

Protože široká veřejnost bedlivě sleduje kurzy měn na devizovém trhu, pocítila intenzivněji devizovou intervenci než jiné finanční manipulace, a pravděpodobně proto byla její odezva

¹⁹ Na diagramu 3 jsou vyobrazena data z ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Zpráva o inflaci – IV/2016 – tabulky a grafy z textu.

²⁰ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Zpráva o inflaci – IV/2016, str. 26–27.

²¹ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Guvernér Singer oceněn magazínem *The Banker*.

²² ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Měnový kurz jako nástroj měnové politiky – nejčastější otázky a odpovědi.

na intervenci tak silná. Kritizovat ČNB pouze za devizovou intervenci, aniž by byla zpochybněna samotná podstata této státní instituce, je přinejmenším neprozíravé. Už z podstaty fungování centrální banky bude docházet k narušování střetu poptávky po penězích a jejich nabídce. Požadavek na cenovou stabilitu, který legitimizuje existenci ČNB, je v protikladu s tržními procesy v měnící se ekonomice.²³ Jediným skutečným řešením je přejít na systém svobodného bankovníctví.²⁴²⁵²⁶ Závěrečné doporučení dobře vystihuje parafráze slov klasika: *ceterum censeo ČNB esse delendam*.

²³ MISES, Ludwig von. Lidské jednání: pojednání o ekonomii, str. 376–379.

²⁴ Ibid, str. 397–400 a 402–403.

²⁵ FRIEDMAN, Milton. Do We Need Central Banks?

²⁶ HAYEK, Friedrich August. Soukromé peníze: potřebujeme centrální banku?, str. 171–175.

Seznam použité literatury

- BANK OF JAPAN. Introduction of "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate". *Bank of Japan* [online]. 2016 [cit. 2016-11-25]. Dostupné z: http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2016/k160129a.pdf
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Guvernér Singer oceněn magazínem The Banker. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-11-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2014/2014010_3_gu_verner_singer_ocenen_magazinem_the_banker.html
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-11-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Měnový kurz jako nástroj měnové politiky – nejčastější otázky a odpovědi. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-11-27]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Vybrané devizové kurzy. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-11-27]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/vybra_ne_f orm.jsp
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Zpráva o inflaci – IV/2016. *Česká národní banka* [online]. 2016 [cit. 2016-11-27]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www_cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_IV/download/zoi_IV_2016.pdf
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Zpráva o inflaci – IV/2016 – tabulky a grafy z textu. *Česká národní banka* [online]. 2016 [cit. 2016-11-27]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_IV/zoi_20_16_IV_grafy.html
- ČESKÁ REPUBLIKA. Ústava České republiky. In *Sbírka zákonů*. 1. 1. 1992.
- ČTK. Exportéři si pochvalují intervence. Přinesly jim 580 miliard. *EURO* [online]. [cit. 2016-11-27]. Dostupné z: <http://www.euro.cz/byznys/exporteri-si-pochvaluji-intervence-prinesly-jim-580-miliar d-1307889>
- DURČÁKOVÁ, Jaroslava a Martin MANDEL. *Mezinárodní finance*. 4., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2010. ISBN 978-80-7261-221-5.
- HAYEK, Friedrich August. *Soukromé peníze: potřebujeme centrální banku?* Praha: Liberální institut, 1999. ISBN 80-902701-1-5.
- FRIEDMAN, Milton. Do We Need Central Banks? In: *Monetary Management in Hong Kong, Proceedings of the Seminar on Monetary Management organized by the Hong Kong Monetary Authority on 18 - 19 October 1993*. Hong Kong, 1994, str. 44–47.

- EUROPEAN CENTRAL BANK. The ECB's monetary policy strategy. *European Central Bank* [online]. 2004 [cit. 2016-11-24]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html
- HAMPL, Mojmír. Měnová politika v časech měnového populismu "10 poznámek k domácí debatě o intervencích". *Česká národní banka* [online]. 2013 [cit. 2016-11-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2013/cl_13_1_31209_hampl.html
- KLAUS, Václav. Existuje magické číslo 2? *Ekonomické texty Václava Klause* [online]. 2013 [cit. 2016-11-23]. Dostupné z: <http://www.klaus.cz/clanky/3471>
- KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 7., aktualiz. a přeprac. vyd.* Praha: Grada, 2013. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-5064-4.
- MISES, Ludwig von. *Lidské jednání: pojednání o ekonomii*. Praha: Liberální institut, 2006. ISBN 80-86389-45-6.
- MOODY'S: Negative interest rates in Switzerland, Denmark, Sweden are having unintended consequences, with Sweden most at risk of asset bubble. *Moody's Investors Service, Inc.* [online]. 2016 [cit. 2016-11-25]. Dostupné z: https://www.moodys.com/research/Moodys-Negative-interest-rates-in-Switzerland-Denmark-Sweden-are-having--PR_345731
- REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví. 3. vyd.* Praha: Management Press, 2000. ISBN 80-7261-031-7.
- SEDMERA, Roman. *Kvantitativní uvolňování a jeho dopady* [online]. Brno, 2015. Diplomová práce. Masarykova univerzita, Ekonomicko-správní fakulta.
- SINGER, Miroslav. Kurz koruny je nevyčerpatelný nástroj, může být slabší a slabší. *EURO* [online]. 2012 [cit. 2016-11-25]. Dostupné z: <http://www.euro.cz/byznys/miroslav-singer-kurz-koruny-je-nevyčerpatelny-nas-troj-muze-byt-slabsi-a-slabsi-933318>
- STROUKAL, Dominik. *Pod nulou: Ekonomie záporné úrokové míry*. Praha, 2010. Bakalářská práce. Vysoká škola ekonomická v Praze.
- ŽÁK, Milan a kolektiv. *Velká ekonomická encyklopedie*. Praha: Linde, 1999. ISBN 80-7201-172-3.