

Finance v globální ekonomice II

Měnová a kurzová politika

Josef Jílek

cíle a nástroje měnové politiky

transmisní mechanismus

měnový trh

obchodování se zlatem

měnové krize

Finance v globální ekonomice II

Měnová a kurzová politika

Josef Jílek



Grada Publishing

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována a šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude trestně stíháno.

Edice Finanční trhy a instituce

prof. Ing. Josef Jílek, CSc.

Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika

Vydání odborné knihy schválila Vědecká redakce
nakladatelství Grada Publishing, a.s.

TIRÁŽ TIŠTĚNÉ PUBLIKACE:

Vydala GRADA Publishing, a.s.
U Průhonu 22, Praha 7, jako svou 5332. publikaci

Realizace obálky Jan Dvořák
Jazyková úprava prof. Ing. Josef Jílek, CSc.
Počet stran 560
První vydání, Praha 2013
Vytiskly Tiskárny Havlíčkův Brod, a.s.

© GRADA Publishing, a.s., 2013

ISBN 978-80-247-4516-9

Grada Publishing: tel.: 234 264 401, fax: 234 264 400, www.grada.cz

ELEKTRONICKÉ PUBLIKACE:

ISBN 978-80-247-8822-7 (PDF)

Obsah

O autorovi	9
Úvodní slovo autora	11
1 Měnová politika	15
1.1 Podstata měnové politiky	16
1.1.1 Klasická měnová politika	16
1.1.2 Kvantitativní uvolňování	20
1.1.3 Shrnutí	22
1.2 Nástroje měnové politiky	23
1.2.1 Operace na volném trhu	23
1.2.2 Automatické nástroje	25
1.2.3 Fed	25
1.2.4 Eurosystem	33
1.2.5 Bank of Japan	36
1.2.6 Bank of England	36
1.2.7 Česká národní banka	37
1.2.8 Shrnutí	49
1.3 Operační cíl	50
1.3.1 Druhy operačních cílů	50
1.3.2 Záporné jmenovité úrokové míry	53
1.3.3 Fed	54
1.3.4 Eurosystem	54
1.3.5 Bank of Japan	58
1.3.6 Bank of England	59
1.3.7 Česká národní banka	61
1.3.8 Shrnutí	69
1.4 Zprostředkující cíl	70
1.4.1 Cílení měnových agregátů	70
1.4.2 Monetaristé a keynesiáni	72
1.4.3 Využívání měnových agregátů	79
1.4.4 Cílení měnového kurzu	82
1.4.5 Shrnutí	83
1.5 Konečný cíl	84
1.5.1 Konečné cíle v některých zemích	85
1.5.2 Cenová stabilita	86
1.5.3 Definice inflace	90
1.5.4 Jmenovité a reálné úrokové míry	94
1.5.5 Deflace	100
1.5.6 Shrnutí	114
1.6 Cílení inflace	114
1.6.1 Historie cílení inflace	115
1.6.2 Explicitní inflační cíl	119

1.6.3	Transparentnost a odpovědnost centrální banky	121
1.6.4	Úloha inflačních předpovědí	123
1.6.5	Shrnutí	124
1.7	Transmisní mechanismus měnové politiky	125
1.7.1	Kanály měnové politiky	125
1.7.2	Přenos na tržní úrokové míry	134
1.7.3	Dopad očekávané inflace	135
1.7.4	Setrvačnost mezd a cen	135
1.7.5	Zpoždění v měnové politice	136
1.7.6	Měnová politika, HDP a zaměstnanost	139
1.7.7	Shrnutí	144
1.8	Nezávislost měnové politiky	145
1.8.1	Vymezení nezávislosti centrální banky	145
1.8.2	Argumenty proti nezávislosti měnové politiky	148
1.8.3	Empirické poznatky	149
1.8.4	Zkušenost Německa	150
1.8.5	Nezávislost centrálních bank v některých zemích	152
1.8.6	Shrnutí	154
1.9	Pravidla měnové politiky	155
1.9.1	Požadavky na pravidla měnové politiky	155
1.9.2	Friedmanovo pravidlo	156
1.9.3	Taylorovo pravidlo	156
1.9.4	Pravidlo NAIRU	158
1.9.5	Shrnutí	160
1.10	Měnová politika Fedu	160
1.10.1	Historie Fedu	161
1.10.2	Úloha Fedu	173
1.10.3	Měnová politika Fedu	179
1.10.4	Shrnutí	201
1.11	Měnová politika Eurosystemu	201
1.11.1	Historie Eurosystemu	202
1.11.2	Úloha Eurosystemu	213
1.11.3	Měnová politika Eurosystemu	216
1.11.4	Shrnutí	217
1.12	Měnová politika Bank of Japan	231
1.12.1	Historie Bank of Japan	231
1.12.2	Úloha Bank of Japan	232
1.12.3	Měnová politika Bank of Japan	232
1.12.4	Shrnutí	244
1.13	Měnová politika Bank of England	244
1.13.1	Historie Bank of England	245
1.13.2	Úloha Bank of England	253
1.13.3	Měnová politika Bank of England	255
1.13.4	Shrnutí	266
1.14	Měnová politika České národní banky	267
1.14.1	Historie České národní banky	267
1.14.2	Úloha České národní banky	270

1.14.3	Měnová politika České národní banky	271
1.14.4	Shrnutí	292
1.15	Měnová politika čínské lidové banky	292
1.16	Koncentrace finančního majetku	295
1.16.1	Rozdělení domácností podle čistého finančního majetku	295
1.16.2	Dopad zdanění a globalizace	299
1.16.3	Dolaroví miliardáři a milionáři	302
1.16.4	Proč růst peněžní zásoby převyšuje inflaci?	306
1.16.5	Shrnutí	309
1.17	Poslední finanční a hospodářská krize	309
1.17.1	Příčiny krize	310
1.17.2	Krize v USA	311
1.17.3	Vládní podpory	314
1.17.4	Hodnotící agentury	317
1.17.5	Shrnutí	318
1.18	Perspektivy měnové politiky	319
1.18.1	Architektura stávajícího finančního systému	319
1.18.2	Síla centrální banky	325
1.18.3	Koncentrace bankovního sektoru	326
1.18.4	Shrnutí	328
1.19	Závěr	328
2	Kurzová politika	333
2.1	Měnový kurz	333
2.1.1	Definice měnových kurzů	333
2.1.2	Fundamentální a technická analýza	339
2.1.3	Shrnutí	345
2.2	Měnový trh	345
2.2.1	Obchodování na měnovém trhu	345
2.2.2	Globální měnový trh	351
2.2.3	Měnový trh v České republice	351
2.2.4	Dopad měnového trhu na měnový kurz	356
2.2.5	Vítězové a poražení na měnovém trhu	360
2.2.6	Shrnutí	360
2.3	Metody stanovení rovnovážného měnového kurzu	361
2.3.1	Metoda parity kupní síly	361
2.3.2	Metoda fundamentální rovnováhy	363
2.3.3	Metoda peněžní zásoby	364
2.3.4	Metoda rovnováhy portfolia	365
2.3.5	Porovnání metod	366
2.3.6	Shrnutí	367
2.4	Režimy měnových kurzů	368
2.4.1	Zlatý standard	368
2.4.2	Pevný měnový kurz	381
2.4.3	Korigované a posuvné zavěšení	384
2.4.4	Čistý, nezávislý a řízený plovoucí měnový kurz	384
2.4.5	Měnový výbor	386
2.4.6	Shrnutí	390

2.5 Cizoměnové intervence	391
2.5.1 Podstata cizoměnových intervencí	392
2.5.2 Důvod cizoměnových intervencí	395
2.5.3 Účinnost intervencí	398
2.5.4 Příklady některých zemí	399
2.5.5 Shrnutí	407
2.6 Platební bilance	408
2.6.1 Podstata platební bilance	408
2.6.2 Platební bilance některých zemí	413
2.6.3 Investiční pozice vůči nerezidentům a zahraniční zadluženost ..	420
2.6.4 Shrnutí	422
2.7 Zlato	422
2.7.1 Obchodování se zlatem	423
2.7.2 Vývoj ceny zlata	427
2.7.3 Zlato a centrální banky	428
2.7.4 Historie českého zlata	435
2.7.5 Shrnutí	439
2.8 Daň z finančních operací	440
2.8.1 Důvody pro zavedení daně z finančních operací	440
2.8.2 Daň z měnových operací	440
2.8.3 Daň z finančních operací	442
2.8.4 Shrnutí	443
2.9 Dolarizace	443
2.9.1 Výhody a nevýhody dolarizace	443
2.9.2 Další aspekty dolarizace	446
2.9.3 Diskuse v USA	447
2.9.4 Dolarizované země	448
2.9.5 Shrnutí	451
2.10 Kurzová politika České národní banky	451
2.10.1 Měnová odluka	452
2.10.2 Kurzové režimy České republiky	453
2.10.3 Způsob vyhlášení měnových kurzů České národní banky ...	461
2.10.4 Limity na měnové pozice obchodních bank	462
2.10.5 Přejchod na euro	464
2.10.6 Shrnutí	467
2.11 Měnové krize	468
2.11.1 Měnová krize ve Velké Británii a Sorosův útok na libru	468
2.11.2 Měnová krize v Mexiku	472
2.11.3 Měnová krize v České republice	473
2.11.4 Shrnutí	495
2.12 Závěr	496
Literatura	499
Slovníček	509
Rejstřík	555

O autorovi

Prof. Ing. Josef Jílek, CSc. (56) je vrchním expertem České národní banky. Externě přednáší na Vysoké škole ekonomické v Praze kurzy *Finanční trhy a měnová politika* a *Měnová politika a hospodářský cyklus*. Je špičkovým a uznávaným odborníkem v řízení finančních rizik, v teorii a praxi bankovníctví, ve finančních trzích a v měnové politice, a to jak v České republice, tak i ve světě. Známy je zejména mnoha publikacemi o derivátech, řízení finančních rizik a účtování finančních operací, které vynikají erudovaností a nezávislostí. Zastával řadu akademických funkcí. Je vyhledávaným a stálým přednášejícím na mnoha národních a zahraničních konferencích, zahraničních univerzitách a zahraničních centrálních bankách, je členem vědecké rady národohospodářské fakulty Vysoké školy ekonomické v Praze. Je také členem redakčních rad několika periodik. Intenzivně školí pracovníky finančních institucí. Má rozhodující podíl na implementaci Mezinárodních standardů účetního výkaznictví v českých účetních předpisech. Významně přispěl k formování legislativy českého finančního trhu podle světových standardů.

Autor se narodil v Litomyšli. Vysokoškolské studium ukončil v roce 1981 (*summa cum laude*). Poté dále studoval, absolvoval stáže a přednášel na mnoha známých univerzitách, jako jsou Brown University, Washington State University, North Carolina State University, University of Gent, Reading University a London School of Economics. Kromě toho působil na několika vědeckých pracovištích, například na Silsoe Research Institute či Loughborough University of Technology. Jeho spolupracovníky byli například profesor D. T. Llewellyn (Loughborough University of Technology) a profesor C. Goodhart (London School of Economics and Political Science). Zahraniční praktické zkušenosti získal pobyty ve finančních institucích, jako J.P. Morgan, Barclays Bank, Lehman Brothers, Federal Reserve Bank of New York, Bank of England, Bundesbank a Banque de France.

Josef Jílek se v roce 1995 habilitoval docentem pro obor národní hospodářství a v roce 1999 byl jmenován profesorem v témže oboru. Od roku 2005 je členem Výboru pro účetnictví, výkaznictví a audit (*Standing Committee on Accounting, Reporting and Auditing*) při Evropském orgánu pro bankovníctví (*European Banking Authority*, EBA) – do konce roku 2010 se jednalo o expertní skupinu pro finanční informace (*Expert Group on Financial Information*) při CEBS. V letech 2007 až 2011 byl jedním ze sedmi členů poradenské skupiny hodnotící standardy (*Standards Advice Review Group*, SARG), která byla zřízena rozhodnutím Evropské komise (2006/505/EC). Od roku 2011 je členem Výboru podnikového výkaznictví (*Standing Committee on Corporate Reporting*) při Evropském orgánu pro cenné papíry a trhy (*European Securities and Markets Authority*, ESMA).

Autor publikoval v nakladatelství Grada Publishing již 21 knih:

- *Termínové a opční obchody* (1995),
- *Finanční trhy* (1997),
- *Moderní finanční produkty – Repo obchody* (1999),
- *Finanční rizika* (2001),
- *Finanční a komoditní deriváty* (2002),
- *Peníze a měnová politika* (2004),
- *Finanční a komoditní deriváty v praxi* (2005),
- *Deriváty, hedžové fondy a offshorové společnosti* (2006),
- *Finanční trhy a investování* (2008),
- *Akciové trhy a investování* (2009),
- 7 vydání publikace *Účetnictví bank a finančních institucí* počínaje rokem 2003 a konče rokem 2009 (spolu s Ing. Jitkou Svobodovou),
- *Finanční a komoditní deriváty v praxi* (2010, 2. upravené vydání) a
- 3 vydání publikace *Účetnictví podle IFRS* počínaje rokem 2011 a konče rokem 2013 (spolu s Ing. Jitkou Svobodovou).

V nakladatelství Peter Lang publikoval:

- *Money in the Modern World* (2010).

Úvodní slovo autora

Tato kniha je věnována teoretickým a zejména praktickým aspektům moderního pojetí měnové a kurzové politiky. Snaží se zejména objasnit podstatu měnové a kurzové politiky a oblastí úzce souvisejících. Tím tato publikace odpovídá na základní otázky, jak funguje finanční systém (a zejména bankovní systém) a jak se v něm orientovat. Banky jsou totiž pro většinu lidí mysteriózní instituce a v podstatě nikdo nechápe, co se v nich děje. Přitom snad každý je nějakým způsobem vtažen do bankovního systému bez ohledu na jeho vůli, minimálně tím, že drží bankovky a mince.

Kniha byla připravena v době, kdy se měnová politika ve světě i v České republice standardizovala a ve své klasické podobě pomalu zanikala (pokles hlavních úrokových měr centrální bank většiny vyspělých zemí na nulové hodnoty). V blízké budoucnosti nelze očekávat v této oblasti radikální změny.

Výklad je založen na praktických aspektech, a nikoli pouze na teoretických schématech. Snahou autora je podat objektivní a nezaujatý pohled na finanční systém. Předpokládá se znalost účetnictví bank,¹ bez kterého nelze dostatečně dobře objasnit fungování měnové a kurzové politiky. Autor je názoru, že **objasnit fungování měnové a kurzové politiky je možné nejlépe pomocí účetnictví. Ostatně podstata bankovního spočívá téměř výlučně v pohledávkách a závazcích.**² Kromě toho většina regulací finančních institucí včetně bank se opírá o účetnictví.³ Autor se snaží oprostit se od balastní slovní hmoty, kterou je finanční teorie (a měnová politika zejména) včetně mnoha "teoretických" publikací doslova zaplavena. Je obecně známé, že někteří ekonomové moc mluví, aniž jsou schopni vždy přesně vystihnout podstatu.

Měnová a kurzová politika je součástí ekonomie jako společenské vědy a je doprovázena velkými rozpory v chápání podstaty. Stejně jako celá ekonomie, i měnová

¹ Pod **účetnictvím** (*accountancy*) rozumíme pouze tzv. "podvojný účetnictví". To, co se v minulosti v České republice označovalo jako "jednoduché účetnictví", není ve světě považováno za účetnictví, ale za daňovou evidenci.

² Popis účetnictví podle Mezinárodních standardů účetního výkaznictví obsahuje například publikace Jílek, J. – Svobodová, J.: *Účetnictví podle IFRS 2012*. Grada Publishing, Praha 2012.

³ V běžném životě se často setkáváme s pochybnými názory na fungování finančního systému včetně měnové a kurzové politiky. Vyslovují je obvykle osoby, které bankovní účetnictví v dostatečné míře neovládají.

a kurzová politika je vědou o chování lidí jako ekonomicky jednajících (tj. ziskově orientovaných) jednotek. Proto **na rozdíl od exaktních věd se zde kauzality někdy hledají obtížně**. Navíc mohou časem zmizet či dokonce změnit směr. V oblasti měnové a kurzové politiky existuje ve světě i v České republice množství literatury rozdílné kvality. Začínající čtenář (zejména student) mívá značné problémy oddělit neužitečné zdroje informací, které problém pouze zamlžují. Do podstaty problému obvykle nepronikne. Měnová teorie způsobila a stále způsobuje v hlavách ekonomů i laické veřejnosti značný zmatek.

Tato kniha se snaží o jednoduché shrnutí současných přístupů k finančnímu systému, aniž klade na čtenáře zvláštní nároky (kromě znalostí účetnictví, což by mělo být samozřejmostí). **Výklad je bez matematických modelů.**⁴ Složitý matematický popis určitě není klíčem k pochopení podstaty měnové a kurzové politiky. K tomuto kroku se autor odhodlal i přesto, že logické chápání reality je mu velice blízké. Skutečností totiž je, že čím je popis složitější, tím je méně věrohodný. Příkladem jsou složité modely měnové a kurzové politiky, které jsou někdy prakticky bezcenné.

I přes své "neduhy" **žádná rozumná alternativa vůči stávajícímu finančnímu systému zřejmě neexistuje**. Tento finanční systém zajistil nebývalý pokrok. To však nevylučuje, že bude v budoucnosti poněkud reformován a zřejmě také více regulován.

Základem každé vědy je přesná a jednoznačná **terminologie**. Běžně se ale v ekonomických pojednáních setkáváme se vzájemně si odporujícími, chaotickými a nepromyšlenými definicemi pojmů. Zmatek se projevuje například rozdílnými definicemi určitého termínu v české legislativě, kdy jeden termín má v různých právních normách rozdílný význam.⁵ V případě, že se takový pojem použije v jiné právní normě bez odkazu na určitou definici termínu (nebo bez další vlastní definice), vzniká otázka, která definice je vlastně účinná.⁶

⁴ Tím autor v žádném případě nechce podcenit význam matematiky ve vzdělávání. Naopak, význam matematiky v procesu vzdělávání je klíčový. **Matematika dává návod, jak správně a logicky myslet.** Matematika tříbí myšlení. Avšak použití matematiky pro bezcenné finanční a ekonomické modely je doslova zneužitím matematiky.

⁵ Tvůrci českých právních norem ve finanční oblasti někdy vnášejí do finanční problematiky chaos. Avšak nemusí být pravdou, že chaotičnost zákona je výsledkem "českého nepořádku" a odborných neznalostí, jak s oblibou někdy tvůrci zákonů tvrdí.

⁶ Příkladem je pojem "**úvěr**", který je rozdílně definován v obchodním zákoníku a v zákoně o bankách. Podle § 497 obchodního zákoníku smlouvou o úvěru se zavazuje věřitel, že na požádání dlužníka poskytne v jeho prospěch peněžní prostředky do určité částky, a dlužník se zavazuje poskytnuté prostředky vrátit a zaplatit úroky. Avšak podle § 1, odst. 2 zákona o bankách se úvěrem rozumí v jakékoliv formě dočasně poskytnuté peněžní prostředky. Znamená to, že "úvěr" podle zákona o bankách je širší než podle obchodního zákoníku, neboť podle obchodního zákoníku se jedná

V této knize používáme tuto terminologii:

- pojem **půjčit** hotovost⁷ nebo cenné papíry je použit ve významu poskytnutí hotovosti nebo cenných papírů osobou partnerovi a termín **vypůjčit** naopak ve významu přijetí hotovosti nebo cenných papírů osobou od partnera; v této souvislosti se v prvním významu používají podstatná jména **věřitel** (*creditor*) či **půjčitel** (*lender*) a také **spořitel** či **kladatel** (*depositor*) a v druhém významu se používá termínů **dlužník** (*debtor*) či **vypůjčitel** (*borrower*),⁸
- pro anglický termín **management** používáme český ekvivalent **vedení**,
- pojem **podnik** ve smyslu podnikatelské sféry; z pohledu národních účtů ESA 1995 pojem "podnik" zahrnuje nefinanční podniky (*nonfinancial corporations*) a finanční instituce (*financial institutions*),
- pojem **řízení společnosti** (*corporate governance*),
- pojem **delegování** (*outsourcing*),
- synonymem pojmu **spotový trh** (*spot market*) jsou termíny **okamžitý trh**, **pohotový trh**, **promptní trh** (*prompt market*) a **hotovostní trh** (*cash market*); v tomto smyslu se také používá pojem **koupě nebo prodej s obvyklým termínem dodání**,⁹
- pojem **řízení aktiv a závazků** (*asset and liability management*, ALM) bývá nyní v bankách chápán v užším pojetí než řízení finančních rizik, a to jako řízení finančních rizik (zejména úrokového rizika) investičního portfolia (*banking book*),

pouze o dvoustranný vztah, zatímco podle zákona o bankách se za úvěr považuje například také nakoupená pohledávka.

⁷ **Hotovost** (*cash*) se podle Mezinárodních standardů účetního výkaznictví rozumí oběživo a vklady na běžných účtech, neboť tyto vklady jsou stejně likvidní jako oběživo. Toto pojetí zhruba odpovídá peněžnímu agregátu M1. Někdy se hotovost chápe v užším pojetí jako oběživo (bankovky a mince), tj. jako peněžní agregát M0.

⁸ Tato použitá terminologie není v souladu s §§ 657 až 662 občanského zákoníku (zákon č. 40/1964 Sb.). Podle § 657 a 658 **smlouvou o půjčce** přenechává věřitel dlužníkovi věci určené podle druhu, zejména peníze, a dlužník se zavazuje vrátit po uplynutí dohodnuté doby věci stejného druhu. Při půjčce peněžitě lze dohodnout úroky. Při půjčce nepeněžitě lze ujednat místo úroků plnění průměrného většího množství nebo věci lepší jakosti, zpravidla téhož druhu. Podle §§ 659 až 662 **smlouvou o výpůjčce** vznikne vypůjčitelovi právo věc po dohodnutou dobu bezplatně užívat. Půjčitel je povinen předat vypůjčitelovi věc ve stavu způsobilém k řádnému užívání. Vypůjčitel je oprávněn užívat věc řádně a v souladu s účelem, který byl ve smlouvě dohodnut nebo kterému obvykle slouží; je povinen chránit ji před poškozením, ztrátou nebo zničením. Není-li dohodnuto jinak, nesmí vypůjčitel přenechat věc k užívání jinému. Vypůjčitel je povinen věc vrátit, jakmile ji nepotřebuje, nejpozději však do konce stanovené doby zapůjčení. Půjčitel může požadovat vrácení věci i před skončením stanovené doby zapůjčení, jestliže vypůjčitel věc neužívá řádně nebo jestliže ji užívá v rozporu s účelem, kterému slouží.

⁹ Podle Mezinárodních standardů účetního výkaznictví **koupě nebo prodej s obvyklým termínem dodání** (*a regular way purchase or sale*) nebo-li **spotová operace** je koupě nebo prodej finančního aktiva podle smlouvy, jejíž podmínky vyžadují dodání aktiva ve lhůtě stanovené v obecné rovině zákonem nebo konvencemi daného trhu.

- pojem **splatnost** (*maturity, expiration date, redemption date*) používáme ve významu určitého data, kdy končí platnost daného nástroje, a také ve významu určitého období od určitého data, obvykle od současnosti, do data ukončení platnosti nástroje,
- pro pojem **kontrakt** používáme také termíny **operace, obchod, transakce** či **nástroj**; totéž platí, pokud jde o **finanční kontrakt, finanční operace, finanční obchod, finanční transakce** či **finanční nástroj**;
- termín **sjednání** (*square*) kontraktu používáme ve smyslu vzniku kontraktu; v právní terminologii se na tomto místě obvykle používá pojem **uzavření** kontraktu ve smyslu **uzavření** smlouvy; pojem **uzavření** se také používá v řízení finančních rizik ve smyslu **uzavření** pozic jako opaku k **otevření** pozic;
- pojem **cena** se používá ve stejném významu jako **hodnota** a
- pojem **spřízněná osoba** (*related party, affiliated party, connected party*), i když je možné setkat se také s termíny **osoba se zvláštním vztahem, osoba blízká, osoba propojená, osoba spjatá** a **spojená osoba**,
- pojem **započtení** používáme ve stejném smyslu jako pojem **kompenzace** (*set off, netting*); v české terminologii se také používá pojem **vyrovnání**.

Text je rozdělen do dvou kapitol. První kapitola je klíčová a je zaměřena na objasnění měnové politiky. Jsou popsány nástroje a cíle měnové politiky (operační, zprostředkující a konečný cíl), transmisní mechanismus měnové politiky, nezávislost a pravidla měnové politiky. Následuje popis měnové politiky Fedu, Evrosystému, Bank of Japan, Bank of England, České národní banky a čínské centrální banky. Závěr první kapitoly je věnován koncentraci finančního majetku, poslední finanční a hospodářské krizi a perspektivám měnové politiky.

Druhá kapitola se věnuje kurzové politice. Začíná popisem měnového trhu, konceptem rovnovážného měnového kurzu a režimy měnových kurzů. Kapitola pokračuje objasněním cizoměnových intervencí, platební bilance, úlohy zlata, daně z finančních operací a dolarizace. Závěr je věnován kurzové politice České národní banky a měnovým krizím.

Poděkování patří Ing. Jitce Svobodové (Česká národní banka) za pečlivou recenzi této knihy a mnoha dalším osobám za cenné připomínky, které přispěly k zvýšení kvality díla, a to na základě podnětných diskusí.

1 Měnová politika

Měnová politika (*monetary policy*) vyspělých zemí prošla v uplynulých 30 letech procesem konvergence a rozdíly jsou nepatrné, a to bez ohledu, jak se pro veřejnost formulují. **Měnová politika dnes spočívá v pouze tom, že centrální banka reguluje (řídí) krátkodobé úrokové míry domácí měny,¹⁰ aby nakonec ovlivnila inflaci, HDP a zaměstnanost.** O nic jiného v měnové politice nejde. Měnová politika existuje pouze v tržně orientovaném hospodářství, neboť v centrálně řízeném hospodářství jsou ceny regulovány přímo. V některých případech měnová politika existuje v určité okleštěné podobě i v centrálně řízeném hospodářství. Tak v tržně orientovaném hospodářství nejsou krátkodobé úrokové míry ponechány tržním silám, ale jsou regulovány centrální bankou.

Hned na začátku této knihy je třeba měnovou politiku zasadit do širšího hospodářského rámce. **Na inflaci, HDP a zaměstnanost** nepůsobí pouze krátkodobá úroková míra v rámci měnové politiky, ale obecně **tři hlavní faktory**, které působí přes objem peněžní zásoby nebo přes rychlost oběhu peněz:

- **krátkodobá úroková míra**, která je předmětem měnové politiky; o měnové politice pojednává tato kapitola; tento faktor působí přes objem peněžní zásoby i přes rychlost oběhu peněz; úvěrovým kanálem měnové politiky se ovlivňuje objem peněžní zásoby a kanál bohatství a úrokový kanál měnové politiky působí na rychlost oběhu peněz; vyšší krátkodobá úroková míra tlačí na pokles inflace, HDP a zaměstnanosti,
- **regulace a dohled nad bankami**, které jsou obvykle mimo dosah centrální banky; regulace bank bývá předmětem ministerstva financí a bankovní dohled běžně provádí některá instituce centrální vlády; tento faktor působí přes objem peněžní zásoby; nižší úroveň regulace a dohledu podporuje úvěrovou expanzi, která zvyšuje koupěschopnost domácností, podniků a veřejného sektoru, což tlačí na růst inflace, HDP a zaměstnanosti, a
- **objem a struktura příjmů a výdajů centrálních, státních a místních vlád** (zcela mimo dosah centrální banky); příjmy a výdaje vlád mají přímější a jednoznačnější dopad na inflaci, HDP a zaměstnanost než je změna úrokových měr; tento faktor působí přes rychlost oběhu peněz; vyšší objem příjmů a výdajů vlád, spojený s vyšším přerozdělováním od bohatších domácností a podniků k chudším domácnostem a podnikům, zvyšuje koupěschopnost domácností, podniků a veřejného sektoru, což tlačí na růst inflace, HDP a zaměstnanosti.

¹⁰ Někdy se uvádí, že centrální banka reguluje (řídí) **tržní** krátkodobé úrokové míry domácí měny. Takové tvrzení není správné, neboť jestliže centrální banka nějakou veličinu reguluje, již se nejedná o tržní veličinu.

Po úvodním objasnění podstaty měnové politiky následují části o nástrojích a cílech měnové politiky (operační, zprostředkující a konečný cíl měnové politiky). Poté je popsáno cílení inflace, transmisní mechanismus měnové politiky, nezávislost a pravidla měnové politiky. V závěru této kapitoly jsou shrnuty měnové politiky Fedu, Eurosystemu, Bank of Japan, Bank of England a České národní banky.

1.1 Podstata měnové politiky

Růst oběživa byl po století považován za rozhodující determinant celkových cenových trendů v dlouhodobém horizontu. Avšak v moderní době většina peněz vyspělých zemí má formu klientských vkladů, a nikoli zlatých nebo stříbrných mincí či neplnohodnotného oběživa. Vlády delegovaly na centrální banky úkol řídit měnový vývoj.

1.1.1 Klasická měnová politika

Měnová politika (obr. 1.1) je regulace operačního cíle (obvykle krátkodobé úrokové míry) centrální bankou prostřednictvím nástrojů měnové politiky za účelem dosažení zprostředkujícího cíle a nakonec konečného cíle (obvykle cenové stability vyjádřené určitou inflací). Nástroje měnové politiky představují realizaci měnové politiky a operační cíl je taktikou měnové politiky. Obojí se někdy označuje jako "šrouby" (*nuts and bolts*) měnové politiky. Zprostředkující a konečný cíl je strategií měnové politiky. Způsob, jakým operační cíl působí na konečný cíl, se nazývá transmisním mechanismem měnové politiky. Nástroje měnové politiky se týkají každodenní realizace měnové politiky, i když plánovací horizont operačního cíle může být i jeden měsíc či i více. Tato měnová politika se označuje jako klasická měnová politika, čímž se odlišuje od politiky kvantitativního uvolňování.

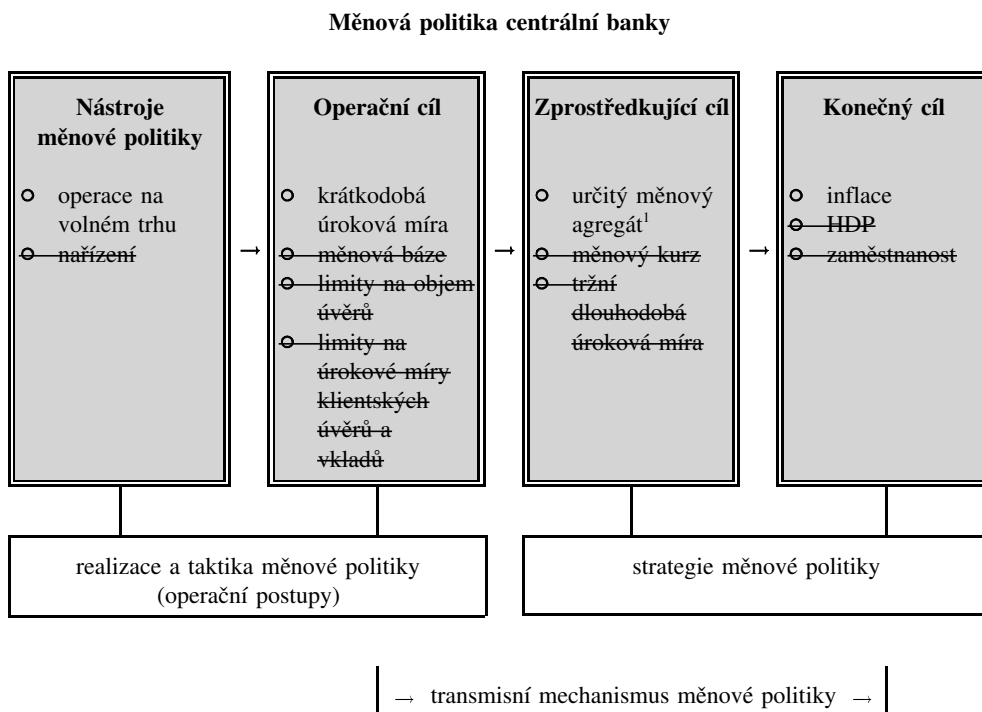
Obr. 1.1 zobrazuje nástroje měnové politiky a operační, zprostředkující a konečný cíl měnové politiky. Za měnovou politiku se dnes označuje pouze regulace úrokových měr domácí měny příslušnou centrální bankou za účelem dosažení určitého zprostředkujícího a konečného cíle.

Pro úplnost je také znázorněna **kurzová politika** (*foreign exchange policy*) centrální banky či jiné instituce centrální vlády, která je předmětem následující kapitoly.

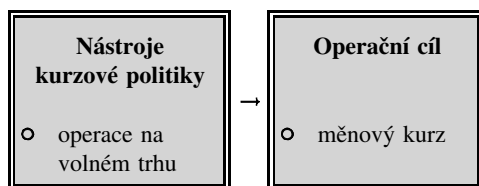
Centrální banka může měnový kurz domácí měny ovlivnit:

- **přímo** (koupi či prodejem cizí měny, tj. cizoměnovými intervencemi); důvodem bývá dosažení stability měnového kurzu domácí měny, nebo
- **nepřímo** (změnou krátkodobých úrokových měr v rámci měnové politiky).

Přesto určitá hodnota měnového kurzu nikdy není konečným cílem měnové politiky. Pod měnovou politiku spadá ovlivňování měnového kurzu domácí měny úrokovými



Kurzová politika centrální banky či jiné instituce centrální vlády



¹ Nikoli při cílení inflace

Obr. 1.1 Měnová politika a kurzová politika
(škrtnuty jsou nástroje a cíle, které se nyní ve vyspělých zemích
spíše nepoužívají)

mírami a cizoměnovými intervencemi pouze v případě, že měnový kurz je zprostředkujícím cílem (viz další kapitola). Na měnovou a kurzovou politiku je třeba primárně nahlížet jako na nezávislé politiky, i když například změna úrokových měr může nepřímo ovlivnit měnový kurz. Měnový kurz centrální banka přímo ovlivňuje cizoměnovými intervencemi a nepřímo na něj působí úrokové míry.

Podle směru nastavení operačního cíle se rozlišuje:

- expanzivní měnová politika a
- restriktivní měnová politika.

Podobně stále existují dva tábory ekonomů, tj. protiinflační (jestřábi) a prorůstový (holubice).

Expanzivní měnová politika (*accomodative monetary policy*), neboli **expanze** (*expansion*) či **uvolnění** (*easing*), je akce centrální banky spočívající ve snížení krátkodobé úrokové míry (tj. sníží se úroková míra, za kterou se provádějí operace dodávání či stahování likvidity). Tím se snižují i ostatní úrokové míry v hospodářství. Na to reagují obchodní banky vyšší ochotou poskytování nových úvěrů a klienti jsou aktivnější v přijímání nových úvěrů. Kromě toho domácnosti a podniky více utrácí, tj. zvyšuje se rychlost oběhu peněz. **Expanzivní měnová politika stimuluje hospodářství.** Centrální banka uplatňuje expanzivní měnovou politiku v situaci očekávání nízké inflace, slabého hospodářství a vysoké nezaměstnanosti.

Naopak **restriktivní měnová politika** (*tight monetary policy*) neboli **restrikce** (*restriction*) či **zprísňení** (*tightening*) je akce centrální banky spočívající ve zvýšení krátkodobé úrokové míry (tj. sníží se úroková míra, za kterou se provádějí operace dodávání či stahování likvidity). Tím se zvyšují i ostatní úrokové míry v hospodářství. Na to reagují obchodní banky nižší ochotou poskytování nových úvěrů a klienti jsou zdrženlivější přijímat nové úvěry. Kromě toho domácnosti a podniky méně utrácí, tj. snižuje se rychlost oběhu peněz. **Restriktivní měnová politika tlumí hospodářství.** Centrální banka uplatňuje restriktivní měnovou politiku v situaci očekávání vysoké inflace, přehřátého hospodářství (příliš rychlého růstu hospodářství spojeného s růstem mezd a z něho vyplývajícím růstu spotřebních cen) a nízké nezaměstnanosti (nízká nezaměstnanost vede k tlakům na zvyšování mezd).

Hospodářský cyklus (*economic cycle, business cycle*) je střídání období konjunktury a období recese v hospodářské aktivitě s dopady na inflaci, růst a zaměstnanost. V období konjunktury (*boom*) se zvyšuje hospodářská aktivita a HDP roste. V období recese (*resession*) se snižuje hospodářská aktivita a HDP klesá. Hospodářský cyklus ovlivňuje peněžní toky a ziskovost podniků. Je rozhodující pro dividendovou politiku podniků. Ovlivňuje také růst a pokles inflace, která dále má dopad na reálnou úrokovou míru. Centrální banka se snaží o měkké přistání.

Měkké přistání (*soft landing*) je taková regulace úrokových měr centrální bankou, aby docházelo k vyhlazení hospodářského cyklu. Jestliže hospodářství roste příliš (oživení), centrální banka se obvykle snaží zajistit měkké přistání zvýšením úrokových měr, aby poté byla zvládnuta inflace. Jestliže naopak hospodářství klesá příliš (recese), centrální banka se obvykle snaží zajistit měkké přistání snížením úrokových měr, aby poté byla zvládnuta deflace.

V rámci hospodářského cyklu je hrozba zpomalení růstu, stagnace či dokonce poklesu HDP považována centrálními bankami za větší hrozbu než inflace. Proto centrální banky mají tendenci preferovat expanzivní měnovou politiku.

Měnová politika v každém **malém otevřeném hospodářství** se potýká s tím, že toto hospodářství (zejména inflace) je značně ovlivňována vývojem v zahraničí než pouze domácími úrokovými mírami. Pokud například světová cena ropy vzroste na 150 dolarů za barel, není v silách kohokoliv zabránit zvýšení domácích cen pohonných hmot (a případně i ostatních domácích cen). Pokud v hospodářství největšího obchodního partnera České republiky (v Německu) dojde k recesi, a s tím souvisejícímu poklesu inflace či dokonce k deflaci, i u nás dojde k poklesu inflace (či k deflaci), neboť obchodovatelné zboží představuje přinejmenším polovinu spotřebního koše.

Cenová hladina závisí i na počasí. Pokud je dobré počasí a výjimečně dobrá sklizeň, potravin je nadbytek a klesají jejich ceny. Potravin tvoří v České republice zhruba čtvrtinu spotřebního koše. Aby to nebylo tak jednoduché, tak některé ceny, jako například nájemné a služby s ním spojené, mohou být regulovány centrální vládou. Tyto položky tvořily na počátku tohoto století v České republice okolo 18 % spotřebního koše. Část spotřebního koše je tedy zcela mimo dosah centrální banky. Pouze zbylé ceny je centrální banka schopna určitým způsobem ovlivňovat.

Změna úrokových měr působí na ceny velice pomalu. Zjednodušeně lze fungování měnové politiky popsat následovně. Poté, co poklesnou úrokové míry, banky jsou ochotnější za nižší úrokové míry více půjčovat a zároveň poskytují nižší úroky z klientských vkladů. Podniky více investují a zvyšují své výrobní kapacity, poptávají více vstupů, cena vstupů roste a s ní roste i cena výstupů. Zároveň spotřebitelé více utrácí a více spotřebovávají. Poptávka roste a ceny stoupají.

Pokud je hospodářství otevřené vůči zahraničí, nižší úroky znamenají odliv peněz (kapitálu) do zahraničí a s tím spojené oslabení kurzu. Dovážené zboží je dražší a ceny rostou. Všechny tyto kroky ale trvají vcelku dlouhou dobu, takže pokles úrokových měr se v růstu cen projeví se značným zpožděním, které činí rok i déle. Mezitím však může dojít k mnoha změnám v zahraničí, které ceny změni nesrovnatelně rychleji. Regulace inflace tak připomíná střelbu na vzdálený pohyblivý terč.

Mezi velkou částí akademické obce a veřejnosti existuje mylné chápání operační procedury. Příkladem jsou představy, že:

- měnová báze je klíčová pro stanovení úrokových měr a
- rezervní požadavky jsou nutné a jsou nástrojem měnové politiky.

Správné porozumění operační procedury může ozřejmit skutečnou sílu centrální banky ovlivnit měnové podmínky.

1.1.2 Kvantitativní uvolňování

Někdy se za měnovou politiku považuje také politika **kvantitativního uvolňování** (*quantitative easing*, QE) označovaná také jako **tištění peněz** (*printing money*).

Pojem kvantitativního uvolňování je poněkud širší než koupě vládních dluhopisů svých vlád centrální bankou. Rozumí se tím **koupě domácích finančních aktiv (tj. nejenom domácích vládních dluhopisů) centrální bankou od obchodních bank a nebankovních jednotek, a to v takové výši, že dochází ke (značnému) navýšení bilanční sumy centrální banky**. Výsledkem je (značné) navýšení likvidity na rezervních účtech obchodních bank u centrální banky. Likvidita může být poté stažena na jiný účet, např. na účet stažené likvidity. Koupě domácích finančních aktiv se běžně děje na sekundárním trhu. **Cílem kvantitativního uvolňování je snížení strmosti výnosových křivek.**

Koupě domácích finančních aktiv centrální bankou, kdy nedochází ke (značnému) navýšení bilanční sumy centrální bankou, se za kvantitativní uvolňování nepovažuje. Například Fed historicky do března 2009 držel americké federální dluhopisy v objemu přibližně rovném objemu emitovaných dolarových bankovek, a přesto se tyto koupě federálních dluhopisů Fedem neoznačovaly jako kvantitativní uvolňování. Podobně Česká národní banka drží zahraniční finanční aktiva v objemu převyšujícím oběživo, a tyto operace se také neoznačují jako kvantitativní uvolňování.

V současné době politiku kvantitativního uvolňování (zejména koupě domácích vládních dluhopisů) z vyspělých zemí praktikují zejména čtyři centrální banky, a to Fed, Eurosystem, Bank of Japan a Bank of England.

Centrální banka přistupuje k politice kvantitativního uvolňování mnohdy za situace, kdy další uvolňování měnové politiky snižováním úrokových měr již není možné, protože centrální banka dosáhla spodní hranice úrokových měr, tj. nulové krátkodobé úrokové míry. Příkladem je Fed nebo Bank of Japan. Není tomu tak ale vždy. Například hlavní úroková míra Eurosystemu na konci roku 2012 činila 0,75 % a hlavní úroková míra Bank of England činila 0,5 % a přesto byla u obou centrálních bank splněna výše uvedena definice kvantitativního uvolňování. Eurosystem stahoval nově vzniklou likviditu za hlavní úrokovou míru. Bank of England úročila všechny rezervy vyhlášenou úrokovou mírou (*bank rate*).

Pokud centrální banka kupuje aktiva od obchodní banky, tak připíše částku na rezervní účet obchodní banky u centrální banky. Nové peníze nevznikají. Pokud centrální banka kupuje aktiva od nebankovní jednotky, tak připíše částku na rezervní účet obchodní banky, u které má nebankovní jednotka účet. Poté obchodní banka připíše tutéž částku na účet nebankovní jednotky. Takto vznikají nové peníze. Připsáním částky na rezervní účet obchodní banky u centrální banky se navyšují rezervy obchodních bank. Za situace nenulových základních úrokových měr musí být všechny rezervy úročeny nenulovou úrokovou mírou nebo přebytké rezervy

musí být staženy na jiný účet úročený nenulovou úrokovou mírou. Jinak by krátkodobá úroková míra spadla na nulu. Avšak **za situace, kdy základní úroková míra je již na nule, likviditu není nutné stahovat.**

Operačním cílem kvantitativního uvolňování je:

- snížit strmost vládní výnosové křivky, tj. snížit střednědobé a dlouhodobé úrokové míry, pokud centrální banka kupuje domácí dluhopisy centrální vlády; tím centrální banka umožní další zadlužování centrální vlády při nízkých úrokových nákladech, a
- snížit strmost podnikových výnosových křivek, pokud centrální banka kupuje domácí podnikové dluhopisy; tím centrální banka umožní další zadlužování podniků při nízkých úrokových nákladech.

Tím, že centrální banka umožní další zadlužování veřejného a podnikového sektoru při nízkých úrokových nákladech, je kvantitativní uvolňování spojeno se zvýšením inflace, zvýšením HDP a zvýšením zaměstnanosti. Tak **konečný cíl kvantitativního uvolňování je totožný s cílem expanzivní měnové politiky.**

Kvantitativní uvolňování se označuje jako poslední zbraň centrální banky. Umožňuje další emise dluhopisů centrální vlády či podnikových dluhopisů za nízkých úrokových měr, tj. s nízkými úrokovými náklady. Bez kvantitativního uvolňování by se:

- centrální vlády a podniky nezadlužovaly, čímž by hrozila deflace, nebo
- centrální vlády a podniky zadlužovaly za vyšších úrokových měr, tj. s vyššími úrokovými náklady.

Na počátku oznámení programů koupě aktiv centrálními bankami výnosnosti vládních dluhopisů ve Velké Británii a v USA prudce poklesly. Poté se postupně během několika měsíců výnosnosti mírně zvýšily, ale na původní úroveň se nedostaly. Došlo také k růstu očekávané inflace, jak bylo patrné z rozdílu mezi výnosnostmi běžných a inflačně indexovaných dluhopisů.

Na jedné straně většina lidí s kvantitativním uvolňováním souhlasí a přeje si ho. Avšak na druhé straně může být považováno za šilenost, které politici propadli. Je otázkou, zda se centrálním bankám používajícím kvantitativní uvolňování podaří bezpečně přistát či zda vrtulníková politika centrálních bank nezpůsobí v delším časovém období značný růst inflace.¹¹ Je třeba stále mít na vědomí, že každé nové

¹¹ Učebnicovým příkladem, že vysoká míra kvantitativního uvolňování může vést až k hyperinflaci byla situace **v německé Výmarské republice v letech 1921 až 1923.** Tamější hyperinflace byla pochopitelně způsobena masivním růstem peněžní zásoby. Do roku 1914 silně rostlo zadlužení Německa prostřednictvím dluhopisů. **Poté se Německo rozhodlo financovat první světovou válku emisí dluhopisů (tj. zadlužováním) a nikoli zvýšením daní.** Během války válečné vládní dluhopisy kupovala Říšská banka, která byla ovládána vládou. Po válce vládní dluh dále rostl a vládní dluhopisy dále kupovala Říšská banka. Existovaly názory, že splacení vládního dluhu vyššími daněmi je nespravedlivé vůči obyvatelstvu a že inflace by byla spravedlivější – ohrozila by pouze osoby mající

peníze znehodnocují staré peníze vlastněné starými vlastníky. **Dále se dále zaměříme zejména na klasickou měnovou politiku.**

1.1.3 Shrnutí

Klasická měnová politika je regulace operačního cíle (krátkodobé úrokové míry) centrální bankou prostřednictvím nástrojů měnové politiky za účelem dosažení zprostředkujícího cíle a nakonec konečného cíle. Expanzivní měnová politika je akce centrální banky spočívající ve snížení krátkodobé úrokové míry, čímž centrální banka stimuluje hospodářství. Naopak restriktivní měnová politika je akce centrální banky spočívající ve zvýšení krátkodobé úrokové míry, čímž centrální banka tlumí hospodářství.

Někdy se za měnovou politiku považuje také politika kvantitativního uvolňování (tiskění peněz). Rozumí se tím koupě domácích finančních aktiv (tj. nejenom domácích vládních dluhopisů) centrální bankou od obchodních bank a nebankovních jednotek, a to v takové výši, že dochází ke (značnému) navýšení bilanční sumy centrální banky. Cílem kvantitativního uvolňování je snížení strmosti výnosových křivek.

Centrální banka přistupuje k politice kvantitativního uvolňování mnohdy za situace, kdy další uvolňování měnové politiky snižováním úrokových měr již není možné, protože centrální banka dosáhla spodní hranice úrokových měr, tj. nulové krátkodobé úrokové míry. Není tomu tak ale vždy. Tím, že centrální banka umožní další zadlužování veřejného a podnikového sektoru při nízkých úrokových nákladech, je kvantitativní uvolňování spojeno se zvýšením inflace, zvýšením HDP a zvýšením zaměstnanosti. Tak konečný cíl kvantitativního uvolňování je totožný s cílem expanzivní měnové politiky.

vklady v bankách. Za účelem splácení reparací ve zlatých markách **Výmarská republika byla nucena emitovat od roku 1921 stále větší objemy vládních dluhopisů v markách**, neboť hodnota marky klesala. Pád hodnoty marky vůči americkému dolaru byl obrovský:

Datum	Hodnota amerického dolaru v markách
1919	4,2
1921	75
1922	400
leden 1923	7 000
červenec 1923	160 000
srpen 1923	1 000 000
1. listopadu 1923	1 300 000 000
15. listopadu 1923	1 300 000 000 000
16. listopadu 1923	4 200 000 000 000

Dluhopisy stále kupovala **Říšská banka závislá na vládě**. V dnešní terminologii bychom konstatovali, že Říšská banka prováděla obrovský objem kvantitativního uvolňování. **To byla příčina hyperinflace.**

1.2 Nástroje měnové politiky

Nástroj měnové politiky (*monetary policy instrument*) představuje techniku stabilního dodržování operačního cíle měnové politiky, tj. krátkodobé úrokové míry. Jinými slovy, jakmile je určitá krátkodobá úroková míra v určitý okamžik schválena, je třeba zajistit, aby byla od tohoto okamžiku stabilně dosahována. Touto technikou k dosažení zvolené krátkodobé úrokové míry jsou operace na volném trhu. Znamená to, že centrální banka rozhodne o krátkodobé úrokové míře mezibankovního trhu a prostřednictvím operací na volném trhu je tato úroková míra realizována.¹² Tato úroková míra ovlivňuje ostatní úrokové míry. V tomto jediném nástroji spočívá veškerá síla centrálních bank v měnové politice.¹³

Operace na volném trhu se někdy označují jako **nepřímý nástroj měnové politiky**. Naopak **přímým nástrojem měnové politiky** jsou nařízení centrální banky o výši určitých úrokových měr. Může se také jednat o limity na úrokové míry klientských úvěrů a vkladů. Nařízení může mít také podobu limitů na objem úvěrů, které mohou obchodní banky klientům poskytnout. Nepřímé nástroje měnové politiky nyní používají pouze některé méně vyspělé země. Byly však běžné i ve vyspělých zemích v době před tzv. deregulací,¹⁴ ke které došlo v dekadě asi od 1975 do 1985. Předtím měnová politika fungovala prostřednictvím několika operací na finančním trhu a prostřednictvím přímého řízení trhu a finančních institucí. Jednalo se o řízení úrokových měr obchodních bank a různá jiná omezení. Změna měnové politiky se tehdy realizovala některým nástrojem nebo kombinací těchto nástrojů. Někdy byly kombinovány s aktivním řízením měnových kurzů prostřednictvím denních korekcí nebo administrativním stanovením měnových kurzů.

1.2.1 Operace na volném trhu

Operace na volném trhu (*open market operations*, OMO) jsou operace prováděné z iniciativy centrální banky na trhu s domácí měnou (obvykle s obchodními

¹² Z této posloupnosti (rozhodnutí centrální banky o úrokové míře, a poté realizace na trhu prostřednictvím operací na volném trhu) je zřejmé, že se o "tržní" úrokovou míru nejedná, přestože byla realizována na trhu. Její výši totiž předem stanovila centrální banka. Výsledek by byl shodný, jako kdyby centrální banka krátkodobou úrokovou míru nařídila a k operacím na volném trhu již nedocházelo. Ale taková přímá regulace by se obtížněji obhájovala, neboť "zavání" příliš velkou regulací.

¹³ Jak již bylo uvedeno výše, rezervní požadavky neplní funkci nástroje měnové politiky.

¹⁴ **Deregulací** (*deregulation*) se obecně rozumí snížení úlohy vlády. K vlně deregulací došlo v řadě vyspělých zemí v dekadě mezi lety 1975 a 1985. V USA deregulace dostala stimul v 70. letech minulého století od Ludwiga von Misesa a na Chicagské univerzitě od Friedricha Hayeka a Milтона Friedmana.

bankami). Cílem běžně bývá dosažení zvolené úrovně krátkodobé úrokové míry.¹⁵ K tomu dojde jednoduše tím, že operace na volném trhu (tj. operace dodání či stahování rezerv bank) se provádějí za danou krátkodobou úrokovou míru.¹⁶ **Platí totiž, že úrokovou míru na mezibankovním trhu (tj. bezrizikovou úrokovou míru) nemají určovat přebytkové rezervy bank, ale výlučně úroková míra, za kterou se provádějí operace dodávání či stahování rezerv bank.** Tyto přijaté či poskytnuté vklady (či úvěry či dluhové cenné papíry) s danou úrokovou mírou se totiž objeví v rozvaze obchodních bank a obchodní banky podle této úrokové míry upraví úrokové míry z ostatních položek rozvahy, tj. zejména úrokové míry přijatých vkladů a úrokové míry poskytnutých úvěrů.

Při operacích na volném trhu se mění (celkové) rezervy obchodních bank u centrální banky.¹⁷ V každém případě operacemi na volném trhu se musí dosáhnout určitých přebytkových rezerv. V případě, že jsou rezervy bank nižší než součet rezervních požadavků a přebytkových rezerv, centrální banka musí rezervy dodat. Jinak by obchodní banky nebyly schopny splnit rezervní požadavky, což by způsobilo růst krátkodobé úrokové míry nad stanovenou úroveň (teoreticky do nekonečna). Pokud jsou naopak rezervy vyšší než součet rezervních požadavků a přebytkových rezerv, centrální banka musí rezervy stáhnout. Jinak by tento převis rezerv vedl k příliš snadnému plnění rezervních požadavků, což by způsobilo pokles krátkodobé úrokové míry pod stanovenou úroveň (případně až na nulu). Jiný cíl operace na volném trhu nemají. Operace mohou mít rozdílnou podobu a jsou popsány dále.

Někdy se nepravdivě uvádí, že dodávání rezerv představuje v porovnání se stahováním rezerv větší kontrolu centrální banky nad úrokovými mírami.

Trh s rezervami bank je speciálním trhem. Centrální banka působí na nabídkové i poptávkové straně. Poptávku ovlivňuje stanovením rezervních požadavků nebo změnou vlastností a fungováním mezibankovních vypořádacích systémů. Nabídku ovlivňuje operacemi na volném trhu. V žádném případě cílem operací na volném trhu není řízení měnové báze, jak se uvádí v některých učebnicích.

¹⁵ V některých případech cílem je dosažení zvolené úrovně dlouhodobé úrokové míry či případně i pomoc některým institucím. Příkladem je americký Fed.

¹⁶ Na mezibankovních trzích dominuje poměrně málo hráčů (bank), zejména pokud se jedná o mezibankovní úvěry. To má značný dopad na proces stanovení odpovídajících úrokových měr a rozdělení rezerv mezi jednotlivé obchodní banky.

¹⁷ Naopak platebními operacemi mezi klienty obchodních bank se celkové rezervy bank nemění. Celkové rezervy bank se rovněž nemění platebními operacemi mezi obchodními bankami. V obou případech dochází pouze k převodu rezerv mezi jednotlivými obchodními bankami, nikoliv však ke změně celkových rezerv obchodních bank u centrální banky.

Operacemi na volném trhu centrální banka dosahuje snížení či zvýšení úrokových měr. Za účelem zvýšení inflace centrální banka snižuje úrokové míry. Tím se ekonomika stimuluje. Dříve se usuzovalo, že stejný dopad má snížení rezervních požadavků. Jestliže naopak hospodářství příliš roste a zvyšuje se nebezpečí inflace, centrální banka zvyšuje úrokové míry. Tím se hospodářství utlumí. Dříve se usuzovalo, že stejný dopad má zvýšení rezervních požadavků.

1.2.2 Automatické nástroje

Jak bylo uvedeno, operace na volném trhu probíhají z iniciativy centrální banky. Avšak centrální banka umožňuje obchodním bankám provádět s ní také operace z iniciativy obchodních bank. Přitom se mění rezervy bank (likvidita) u centrální banky. Jedná se o **automatické nástroje** (*automatic facilities, standing facilities*). Jsou definovány jako operace z iniciativy obchodních bank na trhu s domácí měnou s cílem zvýšení či snížení rezerv dané obchodní banky. Centrální banky obchodním bankám dávají obvykle k dispozici dva automatické nástroje, a to:

- vkladový nástroj (*deposit facility*) a
- úvěrový nástroj (*lending facility*).

Je třeba uvést, že použití automatických vkladových a úvěrových nástrojů bylo **do počátku finanční a hospodářské krize v roce 2007** ve světě naprosto výjimečné. Pokud některá obchodní banka měla nedostatek rezerv, potom určitě existovala obchodní banka, která měla rezerv přebytek. Přebytková banka ochotně půjčila rezervy nedostatkové bance za úrokovou míru mezibankovního trhu, která byla vždy nižší než úroková míra úvěrového nástroje centrální banky. Při nedostatku rezerv obchodní banky tudíž preferovaly mezibankovní trh před dražším úvěrovým nástrojem. Podobně při přebytku rezerv obchodní banky preferovaly mezibankovní trh před méně výnosným vkladovým nástrojem. Předpokladem takového chování obchodních bank byla jejich vzájemná důvěra.

Avšak krátce po vzniku finanční a hospodářské krize v roce 2007 se situace podstatně změnila. V řadě zemí (zejména v eurozóně) banky si přestaly mezi sebou věřit a mezibankovní trh poněkud "zamrzl". Banky s přebytkem rezerv tyto rezervy nebyly ochotné půjčit kterémukoli bankám s nedostatkem rezerv. Proto:

- banky s přebytkem rezerv uložily tyto rezervy u centrální banky, a to běžně za úrokovou míru nižší než byla hlavní úroková míra centrální banky, a
- naopak banky s nedostatkem rezerv si vypůjčily rezervy od centrální banky, a to za úrokovou míru shodnou či vyšší než byla hlavní úroková míra centrální banky.

1.2.3 Fed

a) Operace na volném trhu do roku 2007

Do začátku kvantitativního uvolňování v roce 2008 Fed **likviditu dodával** a výjimečně stahoval, tj. zvyšoval a výjimečně snižoval rezervy vkladových institucí

u federálních rezervních bank. Operace prováděl národní obchodní dealing (*domestic trading desk*) ve Federální rezervní bance v New Yorku, a to podle pokynů Federálního výboru volného trhu (*Federal Open Market Committee, FOMC*).

Každé ráno v pracovním dnu dvě skupiny Fedu, jedna ve Federální rezervní bance v New Yorku a druhá v Radě guvernérů ve Washingtonu, D.C., připravila nezávislou prognózu technických faktorů, které ovlivňovaly dostupnost rezerv v následujících několika dnech a v následujících několika týdnech. V 11:15 se manažer skupiny v New Yorku spojil telefonickou konferencí se členy skupiny Rady guvernérů a s některým z pěti prezidentů federálních rezervních bank, kteří byli momentálně členy FOMC. Účastníci telefonicky diskutovali vývoj rezerv, poslední trendy na finančních trzích a poslední údaje o měnových a úvěrových agregátech. Zvláštní pozornost věnovali podmínkám obchodování na trhu rezerv, zejména úrovni cílové míry federálních prostředků ve vztahu k požadované úrovni dané měnovou politikou. Stanovili program operací na volném trhu. Po skončení diskuse (asi v 11:30) členové FOMC a ostatní prezidenti (nečlenové FOMC) byli informováni o akcích, které Fed hodlá učinit během dne.

Jakmile se Fed rozhodl provést určitou operaci, Federální rezervní banka v New Yorku kontaktovala dealery obchodující s americkými federálními dluhopisy (*treasury securities*) a s cennými papíry zajištěnými hypotečními úvěry (*mortgage backed securities, MBS*) emitovanými agenturami sponzorovanými vládou (například federální banky úvěrování domů, Sallie Mae, Financing Corporation, Fannie Mae a Freddie Mac) a některými federálními agenturami (Ginnie Mae). Jednalo se asi o 40 primárních dealerů s těmito dluhopisy, především o velké banky a velké obchodníky s cennými papíry. Fed také prováděl operace s cennými papíry s některými jinými institucemi, jako byly zahraniční centrální banky. Po realizaci operace byl rezervní účet každé banky obchodujících dealerů kreditován nebo debetován a změnila se likvidita bankovního systému.

Fed prováděl operace na volném trhu jako:

- **přímé (*outright*) koupě** amerických federálních dluhopisů (T-bills, T-notes a T-bonds) a dluhopisů krytými hypotečními úvěry emitovaných americkými federálními agenturami (dodávání likvidity) či **přímé prodeje** týchž cenných papírů (stahování likvidity); jednalo se o trvalé (*permanent*) operace Fedu na volném trhu, a
- **poskytování úvěrů formou reverzních rep** (dodávání likvidity) či **přijímání úvěrů formou rep** (stahování likvidity);¹⁸ jednalo se o dočasné (*temporary*) operace Fedu na volném trhu.

¹⁸ Do konce roku 2002 Fed repa nazýval jako **párované koupě a prodeje** (*matched sale-purchase agreements, MSPs*).

Přímé koupě a prodeje dluhopisů se prováděly většinou prostřednictvím amerických aukcí na sekundárním trhu,¹⁹ kdy dealeři byli vyzváni, aby předložili nabídky na koupi (*bids*) nebo nabídky na prodej (*offers*) cenných papírů stanoveného druhu a splatnosti, které se Fed rozhodl koupit nebo prodat. Nabídky dealerů byly seřazeny podle ceny a Fed akceptoval částky na koupi nebo na prodej v pořadí s tím, že vzal:

- v případě koupí nejnižší nabídky na prodej (*offer*), tj. nabídky a nejvyšší výnosností, nebo
- v případě prodejů nejvyšší nabídky na koupi (*bid*), tj. nabídky s nejnižší výnosností,

a to až se dosáhl požadovaný objem operace. Případně Fed snižoval své držení dluhopisů tím, že v okamžiku jejich splacení nedošlo k jejich náhradě jinými dluhopisy (v tomto případě emitent dluhopisů platil Fedu ze svých účtů u obchodních bank, čímž se snižovala likvidita).

Fed realizoval přímé koupě dluhopisů pouze několikrát do roka – obvykle 4 až 8krát do roka. Tak poskytoval obchodním bankám stálou likviditu. Přímé koupě byly zvlášť výrazné v obdobích, kdy existoval výrazný nedostatek likvidity. Jednalo se zejména o období placení daní a konec roku, kdy bylo možno zaznamenat velkou poptávku po oběživu. Přímé prodeje dluhopisů byly mnohem méně obvyklé.

Repo obchody (tj. reverzní repa a repa) prováděl Fed jako jednodenní (*overnight repos*) nebo jako termínové (*term repos*). Většina repo obchodů měla splatnost do 7 dnů a dealeři někdy měli možnost ukončení repo obchodů před splatností. Reverzní repa (*repurchase agreements*) prováděl Fed v případě potřeby dočasného zvýšení likvidity a repa (*matched sale-purchase transactions*) v případě potřeby dočasného snížení likvidity. U reverzního repa Fed koupil od dealera či od zákazníka cenné papíry se závazkem, že je k určitému datu v budoucnosti prodá zpět dealerovi či zákazníkovi. Naopak u repa Fed prodal dealerovi či zákazníkovi cenné papíry se závazkem, že je k určitému datu v budoucnosti koupí zpět od dealera či zákazníka. Při splatnosti reverzního repa či repa se zvýšení či snížení likvidity automaticky likviduje. Tyto dočasné operace, které měly snížit fluktuace v celkové úrovni rezerv bank, se používaly podstatně **častěji** než přímé koupě a prodeje dluhopisů.

Kdykoliv Fed organizoval repo obchody, rozdělení operací mezi dealery se stanovalo aukcemi. Jednotliví dealeři mohli sjednat v téže aukci několik repo obchodů za různé úrokové míry. Při dodávání likvidity Fed seřadil všechny nabídky od nejvyšší k nejnižší úrokové míře, a poté akceptoval nabídky s nejvyššími (tj. pro Fed

¹⁹ Fed nemůže zvyšovat držení dluhopisů jejich koupí na primárním trhu. Důvodem je to, že Fed není oprávněn přímo půjčovat Ministerstvu financí (*U.S Department of the Treasury*). Tak Fed může realizovat zvýšení držby dluhopisů prostřednictvím koupí na sekundárním trhu.

nejvýhodnějšími) úrokovými mírami až do stanovené dolarové hodnoty potřebné k splnění cíle na likviditu. Podobně při stahování likvidity Fed seřadil všechny nabídky od nejnižší k nejvyšší úrokové míře, a poté akceptoval nabídky s nejnižšími (tj. pro Fed nejvýhodnějšími) úrokovými mírami až do stanovené dolarové hodnoty potřebné k splnění cíle na likviditu. Tato reverzní repa a repa představovala tzv. **systémové repo obchody** (*systems repos*).

Kromě nich prováděl Fed také **zákaznické repo obchody** (*customer repos*), což byly operace se zahraničními zákazníky (včetně zahraničních centrálních bank), které měly účet u newyorské Federální rezervní banky. Zákaznické repo obchody měly na rozdíl od systémových repo obchodů předem určenou velikost. Byly používány k dosažení nižší potřeby doplňování likvidity. Původně se jejich prostřednictvím snažil Fed vyhnout nedostatku likvidity, když si u něho zahraniční centrální banky uložily krátkodobé prostředky, a tím je odčerpaly obchodním bankám. Poté používal Fed zákaznické repo obchody jako další nástroj regulace likvidity.

b) Operace na volném trhu od roku 2007

Vznikem nedávné finanční a hospodářské krize došlo v operacích na volném trhu Fedu k velkým změnám. Od roku 2007 Fed:

- koupil od vkladových i nevkladových institucí velký objem aktiv v rámci kvantitativního uvolňování; cílem bylo snížení strmosti výnosových křivek, a
- poskytl velký objem úvěrů specifickým institucím; cílem byla pomoc některým institucím.

Oběma druhy operací se značně zvýšily rezervy vkladových institucí, a to vysoko nad úroveň požadovaných rezerv. Od 16. prosince 2008 záměrem Fedu je, aby cílová míra federálních prostředků byla v intervalu 0 až 0,25 %, tj. téměř nulová. Znamená to, že **Fed nemusí rezervy dodávat ani stahovat. Jednoduše rezervy ponechává na rezervním účtu**. Situace je patrná z konsolidované rozvahy federálních rezervních bank uvedené v předchozí knize (Finance v globální ekonomice I. Peníze a platební styk).

c) Diskontní okno (úvěry vkladovým institucím)

Diskontní okno (*discount window*) je v USA výraz pro možnost vkladové instituce získat od Fedu krátkodobý úvěr, tj. přijmout likviditu na svůj účet u Fedu, a to za diskontní míru. Protože cílem diskontního okna je získání likvidity, nejedná se o operaci na volném trhu. Termín pochází z historie, kdy obchodní banky posílaly zástupce banky k přepážkovým oknům Fedu, jestliže banka potřebovala likviditu. Veškeré úvěry diskontního okna musejí být plně zajištěny kolaterálem. Obchodní banky nyní využívají diskontní okno pouze výjimečně.²⁰

²⁰ Podrobné informace jsou na internetové stránce <http://frbdiscountwindow.org>.

Existují čtyři druhy úvěrů diskontního okna (*discount window credits*):

- **primární úvěr** (*primary credit*), který je krátkodobý (obvykle jednodenní) a který se poskytuje zdravým vkladovým institucím; úroková míra tradičně převyšovala o 1 % cílovou míru federálních prostředků; avšak od roku 2007 převýšení činí 0,5 %, od roku 2008 bylo 0,25 % a od roku 2010 opět 0,5 %; vkladové instituce mohou požádat o tento úvěr, aniž předtím hledají alternativní možnosti likvidity; vzhledem k vyšší úrokové míře se předpokládá, že vkladové instituce budou zřídka využívat tento úvěr; vkladové instituce nemusí uvádět důvod žádosti o tento úvěr a poskytují pouze minimální informace (obvykle pouze objem a splatnost úvěru); úvěr je možné prodloužit na několik týdnů a je určen pro malé vkladové instituce; dlouhodobější úvěr podléhá vyšší administraci; středně velké a velké vkladové instituce obvykle nesplní test,
- **sekundární úvěr** (*secondary credit*), který Fed poskytuje vkladovým institucím, které nemohou obdržet primární úvěr; poskytuje se krátkodobě (obvykle na jeden den) za úrokovou míru převyšující asi o 0,5 % úrokovou míru primárního úvěru; poskytuje se problémovým institucím účelově; úvěr má pomoci vkladové instituci v překonání problémů a vkladová instituce se má vrátit k tržnímu získání likvidity; úvěr není možné použít na expanzi vkladové instituce; úvěr podléhá vyšší administraci,
- **sezónní úvěr** (*seasonal credit*), který je určen malým vkladovým institucím na sezónní potřeby likvidity; instituce musí prokázat roční sezónnost úvěrů a vkladů; přijatelné vkladové instituce jsou běžně umístěny v zemědělských a turistických oblastech; vkladové instituce mohou takto obdržet dlouhodobější likviditu; přijatelnost vkladové instituce k tomuto úvěru stanoví příslušná rezervní banka; úroková míra se stanoví každých čtrnáct dnů a je založena na průměrné cílové míře federálních prostředků a na průměrné tržní úrokové míře 90denních vkladových certifikátů (*certificates of deposit*, CDs),²¹ a

²¹ Program **sezónních úvěrů** byl zaveden v roce 1973, aby pomohl malým institucím, které neměly efektivní přístup na národní peněžní trh. Instituce musí demonstrovat potřebu sezónního financování vzniklou na základě pravidelných změn během roku ve vkladech a v úvěrech. Program je strukturován tak, aby velké instituce pokryly značnou část svých sezónních potřeb prostřednictvím finančních zdrojů na trhu. Instituce s celkovými vklady převyšujícími 250 mil. USD obecně nesplňují kritéria pro poskytnutí sezónního úvěru. Obdobně u institucí, které mají přístup ke speciálnímu věřiteli, který poskytuje podobnou pomoc, se očekává, že před použitím sezónního úvěrového programu Fedu využijí těchto zdrojů. Pravidelný vývoj sezónních úvěrů během jakéhokoli roku je primárně spojen poptávkou po úvěrech v zemědělském sektoru. Většina sezónních dlužnických vkladových institucí je malými zemědělskými bankami, které mají velkou potřebu úvěrů a odliv vkladů během jarního osevu, vegetačního období a v letních měsících. Na podzim farmáři sklízají svou úrodu a splácejí bankovní úvěry. Současně banky splácejí své sezónní úvěry Fedu.

Objem sezónních úvěrů se silně zvyšoval do roku 1986 do 1989. Většina úvěrů odrážela rostoucí používání programu nečlenskými bankami, které neměly přístup k programu před zákonem o měnové kontrole (1980). Na počátku 90. let se objem sezónních úvěrů snížil, pravděpodobně z důvodu nižší poptávky po úvěrech během období nízkého ekonomického růstu a přechodu u sezónního úvěru na úrokové míry odvozené od tržních úrokových měr.

- **výjimečný úvěr** (*emergency credit*), který umožňuje zákon o Fedu poskytnout domácnostem, partnerstvím (*partnerships*) a podnikům za neobvyklých okolností; jestliže není zajištěn americkými federálními dluhopisy, jakékoliv úvěr nevkladové instituci musí být schválen pěti členy FOMC; v období let 1930 až 2007 k použití tohoto úvěru nedošlo; v reakci na finanční a hospodářskou krizi vzniklo od roku 2007 několik programů výjimečných úvěrů; Dodd-Frankův zákon z roku 2010 stanoví, že Rada guvernérů má stanovit politiku a proceduru poskytování výjimečných úvěrů a že Fed má zveřejnit osoby, které obdržely výjimečný úvěr; na konci roku 2008 objem těchto úvěrů činil více než 1000 mld. dolarů.²²

S každým druhem tohoto úvěru je spojena jiná diskontní míra (*discount rate*).²³ Nejedná se tedy o jednu úrokovou míru, ale o tři úrokové míry tří úvěrů diskontního okna. Například počínaje 18. únorem 2010 cílová míra federálních prostředků činila 0 až 0,25 %, úroková míra primárních úvěrů 0,75 % (tj. 0,5 % nad cílovou míru federálních prostředků), úroková míra sekundárních úvěrů 1,25 % (tj. 1,00 %

²² Během finanční krize Fed poskytl úvěry a záruky specifickým institucím:

- úvěr 29 mld. dolarů poskytnutý **Maiden Lane LLC** (LLC) se sídlem v Delaware; společnost LLC vznikla proto, aby získala některá aktiva o tržní hodnotě 30 mld. dolarů od Bear Stearns; LLC měla řídit aktiva tak, aby maximalizovala splacení úvěru od Fedu; úvěrem se usnadnila akvizice Bear Stearns bankou JPMorgan Chase & Co.,
- úvěry poskytnuté **American International Group, Inc. (AIG)**:
 - dne 16. září 2008 Fed oznámil, že AIG poskytne úvěr do 85 mld. dolarů, přičemž zajištěním bylo mimo jiné 79,9 % akcií AIG,
 - dne 10. listopadu 2008 Fed spolu s ministerstvem financí oznámil restrukturalizaci finanční pomoci American International Group, Inc. (AIG); byly vytvořeny dvě nové LLC; Fed uvedl, že poskytne úvěr do 22,5 mld. dolarů delawarské společnosti Maiden Lane II LLC; tato společnost měla odkoupit dluhopisy kryté rezidenčními hypotečními úvěry (*residential mortgage-backed securities*, RMBS) od dceřiných společností AIG; dále Fed uvedl, že poskytne úvěr do 30 mld. dolarů delawarské společnosti Maiden Lane III LLC; tato společnost měla odkoupit kolateralizované dluhové závazky (*collateralised debt obligations*, CDO) od protistran dceřiné společnosti AIG (AIG Financial Products Corp.); protistrany souhlasily s ukončením úvěrových derivátů s dceřinou společností AIG,
 - dne 2. března 2009 Fed spolu s ministerstvem financí oznámil restrukturalizaci finanční pomoci AIG; Fed získal podíly ve dvou společnostech vlastnících velké zahraniční pojišťovny, a to v ALICO Holdings LLC (vlastnila American International Assurance Company Ltd.) a v AIA Aurora LLC (vlastnila American Life Insurance Company); úvěrová linka na IAG byla snížena na 25 mld. dolarů, a
 - dne 14. ledna 2011 Fed oznámil ukončení pomoci AIG s tím, že úvěry AIG byly plně splaceny,
- dne 23. listopadu 2008 Fed spolu s ministerstvem financí a FDIC oznámil poskytnutí záruky **Citi-group** na aktiva ve výši 306 mld. dolarů; v prosinci 2009 Fed oznámil ukončení této pomoci, a
- dne 16. ledna 2009 Fed spolu s ministerstvem financí a FDIC oznámil poskytnutí záruky **Bank of America** na aktiva ve výši 118 mld. dolarů; v září 2009 Fed oznámil ukončení této pomoci.

²³ Tři diskontní míry existují od 9. ledna 2003, neboť od tohoto data se rozlišuje primární a sekundární úvěr diskontního okna (kromě pokračujícího sezónního úvěru).

nad cílovou míru federálních prostředků) a úroková míra sezónních úvěrů 0,25 %. Zákon požaduje, aby rada ředitelů každé federální rezervní banky navrhla diskontní míru každých čtrnáct dnů. Podléhá schválení Rady guvernérů.²⁴ Změny v diskontní míře se provádějí na základě úsudku, a nikoli automaticky, a bývají poněkud zpožděny za cílovou mírou federálních prostředků. Avšak změny diskontní míry neovlivňují cílovou míru federálních prostředků, ale pouze chování bank.

Úloha diskontního okna v provádění měnové politiky se od vzniku Fedu značně měnila. V 20. letech minulého století diskontní okno bylo rozhodujícím nástrojem měnové politiky a pro poskytování likvidity vkladovým institucím. Diskontní míra tradičně sehrávala úlohu "oznamovacího dopadu", tj. signalizovala trhům změnu měnové politiky. Vyšší diskontní úroková míra indikovala restriktivní měnovou politiku a nižší úroková míra naopak naznačovala expanzivní měnovou politiku. Nyní se změna diskontní úrokové míry koordinuje s rozhodnutím o změnách cílové míry federálních prostředků. S tím, jak se americké finanční trhy vyvíjely, poskytování likvidity prostřednictvím operací na volném trhu se stalo snadnějším a efektivnějším a význam diskontního okna upadl.

Aby Fed omezil přístup k diskontnímu oknu, a tím omezil frekvenci a objem vypůjčování, spoléhal na administrativní postupy. Přes atraktivní úrokové míry bylo diskontní okno využíváno velice zřídka a význam tohoto nástroje téměř zmizel. Primárním faktorem odrazení institucí od těchto úvěrů byla administrativní omezení. V 90. letech navíc tato omezení způsobily samy banky. Značné přijaté úvěry v 80. letech několika bankami s finančními obtížemi způsobily, že ostatní banky se diskontnímu oknu vyhýbaly, neboť z použití diskontního okna by vkladatelé odvodili, že banka je v obtížích.

Před přijetím zákona o deregulaci vkladových institucí a měnové kontrole (*depository institutions deregulation and monetary control act of 1980, DIDMCA*) pravidelný přístup k diskontnímu oknu měly pouze banky, které byly členy Fedu. Tento zákon rozšířil rezervní požadavky na nečlenské vkladové instituce a stanovil, že instituce, jejíž vklady podléhají rezervním požadavkům, mají stejný přístup k diskontnímu oknu jako členské banky. Prostřednictvím diskontního okna si mohou vypůjčit nejenom domácí obchodní banky a spořicí instituce, ale i pobočky a agentury zahraničních bank v USA. Na konci 90. let podmínky splňovalo mnoho vkladových institucí – asi 11 000 bank včetně poboček a agentur zahraničních bank a 16 000 spořicích institucí. Možnost vypůjčit si není podmíněna používáním placených služeb platebního systému Fedu. Instituce, které očekávají, že si budou

²⁴ Původně každá federální rezervní banka nezávisle stanovila svou diskontní míru, čímž reagovala na bankovní a úvěrové podmínky ve své oblasti. Během let však přechod od regionálního diskontního trhu k národnímu diskontnímu trhu postupně vytvořil národní diskontní míru. Výsledkem je, že **Fed nyní udržuje konstantní diskontní míru ve všech federálních rezervních bankách.**

půjčovat u diskontního okna, běžně sjednávají s Fedem sérii právních dokumentů, které stanoví podmínky, kdy bude úvěr udělen prostřednictvím diskontního okna, a požadavky na kolaterál k zajištění takových úvěrů.

Všechny úvěry přes diskontní okno musejí být zajištěné kolaterálem, který je přijatelný pro Fed. Takovým kolaterálem jsou obvykle:

- americké federální dluhopisy,
- dluhopisy vládou podporovaných institucí,
- dluhopisy kryté hypotečními úvěry emitované americkými federálními agenturami,
- kolaterizované hypoteční závazky (*collateralized mortgage obligations*, CMO),
- cenné papíry zajištěné aktivy (*asset backed security*, ABS),
- podnikové dluhopisy,
- nástroje peněžního trhu,
- rezidenční a obchodní hypoteční úvěry,
- podnikové úvěry a
- spotřební úvěry.

I když je kolaterál obvykle v úschově Fedu nebo přijatelného depozitáře jako třetí strany, u dlužníků s dobrou finanční situací může jejich kolaterál zůstat v jejich držení (musí však být vhodně označen). Půjčování proti kolaterálu drženému dlužníkem je obvykle pouze na krátkou dobu. Hodnota kolaterálu poskytnutého k zajištění úvěru přes diskontní okno musí převyšovat hodnotu úvěru. Převýšení kolaterálu pomáhá ochránit federální rezervní banky proti ztrátě v případě selhání dlužníka.

Technicky je možné úvěr přes diskontní okno poskytnout jako diskont vhodného cenného papíru – poukázky, směnky vlastní (*promissory note*) nebo směnky cizí (*bills of exchange, draft*) nebo přímo jako úvěr (*advance*) zajištěný kolaterálem. I když se jedná o rozdílné formy úvěrů, obvykle se označují jako "diskontování" (*"discounting"*) a úroková míra spojená s těmito úvěry se proto označuje jako diskontní míra (*discount rate*). Při získání úvěru ve formě diskontu dlužnická vkladová instituce převádí odpovídající cenný papír obsahující její právní indosament (*endorsement*) na federální rezervní banku a je kreditována částkou rovnající se diskontované hodnotě cenného papíru za momentální diskontní míru. Při splatnosti se cenný papír vrací dlužnické vkladové instituci a její rezervní účet se debetuje o plnou (jmenovitou) hodnotu cenného papíru. Tyto diskontní operace byly kdysi převládající formou diskontního okna. Z operačního pohledu jsou však vhodnější úvěry zajištěné kolaterálem, a proto se již po mnoho let všechny úvěry přes diskontní okno poskytují v této formě.

Fed nejčastěji poskytuje úvěr kreditováním rezervního účtu dlužnické vkladové instituce. U dlužnických vkladových institucí, které nemají u Fedu účet, se úvěr poskytuje zvýšením rezervního účtu u její korespondenční banky (banka, která

souhlasila přijmout vklad a vykonávat služby pro jinou banku). V podstatě Fed vypisuje šek na sebe, který dlužnická vkladová instituce předkládá u své korespondenční banky.

1.2.4 Eurosystém

Eurosystém tradičně rezervy **dodával**. Z hlediska cíle a pravidelnosti je možné rozdělit operace na volném trhu na:

- **hlavní refinanční operace** (*main refinancing operations*), které představují pravidelná reverzní repa poskytující likviditu s týdenní periodicitou a se splatností dva týdny; tyto operace realizují národní centrální banky prostřednictvím standardních tendrů; operace sehrávají rozhodující úlohu při provádění operačního cíle Eurosystému a zajišťují rozhodující refinancování finančního sektoru,
- **dlouhodobé refinanční operace** (*longer-term refinancing operations*), které poskytují likviditu; jedná se o reverzní repa s měsíční periodicitou a běžně se splatností tři měsíce; tyto operace poskytují stranám dodatečné dlouhodobé refinancování a vykonávají je národní centrální banky prostřednictvím standardních tendrů; při těchto operacích Eurosystém nechce vysílat na trh signály a provádí je za tržní úrokové míry (*rate-taker*),
- **dolažovací operace** (*fine-tuning operations*), které se provádějí *ad hoc* s cílem řízení likvidity na trhu a ovlivňování úrokových měr, zejména s cílem vyhlazení dopadů na úrokové míry způsobených neočekávanou změnou likvidity na trhu; mohou být prováděny v posledním dnu udržovacího období rezervních požadavků, aby působily proti nerovnováze likvidity od poslední hlavní refinanční operace; primárně se realizují jako reverzní repa, ale mohou také nabývat formu rep, přímých koupí a prodejů, měnových swapů a přijímání vkladů s pevnou splatností; operace se přizpůsobují specifickým potřebám; běžně je realizují národní centrální banky prostřednictvím rychlých tendrů nebo bilaterálních postupů; výkonná rada ECB může rozhodnout, že za výjimečných okolností dolažovací operace bude přímo provádět ECB,
- **strukturální operace** (*structural operations*), které může provádět ECB prostřednictvím reverzních rep, emise dluhopisů a přímými koupěmi či prodeji; tyto operace se vykonávají při potřebě ECB pravidelně nebo nepravidelně korigovat strukturální pozice ECB s finančním sektorem; strukturální operace ve formě reverzních rep a emise dluhopisů provádějí národní centrální banky prostřednictvím standardních tendrů; strukturální operace prostřednictvím přímých koupí a prodejů se vykonávají prostřednictvím bilaterálních postupů,
- **úvěrový nástroj** (*marginal lending facility*), který je určen vkladovým institucím k získání jednodenní likvidity od národních centrálních bank proti přijatelnému kolaterálu; za běžných podmínek neexistují žádné úvěrové limity nebo jiná omezení na přístup k tomuto nástroji; úrokové míry jsou obvykle na úrovni nejvyšších tržních jednodenních úrokových měr, a

- **vkladový nástroj** (*deposit facility*), kterým vkladové instituce mohou provést jednodenní vklady u národních centrálních bank; za běžných okolností neexistují vkladové limity nebo jiná omezení na přístup k tomuto nástroji; úrokové míry jsou obvykle na úrovni nejnižších tržních jednodenních úrokových měr.

Podle druhu nástrojů Eurosystem používá pět nástrojů:

- reverzní repa a repa,
- přímé koupě a prodeje,
- emise dluhopisů,
- měnové swapy²⁵ a
- vklady.

Operace na volném trhu (s výjimkou úvěrového nástroje a vkladového nástroje) iniciuje Eurosystem. Je třeba uvést, že měnové swapy jsou nástrojem ovlivňujícím likviditu, a nikoli nástrojem cizoměnové intervence.²⁶ Objem jednotlivých nástrojů je patrný z rozvahy Eurosystem uvedené v předchozí knize (Finance v globální ekonomice I. Peníze a platební styk).

Operace mohou být realizovány na základě standardních tendrů, rychlých tendrů nebo bilaterálních postupů. U **standardních operací** období od oznámení tendru do oznámení výsledků uspokojení objednávek nepřevyšuje 24 hodin. Těchto tendrů se mohou účastnit všichni partneři, kteří splňují obecná kritéria přijatelnosti. **Rychlé tendry** se realizují do jedné hodiny. Eurosystem může vybrat omezený počet účastníků těchto tendrů. Pojem **bilaterální postupy** se týká případů, kdy eurosystem provádí operace s jedním nebo více účastníky, aniž používá tendrových postupů. Jedná se o operace realizované prostřednictvím burz nebo agentů na trhu.

Politika ECB je formulována tak, aby umožnila účast velkého počtu **partnerů**. Účast na operacích na volném trhu ve formě standardních tendrů (včetně přístupu k úvěrovému nástroji) mají instituce, které podléhají rezervním požadavkům podle článku 19.1 statutu ESCB/ECB. ECB může vybrat omezený počet stran k účasti na dolažovacích operacích. U přímých koupí a prodejů na strany nejsou kladeny žádná omezení. U měnových swapů se využívá aktivních hráčů na měnovém trhu.

²⁵ Jedná se o druh **klasického měnového swapu**. U klasického měnového swapu dochází k výměně pevných částek hotovosti v jedné měně za pevné částky hotovosti v jiné měně. Eurosystem používá nejjednodušší variantu tohoto swapu spočívající v tom, že k výměně plateb dochází pouze dvakrát, a to na začátku a na konci (na konci jsou platby v obou měnách zvýšeny o naběhlé úroky).

²⁶ **Měnový swap spočívající v tom, že k výměně plateb dochází pouze na začátku a na konci, neovlivňuje měnový kurz**, neboť obchodní banky do měnových pozic zahrnují nejenom rozvahové pozice, ale i podrozvahové pozice (včetně derivátových pozic). Například koupě eur za dolary centrální bankou od obchodní banky znamená, že obchodní banka má kratší rozvahovou pozici v eurech (méně eur na nastroj), ale o přesně stejnou částku v eurech má delší podrozvahovou pozici v eurech, tj. její měnová pozice není měnovým swapem dotčena. Znamená to, že tento měnový swap není nástrojem cizoměnové intervence.

Seznam stran měnových swapů je omezen na instituce v eurozóně, kterou jsou vybrané pro cizoměnové intervence ECB.

Podle článku 18.1 statutu ESCB/ECB všechny úvěrové operace ESCB musejí být založeny na odpovídajícím kolaterálu. ECB přijímá velice široký rozsah kolaterálů. Od 1. ledna 2007 existuje jediný seznam (*single list*) přijatelných aktiv (kolaterálu). Tento jediný seznam rozlišuje dvě třídy aktiv:

- obchodovatelná aktiva (*marketable assets*) a
- neobchodovatelná aktiva (*non-marketable assets*).

Pro účely měnových operací Eurosystem nečiní rozdíly mezi obchodovatelnými a neobchodovatelnými aktivy. Výjimkou je, že neobchodovatelná aktiva Eurosystem běžně nepoužívá u přímých koupí a prodejů. Přijatelná aktiva pro měnové operace mohou být také použita jako kolaterál u vnitrodenních úvěrů (*intraday credit*). Kritéria přijatelnosti dvou tříd jsou v eurozóně jednotná. Seznam přijatelných aktiv je na internetových stránkách ECB. Jsou také stanovena navýšení (*haircut*), a to u obchodovaných aktiv ve výši od 0,5 % do 69,5 %. Existuje požadavek stále udržovat navýšení, tj. požadavek na variační marži (*variation margin*).

Kritéria přijatelnosti pro obchodovatelná aktiva:

- musí se jednat o dluhový nástroj s pevnou jistinou a kupón nesmí znamenat záporný peněžní tok; požadavek pevné jistiny se nevztahuje na cenné papíry zajištěné aktivy (*asset backed security*, ABS); ABS musí splnit speciální kritéria,
- dluhový nástroj musí splňovat stanovené úvěrové standardy,
- dluhové nástroje musí být deponovány či registrovány (vydány) v Evropském hospodářském prostoru (EHP) u centrální banky nebo u centrálního depozitáře,
- dluhové nástroje musí být v zaknihované podobě,
- dluhové nástroje musí být přijaty k obchodování na regulovaném trhu podle směrnice 2004/39/ES,
- dluhové nástroje musí být emitovány či zaručeny centrálními bankami, jednotkami veřejného sektoru, jednotkami soukromého sektoru nebo mezinárodními či nadnárodními institucemi,
- emitent musí mít sídlo v EHP nebo v zemi G-10 mimo EHP a
- dluhový nástroj musí být v euru.

Pro neobchodovatelná aktiva jsou také stanovena rozsáhlá kritéria přijatelnosti. V tomto případě se musí jednat jeden ze tří nástrojů:

- vklad na pevnou dobu od přijatelných protistran,
- úvěrovou pohledávku, nebo
- neobchodovatelný drobný nástroj zajištěný hypotečními úvěry (*retail mortgage-backed debt instrument*, RMBD).

Případná repa (tj. operace snižující likviditu) jsou také založena na kolaterálech. Kritéria na kolaterál jsou shodná jako u operací zvyšujících likviditu. Nepoužívá se však u nich navýšení.

1.2.5 Bank of Japan

Po vzniku bankovní krize na počátku 90. let minulého století došlo v operacích na volném trhu Bank of Japan k velkým změnám. Od té doby Bank of Japan:

- koupila od vkladových i nevkladových institucí velký objem aktiv (zejména japonských státních dluhopisů) v rámci kvantitativního uvolňování;²⁷ cílem bylo snížení strmosti výnosových křivek, a
- poskytla velký objem úvěrů specifickým institucím; cílem byla pomoc některým institucím.

Oběma druhy operací se značně zvýšily rezervy vkladových institucí, a to nad úroveň požadovaných rezerv. Od dubna 1999 záměrem Bank of Japan je, aby nekolateralizovaná jednodenní míra byla na téměř nulové úrovni (se dvěma výjimkami, kdy se tato úroková míra na krátkou dobu zvýšila na 0,2 % a na 0,5 %). Znamená to, že **Bank of Japan nemusí rezervy dodávat ani stahovat. Jednoduše rezervy ponechává na rezervním účtu.** Situace je patrná z rozvahy Bank of Japan uvedené v předchozí knize (Finance v globální ekonomice I. Peníze a platební styk).

1.2.6 Bank of England

Bank of England tradičně rezervy **dodávala**. Avšak vznikem nedávné finanční a hospodářské krize došlo v operacích na volném trhu Bank of England k velkým změnám. Od března 2009 Bank of England:

- koupila velký objem zejména britských státních dluhopisů (prostřednictvím dceřiné společnosti Bank of England Asset Purchase Facility Fund Ltd) v rámci kvantitativního uvolňování; cílem bylo snížení strmosti výnosových křivek, a
- poskytla určitý objem úvěrů specifickým institucím; cílem byla pomoc některým institucím.

Oběma druhy operací se značně zvýšily rezervy obchodních bank a stavebních společností, a to nad úroveň požadovaných rezerv. Od března 2009 Bank of England v souvislosti s oznámením o zahájení kvantitativního uvolňování ukončila systém dobrovolných rezervních cílů a od té doby úročí všechny rezervy vyhlášenou úrokovou mírou (*bank rate*). Znamená to, že **Bank of Japan nemusí rezervy dodávat ani stahovat. Jednoduše rezervy ponechává na rezervním účtu.** Situace je patrná z rozvahy Bank of Japan uvedené v předchozí knize (Finance v globální ekonomice I. Peníze a platební styk).

²⁷ Nejednalo se ale o tak mohutné kvantitativní uvolňování, které po vzniku finanční a hospodářské krize provedl americký Fed.

1.2.7 Česká národní banka

a) Hlavní směr operací na volném trhu

Česká národní banka plně harmonizovala operace na volném trhu s operacemi Evropské centrální banky. Způsob provádění operací České národní banky na volném trhu je popsán v příkladu 1.1.

Česká národní banka **stahuje likviditu** vzhledem k přebytku likvidity obchodních bank u České národní banky, a to od svého vzniku.²⁸ Objem stahované likvidity se od vzniku České národní banky stále zvyšoval. Důvody zvyšování tohoto objemu byly:

- značný růst cizoměnových rezerv České národní banky; při vzniku České národní banky dne 1. ledna 1993 disponovala banka cizoměnovými rezervami v rozsahu asi 15 mld. Kč (0,6 mld. dolarů), na konci roku 2002 činily 716 mld. Kč (23,7 mld. dolarů) a na konci roku 2010 již 762 mld. Kč (38,2 mld. dolarů),
- pomalejší růst objemu oběživa v porovnání s růstem cizoměnových rezerv; při vzniku České národní banky dne 1. ledna 1993 objem oběživa činil asi 30 mld. Kč, na konci roku 2002 dosáhl 224 mld. Kč a na konci roku 2010 jen 392 mld. Kč, a
- pokles rezervních požadavků České národní banky; zatímco například v polovině devadesátých let rezervní požadavky činily asi 100 mld. Kč, na konci roku 2002 byly nižší než 30 mld. Kč a na konci roku 2010 byly nižší než 40 mld. Kč.

Z rozvahy České národní banky uvedené v předchozí knize (Finance v globální ekonomice I. Peníze a platební styk) je patrné, že na konci roku 2010 objem stažené likvidity činil 340 mld. Kč. Stahování likvidity probíhalo ve třech dnech týdně (pondělí, středa a pátek). Za předpokladu, že každá operace stažení likvidity má splatnost 14 kalendářních dnů, v průměru na každý den stahování likvidity připadalo stažení likvidity v objemu asi 57 mld. Kč (= 340 mld. Kč / 6 dní).

²⁸ Skutečnost, že Česká národní banka stahuje likviditu, je někdy mylně interpretována tak, že Česká národní banka odebírá obchodním bankám prostředky na poskytování úvěrů. Již z předchozí knihy (Finance v globální ekonomice I. Peníze a platební styk) je patrné, že tomu tak není. Poskytování úvěrů představuje tvorbu peněz a nemá primárně nic společného s celkovou likviditou obchodních bank u centrální banky. Jakákoli operace obchodní banky s jejím klientem (např. poskytnutí či splacení úvěru klientovi) nemá vliv na celkovou likviditu, neboť tato operace nesouvisí s centrální bankou (nepatrným sekundárním efektem může být dopad v novém propočtu rezervních požadavků). Obecně platí, že bankovní operace mezi obchodními bankami a jejich klienty a také operace mezi obchodními bankami navzájem nemají vliv na celkový objem likvidity u České národní banky.

Příklad 1.1 Úřední sdělení České národní banky ze dne 4. srpna 2011 o způsobu provádění operací České národní banky na domácím peněžním trhu

Úřední sdělení České národní banky

ze dne 29. července 2011

o způsobu provádění operací České národní banky na domácím peněžním trhu

I.

Obecná ustanovení

1. Česká národní banka (dále jen "ČNB") provádí na peněžním trhu měnové operace, poskytuje automatické facility a provádí ostatní operace.
2. Měnové operace provádí ČNB formou repo operací. Cílem měnových operací je stabilizace krátkodobých úrokových sazeb na požadované úrovni prostřednictvím udržování rovnovážné likvidity bankovního systému. Repo operace jsou uzavírány formou repo tendrů (čl. IV.) nebo individuálních repo operací (čl. V.).
3. Automatické facility poskytuje ČNB ve formě přijímaných depozit (dále jen "depozitní facility") (čl. VI.) a individuálních repo operací za lombardní sazbu (dále jen "lombardní facility") (čl. VII.).
4. Ostatní operace provádí ČNB formou:
 - a) obchodů s cennými papíry,
 - b) vydávání vlastních cenných papírů,
 - c) poskytování finančních prostředků (dále jen "vnitrodenní úvěr") pro účely vypořádání v zúčtovacím centru ČNB (dále jen "systém CERTIS") (čl. XII.) a
 - d) operací pro třetí osoby (čl. XI.).
5. Obchody s cennými papíry provádí ČNB zejména formou:
 - a) tendrů na prodej nebo nákup cenných papírů (čl. VIII.),
 - b) individuálních prodejů nebo nákupů cenných papírů (čl. IX.) a
 - c) operací typu "Buy/Sell Back" (čl. X.).
6. ČNB je v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, oprávněna provádět i jiné operace, než uvedené v tomto úředním sdělení.

II.

Protistrany pro provádění obchodů

1. ČNB provádí operace podle čl. I. S finančními institucemi uvedenými v § 25 odst. 1 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, pokud není dále uvedeno jinak.
2. Protistranami pro provádění měnových operací ČNB jsou pouze subjekty, které podléhají tvorbě povinných minimálních rezerv¹, řádně pečují o plynulost platebního styku dle čl. XII a mají s ČNB uzavřenu Rámcovou smlouvu o obchodování na finančním trhu (dále jen "Rámcová smlouva"), která byla vydána Českou bankovní asociací jako standard bankovních aktivit. Vzor Rámcové smlouvy zveřejňuje ČNB způsobem umožňujícím dálkový přístup.
3. Protistranami pro přístup do automatických facilit ČNB jsou pouze subjekty, které podléhají tvorbě povinných minimálních rezerv¹. Protistrany pro přístup do lombardní facility musí mít navíc s ČNB uzavřenu Rámcovou smlouvu.
4. Protistranami pro provádění obchodů s cennými papíry jsou pouze přímí účastníci aukcí státních pokladničních poukázek nebo přímí účastníci aukcí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Protistrany pro provádění obchodů s cennými papíry formou operací typu "Buy/Sell Back" a operací pro třetí osoby musí mít navíc s ČNB uzavřenu Rámcovou smlouvu.
5. Protistranami pro poskytování vnitrodenního úvěru jsou pouze subjekty, které podléhají tvorbě povinných minimálních rezerv¹, mají veden účet mezibankovního platebního styku v systému CERTIS a mají s ČNB uzavřenu Rámcovou smlouvu a Rámcovou smlouvu o poskytování vnitrodenního úvěru. Vzor Rámcové smlouvy o poskytování vnitrodenního úvěru zveřejňuje ČNB způsobem umožňujícím dálkový přístup.

¹Opatření České národní banky č. 2 ze dne 23. září 2003, kterým se stanoví podmínky tvorby povinných minimálních rezerv, ve znění pozdějších změn.

Příklad 1.1 – pokračování**III.****Kritéria pro výběr přijatelných finančních nástrojů**

1. Při měnových operacích prováděných na domácím peněžním trhu ČNB přijímá i poskytuje finanční nástroje pouze ve formě dluhopisů denominovaných v českých korunách, které jsou:
 - a) vydané ČNB,
 - b) vydané Českou republikou,
 - c) bezpodmínečně garantované Českou republikou,
 - d) vydané členskými státy Evropské unie nebo Evropského sdružení volného obchodu (dále jen "EFTA"), které mají minimální kreditní rating A+ (A1) alespoň od dvou z agentur Fitch, S&P nebo Moody's,
 - e) bezpodmínečně garantované členským státem Evropské unie nebo EFTA, který má minimální kreditní rating A+ (A1) alespoň od dvou z agentur Fitch, S&P nebo Moody's,
 - f) vydané:
 1. Evropskou centrální bankou (ECB),
 2. Mezinárodním měnovým fondem (IMF),
 3. Evropskou investiční bankou (EIB),
 4. Bankou pro mezinárodní platby (BIS) nebo
 5. mezinárodní rozvojovou bankou², která má nejvyšší kreditní rating alespoň od dvou z agentur Fitch (AAA), S&P (AAA) nebo Moody's (Aaa) nebo
 - g) vydané emitentem, který má nejvyšší kreditní rating alespoň od dvou z agentur Fitch (AAA), S&P (AAA) nebo Moody's (Aaa)
2. Dluhopisy podle odstavce 1 musí být evidovány v Centrálním depozitáři cenných papírů, a.s. (dále jen "CDCP") nebo v Systému krátkodobých dluhopisů (dále jen "SKD"). Dluhopisy evidované v CDCP musí být zároveň přijaty k obchodování na oficiálním trhu Burzy cenných papírů Praha, a.s.
3. Seznam přijatelných finančních nástrojů podle odstavce 1 vede ČNB a je zveřejňován způsobem umožňujícím dálkový přístup.

²Čl. 1 odst. 19 směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/12/ES ze dne 20. října 2000 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu, ve znění pozdějších předpisů.

IV.**Repo tendry**

1. Repo tendry organizuje ČNB zpravidla formou americké aukce. Na přístup do repo tendru nemá protistrana nárok a ČNB jej může v odůvodněných případech odmítnout.
2. ČNB zveřejňuje oznámení o repo tendrech prostřednictvím informačních agentur a dále způsobem umožňujícím dálkový přístup. V případě technické závady je oznámení o repo tendru sdělováno jiným vhodným způsobem (např. telefonicky nebo faxem).
3. Oznámení o repo tendru obsahuje zejména informace o:
 - a) směru tendru (dodávací nebo stahovací),
 - b) datech zahájení a ukončení repa,
 - c) maximálním počtu objednávek jedné protistrany (není-li počet uveden, jedná se o 2 objednávky),
 - d) minimálním objemu každé jednotlivé objednávky (není-li objem uveden, jedná se o 300 milionů Kč),
 - e) času uzávěrky pro příjem objednávek.
4. Oznámení o repo tendru může rovněž obsahovat i další informace, například o:
 - a) limitní akceptovatelné úrokové sazbě,
 - b) celkovém nabízeném objemu,
 - c) maximálně možném celkovém objemu objednávek předaných jednou protistranou.

Příklad 1.1 – pokračování

5. Jednotlivé protistrany repo tendru podávají objednávky technicky vhodným způsobem (např. prostřednictvím systému Reuters nebo telefonicky) do sekce bankovních obchodů ČNB, odboru korunových a devizových intervencí ČNB (dále jen "dealing"). V případě technických problémů bude ČNB akceptovat i jiný vhodný způsob předání objednávky (např. fax, dopis).
6. Při objednávce zadává protistrana repo tendru objem a úrokovou sazbu (při konvenci act/360). Není-li při oznámení repo tendru stanoveno jinak, musí být objem jednotlivé objednávky celočíselným násobkem 100 miliónů Kč a úroková sazba udána v procentech s přesností na dvě desetinná místa.
7. Překročí-li celkový objem objednávek protistrany v tendru vyhlášený maximálně možný celkový objem objednávek jedné protistrany, může ČNB snížit objem objednávek této protistrany, případně objednávky zcela odmítnout.
8. ČNB při uzavírání repo obchodů uplatňuje tzv. haircut dle uzavřené Rámcové smlouvy³ ve výši 2 %.
9. Objednávky jsou uspokojovány podle nabízené úrokové sazby až do výše objemu repo tendru. Není-li možno uspokojit všechny objednávky se stejnou výší úrokové sazby, jsou tyto objednávky uspokojovány poměrně.
10. Výsledek repo tendru sděluje ČNB obdobným způsobem jako oznámení o repo tendru. Oznámení o výsledku obsahuje zejména:
 - a) minimální, průměrnou a maximální akceptovanou úrokovou sazbu,
 - b) procento uspokojení objednávek při poměrném krácení.

³Čl. 1 odst. (3) Přílohy u udržování finančního zajištění a čl. 5 odst. (II) písm. (b) Zvláštních ustanovení Rámcové smlouvy.

V.**Individuální repo operace**

1. Individuální repo operace se provádějí z podnětu ČNB.
2. ČNB při uzavírání individuálních repo operací uplatňuje tzv. haircut dle uzavřené Rámcové smlouvy³ ve výši 2 %.

VI.**Depozitní facilitata**

1. V rámci depozitní facility mohou protistrany ukládat u ČNB volné peněžní prostředky. Vklad začíná standardně v den žádosti a je splatný v následující pracovní den (tj. O/N splatnost). ČNB může v případě potřeby stanovit jinou dobu začátku i splatnosti vkladu. ČNB může také rozhodnout o dočasném zrušení nebo omezení depozitní facility.
2. Minimálním akceptovatelným objemem vkladu je 10 milionů Kč. Vklad je úročen diskontní sazbou ČNB při použití konvence act/360. ČNB může tyto podmínky před uzavřením obchodu jednostranně změnit, popřípadě stanovit podmínky další. O případných změnách těchto podmínek informuje ČNB obvykle prostřednictvím systému Reuters nebo Bloomberg. V případě technické závady může ČNB informovat o změně podmínek i jiným vhodným způsobem (např. telefonicky nebo faxem).
3. Podmínkou pro uložení vkladu u ČNB je žádost protistrany podaná nejpozději 15 minut před uzavěrkou účtního dne v systému CERTIS.
4. Žádost o uložení vkladu podávají protistrany prostřednictvím systému Reuters nebo telefonicky do dealingu ČNB. V případě technických problémů bude ČNB akceptovat i jiný vhodný způsob předání objednávky (např. fax, dopis).

Příklad 1.1 – pokračování**VII.
Lombardní facilitata**

1. V rámci lombardní facility mohou protistrany čerpat od ČNB peněžní prostředky prostřednictvím lombardního repa.
2. Lombardní repo začíná standardně v den žádosti a je splatné v následující pracovní den (tj. O/N splatnost). ČNB může v případě potřeby stanovit jinou dobu začátku i splatnosti.
3. Minimálním akceptovatelným objemem lombardního repa je 10 milionů Kč. Pro výpočet zpětné kupní ceny⁴ se použije lombardní sazba ČNB a konvence act/360. ČNB může tyto podmínky před uzavřením obchodu jednostranně změnit, popřípadě stanovit podmínky další. O případných změnách těchto podmínek informuje ČNB obvykle prostřednictvím systému Reuters nebo Bloomberg. V případě technické závady může ČNB informovat o změně podmínek i jiným vhodným způsobem (např. telefonicky nebo faxem).
4. ČNB při uzavírání lombardního repa uplatňuje tzv. haircut dle uzavřené Rámcové smlouvy³ ve výši 2 %.
5. Žádost o provedení lombardního repa podávají protistrany do dealingu ČNB (např. prostřednictvím systému Reuters nebo telefonicky) nejpozději 25 minut před uzavěrkou účetního dne v systému CERTIS. V případě technických problémů bude ČNB akceptovat i jiný vhodný způsob předání objednávky (např. fax, dopis).
6. ČNB lombardní repo s protistranou neprovede, pokud nebude dodržena lhůta uvedená v odstavci 5 nebo v případě, že:
 - a) ČNB rozhodne o dočasném zrušení nebo omezení lombardního repa,
 - b) platbu nebo převod cenných papírů nelze uskutečnit z důvodu technických problémů na straně systému CERTIS, SKD, CDCP, systému komunikace nebo z důvodu vyšší moci.
7. Jestliže není při lombardním repu možno vázat převod cenných papírů na provedení platby (princip dodávka proti placení), převede ČNB finanční prostředky plynoucí z dohodnutého lombardního repa na účet protistrany teprve poté, co budou na její majetkový účet připsány cenné papíry od protistrany.
8. Není-li při splácení lombardního repa použit princip dodávka proti placení, převede ČNB cenné papíry na účet protistrany teprve poté, co v systému CERTIS dojde k převodu zpětné kupní ceny na účet ČNB.
9. V případě, že nedojde ke splnění podmínek dohodnutého lombardního repa některou ze stran, bude v otázkách sankcí postupováno v souladu s uzavřenou Rámcovou smlouvou.
10. V případě, že Rámcová smlouva o poskytování vnitrodenního úvěru stanoví podmínky pro sjednání lombardního repa odlišně od ustanovení tohoto článku, použijí se ustanovení Rámcové smlouvy o poskytování vnitrodenního úvěru.

⁴Čl. 2 odst. (3) Produktové přílohy pro repo obchody.

**VIII.
Tendry na prodej nebo nákup cenných papírů**

1. Tendry na prodej nebo nákup cenných papírů (dále jen "tendry") organizuje ČNB zpravidla formou americké aukce.
2. ČNB zveřejňuje oznámení o tendrech prostřednictvím informačních agentur a dále způsobem umožňujícím dálkový přístup. V případě technické závady je oznámení o tendru sdělováno jiným vhodným způsobem (např. telefonicky nebo faxem).

Příklad 1.1 – pokračování

3. Oznámení o tendru obsahuje zejména informace o:
 - a) směru tendru (nákup nebo prodej),
 - b) datu vypořádání,
 - c) cenných papírech (identifikaci),
 - d) maximálním počtu objednávek jedné protistrany (není-li počet uveden, jedná se o 2 objednávky),
 - e) minimálním objemu každé jednotlivé objednávky (není-li objem uveden, jedná se o 100 milionů Kč v nominální hodnotě cenných papírů),
 - f) času uzavěrky pro příjem objednávek.
4. Oznámení o tendru může rovněž obsahovat i další informace, např. o:
 - a) limitním akceptovatelném výnosu,
 - b) celkovém nabízeném objemu.
5. Protistrany podávají objednávky prostřednictvím systému Reuters nebo telefonicky do dealingu ČNB. V případě technických problémů bude ČNB akceptovat i jiný vhodný způsob předání objednávky (např. fax, dopis).
6. Při objednávce zadává protistrana objem a požadovaný výnos. Není-li při oznámení tendru stanoveno jinak, objem každé jednotlivé objednávky musí být v nominální hodnotě cenných papírů celým násobkem 50 milionů Kč a výnos uveden v procentech s přesností na dvě desetinná místa.
7. Objednávky jsou v tendru uspokojovány podle nabízeného výnosu až do výše objemu tendru. Není-li možno uspokojit všechny objednávky se stejnou výší výnosu, jsou tyto uspokojovány poměrně.
8. Výsledek tendru oznamuje ČNB obdobným způsobem jako oznámení o tendru. Oznámení o výsledku obsahuje zejména:
 - a) minimální, průměrný a maximální akceptovaný výnos,
 - b) procento uspokojení objednávek při poměrném krácení.
9. Není-li možno obchod vypořádat na bázi principu dodávka proti placení, plnění ČNB následuje po zjištění, že svůj závazek splnila protistrana.

IX.**Individuální prodeje nebo nákupy cenných papírů**

Individuální prodeje nebo nákupy cenných papírů se provádí z odnětu ČNB.

X.**Operace typu "Buy/Sell Back"**

1. Operací typu "Buy/Sell Back" se pro účely tohoto úředního sdělení rozumí prodej a zpětný nákup nebo nákup a zpětný prodej cenného papíru uzavřený s jednou protistranou v jeden okamžik s rozdílnými dny vypořádání.
2. Operace typu "Buy/Sell Back" se provádí z podnětu ČNB.
3. ČNB při uzavírání operací typu "Buy/Sell Back" uplatňuje tzv. haircut dle uzavřené Rámcové smlouvy³ ve výši 2 %.

XI.**Operace pro třetí osoby**

Repo operace a depozita pro třetí osoby provádí ČNB z podnětu a na základě instrukcí klienta. ČNB může omezit okruh klientů, v jejichž prospěch provádí tyto operace.

Příklad 1.1 – pokračování**XII.****Poskytování vnitrodenního úvěru pro účely plynulého vypořádání v systému CERTIS**

1. S cílem zabezpečit podmínky pro plynulé vypořádání příkazů v systému CERTIS, poskytuje ČNB protistranám dle čl. II odst. 5) vnitrodenní úvěr. Vnitrodenní úvěr se poskytuje v souladu s Pravidly SKD⁵.
2. Řádnou péčí o plynulost platebního styku podle čl. II, odst. 2 se rozumí zpracování svých odcházejících plateb tak, aby v systému CERTIS nedocházelo k zadržování odcházejících plateb protistrany z důvodu nedostatku peněžních prostředků na jejím účtu. Za tímto účelem mohou protistrany čerpat vnitrodenní úvěr. Vnitrodenní úvěr čerpají včas a v dostatečné výši. Bude-li protistrana v prodlení s čerpáním vnitrodenního úvěru nebo načerpá-li tento úvěr v nedostatečném objemu, může jej ČNB vyzvat k nápravě. Krytí odcházejících plateb příchozími platbami ve prospěch protistrany, které dosud nemohly být převedeny na účet protistrany z důvodu nedostatku peněžních prostředků na účtu odesílatele, se nepovažuje za řádnou péči o plynulost zpracování svých odcházejících plateb.
3. Výši vnitrodenního úvěru určí ČNB na základě hodnoty poskytnutých finančních nástrojů jako finančního kolaterálu v SKD. ČNB poskytuje vnitrodenní úvěr ve výši tržní hodnoty poskytnutých cenných papírů upravené koeficientem, který stanoví ČNB zahájením účetního dne SKD. Výši tržní hodnoty cenných papírů stanoví ČNB v souladu s Pravidly SKD⁵. Přijatelnými finančními nástroji jsou finanční nástroje dle čl. III, které jsou evidovány v SKD.
4. V případě, že je vnitrodenní úvěr splacen ČNB ve stejný den, kdy byl poskytnut, nejsou tyto prostředky úročeny.

⁵Úřední sdělení České národní banky č. 10/2007 Věst. ČNB, o vydání Pravidel Systému krátkodobých dluhopisů.

XIII.**Zrušovací ustanovení**

Zrušuje se úřední sdělení České národní banky č. 9/2007 Věst. ČNB, o způsobu provádění operací České národní banky na peněžním trhu.

XIV.**Účinnost**

Podle tohoto úředního sdělení se postupuje od 15. srpna 2011.

Cíl operací České národní banky pro daný den je stanoven na pravidelných poradách. Obsahem jednání jsou pravidelně tyto body:

- výsledky předchozích operací České národní banky na volném trhu,
- vývoj likvidity bankovního sektoru a očekávaný denní vývoj u největších bank (na základě pravidelného ranního telefonického monitoru vývoje likvidity v deseti až patnácti rozhodujících obchodních bankách),
- predikce vývoje faktorů ovlivňujících likviditu pro aktuální den,
- situace na peněžním trhu, dluhopisovém a derivátovém trhu, a
- situace na měnovém trhu.

Rozhodování o směru, objemu a případně splatnosti operací České národní banky je založeno na predikci přílivu a odlivu likvidity obchodních bank v týdenním časovém horizontu, na výši požadovaných rezerv (rezervních požadavků) a na výši přebytkových rezerv odpovídajících žádoucímu vývoji krátkodobých úrokových měr mezibankovního trhu. Cílem je zajistit, aby stav likvidity obchodních bank odpovídal optimální výši likvidity pro splnění rezervních požadavků a nepůsobil odchýlení krátkodobých úrokových měr od zvolené úrovně.

Predikce přílivu a odlivu likvidity je sestavována zejména na základě:

- změny objemu oběživa; při zvýšení objemu oběživa likvidita klesá a naopak,
- plateb úroků České národní banky obchodním bankám z operací na stahování likvidity (likvidita roste) či naopak plateb úroků obchodních bank České národní bance z operací na dodávání likvidity (likvidita klesá),
- splatnosti rep a automatických vkladových nástrojů (likvidita roste),
- splatnosti automatických úvěrových nástrojů (likvidita klesá),
- cizoměnových intervencí České národní banky:
 - intervencemi na oslabení koruny likvidita roste (příklad 2.5 v následující kapitole) a intervencemi na posílení koruny likvidita klesá (příklad 2.6 v následující kapitole); akumulace cizoměnových rezerv je důsledkem cizoměnových intervencí České národní banky na oslabení české koruny, tj. koupí cizí měny Českou národní bankou za české koruny; při každé takové cizoměnové intervenci dojde k vypořádání cizoměnové části (připsání určité částky cizí měny na nostro účet České národní banky) a k vypořádání korunové části (připsání určité částky českých korun na rezervní účet dané obchodní banky u České národní banky), tj. ke zvýšení likvidity bankovního sektoru; tuto likviditu musí následně Česká národní banka stáhnout, aby nedošlo k nežádoucímu ovlivnění úrokových měr (proto se používá pojem sterilizovaná intervence);
 - naopak při intervenci na posílení české koruny Česká národní banka prodává cizí měnu za české koruny; při každé takové cizoměnové intervenci dojde k vypořádání cizoměnové části (odepsání určité částky cizí měny z nostro účtu České národní banky) a k vypořádání korunové části (odepsání určité částky českých korun z rezervního účtu dané obchodní banky u České národní banky), tj. ke snížení likvidity bankovního sektoru; tato likvidita se běžně automaticky dodá při splatnosti repa (běžně jsou repa 14denní) a při splatnosti automatického vkladového nástroje; pokud by takto navýšená likvidita nebyla dostatečná, potom by musela Česká národní banka likviditu dodat, aby nedošlo k nežádoucímu ovlivnění úrokových měr, a
- přijatých plateb na účet státu u České národní banky (zejména výběr daní a platby do státního rozpočtu), kdy likvidita klesá, a plateb z účtu státu u České národní banky, kdy likvidita roste; platby spojené s účtem státu významně ovlivňují operace se státními pokladničními poukázkami a státními střednědobými a dlouhodobými dluhopisy (emise, platba kupónů a splacení).

Objem stahované likvidity je vyjádřen rozdílem mezi předpokládaným přílivem a odlivem likvidity se zohledněním změn v požadovaných a přebytkových rezervách. Za jinak stejných podmínek snížení rezervních požadavků vede k vyššímu objemu stahované likvidity. Jak bylo uvedeno v části 1.4, rezervní požadavky jsou funkcí vkladů. Každé poskytnutí úvěru totiž generuje další vklady, které následně mírně (ve výši 2 %) zvyšují rezervní požadavky.

Česká národní banka provádí odčerpávání likvidity prostřednictvím rep, konkrétně používá klasická repa.²⁹ Česká národní banka přijímá od obchodních bank úvěry, které jsou zajištěny převodem kolaterálu ve formě poukázek ČNB. Realizuje je repo tendry (tab. 1.1). Obě strany se zároveň zavazují, že po uplynutí splatnosti (obvykle 14 dnů) proběhne reverzní operace, v níž Česká národní banka jako dlužník vrátí věřitelské bance zapůjčenou jistinu zvýšenou o dohodnutý úrok a věřitelská banka vrátí České národní bance poskytnutý kolaterál.

Tab. 1.1 Příklad oznámení a výsledků repo tendrů

Oznámení					
Den obchodu	29.8.2011	29.8.2011	29.8.2011	31.8.2011	31.8.2011
Směr repo obchodu	stahovací	stahovací	dodávací	stahovací	stahovací
Počáteční den	29.8.2011	29.8.2011	31.8.2011	31.8.2011	31.8.2011
Koncový den	12.9.2011	12.9.2011	14.9.2011	14.9.2011	14.9.2011
Min. objem objednávky, mil. Kč	300	300	10	300	300
Maximální počet objednávek	2	2	1	2	2
Limitní repo míra, % p.a.	0,75	0,75	0,85	0,75	0,75
Uzávěrka pro příjem objednávek	10:00	10:15	13:00	10:00	10:15
Výsledky					
Minimální repo míra, % p.a.	0,75	0,75	–	0,75	0,75
Průměrná repo míra, % p.a.	0,75	0,75	–	0,75	0,75
Maximální repo míra, % p.a.	0,75	0,75	–	0,75	0,75
Koeficient uspokojení, %	100	100	–	85	85
Výsledný objem, mld. Kč	30,000	6,000	–	70,380	23,700

Zdroj: Česká národní banka.

²⁹ **Klasické repo nebo klasické reverzní repo** (*classic repo or classic reverse repo, genuine repo or genuine reverse repo, true repo or true reverse repo*) je přijetí nebo poskytnutí úvěru se zajišťovacím převodem finančních aktiv (obvykle cenných papírů). Obvykle se jedná o přijetí nebo poskytnutí úvěru podle § 497 a násl. obchodního zákoníku se zajišťovacím převodem cenných papírů podle § 553 občanského zákoníku či se jedná o nepojmenované (inominátní) smlouvy se stejným ekonomickým obsahem.

b) Stahovací operace na volném trhu

Česká národní banka provádí tyto operace na volném trhu:

- 14denní repa (hlavní operace na volném trhu),
- 3měsíční repa (doplňkové operace na volném trhu),
- doladovací operace,
- automatické nástroje a
- kolaterizované vnitrodenní úvěry.

Parametry **14denních stahovacích rep** jsou tyto:

- repo tendr je vyhlášován každé pondělí, středu a pátek; objednávky obsahují objem a úrokovou míru,
- vypořádání probíhá v T+2,
- splatnost rep je 14 dní,
- objednávky jsou uspokojeny za úrokovou míru podle americké aukce (limitem je repo míra),
- seznam přijatelného kolaterálu je uveřejněn na internetové stránce České národní banky,
- navýšení (*haircut*) pro SPP a poukázky ČNB činí 2 % a pro ostatní kolaterál je 4 %,
- minimální objednávka činí 300 mil. Kč,
- přístup do repo tendrů mají osoby, které mají s Českou národní bankou uzavřenou rámcovou smlouvu o obchodování, a
- informace o repo tendrech jsou uveřejňovány na internetových stránkách České národní banky, na stránkách informačních agentur Reuters (stránka CNB04) a Bloomberg (stránka CNB04).

Česká národní banka tedy přijímá od obchodních bank likviditu formálně formou zajištěného úvěru,³⁰ tedy převodem likvidity proti převodu cenných papírů přibližně stejné hodnoty.³¹ Tím by mělo být pro obchodní banky eliminováno úvěrové riziko vůči České národní bance, tj. v případě selhání České národní banky zůstanou obchodním bankám cenné papíry. Protože však jsou použity poukázky České národní banky, úvěrové riziko obchodních bank vůči České národní bance není repo obchodem eliminováno. Důvodem je skutečnost, že repo obchody České národní banky nesplňují definici repo obchodů podle Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (poukázky ČNB nejsou finančním aktivem České národní banky ve smyslu Mezinárodních standardů účetního výkaznictví). Aby se jednalo o repo obchody, musela by Česká národní banka proti přijatým úvěrům poskytovat svá aktiva, například cenné papíry z cizoměnových rezerv. Takové repo obchody se nazývají cizoměnové repo obchody (*FX repos*).

³⁰ Jak uvidíme dále, fakticky se jedná o nezajištěný úvěr.

³¹ Naopak na mezibankovním trhu se realizují téměř výhradně nezajištěné úvěry či nezajištěné vklady.

Jaká je tedy výhoda "repo obchodů" České národní banky s obchodními bankami, u nichž se jako kolaterál používají poukázky ČNB? Obchodní banky mohou tyto cenné papíry použít jako kolaterál u repo obchodů s jinými obchodními bankami, s nebankovními jednotkami i s Českou národní bankou. V případě České národní banky se jedná o tyto repo obchody:

- na dodání likvidity,
- v případě úvěrového nástroje (je popsán dále) a
- vnitrodenní úvěr, který umožňuje plynulejší platební styk.

Krátké prodeje poukázek ČNB se obchodním bankám nedoporučují, neboť pro ně znamenají vysoké riziko. Počet dlouhých pozic v těchto cenných papírech se na trhu mimo České národní banky totiž přesně rovná počtu krátkých pozic v těchto cenných papírech. Obchodní banky by se tedy dostávaly do problémů, protože by nebyly schopny vrátit tyto cenné papíry České národní bance při splatnosti repo obchodů.

Základní doba trvání těchto stahovacích rep je stanovena na 14 dní, což má za následek praktickou kontrolu krátkodobých úrokových měr se splatností dvou týdnů ze strany České národní banky. Avšak v závislosti na predikci vývoje likvidity bankovního sektoru jsou čas od času prováděny i repo operace se splatností kratší než 14 dní. Česká národní banka provádí **14denní repa**³² tak, že vyhlášená repo míra je maximální úrokovou mírou, za kterou mohou být banky v repo tendru uspokojeny. Nabídky bank jsou vypořádány podle americké aukční procedury, tj. Česká národní banka přijme přednostně nabídky požadující nejnižší úrokovou míru, a to až do výše objemu stahované likvidity. V případě, že objem objednaný bankami přesáhne předpokládaný přebytek likvidity, Česká národní banka nabídky za nejvyšší míru buď zcela odmítne, nebo proporcionálně zkrátí.

Kromě toho Česká národní banka provádí **3měsíční repa**, v nichž Česká národní banka přijímá likviditu na období tří měsíců. Tříměsíční repo tendr opět probíhá podle americké aukční procedury. Česká národní banka nemá v úmyslu tímto nástrojem vysílat na trh signály, a proto tříměsíční repo míra používaná pro tento tendr není vyhlášenou úrokovou mírou České národní banky, nýbrž jde o tržní úrokovou míru aktuální v době vypsání tendru. V současnosti se tento nástroj nevyužívá, poslední tříměsíční tendr byl vypsán v lednu 2001.

U **dolaďovacích operací** se jedná o individuální operace na peněžním (vkladovém a repo) trhu, měnovém trhu a trhu cenných papírů z rozhodnutí České národní banky, za tržní ceny a za tržních podmínek. Dolaďovací operace se používají k vyhlazení volatility během jednoho dne a za účelem rychlé reakce na nevizované peněžní toky, zejména z vládní oblasti. Vláda je nejdůležitějším klientem České národní banky a peněžní toky vyplývající zejména z daňové oblasti ovlivňují

³² Tomu odpovídá úroková míra dvoutýdenní PRIBOR, kterou Česká národní banka na trhu reguluje.

celkové peněžní toky na účtech u České národní banky. Dolaďovací operace se používají výjimečně.

Kromě toho Česká národní banka nabízí bankám dva **automatické nástroje**. Automatické nástroje slouží obchodním bankám k jednodennímu (přes noc) poskytování nebo ukládání likvidity (*overnight, O/N*). Protože se z hlediska bank jedná o permanentní možnost půjčení, resp. vypůjčení likvidity, vytvářejí úrokové míry uplatňované u těchto dvou nástrojů koridor, v němž se pohybují jednodenní úrokové míry.

Existují dva automatické nástroje:

- **vkladový nástroj**, který poskytuje bankám možnost uložit přes noc u České národní banky bez zajištění svou přebytkovou likviditu, pokud o to požádá nejpozději 15 minut před uzávěrkou účetního dne v zúčtovacím centru České národní banky. Vklady jsou úročené **diskontní mírou**; diskontní míra proto zpravidla představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových měr na peněžním trhu; minimální objem je 10 mil. Kč, a
- **úvěrový nástroj**, který poskytuje bankám možnost vypůjčit si přes noc od České národní banky formou reverzního repa likviditu, pokud o to požádá nejpozději 25 minut před uzávěrkou účetního dne v zúčtovacím centru České národní banky; likvidita v rámci tohoto nástroje je úročena **lombardní mírou**; vzhledem k trvalému přebytku likvidity je tento nástroj bankami využíván minimálně; seznam přijatelného kolaterálu je uveřejněn na internetové stránce České národní banky; lombardní míra představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových měr mezibankovního trhu; minimální objem je 10 mil. Kč.

Likviditu dále ovlivňují vnitrodenní nástroje nazývané **kolaterizované vnitrodenní úvěry** (*collateralised intraday lending facility*). Jedná se o úvěry poskytované Českou národní bankou obchodním bankám v průběhu dne zajištěné přijatelnými cennými papíry. Přijatelným kolaterálem jsou cenné papíry vypořádávané v Systému krátkodobých dluhopisů (SKD), který Česká národní banka provozuje. Nejedná se však o repo obchod, neboť cenné papíry stále zůstávají na účtu obchodní banky v systému SKD. Česká národní banka poskytuje bankám tento úvěr za účelem zajištění dostatečné likvidity v systému mezibankovního platebního styku provozovaném zúčtovacím centrem České národní banky. Úvěr je poskytován jednorázově v rámci jednoho účetního dne. Pokud je splacen v průběhu dne, není úročen. Banky mají možnost si úvěr vzít a splatit kdykoliv v průběhu účetního dne SKD (8:30) do ukončení účetního dne (16:00) a v libovolné výši. Banka získá úvěr vzápětí poté, co dá příkaz k převedení cenných papírů ze stavu volných do stavu K. Naopak příkaz k převedení cenných papírů ze stavu K do stavu volných znamená příkaz ke splacení úvěru.

Pokud banka vnitrodenní úvěr nesplatí podáním vlastního příkazu, potom při ukončení účetního dne SKD je automaticky podán příkaz ke splacení úvěru. V případě, že banka nemá na rezervním účtu dostatek likvidity, potom se se vnitrodenní úvěr

automaticky změni v úvěrový nástroj – cenné papíry jsou převedeny ze stavu K na účet České národní banky (úvěrový nástroj je již repo obchodem).

c) Dodávací operace na volném trhu

V říjnu 2008 Česká národní banka zahájila pravidelné **dodávací reverzní repa**. Jejich parametry jsou tyto:

- repo tendr je vyhlášován 1krát týdně (pondělí); objednávky jsou přijímány obvykle mezi 12:00 a 13:00; objednávky obsahují objem,
- vypořádání tendrů probíhá v T+2,
- splatnost reverzních rep je 14 dní (v listopadu 2008 Česká národní banka dodatečně zavedla 3měsíční repo tendry, které zrušila ke konci roku 2010),
- objednávky 14denních tendrů jsou uspokojeny za pevnou úrokovou míru rovnou vyhlášené repo míře navýšené o 0,1 % (v případě 3měsíčních repo tendrů navýšení činilo 0,3 %),
- seznam přijatelného kolaterálu je uveřejněn na internetové stránce České národní banky; nyní jsou jím pouze státní dluhopisy České republiky,
- navýšení (*haircut*) pro SPP a poukázky ČNB činí 2 % a pro ostatní kolaterál je 4 %,
- minimální objednávka činí 10 mil. Kč,
- přístup do repo tendrů mají osoby, které mají s Českou národní bankou uzavřenou rámcovou smlouvu o obchodování, a
- informace o repo tendrech jsou uveřejňovány na internetových stránkách České národní banky, na stránkách informačních agentur Reuters (stránka CNB04) a Bloomberg (stránka CNB04).

1.2.8 Shrnutí

Nástroj měnové politiky představuje techniku stabilního dodržování operačního cíle měnové politiky. tj. krátkodobé úrokové míry. Jinými slovy, jakmile je určitá krátkodobá úroková míra v určitý okamžik schválena, je třeba zajistit, aby byla od tohoto okamžiku stabilně dosahována. Touto technikou k dosažení zvolené krátkodobé úrokové míry jsou operace na volném trhu. Znamená to, že centrální banka rozhodne o krátkodobé úrokové míře mezibankovního trhu a prostřednictvím operací na volném trhu je tato úroková míra realizována.

Operace na volném trhu se někdy označují jako tzv. nepřímý nástroj měnové politiky. Naopak přímým nástrojem měnové politiky jsou nařízení centrální banky o výši určitých úrokových měr. Může se také jednat o limity na úrokové míry klientských úvěrů a vkladů. Nařízení může mít také podobu limitů na objem úvěrů, které mohou obchodní banky klientům poskytnout. Nepřímé nástroje měnové politiky nyní používají pouze některé méně vyspělé země. Byly však běžné i ve vyspělých zemích v době před tzv. deregulací, ke které došlo v dekadě asi od 1975 do 1985.

Operace na volném trhu probíhají z iniciativy centrální banky. Avšak centrální banka umožňuje obchodním bankám provádět s ní také operace z iniciativy obchodních bank. Přitom se mění rezervy bank (likvidita) u centrální banky. Jedná se o tzv. automatické nástroje. Centrální banky obchodním bankám dávají obvykle k dispozici dva automatické nástroje, a to:

- vkladový nástroj a
- úvěrový nástroj.

1.3 Operační cíl

1.3.1 Druhy operačních cílů

Operační cíl (*operational objective, operating objective*) je v měnové politice nyní téměř výlučně jmenovitá (tj. nikoli reálná) krátkodobá úroková míra.³³ Dříve operačním cílem byla také měnová báze, limity na objem úvěrů či limity na úrokové míry klientských úvěrů a vkladů. Nástrojem k dosažení zvolené krátkodobé úrokové míry jsou operace na volném trhu. Centrální banka tudíž neovlivňuje konečný cíl přímo, ale nepřímo, a to zvyšováním či snižováním krátkodobých úrokových měr. Je patrné, že krátkodobá bezriziková úroková míra není určena tržními silami, jak se mnohdy předpokládá v učebnicích makroekonomie, ale rozhodnutím centrální banky.

Dříve někteří teoretici naivně podlehli představě, že v případě stabilního vztahu mezi měnovými agregáty a **měnovou bází** bankovního systému (tj. oběživem a zůstatky obchodních bank na účtech centrální banky) centrální banka může řídit měnové agregáty řízením měnové báze. Vycházeli z nesprávné teorie peněžních multiplikátorů. Ve světě v tomto směru v 80. letech probíhala velice intenzivní diskuse. Závěrem bylo konstatováno to, co bylo zřejmé už na začátku diskusí, a to, že neexistují důkazy o stabilitě tohoto vztahu. Nástrojem měnové politiky v tomto případě měly být (stejně jako v případě řízení krátkodobých úrokových měr) operace na volném trhu.

V tomto směru je zajímavá zkušenost Fedu, který v říjnu 1979 přijal modifikovanou verzi řízení měnové báze se zprostředkujícím cílem M1 s tím, že potenciální extrémy byly zmírňovány přístupem bank k diskontnímu oknu. Jednalo se o cílení

³³ Znamená to, že **úrokové míry musejí být v ekonomických úvahách nezávisle proměnnou veličinou**. Potom úvahy v mnoha učebnicích makroekonomie o stanovení úrokových měr na základě nabídky a poptávky po penězích nejsou zcela relevantní. To se týká také známého diagramu IS-LM.

nevypůjčených rezerv (*non-borrowed reserves*).³⁴ Během období experimentu (od října 1979 do září 1982) se volatilita krátkodobých úrokových měr zvýšila čtyřnásobně, tj. **důsledné řízení měnové báze vedlo k nadměrné volatilitě krátkodobých úrokových měr**. Kromě toho se tato volatilita projevila na dlouhodobém dluhopisovém trhu a na měnovém trhu. Řízení měnové báze se projevilo také ve vyšší volatilitě růstu měnového agregátu M1. Výsledkem byla tedy vyšší volatilita trhu. Vyšší volatilita úrokových měr a vyšší volatilita zprostředkujícího cíle M1 byla objasňována různými důvody. Podle zastánců měnové báze hlavní příčinou byly různé modifikace řízení měnové báze, umožnění přístupu bank k likviditě přes diskontní okno bez penalizace a opožděné počítání rezerv. Ekonomové Fedu často zdůrazňovali chaotické nárazy v likviditě. Jiní argumentovali, že příčinou bylo zpoždění v operačním procesu.

Poté v roce 1982 Fed na určitou dobu zavedl operační cíl ve formě **vypůjčených rezerv** (*borrowed reserves*).³⁵ Na první pohled se může jednat o tutéž metodu. Protože však poptávka po vypůjčených rezervách byla zejména funkcí rozdílu mezi úrokovými mírami peněžního trhu a diskontními mírami, v podstatě cíl vypůjčených rezerv představoval operační cíl ve formě úrokových měr. V každém případě odpůrci teorie řízení měnové báze argumentují, že institucionální změny k snížení volatility úrokových měr by v průměru zřejmě vedly k zvýšení držení bankovních rezerv, aby banky byly schopné reagovat na měnící se požadavky centrálních bank na změnu měnové báze. Nová institucionální struktura by údajně způsobila změny, které by nejenom vedly k zvýšené volatilitě poměru rezerv bank a vkladů *R/D*, ale také k snížení spolehlivosti a předpověditelnosti peněžních multiplikátorů a k zvýšení úlohy jiných finančních institucí než bank, které se mohou lépe ochránit proti nestabilitě systému způsobeného zásahy centrální banky. Za těchto okolností výhody řízení měnové báze s použitím peněžního multiplikátoru za současné institucionální struktury údajně zcela mizí.

Opuštění cílení měnových agregátů v mnoha zemích v polovině 80. let a snížení tlaku na řízení měnové báze bylo způsobeno **zvýšenou nepředpověditelností rychlosti oběhu peněz**. Tím se přerušilo spojení mezi zprostředkujícími měnovými cíli a konečnými cíli ve formě inflace a jmenovitého HDP. Období měnového cílení (1979 až 1982) umožnilo restriktivní politice dostatečně potlačit rostoucí inflační

³⁴ **Nevypůjčené rezervy** (*non-borrowed reserves*) jsou likviditou nevypůjčenou členskými bankami Fedu od kterékoli federální rezervní banky za účelem dodržení požadovaných rezervních požadavků. Do konce roku 2008 se jednalo o:

- přímé koupě a prodeje cenných papírů,
- poskytování úvěrů formou reverzních rep či přijímání úvěrů formou rep.

³⁵ **Vypůjčené rezervy** (*borrowed reserves*) jsou likviditou vypůjčenou vkladovými institucemi od kterékoli federální rezervní banky za účelem dodržení požadovaných rezervních požadavků, a to prostřednictvím diskontního okna.

očekávání, i když s počátečními náklady ve formě značné recese a s následným obdobím stálého růstu a nízké inflace po zbytek 80. let. Poté na konci 80. let a na začátku 90. let došlo k určitému zvýšení inflace. Předchozí historie nestabilních vztahů mezi měnovými agregáty a jmenovitým HDP obecně bránila snaze řídit růst měnových agregátů, tj. považovat měnové agregáty za zprostředkující cíl. Místo toho centrální banky měnily úrokové míry podle externí a interní hodnoty peněz, tj. podle měnového kurzu a inflace. Za těchto okolností se diskuse o výhodách a nevýhodách řízení měnové báze, která byla značná na počátku 80. let, zklidnila. V 90. letech zcela utichla.

V minulosti také existovaly **limity na objem úvěrů** nazývané stropy (*ceilings*). Celkový limit byl obvykle rozdělen na jednotlivé banky. Tato metoda byla rozšířena v evropských zemích v 70. letech a stále je základem měnové politiky v mnoha rozvojových zemích, zejména v Africe. Avšak definice institucí, které byly zahrnuty do těchto úvěrových stropů, umožnila vznik mnoha způsobů, jak se stropům vyhnout. To značně snížilo efektivnost limitů. Limity na jednotlivé banky také poškozovaly konkurenci, neboť penalizovaly dynamičtější instituce. Jakmile banka dosáhla svého úvěrového limitu, neměla již žádný stimul, aby konkurovala, a to bez ohledu na ziskovost investičních příležitostí. Byly učiněny různé návrhy ve snaze o obnovení konkurence tím, že bylo umožněno obchodování s kvótami přidělenými jednotlivým bankám apod. Avšak tyto návrhy nebyly nikdy systematicky realizovány.

Mnoho zemí si rozvrátilo měnovou politiku tím, že se snažily vyjmout úvěry prioritních sektorů z celkových bankovních stropů.³⁶ Zkušenosti ukázaly, že tato metoda způsobuje rigidity a snižuje konkurenci v bankovním systému. V dnešním prostředí deregulovaných a vyvinutých mezinárodních finančních trhů by dlužníci a věřitelé byli téměř určitě úspěšní při obcházení těchto limitů. Není překvapující, že za těchto okolností většina centrálních bank ve světě, které spoléhaly na úvěrové limity, již s nimi skončila.

Avšak země, které opustily úvěrové limity ve prospěch nepřímých nástrojů měnové politiky, obvykle zjišťují, že nemohou se stejnou přesností dosáhnout stanovených cílů měnových a úvěrových agregátů. Klasickým příkladem tohoto problému je zkušenost Velké Británie ze 70. let, kde došlo k značné úvěrové expanzi po odstranění úvěrových limitů. V těchto podmínkách úvěr ani peníze nevykazovaly stabilní vztah k jmenovitému HDP ani k inflaci. Neúspěšná snaha po dosažení pevného cíle peněžní zásoby byla nákladná. Také rozvojové země, které přecházejí

³⁶ Ve Francii se tento program nazýval *encadrement du credit*. Obsahoval růst čistých aktiv každé finanční instituce s tím, že pokuty geometricky rostly s překročením. Do roku 1979 však byly vyjmuty úvěry do energetiky, exportu a "sociálního" bydlení. Jak se dalo očekávat, úvěry v těchto sektorech silně rostly a vedly k ztrátě kontroly nad měnovou politikou. Na konci 80. let stejné potíže měly země exportující kávu ve střední a západní Africe.

na nepřímé operační cíle, mají v měnových agregátech (jako zprostředkujících cílech) nižší jistotu.

V některých zemích v minulosti existovaly také **limity na úrokové míry klient-ských úvěrů a vkladů**. Z podobných důvodů jako v případě limitů na objemy úvěr se nyní ve světě prakticky nepoužívají.

1.3.2 Záporné jmenovité úrokové míry

V polovině roku 2009 se v odborných kruzích vážně diskutovalo o tom, zda centrální banka může vyhlásit hlavní úrokovou míru zápornou. Tehdy na základě Taylorova pravidla bylo stanoveno, že pro USA by optimální hlavní úroková míra byla minus 5 %. John Taylor byl ekonom na Standfordské univerzitě. Podle jeho pravidla základní úroková míra se má snižovat, když inflace nebo HDP klesají. Myšlenku také podpořil harvardský ekonom Gregory Mankiw, který uvedl "trochu zápornosti nemůže uškodit".

Záporná úroková míra znamená, že pokud si dlužník půjčí 100 dolarů, potom za rok musí vrátit pouze 97 dolarů. Pro dlužníky by takový systém byl na první pohled přitažlivý, neboť by si mohli půjčit peníze či likviditu, například za minus 3 %. Se zavedením takového systému by byl spojen problém. Místo toho, aby jednotky poskytovaly úvěry či ukládaly peníze či likviditu v bankách, jednoduše by konvertovaly všechny vklady na oběživo. Tomu by se muselo zabránit. Držení oběživa by se muselo trestat (zdanit) či rovnou zakázat. Se zdaněním oběživa si v 19. století zahrával německý národohospodář Silvio Gesell a poté také John Maynard Keynes. V roce 2009 byla publikována nová myšlenka zdanění oběživa. Centrální banka by například vylosovala jedno číslo 0 až 9, a poté by bankovky s číslem končícím na toto vylosované číslo ztratily platnost. Tím by okamžitě bylo vyřazeno z oběhu 10 % bankovek.

Zastáncem záporné úrokové míry je například švédsky ekonom Lars Svensson, který je známý v měnové politice, zejména v otázkách cílení inflace. Je přítelem Bena Bernankeho, se kterým spolupracoval na Princetonské univerzitě. Avšak pro většinu ekonomů jsou záporné úrokové míry cizí.

Pokud se stanoví, že pohledávka obchodních bank u centrální banky je spojena se zápornou úrokovou mírou, potom se **prakticky jedná o zdanění obchodních bank ve prospěch centrální banky a potažmo ve prospěch rozpočtu centrální vlády**. Je patrné, že za takové situace obchodní banky nemají zájem o značný objem likvidity u centrální banky.

Záporná jmenovitá úroková míra byla poprvé vyhlášena v červenci 2009, kdy ji zavedla **švédská centrální banka** Riksbank na návrh Larse Svenssona. Banka stanovila, že úroková míra, za kterou půjčuje likviditu obchodním bankám byla 0,75 %. Obchodní banky si mohly likviditu uložit u centrální banky za -0,25 %.

V červenci 2012 zápornou úrokovou míru zavedla **dánská centrální banka** Danmarks Nationalbank. Vzhledem k vysokému přílivu peněz (kapitálu) do Dánska centrální banka prováděla cizoměnové intervence na oslabení dánské koruny (se zvyšováním cizoměnových rezerv centrální banky se zvyšovaly zůstatky na rezervních účtech obchodních bank u centrální banky).³⁷

Dánská centrální banka stanovila, že úroková míra, za kterou půjčuje likviditu obchodním bankám byla 0,2 %. Obchodní banky si mohly likviditu uložit u centrální banky za -0,2 % (ve formě vkladových certifikátů). Základní úroková míra (úročení rezervních účtů) činila 0,0 %. Přitom centrální banka stanovila limity na zůstatky na rezervních účtech. Za přebytky na rezervních účtech si mohly obchodní banky koupit vkladové certifikáty centrální banky (tj. uložit likviditu u centrální banky) se zápornou výnosností -0,2 %. Pokud tak obchodní banky neučinily dobrovolně, centrální banka sama zkonvertovala přebytky na rezervních účtech do vkladových certifikátů.

1.3.3 Fed

Fed vyhláší **cílovou míru federálních prostředků** (*target federal funds rate*) a tři diskontní míry (*discount rates*):

- míru primárních úvěrů (*primary rate*),
- míru sekundárních úvěrů (*secondary rate*) a
- míru sezónních úvěrů (*seasonal rate*).

Cílová míra federálních prostředků je úroková míra, za kterou si mezi sebou členské banky Fedu půjčují federální prostředky na jeden den.³⁸ Historie této úrokové míry od roku 1990 je zachycena v tab. 1.2. Původně Fed tuto úrokovou míru formálně neoznamoval. Analytici ji odvozovali z operací Fedu na volném trhu. Od 16. prosince 2007 je cílová míra federálních prostředků nastavena na hodnotu 0 až 0,25 %. Předtím Fed snížil úrokové míry na nulu pouze od poloviny 30. let do konce druhé světové války.

1.3.4 Eurosystem

Eurosystem vyhláší tři úrokové míry:

- míru hlavních refinančních operací (*main refinancing operations rate*),
- míru vkladového nástroje (*deposit facility rate*) a
- míru úvěrového nástroje (*lending facility rate*).

³⁷ Dánská koruna je v kurzového mechanismu ERM II, tj. může se pohybovat v rozmezí $\pm 2,25$ % od centrální parity k euru (7,46038 DKK/EUR).

³⁸ Podobně australská centrální banka vyhláší operační cíl v podobě úrokových měr jednodenní likvidity. Tuto úrokovou míru nazývá hotovostní mírou (*cash rate*).

Tab. 1.2 Historie Fedem vyhlášené cílové míry federálních prostředků od roku 1990

1990	
13. 7.	8,00
29. 10.	7,75
13. 11.	7,50
7. 12.	7,25
18. 12.	7,00
1991	
9. 1.	6,75
1. 2.	6,25
8. 3.	6,00
30. 4.	5,75
6. 8.	5,50
13. 9.	5,25
21. 10.	5,00
6. 11.	4,75
6. 12.	4,50
20. 12.	4,00
1992	
9. 4.	3,75
2. 7.	3,25
4. 9.	3,00
1993	
–	–
1994	
4. 2.	3,25
22. 3.	3,50
18. 4.	3,75
17. 5.	4,25
16. 8.	4,75
15. 11.	5,50
1995	
1. 2.	6,00
6. 7.	5,75
19. 12.	5,50
1996	
31. 1.	5,25
1997	
25. 3.	5,50
1998	
29. 9.	5,25
15. 10.	5,00
17. 11.	4,75
1999	
30. 6.	5,00
24. 8.	5,25
6. 11.	5,50
2000	
2. 2.	5,75
21. 3.	6,00
16. 5.	6,50
2001	
3. 1.	6,00
31. 1.	5,50
20. 3.	5,00
18. 4.	4,50
15. 5.	4,00
27. 6.	3,75
21. 8.	3,50
17. 9.	3,00
2. 10.	2,50
6. 11.	2,00
11. 12.	1,75

Tab. 1.2 – pokračování

2002		2007	
6. 11.	1,25	18. 9.	4,75
		31. 10.	4,50
		11. 12.	4,25
2003		2008	
25. 6.	1,00	22. 1.	3,50
		30. 1.	3,00
		18. 3.	2,25
		30. 4.	2,00
		8. 10.	1,50
		29. 10.	1,00
		16. 12.	0–0,25
2004		2009	
30. 6.	1,25	–	–
10. 8.	1,50		
21. 9.	1,75		
10. 11.	2,00		
14. 12.	2,25		
2005		2010	
2. 2.	2,50	–	–
22. 3.	2,75		
3. 5.	3,00		
30. 6.	3,25		
9. 8.	3,50		
20. 9.	3,75		
1. 11.	4,00		
13. 12.	4,25		
2006		2011	
31. 1.	4,50	–	–
28. 3.	4,75		
10. 5.	5,00		
29. 6.	5,25		

Zdroj: Board of Governors of the Federal Reserve System

Úroková míra hlavních refinančních operací představuje žádoucí hladinu dvou-týdenní tržní úrokové míry EURIBOR. Historii vyhlášených úrokových měr Eurosystemu od roku 1999 uvádí tab. 1.3. Od 11. července 2012 je úroková míra hlavních refinačních operací nastavena na 0,75 %, úroková míra vkladového nástroje na 0,00 % a úroková míra úvěrového nástroje na 1,50 %.