

VYBRANÉ MÌ NOVÉ NÁSTROJE ÈESKÉ NÁRODNÍ BANKY

Zdenìk Makovský

Ústav ekonomie, Fakulta ekonomicko-správní, Univerzita Pardubice

Abstract

This article deals with monetary instruments used by Czech National Bank. The first part explains function and role of national bank. The second part deals with problems of bank rate and the last part is given to solution of rate of exchange of CZK.

Úvod

Èeská národní banka prošla v dobi od svého vzniku dvìma zajímavými obdobími. Prvním je období druhé poloviny roku 1996 a rok 1997, tedy období hrozící nezvládnutelné vnìjší nerovnováhy (deficit obchodní bilance), druhé probíhá zhruba od začátku roku 2002 dotei a je charakterizováno silícím kurzem èeské koruny, proti èemuž, zdá se, je i ÈNB slabá. Následující text se zabývá dvìma základními mìnovími politickými nástroji, a to **operacemi na volném trhu** (zejména intervencemi ve prospìch i proti domácí mìni) a **diskontní politikou** (zejména úèelností a naèasováním správného nastavení základních úrokových sazeb).

Operace na volném trhu

Cílem operací na volném trhu je usmìřovat vývoj úrokových sazeb v ekonomice, ovlivňovat likviditu penìžního trhu a dávat veřejnosti signál o postoji mìnové politiky ÈNB. Operace na volném trhu jsou vìtšinou provádìny ve formì repo operací (na základì dohod o zajištění penìžitè pohledávky pøevodem dlužných cenných papírù). Z hlediska cíle a pravidelnosti lze operace na volném trhu rozdi lit následovni :

Hlavní mìnový nástroj má podobu repo operací provádìných formou tendrù. Pø repo operacích ÈNB pøijímá od bank pøebytečnou likviditu a bankám pøedává jako kolaterál dohodnuté cenné papíry. Obì strany se zároveň zavazují, že po uplynutí doby splatnosti probìhne reverzní transakce, v níž ÈNB jako dlužník vrátí vìtelské bance zapùjèenou jistinu zvýšenou o dohodnutý úrok a vìtelská banka vrátí ÈNB poskytnutý kolaterál. Základní doba trvání tìchto operací je stanovena na 14 dní, avšak v závislosti na predikci vývoje likvidity bankovního sektoru jsou èas od èasu provádìny i repo operace s dobou splatnosti kratší než 14 dní. Vzhledem k systémovému pøebytku likvidity v bankovním sektoru slouží v souèasné dobi repo tendry pouze k odèerpávání likvidity. ÈNB provádí repo tendry s tzv. variabilní sazbou. To znamená, že vyhlášená repo sazba slouží jako maximální limitní sazba, za kterou mohou být banky v repo tendru uspokojovány. Nabídky bank jsou vypořádané podle americké aukèní procedury, tj. ÈNB pøijme pøednostni nabídky požadující nejnížší úrokovou sazbu, a to až do výše predikovaného pøebytku likvidity na daný den.

Kromì repo operací má ÈNB k dispozici i tzv. nástroje jemného ladìní, což jsou zejména devizové operace a operace s cennými papíry. ÈNB je používá ad hoc zejména v pøípadech neèekaných krátkodobých výkyvù v likviditì trhu, kdy je ohrožena stabilita vývoje úrokových sazeb. V pøípadi nutnosti oslabení kurzu domácí mìny banka nakupuje cizí mìnu, tím pouští do obìhu množství domácí mìny, èimž zvýší její nabídku a oslabí kurz. V pøípadi nutnosti posílení kurzu je tomu naopak. Intervence, pøes své nesporné výhody, mají však celou řadu nevýhod, zejména v podobì nákladnosti celé operace. Mezi tzv. nástroje

jemného ladění lze zařadit i v současné době centrální bankou užívaný nástroj sterilizace privatizačních peněz. O tomto jevu, typickém pro transformující se ekonomiku, bude pojednáno dále.

Diskontní politika

Diskontní politika představuje působení centrální banky na měnovou bázi (tj. peněžní agregát, zahrnující peněžní prostředky s nejvyšším stupněm likvidity) prostřednictvím diskontní sazby a dalších podmínek u úvěrů centrální banky. Vlastní mechanismus probíhá přibližně následovně. Zvýšení (snížení) diskontní sazby vede nejprve ke zvýšení (snížení) úrokových sazeb na mezibankovním trhu. V důsledku toho dojde ke zvýšení (snížení) úrokových sazeb vyhlášených bankami pro poskytování úvěrů a přijímání vkladů. Výsledkem je ochabnutí (oživení) investičních aktivit jako součásti agregátní poptávky a nakonec oslabení (posílení) tlaků na růst cenové hladiny.

Vývoj základních měnových nástrojů ĚNB v období hospodářské recese

V tab. č. 1 je zachycen vývoj těchto základních sazeb ĚNB. Zvýše popsaného plyne, že rozhodující pro ovlivnění parametrů ekonomiky je čtrnáctidenní repo sazba, označovaná jako 2T repo sazba. Z celého vývoje je nejzajímavější rok 1997, tedy rok tzv. ekonomických balíků vlády. V roce 1997 provedla ĚNB celkem 29 změn základních parametrů, zejména 2T repo sazby, v roce 1998 už jen 9 změn, v roce 1999 celkem 11 změn a v roce 2000 neprovedla změnu žádnou. Dodnes se někde ekonomové s politiky ptou, zda na jaře roku 1997 šlo o hospodářskou krizi, nebo o krizi měnovou. Faktem je, že v polovině roku 1996 centrální banka záměrně zpomalila růst agregátní poptávky, aby zabránila nekontrolovatelnému růstu vnější nerovnováhy. Růst množství peněz v oběhu se snížil přibližně z 20 % na 7 %, což mělo za následek výrazné snížení objemu poskytnutých úvěrů a růst průměrných úrokových sazeb u nově čerpaných úvěrů. Na jaře 1997 musela vláda reagovat i na vnitřní nerovnováhu dvěma mohutnými fiskálními škrty v celkovém objemu 40 mld. Kč.

Centrální banka řešila problém jak nejlépe uměla, prudkým růstem sazeb až na hodnotu 39 % (2T) v červnu 1997, aby přibrzdila podle ní přehřívající se českou ekonomiku. Následkem byla dvouletá stagnace, kterou ukončila v podstatě až nová vláda za cenu mohutné fiskální expanze. Je otázkou, jestli „šlápnutí na brzdu“, provedené centrální bankou, muselo být opravdu tak výrazné, jestli měnová restrikce musela trvat tak dlouho. Obecně lze říci, že vlivem drahých peněz (a to nejen vinou 2T ale i méně zjevným tlakem například na zvyšování rezerv bank formou povinných opravných položek, zpřísňujících se pravidel pro kapitálovou příměšnost, zvýšené hranice pro pojištění vkladů apod.) byly banky i celý průmyslový sektor zdravější, zaplacenou cenou pak byl pokles HDP a následná stagnace.

Za diskusi stojí i otázka, jestli způsob řešení, jaký v roce 1998 zvolila nová vláda Miloše Zemana byl ten správný. Tvůrci hospodářské politiky této vlády (zejména ministr Miroslav Grégr) tvrdili, že rozhodující je vyvedení ekonomiky ze stagnace. Jako hlavní nástroj oživení použila vláda rozpočtový deficit. Vládní výdaje rostly, ovšem důsledkem této politiky je přinejmenším rozpačité. HDP sice začal růst, ovšem je otázkou, jakou „vinu“ na tomto růstu nese vláda a jakou ostatní okolnosti jako je přirozený hospodářský cyklus a zejména pak oživení v západní Evropě (a tedy i zvýšení agregátní poptávky u nás). Za čtyři roky vládnutí zvýšila vláda státní dluh cca o 300 mld. Kč, což představuje asi 200 milionů korun denně! S takovouto finanční injekcí se dalo udlat mnohem víc. Hlavní důvody jsou dva: za prvé vláda nesměrovala tyto peníze jen do investic, ale ve velké míře i do rostoucích sociálních programů, za druhé použila fiskální nástroj za situace, kdy jeho účinnost byla předešle sporná.

Tab. è. 1: Vývoj základních bankovních sazeb

Stav ke dni	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Stav ke dni	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)
Rok 1995				Rok 1998			
26.6.	-	9,5	12,5	23.1.			19
8.12.	11,30			20.3.	15,00		
Rok 1996				17.7.	14,50		
29.3.	11,50			14.8.	14,00	11,5	16
29.4.	11,60			25.9.	13,50		
9.5.	11,80			27.10.	12,50	10	15
21.6.	12,40	10,5	14,0	13.11.	11,50		
Rok 1997				4.12.	10,50		
16.5.			50	23.12.	9,50	7,5	12,5
27.5.		13		Rok 1999			
4.6.	39,00			18.1.	8,75		
11.6.	29,00			29.1.	8,00		
18.6.	25,00			12.3.	7,50	6	10
20.6.	22,00			9.4.	7,20		
23.6.	20,00			4.5.	6,90		
24.6.	18,50			25.6.	6,50		
27.6.			23	30.7.	6,25		
30.6.	18,20			3.9.	6,00	5,5	8
1.7.	17,90			5.10.	5,75		
7.7.	17,00			27.10.	5,50	5	7,5
8.7.	16,50			26.11.	5,25		
9.7.	16,20			Rok 2000			
16.7.	16,00			<i>Ke zmi ní základní ch parametrù nedo š lo.</i>			
22.7.	15,70			Rok 2001			
23.7.	15,40			23.2.	5,00	4	6
24.7.	15,20			27.7.	5,25	4,25	6,25
28.7.	14,90			30.11.	4,75	3,75	5,75
1.8.	14,70			Rok 2002			
4.8.	14,50			22.1.	4,50	3,5	5,5
31.10.	14,80			1.2.	4,25	3,25	5,25
1.12.	18,50			26.4.	3,75	2,75	4,75
2.12.	18,00			26.7.	3,00	2,00	4,00
3.12.	17,50						
4.12.	16,75						
9.12.	15,50						
10.12.	15,00						
17.12.	14,75						

Zdroj: ÈNB

Obhájci cesty fiskální expanze se snažili ve smyslu Keynesovy teorie co možná nejvíce využít finanční injekce k růstu za pomoci multiplikačního efektu. Jenže situace ÈR se v žádném případě neblížila pasti likvidity, kdy je fiskální politika nejušinnější, naopak úroková míra byla dost vysoká, peníze ladem neležely. V takové situaci značná část deficitu vyvolala jen efekt vytížení soukromého kapitálu státním a agregátní poptávka se zvýšila méně, než si vládní keynesiánci přáli. Boj s recesí by byl mnohem účinnější, kdyby současně s účinkem fiskální expanze mohla zapůsobit i monetární expanze, deficit státních financí potřebný k oživení ekonomiky nemusel být tak velký. ÈNB je samozřejmě naprosto nezávislá, proto volání vlády po zmírnění nových restrikcí nebylo podloženo účinným nástrojem, jak si tuto změnu vynutit. Stímto faktem musíme při hodnocení vlády počítat. Část viny tedy nese i ÈNB, jakkoli je její snaha o očištění finančního sektoru chválihodná. Nutno ovšem přiznat, že na mohutné zvýšení státního dluhu měly vliv i další faktory. Zejména to, že Zemanova vláda zdědila velké množství skrytých dluhů, především v podobě rizikových úvěrů komerčních bank, které tyto banky ve značné míře poskytovaly na politickou objednávku při tzv. velké privatizaci. Z toho vyplývá úvaha: Kdo se zachoval lépe? Vláda

Václava Klause, která vynakládala obrovské peníze (mnohdy to ani nestihla a musela to udlat až vláda nová) do komerčních bank, aby zachránila jejich existenci anebo vláda Miloše Zemana, která poskytovala finanční prostředky přímo podnikům (mnohdy ale ztrátovým a života neschopným)? Můžeme konstatovat, že oba způsoby vedly k pomoci velkým gigantům za peníze, které zaplatili daňoví poplatníci.

Vývoj kurzu české koruny v současném období

Z Obr. 1 je patrné, že za poslední dva roky česká měna stále posiluje. Ovšem výraznější tempo apreciacie nastává zhruba v říjnu 2001 a zejména pak v únoru 2002. Důvody jsou všeobecně známé. Za apreciací stojí zejména silný, vytrvalý a do budoucna očekávatelný vliv zahraničních investic (v uvažovaném období český stát prodal své podíly v Komerční bance, České Spořitelni, Chemopetrolu, Transgazu, na dosah je privatizace energetiky, Telecomu a dalších významných – a hlavně drahých – podniků), zbytečně vysoký úrokový diferenciál a spekulativní kapitál. Centrální banka má více nástrojů, jak nepříznivý kurz ovlivnit. Nejméně diskutované (a také nejméně používané) nástroje jsou: intervence na devizovém trhu (a to i „bezbolestné“ slovní intervence), pohyb úrokových sazeb (zejména 2T repo sazby) a sterilizace cizí měny přecházející jako zahraniční kapitál do České republiky. Rozeberme nyní tyto tři nástroje s úvahou, jestli by jiná politika než ta, kterou provádí ČNB, nebyla v našich podmínkách vhodnější.

Intervence na devizovém trhu

Nejjednodušší a nejlevnější je intervence verbální. ČNB tento způsob boje se silnou korunou hojně využívá, ale její účinnost není bezbřehá. Ze závěrů schůzí bankovní rady vyplývá, že i mezi jednotlivými členy rady není jednotný názor na verbální intervence. Je pravda, že pouhé vyjádření guvernéra o tom, že silný kurz koruny je jen „nafouknutá bublina“, se zpravidla ihned projeví na trhu oslabením kurzu o několik desítek haléřů, ale tento stav trvá nejvýše několik málo dní. Navíc pověst ČNB jako „psa, který štíká, ale nekouše“, po čase přiměje investory k tomu, že tato vyjádření nebudou brát vážně. Účinnější, ale také výrazně dražší je intervence na devizovém trhu. Z grafu vývoje kurzu EUR/CZK je naprosto patrné krátkodobé oslabení kurzu po dvou intervencích, provedených ČNB v březnu 2002. Přestože se jednalo o prodej cizí měny 13 mld. Kč, měna oslabila jen asi o 0,50 Kč (na EUR) a během několika dnů se vrátila na svoji původní úroveň. Z toho plyne jednak to, že ČNB je přece jen příliš slabým hráčem na londýnském devizovém trhu, kde se v podstatě tento kurs určuje a jednak to, že intervence centrální banky v tak otevřené ekonomice, jako je ta naše, jsou příliš nákladným a málo účinným nástrojem. Bankovní rada se ale hájí tím, že nemůže mlčky přihlížet současnému vývoji. ČNB nakonec sice pozdě, ale přece našla odvahu uplatnit měnový nástroj, což je řešení, které v dané situaci bylo mnohem účinnější.

Pohyb 2T repo sazby

2T repo sazba je klíčová sazba, jejíž mechanismus a přesné vymezení bylo uvedeno výše. Reálně má změna 2T dva základní důsledky. Pokles 2T za prvé snižuje nepříznivý úrokový diferenciál a tím zabraňuje vlivu spekulativních „horkých“ peněz, za druhé zlevňuje poskytované úvěry a tím podněcuje investiční aktivitu domácích subjektů. (Pomineme fakt že zejména zahraniční firmy jsou často financovány zahraničními bankami nebo přímo svými mateřskými firmami a tudíž se je pohyb českých sazeb nedotkne).

Obr. 1: Vývoj kurzu EUR/CZK v letech 2000 – 2002

Zdroj: ÈNB

Velkým, ale v podstatì jediným vážným rizikem snižování 2T je rùst inflace. ÈNB se snaží pohybem 2T ovlivnit vývoj inflace (v souèasné dobì uplatòuje režim tzv. inflaèního cílování) na období zhruba ètyř až šest mìsícù dopøedu. Èlikož pøedstavitelé banky tvrdí, že síla kurzu je jen „nafouknutá bublina“ a ta brzo splaskne, zdá se na první pohled nedávné (èervenec 2002) razantní snížení 2T o tã ètvrti procentního bodu jako nesystémové vzhledem k tomu, že v tomto období se v Evropì pøedpokládá zvýšená poptávka, tím i ekonomický rùst a tedy inflaèní tlak. ÈNB své prognózy podmiòuje stabilním kurzem. Pokud tedy dnes pøístupuje ke snižování 2T, zòejmì sama nevíã tomu, že pro sílu kurzu není žádný dùvod, a sama zòejmì poèítá s tím, že ona bublina hned tak nesplaskne. Silný kurz totiž inflaci bude ještě pomìrnì dlouho stlaèovat a proto rozhodnutí ÈNB je správné.

Sterilizace privatizaèních penìz

Výsledkem dohody vlády a ÈNB je zòázení zvláštního úètu, kam jsou smìrovány pøíjmy z privatizace a pøíliv zahranièního kapitálu. Tyto prostøedky budou podle vyjádøení ÈNB konvertovány na koruny postupnì tak, aby nezpùsobovaly krátkodobé šoky. Myšlenka je to sice dobrá, ale bylo by možné ji oklasifikovat rovnìž souslovím „nafouknutá bublina“. Blahodárný efekt této transakce zdaleka není takový, jak se od ní všeobecnì oèekává. Ekonomové zpravidla poukazují na kladný vliv této sterilizace ve fázi umrtvení penìz na zvláštním úètu. Mèní však již hovoří o tom, co s tìmito penìzi bude dál. Kromì znaèného prodražení celé transakce (v souèasné dobì se „ztráta“ pohybuje kolem 6 mld.) je hlavní svìzel v tom, že ÈNB pouze problém odkládá. Tyto prostøedky nemohou ležet na zvláštním úètu na vìèné èasy, jednou je ÈNB bude muset na koruny pøekonvertovat. Pokud bude èekat na období, kdy bude mít problémy naopak spòliš slabým kurzem (to mùže pøíjít až vyschnou

privatizační přílivy peněz, otázkou však je za jak dlouho to bude), celá akce se dále prodraží. Navíc se této situace ani nemusí dočkat, protože do té doby může být naše měna nahrazena Eurem. ĚNB řeší situaci dodatečnou emisí korun, což je velmi nebezpečný (a měl by být hlavně nebezpečný pro ĚNB) krok. Jedná se totiž o emisi okamžitě vpuštěnou do oběhu, tedy emisi vysoce inflačních peněz. ĚNB argumentuje tím, že i když stahuje cizí měnu z oběhu a sterilizuje ji, neleží ladem díky nové emisi. To je sice pravda, ale otázkou zůstává, jestli cena za tuto operaci zaplacená není příliš vysoká a jestli očekávání ekonomických subjektů nejsou příliš optimistická. ĚNB by zejména neměla jen nečinně přihlížet, proto sterilizaci provést musí, ale neměla by svými prohlášeními (ve shodě s vládou) přehánět optimistická očekávání.

Reálné možnosti centrální banky

V poslední době se názory ekonomů na počinání ĚNB značně liší, ale pro nezávislého pozorovatele se zdá, že každý krok ĚNB je špatný. Když banka proti silnému kurzu intervenuje verbálně, oponuje se, že taková intervence nestačí. Intervenuje-li na volném trhu, tedy prodává koruny, intervenuje buď slabě, nebo „vyhazuje peníze oknem“. Pokud ĚNB odmítá vyslyšet exportéřskou lobby, je necitlivá vůči hospodářské realitě, když sníží sazby, podlehla nátlaku exportérů. ĚNB se skutečně v minulosti chovala příliš váhavě, skoro až konzervativně. V roce 2001 např americký FED snížil základní sazbu celkem jedenáctkrát, z původních 600 % na 1,75 %. V době, kdy podobný krok je zapotřebí u nás, snížila ĚNB sazbu třikrát, a to „jen“ ze 4,50 % na 3,00 %. Je pravda že zejména druhé snížení bylo provedeno naprosto brilantně. Nechyběl potřebný moment překvapení ani potřebná razance. Jakmile je totiž chování centrální banky příliš čitelné, ztrácí účinnost. Banka musí umět překvapit protihráče. Co by zcela jistě prospělo české ekonomice bez podstatných vedlejších nevýhod, by bylo ještě jedno nečekané snížení. Snížení sazeb je jediná správná cesta, jak bojovat se silnou korunou. Intervence jsou pouze příliš drahým vzkazem pro spekulanty (a zvyšováním jejich zisků na úkor ĚNB), nebo reakce trhu je taková, že bankou nabízené koruny tyto spekulanti skoupí a - neprodíají. Na celou věc lze pohlížet i tak, že silná koruna, stlačující inflaci, naopak pomohla centrální bance snížit sazby (snížení však mohlo být dříve a důraznější a tím by se současně snížil úrokový diferenciál) a tím podpořit domácí výrobce levnějšími úvřy. Ti by pak byli konkurenceschopnější i v exportu.

Literatura:

1. server www.cnb.cz
2. server www.ihned.cz

Kontaktní adresa:

Ing. Zdeněk Makovský, student doktorského studia, obor Řízení a ekonomika podniku
Univerzita Pardubice, Fakulta ekonomicko-správní, Ústav ekonomie, Studentská 84, 532 10
Pardubice
e-mail zdenek.makovsky@seznam.cz

Recenzovala: Ing. Liběna Tetěvová, Ph.D., Univerzita Pardubice, FES, Ústav ekonomie