

ACTA UNIVERSITATIS BRUNENSIS

---

IURIDICA  
Editio Scientia

vol. 640

SPISY PRÁVNICKÉ FAKULTY  
MASARYKOVY UNIVERZITY

---

řada teoretická, Edice Scientia  
svazek č. 640

# **PRÁVNÍ A EKONOMICKÉ ASPEKTY DEVIZOVÝCH INTERVENČÍ**

Jiří Blažek, Johan Schweigl

Masarykova univerzita  
Brno 2018

Vzor citace

BLAŽEK, Jiří a Johan SCHWEIGL. *Právní a ekonomické aspekty devizových intervencí*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2018, 84 s. Spisy Právnické fakulty Masarykovy univerzity, řada teoretická, Edice Scientia, sv. č. 640. ISBN 978-80-210-9156-6 (brož.), 978-80-210-9157-3 (online).

CIP - Katalogizace v knize

Blažek, Jiří

Právní a ekonomické aspekty devizových intervencí / Jiří Blažek, Johan Schweigl. – 1.vyd. -- Brno: Masarykova univerzita, 2018. 84 stran. – Spisy Právnické fakulty Masarykovy univerzity, řada teoretická, Edice Scientia, svazek č. 640. ISBN 978-80-210-9156-6 (brož.), 978-80-210-9157-3 (online)

336.745\* 346.58\* 33\* 347.73\* 336.74:338.23\* (048.8:082)\*

- devizy (finance)
- devizy (právo)
- ekonomické aspekty
- finanční právo
- měnová politika
- kolektivní monografie

336.7 – Finance [4]

Monografie vznikla na Masarykově univerzitě v rámci projektu „Právní a ekonomické aspekty devizových intervencí ČNB“ číslo MUNI/A/1222/2017, podpořeného z prostředků účelové podpory na specifický vysokoškolský výzkum, kterou poskytl MŠMT v roce 2018.

Autoři:

doc. Ing. Jiří Blažek, CSc. kapitoly 2, 5, 6  
JUDr. Johan Schweigl, Ph.D. kapitoly 1, 3, 4, 7

Recenzenti: doc. JUDr. Ľubomír Čunderlík, PhD.  
prof. PhDr. Kamil Fuchs, CSc.

© 2018 Masarykova univerzita

ISBN 978-80-210-9156-6

ISBN 978-80-210-9157-3 (online : pdf)

---

# OBSAH

Pár slov úvodem .....	7
O autorech.....	9
<b>1 Devizové intervence v systému práva finančního .....</b>	<b>11</b>
1.1 Devizové intervence a právo měnové.....	12
1.1.1 Měnové právo a peníze.....	12
1.1.2 Měnová politika z pohledu ekonomie.....	13
1.1.3 Měnová politika v rámci teorie měnového práva.....	14
1.1.4 Měnověpolitické nástroje v rámci teorie měnového práva.....	16
1.2 Devizové intervence a právo devizové.....	18
<b>2 Devizové intervence v historii a současnosti.....</b>	<b>19</b>
2.1 Měnová politika – vymezení.....	19
2.2 Kurzová politika – vymezení.....	20
2.3 Cizoměnové intervence.....	21
2.3.1 Příčiny cizoměnových intervencí.....	22
2.3.2 Efektivnost intervencí.....	24
2.4 Historické aspekty cizoměnových intervencí.....	25
2.4.1 Obecně.....	25
2.4.2 Vznik československé devizové ústředny.....	27
2.4.3 Založení Národní banky československé.....	32
2.4.4 Měnová politika Československé národní banky.....	33
2.4.5 Měnový kurz a devizové hospodářství.....	34
2.4.6 Hospodářská krize v Československu.....	35
2.4.7 Teoretická podstata měnové politiky v Československu v letech 1918–1938.....	35
2.4.8 Měnová politika Československa za hospodářské krize.....	37
2.4.9 Čechy a Morava jako součást německého hospodářského prostoru.....	37
2.4.10 Měnová politika v podmínkách centrálně plánovaného hospodářství.....	38
2.5 Ekonomická transformace po roce 1989.....	40
2.6 Obnova centrální banky.....	40
<b>3 Měnová politika v eurozóně.....</b>	<b>43</b>
3.1 Evropský systém centrálních bank a Evropská centrální banka.....	43
3.1.1 Standardní nástroje měnové politiky.....	44
3.1.2 Nestandardní nástroje měnové politiky.....	46

---

<b>4 Právní aspekty devizových intervencí v ČR</b>	
– současná právní úprava.....	51
4.1 Primární cíl.....	51
4.2 Cílování inflace.....	53
4.3 Měnověpolitické nástroje.....	55
<b>5 Zhodnocení devizových intervencí České národní banky</b>	
<b>v letech 2013–2017.....</b>	<b>57</b>
<b>6 Hodnocení devizových intervencí</b>	
<b>z pohledu odborných autorit.....</b>	<b>65</b>
<b>7 Komparace vybraných aspektů nástrojů měnové politiky</b>	
<b>používaných ČNB a bankami Eurosystemu.....</b>	<b>69</b>
Závěr.....	73
Summary.....	75
Seznam zkratk.....	77
Literatura a další použité zdroje.....	79
Příloha.....	83

---

## PÁR SLOV ÚVODEM

Vážený čtenáři,

měnová problematika má pevné místo ve struktuře předmětů vyučovaných katedrou finančního práva a národního hospodářství na právnické fakultě Masarykovy univerzity v Brně.

V kurzu předmětu Národní hospodářství se studenti dozvědí základní principy měnové politiky, v předmětech finančního práva je věnována pozornost právní úpravě měnových nástrojů. Výuka měnové politiky, zvláště pak s podrobným výkladem uplatňování měnových nástrojů ČNB, hodnocení jejich účinnosti pokračuje v doktorském studijním programu.

Je proto přirozené, že se touto problematikou zabýváme i v rámci vědecko-výzkumné činnosti katedry (viz udělený výzkumný projekt v rámci specifického výzkumu fakulty (pod č. MUNI/1222/2017). Projekt je věnován zkoumání průběhu a výsledků dopadů devizově měnových intervencí, které ČNB prováděla v letech 2013–2017 – pozornost jsme se snažili věnovat aspektům právním i ekonomickým.

Výjimečnost těchto intervencí spočívala v objemu prostředků, které ČNB věnovala na tyto operace a relativně dlouhá doba (téměř čtyři roky) použití. Názory odborné veřejnosti na jejich uplatnění se rozcházely, zvláště mezi akademiky, představiteli firemní sféry a politiky. Z tohoto pohledu jsme se snažili o objektivní zhodnocení s akcentem na nesporná fakta a pokusili jsme se nepodléhat různým rezortním úhlům pohledu. Je přirozené, že zájmy například exportérů na nastavenou kurzovou hladinu v rámci těchto intervencí se diametrálně lišily od importérů, zahraničních či domácích investorů apod.

Náš pohled na zkoumanou problematiku jsme nechtěli pojmout příliš úzce, a proto jsme zařadili kapitolu, která ukazuje měnovou problematiku v širších historických souvislostech. Domníváme se, že právě probíhající jubileum 100. výročí založení Československa k tomu přímo vybízí. Rovněž jsme považovali za vhodné zařadit kapitolu zabývající se právní úpravou této oblasti a některé další pohledy.

Čím déle jsme se měnovou problematikou zabývali, tím více vyvstávaly další tematické okruhy a otázky, které by bylo určitě zajímavé zařadit. Z časových ani obsahových důvodů to nebylo možné. Například nabízelo se zpracovat reprezentativní průzkum mezi těmi tržními subjekty, které se s dopady devizových intervencí musely každodenně vypořádávat. Tento projekt je jednoročný, ale fakticky je k jeho zpracování podstatně kratší doba. Proto jsme tyto časově náročné pasáže do výzkumu nezařadili. Je to určitě zajímavý námět na případné pokračování. Od laskavých čtenářů rádi přivítáme jakékoliv připomínky a náměty související s popisovanou problematikou.

Jiří Blažek, Johan Schweigl



---

## O AUTORECH

**doc. Ing. Jiří Blažek, CSc.**, působil jako děkan Právnické fakulty Univerzity Palackého v Olomouci. V současné době působí na Katedře finančního práva a národního hospodářství Právnické fakulty Masarykovy univerzity v Brně. Je členem vědecké rady Právnické fakulty MU a členem rozkladové komise Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže – poradního orgánu předsedy ÚOHS. Předmětem odborného zájmu je problematika hospodářské politiky, finančního trhu, světové ekonomiky a hospodářské soutěže.

**JUDr. Johan Schweigl, Ph.D.**, je odborným asistentem na Katedře finančního práva a národního hospodářství Právnické fakulty Masarykovy univerzity v Brně. Zabývá se zejména problematikou právní úpravy měny a bankovního sektoru. V těchto oblastech již publikoval jak v ČR, tak i v zahraničí odborné články a několik monografií. Vedle své akademické praxe působil v minulosti v advokacii a auditu (Deloitte).



---

# 1 DEVIZOVÉ INTERVENCE V SYSTÉMU PRÁVA FINANČNÍHO

Měnová politika, jakožto součást hospodářské politiky státu, je studována zejména ekonomickou vědou. Mimo to je ovšem, z perspektivy právní úpravy, zkoumána i vědou práva finančního. Finanční právo jako vědní obor je českou právní vědou tradičně děleno na část fiskální a část nefiskální.<sup>1</sup> Kritériem rozlišení mezi částí fiskální a nefiskální je, zdali se příslušná oblast regulace dotýká toku peněz směrem do či z veřejných fondů (část fiskální) či zdali se zabývá podstatou peněz, peněžního systému a otázek souvisejících, včetně veřejnoprávní úpravy finančních trhů a jejich subjektů (část nefiskální). V rámci každé z těchto částí lze vysledovat určité, pro příslušnou část typické, společné principy, pojmy a instituty.<sup>2</sup>

Každá z uvedených částí obsahuje dílčí více či méně související oblasti regulace, které jsou nazývány pod-odvětvími finančního práva. Tato jsou chápána jakou „pouhá“ pod-odvětví a nikoli plnohodnotná právní odvětví z toho důvodu, že jim schází některé z právní vědou vyžadovaných odvětvotvorných kritérií.<sup>3</sup> Často se pro jejich propojenost s ostatními oblastmi regulace finančního práva jedná o chybějící kritérium samostatnosti předmětu právní úpravy. Mezi právní pod-odvětví nefiskální části finančního práva tradičně patří i relativně široká škála právních vztahů zahrnující ‚měnové právo‘.

V této kapitole se zaměříme na problematiku devizových intervencí z pohledu teorie finančního práva. Pokusíme se vymezit pozici tohoto měnověpolitického nástroje v systému práva finančního. Jelikož se domníváme, že problematika devizových intervencí má přesah minimálně do dvou z dílčích pod-odvětví práva finančního, konkrétně do práva měnového a práva devizového, budeme se zabývat blíže každým z těchto dvou pod-odvětví.

---

<sup>1</sup> Srov. např. MRKÝVKA, Petr. *Propedeutika finančního práva*. Brno: Muni Press, 2014, 125 s., s. 53–65. ISBN 978-80-210-6759-2.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> Mezi odvětvotvorná kritéria řadí např. Průcha (i) samostatnost předmětu právní úpravy a jeho oddělitelnost od předmětu právní úpravy jiných právních odvětví, (ii) příslušnou metodu právní regulace, (iii) vnitřní systémovou soudržnost (systémová charakteristika) předmětného systému norem a (iv) objektivní zájem společnosti na existenci výšece právního řádu jako samostatného právního odvětví. Srov. PRŮCHA, Petr. *Správní právo, obecná část*. 8. aktualizované vyd. Brno, Plzeň: Doplněk, Aleš Čeněk, 2012, 428 s., s. 36. ISBN 978-80-7239-281-0 a 978-80-7380-381-0.

## 1.1 Devizové intervence a právo měnové

### 1.1.1 Měnové právo a peníze

Měnové právo je chápáno jako relativně samostatná oblast regulace zahrnující právní normy upravující měnu a peněžní systém. Normy měnového práva tak upravují a zabezpečují „*existenci primárního objektu financí jako právní kategorie, kdy za tento primární objekt považujeme peníze*.“<sup>4, 5</sup> Jinými slovy, v rámci měnového práva jsou regulovány právní vztahy týkající se tvorby a nakládání s měnovou bází, resp. s peněžní zásobou jako celkem či jejich dílčími součástmi.

Jestliže ekonomická věda zkoumá např. podstatu peněz, jejich ekonomické funkce, vliv na ekonomiku či jejich ovlivňování hospodářských cyklů,<sup>6</sup> finančně-právní věda se v rámci měnového práva zabývá hlavně regulací peněžních a měnově právních vztahů. Spadá sem jak právní úprava emise a stahování peněz centrálními bankami, ale i regulace vzniku a zániku peněz v rámci obchodního bankovníctví.<sup>7</sup>

Zatímco peníze, jakožto prostředek směny, účetní jednotka či uchovatel hodnoty bývají některými právními teoretiky chápány jako kategorie ekonomická, měna bývá považována za kategorii právní.<sup>8</sup> Z tohoto pohledu je za peníze chápáno cokoli, co je všeobecně přijímáno při placení za zboží a služby či při úhradě dluhu.<sup>9</sup> Teoreticky mohou být v některých sociálních skupinách, resp. za určitých nestandardních situací penězi určité komodity

<sup>4</sup> MRKÝVKA, Petr. In: MRKÝVKA, Petr a kol. *Finanční právo a finanční správa*. Brno: Masarykova univerzita, 2004, 385 s., s. 164. ISBN 80-210-3579-X.

<sup>5</sup> Na tomto místě dodejme, že finančně-právní věda vnímá pojem finance jako soubor právních a ekonomických vztahů souvisejících se shromažďováním a vydáváním peněžních prostředků v procesu směny a rozdělování materiálních hodnot, srov. např. GLUCHOWSKI, J. *Wstęp do skarbowości*. Poznań: WWSB, 1997. Citováno dle: MRKÝVKA, 2004, op. cit., s. 15.

<sup>6</sup> Srov. např. JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2004. ISBN 8024707691; či HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 5. vyd. Praha: C. H. Beck, 2011. ISBN 978-80-7400-006-5.

<sup>7</sup> Více, srov. SCHWEIGL, Johan. Teorie měnového práva a „elektronická hotovost“. In: *Daně a finance*, 2017, č. 3, s. 4–12. ISSN 1801-6006.

<sup>8</sup> Srov. např. KOTÁB, Petr. In: BAKEŠ, Milan, Marie KARFÍKOVÁ, Hana MARKOVÁ a kol. *Finanční právo*. 6. upravené vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, 549 s., s. 335.

<sup>9</sup> ČERNOHORSKÝ, Jan. In: ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. Praha: Grada Publishing, a. s., 2011, 306 s., s. 41. ISBN 978-80-247-3669-3; resp. MISHKIN, Frederic. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. 7. vyd. Boston: Pearson International Edition, 2006, 854 s., s. 44.

(např. cigarety či káva používané jako prostředek směny mezi vězni či jiné hodnotu uchováající komodity v případě hyperinflace). Měna na druhou stranu představuje užší množinu peněz, některými označovanou jako „národní“ či „integrační nadnárodní“ formu peněz.<sup>10</sup> Bráf měnu definoval tak, že jí je takový „*druh peněz, který v jednotlivém státě ve smyslu právním za peníze platí.*“<sup>11</sup> Propojení měny s určitým právním řádem je vyjádřeno v její zákonem dané funkci být zákonným platidlem (*legal tender, gesetzliches Zahlungsmittel*).

Peníze ve smyslu měny lze dělit dle různých kritérií. Pro účely této práce, považujeme za vhodné zde ve stručnosti předložit členění druhů peněz dle teorie centrálního bankovníctví,<sup>12</sup> které je někdy používáno i v teorii práva měnového.<sup>13</sup> Dle tohoto přístupu lze peníze dělit<sup>14</sup> na (i) peníze hotovostní, (ii) peníze depozitní (bezhotovostní peníze ve formě vkladů na bankovních účtech),<sup>15</sup> a (iii) rezervy (bezhotovostní peníze ve formě vkladů na rezervních účtech u centrální banky). Uvedená klasifikace je podle našeho názoru klíčová pro další rozvoj úvah teorie měnového práva v oblasti měnové politiky, resp. jejích nástrojů.

Než přistoupíme k vymezení měnové politiky a měnověpolitických nástrojů z perspektivy teorie měnového práva, ve stručnosti přibližujeme ekonomickou podstatu měnové politiky.

### 1.1.2 Měnová politika z pohledu ekonomie

Prováděním měnové politiky centrální banky usilují o splnění určitého konečného cíle, a to zejména prostřednictvím tzv. operačního cíle. Konečný cíl měnové politiky bývá stanoven legislativně. V České republice je konečným cílem ČNB udržování cenové stability.<sup>16</sup> Cenová stabilita je vyjádřena

<sup>10</sup> ČERNOHORSKÝ, Jan. In: ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. Praha: Grada Publishing, a. s., 2001, 304 s., s. 29.

<sup>11</sup> BRÁF, Albín. *Národní hospodářství*. Brno, 1888, 404 s., s. 181. Dostupné z: <https://digi.law.muni.cz/handle/digilaw/13673>

<sup>12</sup> V obecné rovině např. TOBIN, James. *Commercial Banks as „Creators“ of Money*. Cowles Foundation Discussion Paper, 1963, No. 159 (někteří autoři, např. prof. PhDr. Kamil Fuchs, CSc., velmi správně poukazují na to, že podle Tobina se za rezervy považují vklady, které banky přijímají a dále nepůjčují).

<sup>13</sup> Srov. např. SCHWEIGL, 2017, op. cit.

<sup>14</sup> Součástí této klasifikace nejsou tzv. elektronické peníze dle zákona č. 370/2017 Sb., o platebním styku či obdobné instrumenty, při jejichž tvorbě nedochází k růstu měnové báze, resp. peněžní zásoby.

<sup>15</sup> Někdy nazývány peníze žirové, účetní či v poslední době (zejména v anglické literatuře) jako peníze depozitní.

<sup>16</sup> Viz více v kapitole 4 Právní aspekty devizových intervencí v ČR – současná právní úprava.

inflačním cílem, který je od ledna 2010 stabilně ve výši 2 %, přičemž ČNB usiluje o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany. Výši inflace ovšem mohou centrální banky moderních právních států ovlivňovat toliko nepřímou. Stejně jako centrální banky nemohou přikázat pekaři, za kolik má prodávat rohlíky, nemohou ani určovat obchodním bankám, jak vysoké mají být úrokové sazby u úvěrů subjektům reálné ekonomiky.<sup>17</sup> Centrální banky tak ovlivňují míru inflace toliko nepřímou, a to ovlivňováním výše tržní krátkodobé úrokové míry (operační cíl).<sup>18</sup> K tomuto ovlivňování dochází na peněžním trhu, konkrétně na mezi-bankovním trhu s rezervami, kdy centrální banka prostřednictvím klíčových sazeb<sup>19</sup> ovlivňuje cenu rezerv. Prostřednictvím tzv. transmisního mechanismu pak má docházet k růstu či poklesu míry inflace.

Transmisní mechanismus je řetězec ekonomických vazeb, jako takový není předmětem zkoumání právní vědy, ale vědy ekonomické. Jelikož však podstata transmisního mechanismu je klíčová pro tvorbu norem měnového (a devizového) práva, i právní věda nutně musí fungování transmisního mechanismu vnímat. Ve velmi obecné rovině lze k transmisnímu mechanismu uvést, že na počátku je úprava klíčové sazby, a na konci (požadovaná) změna míry inflace. V rámci tohoto řetězce je hodnoceno např. to, jakým způsobem se vyšší klíčová sazba promítne do krátkodobých sazeb na mezi-bankovním trhu, potažmo ve výši úrokových sazeb nabízených obchodními bankami subjektům reálné ekonomiky, potažmo v jejich poptávce a souvisejícím pohybu cenové hladiny (úvěrový kanál), resp. v zahraniční poptávce po domácích produktech a službách či po domácí měně a následných dopadech v oblasti kupní síly domácí měny (kanál měnového kurzu).<sup>20</sup>

### 1.1.3 Měnová politika v rámci teorie měnového práva

V rámci textů české teorie měnového práva jsme nenarazili na ucelenější práci věnující se pozici měnové politiky v rámci měnového práva, proto na tomto místě přidáváme několik úvah i k této problematice, které sice

<sup>17</sup> Takové předepsané stanovování úrokových sazeb bylo někdy využíváno v minulosti, jako tzv. přímý nástroj měnové politiky. Od používání přímých nástrojů ovšem moderní právní státy již ustoupily.

<sup>18</sup> Srov. např. JÍLEK, 2004, op. cit., s. 375–377; či MISHKIN, 2006, op. cit., s. 603–631.

<sup>19</sup> Tyto sazby mají v různých právních rádech různá označení. Viz dále v kapitolách 4.3 Měnověpolitické nástroje a 3.3.1 Standardní měnověpolitické nástroje.

<sup>20</sup> Více o transmisním mechanismu např. v JÍLEK, 2004, op. cit., s. 459–479.

nepředstavují ucelený výklad právně-teoretických aspektů měnové politiky, ale snad mohou sloužit jako inspirace pro další zkoumání a rozvoj teorie měnového práva.

Jestliže provádění měnové politiky z pohledu ekonomického představuje provádění určitých kroků za dosažením vymezeného cíle, tak teorie měnového práva se zabývá právní úpravou subjektů provádějících měnovou politiku a právní úpravou pravomocí, resp. nástrojů, které právní řád konstruuje. Při provádění měnové politiky dochází k ovlivňování ceny rezerv, resp. tvorby nových rezerv centrální bankou. Rezervy, podobně jako hotové peníze představují účetní závazek (pasivum) centrální banky. Od hotovosti se rezervy odlišují ve dvou základních aspektech – nemají hotovostní podobu a nejsou všeobecně přístupné, tj. mají k nim přístup toliko držitelé rezervních účtů vedených centrální bankou.<sup>21</sup> Cena rezerv potažmo (nepřímo) ovlivňuje tvorbu depozitních peněz. Ty vznikají v rámci obchodního bankovníctví, mají bezhotovostní podobu a jsou všeobecně dostupné. Z pohledu teorie finančního práva tak můžeme měnovou politiku zařadit do oblasti práva měnového – provádění měnové politiky spadá do výše vymezeného objektu regulace práva měnového.

V právních řádech moderních právních států lze vysledovat shodný základní princip týkající se provádění měnové politiky – jedná se o princip nezávislosti orgánu (institute) odpovědného za provádění měnové politiky na vládě. Tento princip stojí vedle ostatních principů typických pro finanční právo, ovšem pro oblast měnové politiky je typický. Tímto nezávislým orgánem je většinou centrální banka, přičemž provádění měnové politiky je její základní funkcí. Vedle této funkce některé právní řády ukládají centrálním bankám i další úlohy, jako např. dohled nad finančním trhem a jeho subjekty, dohled nad oběhem bankovek a mincí, atd. Požadavek nezávislosti centrální banky vyplývá mj. z historické zkušenosti, kdy nezávislost orgánu emitujícího hotovostní prostředky a rezervy na vládě, má mj. eliminovat hrozbu hyperinflation za situace, kdy by si vláda mohla sama tvořit prostředky na krytí svých výdajů. Je tak důsledně rozlišováno mezi pasivy centrální banky (představující zejména hotovost a rezervy) na straně jedné, a závazky státu (představující hlavně státní dluh). Tento požadavek bývá podpořen

<sup>21</sup> Těmito držitelé rezervních účtů jsou standardně úvěrové instituce.

i principem zákazu měnového financování, který zakazuje centrálním bankám, aby přímo financovaly státní dluh.

Vedle zmíněných principů lze v posledních cca dvou dekadách vysledovat i shodný vývoj primárního cíle (úkolů), který je centrálním bankám v souvislosti s prováděním měnové politiky uložen. Tímto primárním cílem je udržování cenové stability.<sup>22</sup> Primární cíl bývá vymezen v běžném zákoně či dokonce ústavě.<sup>23</sup> K plnění tohoto cíle si často samy – interním rozhodnutím či předpisem na podzákoně úrovni – centrální banky volí měnově-politický režim, v jehož rámci budou usilovat o plnění primárního cíle. Stále populárnějším je režim cílování inflace.<sup>24</sup> Tento právní režim začal být konstantně užíván centrální bankou Nového Zélandu v roce 1989<sup>25</sup> a následně se pro svoji srozumitelnost šířil i do ostatních států.<sup>26</sup> Centrální banky používající tento režim si volí inflační cíl, který může být vyjádřen buď vymezeným pásmem či konkrétní hodnotou, který vyjadřuje (interpretuje) zákonný požadavek cenové stability.<sup>27</sup> Stanovením inflačního cíle tak centrální banky aktivně a přímo ovlivňují inflační očekávání.

#### 1.1.4 Měnověpolitické nástroje v rámci teorie měnového práva

Podobně jako u měnové politiky obecně, ani co se týče měnověpolitických nástrojů jsme nenarazili na ucelenější dílo teorie českého finančního (měnového) práva, které by blíže rozvíjelo právní teorii v této oblasti. Proto i zde přikládáme několik souvisejících úvah.

<sup>22</sup> Ač to nemusí být vždy vyjádřeno těmito slovy. Srov. např. primární cíl amerického FEDu, ECB, ČNB, švédské Riksbank, indické centrální banky, ruské centrální banky, atd.

<sup>23</sup> Např. v ČR je vyjádřen v čl. 98 Ústavy, a dále je rozveden v § 2 zákona o ČNB (viz kapitola 4 Právní aspekty devizových intervencí v ČR – současná právní úprava).

<sup>24</sup> Mezi další měnověpolitické režimy patří zejm. cílování měnové zásoby, cílování měnového kurzu či režim s implicitní nominální kotvou. Srov. např. ČNB. Jaké jsou režimy měnové politiky? In: *cnb.cz* [online]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/faq/jake\\_jsou\\_rezimy\\_menove\\_politiky.html](https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html)

<sup>25</sup> Snahy o cílení inflace se objevovaly nicméně v rámci centrálního bankovníctví i v minulosti. Příkladem uveďme švédskou Riksbank ve 30. letech 20. století. Více, viz např. BOUGHTON, James. *Tearing Down Walls. The International Monetary Fund 1990–1999*. Washington D. C.: IMF, 2012, 1036 s., s. 28. ISBN 978-1-61635-084-0.

<sup>26</sup> V roce 1992 byl přijat centrálními bankami Kanady a Velké Británie, v roce 1993 začal být používán v Austrálii a Švédsku, v roce 1997 (resp. 1998) v České republice, Polsku a Izraeli, dále o rok později se dostává do Brazílie, Čile a Kolumbie, atd. Více např. JAHAN, Sarwat. Inflation targeting: Holding the Line. In: *IMF.org* [online]. Posl. aktualizace 29. 7. 2017. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>

<sup>27</sup> V některých právních řádech může být inflační cíl stanoven zákonem.



Výše jsme dospěli k závěru, že právní úprava měnové politiky, je součástí práva měnového. K tomu, aby mohla centrální banka měnovou politiku provádět, potřebuje k tomu zmocnění (pravomoci), které jí umožní usilovat o splnění cílů měnové politiky. Měnověpolitické nástroje vyjadřují tyto pravomoci. Bez efektivních nástrojů by centrální banky nemohly svůj úkol plnit, proto lze konstatovat, že právní vymezení měnověpolitických nástrojů i jejich zákonné podmínky jejich využívání jsou nutně součástí právní úpravy provádění měnové politiky a jako takové spadají do práva měnového.

Na tomto místě opět zmíníme základní právní princip spojený s legislativní úpravou měnověpolitických nástrojů, který sice stojí vedle ostatních základních principů práva finančního, resp. práva měnového, ovšem je typickým principem vztahujícím se k nástrojům. Jedná se o princip užívání nepřímých měnověpolitických nástrojů. Jak bylo vyloženo výše,<sup>28</sup> „standardními“ kroky prostřednictvím kterých se centrální banky snaží ve světle jejich inflačního cíle o ovlivňování krátkodobých sazeb, je nastavování tzv. klíčových sazeb. Tyto sazby nepřímo ovlivňují cenu rezerv na mezibankovním trhu, resp. představují úrokovou sazbu, za kterou si úvěrové instituce mohou přebytkové rezervy u centrální banky uložit či za kolik si je od centrální banky mohou půjčit. Centrální banky však nemají v moderních právních státech oprávnění k používání přímých nástrojů typu přímého stanovování úrokových sazeb pro reálnou ekonomiku, limity úvěrů, atd.

Vedle používání standardních měnověpolitických nástrojů přistoupily v poslední dekádě některé centrální banky k používání nestandardních nástrojů měnové politiky. Důvody, které vedly ČNB k použití měnového kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnových podmínek, jsou blíže vyloženy v kapitole 5 Zhodnocení devizových intervencí České národní banky v letech 2013–2017. Zde jen ve stručnosti uvedme, že aplikací tohoto nestandardního měnověpolitického nástroje usilovala ČNB o dosažení svého primárního cíle, tj. udržování cenové stability, vyjádřeného inflačním cílem ve výši 2 %. Devizové intervence spočívaly v počátečním oslabení koruny vůči euru a následném udržování poblíž vytyčené hranice 27 Kč za euro, a to tvorbou nových korun (v podobě rezerv) za které byly pořizovány eura, resp. aktiva znějící v eurech. Tvoření nových rezerv tak jasně představuje

<sup>28</sup> Viz výše v kapitole 1.1.3 Měnová politika v rámci teorie měnového práva.

hledisko, dle kterého i tento nestandardní nástroj měnové politiky je třeba řadit do práva měnového.

## 1.2 Devizové intervence a právo devizové

Devizové právo bývá vědou finančního práva definováno jako soubor právních předpisů a norem, které upravují dispozice s hodnotami, jimiž je možné uhrazovat závazky do zahraničí, zejm. nakládání se zahraničními peněžními a dalšími hodnotami souvisejícími s platebním a úvěrovým stykem se zahraničím.<sup>29</sup> Normy devizového práva tradičně představují ingerenci státu do nakládání s hodnotami včetně tuzemských a zahraničních platebních prostředků, které mohou ve vztahu k zahraničí ovlivnit platební bilanci státu.<sup>30</sup> Jinými slovy, tyto normy regulují nakládání s devizovými hodnotami, což zároveň představuje i objekt devizově-právní regulace.<sup>31</sup>

Normy devizového práva tak představují nástroj, který je v rámci tzv. devizové politiky uplatňován k ovlivňování platební bilance. Ta zachycuje platební transakce domácí ekonomiky se zahraničím v určitém kalendářním roce – porovnává platby ze zahraničí a platby do zahraničí.<sup>32</sup>

Součástí oblasti regulace devizového práva je tak i tvorba devizových rezerv státu, resp. centrální banky státu. Devizové rezervy jsou cizoměnová aktiva v majetku ČNB. V průběhu provádění devizových intervencí narostly devizové rezervy ČNB cca 3,5 krát.<sup>33</sup> Je zřejmé, že od ukončení kurzového závazku disponuje centrální banka cizoměnovými aktivy v podstatně větším objemu, než je typické pro funkci devizových rezerv jako rezerv pro plnění potenciálních závazků v cizích měnách.<sup>34</sup> Devizové intervence jakožto příčina nárůstu devizových rezerv, tak nutně spadá dílem i do devizového práva jakožto pod-odvětví práva finančního.

29 KOTÁB, Petr a Petr NOVOTNÝ. In: BAKEŠ, Milan, Marie KARFÍKOVÁ, Hana MARKOVÁ a kol. *Finanční právo*. 6. upravené vyd. Praha: C. H. Beck, 2012, 505 s., s. 375. ISBN 978-80-7400-440-7.

30 MRKÝVKA, 2004, op. cit., s. 227.

31 Srov. MRKÝVKA, 2014, op. cit., s. 87.

32 HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 3. aktualizované vyd. Praha: C. H. Beck, 2002, 714 s., s. 593. ISBN 80-7179-681-6.

33 Srov. např. MORA, Marek a Jan SCHMIDT. Správa devizových rezerv ČNB a změny v roce 1997. In: *Bankovníctví* [online]. ČNB, 18. 5. 2018, s. 10. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2018/cl\\_18\\_180518\\_mora\\_schmidt\\_bankovnictvi.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2018/cl_18_180518_mora_schmidt_bankovnictvi.html)

34 MORA, SCHMIDT, 2018, op. cit.

---

## 2 DEVIZOVÉ INTERVENCE V HISTORII A SOUČASNOSTI

### 2.1 Měnová politika – vymezení

Než se budeme zabývat historickými aspekty devizově – měnových regulací, uveďme několik obecných poznámek, rozšiřující výklad uvedený v předchozí kapitole, k měnové a kurzové politice, které s pojednávanou problematikou souvisí.

Podstata měnové politiky je chápána jako usměrňování měnového vývoje za účelem dosažení dlouhodobých (strategických) cílů v měnové oblasti. I když tyto cíle mohou v průběhu vývoje doznávat změn, v posledních letech je tímto cílem obvykle míněna *cenová stabilita* – vyjádřená mírou inflace.

Tohoto cíle je dosahováno prostřednictvím nástrojů měnové politiky. Změna množství oběživa (jeho růst či pokles) je považována za jeden z nejdůležitějších faktorů cenových změn v dlouhodobém horizontu. Tento názor je podporován i teoreticky. V této souvislosti vzpomeňme kvantitativní teorii peněz (A. Marshall, A. G. Pigou, G. Hawtrey, D. M. Robertson, zvláště je možné uvést Irvinga Fishera a jeho transakční rovnici). Podle Fishera je důsledkem zvýšeného množství peněz v oběhu proporcionální zvýšení cenové hladiny a každá změna množství peněz v oběhu vyvolá i změnu cenové hladiny.<sup>35</sup>

Z tohoto hlediska je chápána měnová politika především jako dosahování cenové stability (strategický cíl) prostřednictvím regulace tržní úrokové míry. Řada autorů (například Jílek)<sup>36</sup> zastává názor, že za měnovou politiku lze dnes označovat pouze regulaci úrokových měr domácí měny příslušnou centrální bankou za účelem dosažení strategického cíle – cenové stability. V kontextu s tímto názorem je rozlišována expanzivní měnová politika (*accomodation monetary policy*), která spočívá ve snižování tržní krátkodobé úrokové míry. Tato politika je obvykle uplatňována v podmínkách slabé ekonomiky, vysoké nezaměstnanosti, malých obav o inflaci apod. Naopak restriktivní měnová politika (*tight monetary policy*) představuje zvýšení krátkodobé úrokové míry. Tato politika se obvykle provádí tehdy, když hrozí inflace,

---

<sup>35</sup> Blíže viz kapitolu 1.1.2 Měnová politika z pohledu ekonomie.

<sup>36</sup> JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2014. ISBN 80-247-0769-1.

tzv. přehřátí ekonomiky, rychlý růst ekonomiky spojený se značným růstem mezd a z něho plynoucího růstu cen atd.

V této souvislosti je možné poznamenat, že v každé malé otevřené ekonomice (a Česká republika patří k malým otevřeným ekonomikám) je obecně ekonomika země v daleko větší míře ovlivňována ekonomickým vývojem na zahraničních trzích, tj. vnějšími vlivy, než změnou domácích úrokových měr. Například při růstu cen komodit, na kterých je domácí ekonomika dovozně závislá (ropa, plyn atd.) není v silách měnové politiky tento růst eliminovat. Totéž se týká výrazných změn v ekonomické situaci největších obchodních partnerů české ekonomiky (Německa, Slovenska, Rakouska).

Jestliže se Německo například propadne do recese, ovlivní domácí ekonomiku silněji než případná neutralizace těchto vlivů měnovou politikou (protipůsobení měnové politiky). Navíc vliv měnové politiky působí zprostředkovaně, přes bankovní systém. Proto změna úrokových měr působí na ceny velice pomalu a s časovým zpožděním.

Většina autorů důsledně rozlišuje měnovou a kurzovou politiku a zdůrazňují, že je třeba na obě politiky pohlížet jako na primárně nezávislé politiky.<sup>37</sup> Proto se v další části naší úvahy spíše soustředíme na problematiku kurzové politiky.

## 2.2 Kurzová politika – vymezení

V nejobecnější rovině bychom kurzovou politiku mohli vymezit jako systém vztahů a nástrojů, jejichž prostřednictvím měnová autorita (centrální banka) reguluje kurz domácí měny (měnový kurz je cena jedné měny vyjádřená v jednotkách jiné měny). Měnový kurz (resp. jeho pokles či růst) má zprostředkovaný vliv na řadu národohospodářských veličin (na ekonomický růst, inflaci, zahraniční obchod, zaměstnanost atd.). Protože je problematika měnových kurzů poměrně obsáhlá, pozornost soustředíme zejména na formy a vliv vybraných nástrojů kurzové politiky.

Měnový kurz v podmínkách floatingu závisí na mnoha faktorech. V dlouhodobém horizontu reaguje měnový kurz na vývoj platební bilance.

<sup>37</sup> Za jistých okolností lze označit za měnovou politiku i ovlivňování měnového kurzu domácí měny úrokovými sazbami a přímými cizoměnovými intervencemi pouze v případě, že měnový kurz je zprostředkujícím a nikoliv konečným cílem měnové politiky.

V krátkodobém horizontu je silně volatilní (kolísavý) a je ovlivněn zejména spekulativními operacemi. Protože tato volatilita nepříznivě ovlivňuje mezinárodní obchod, snaží se někdy centrální banka stabilizovat tyto krátkodobé výkyvy měnového kurzu. Krátkodobým ovlivňováním měnového kurzu může centrální banka sledovat i jiné cíle, například posilování měnového kurzu dané měny činí vývoz nekonkurenceschopným, vede to k poklesu exportu a poklesu růstu HDP.

Proto může centrální banka naopak působit na oslabování kurzu – tím posílit export. Na druhé straně, slábnoucí měna ale zároveň zvyšuje ceny importu, což může vést k dovozní inflaci.

K těmto měnovým operacím se používají tzv. cizoměnové intervence (tj. koupě a prodeje cizí měny za domácí měnu), případně jiné operace.

### 2.3 Cizoměnové intervence

V ekonomickém slovníku jsou pod heslem devizové intervence<sup>38</sup> opatření, jimiž centrální banka brání větším výkyvům měnového kurzu od měnové parity resp. od kurzu, který považuje za žádoucí pro zahraniční operace ekonomiky.

Cizoměnová intervence je tedy akce centrální či jiné státní instituce k ovlivnění měnového kurzu domácí měny vůči ostatním měnám na měnovém trhu. V praxi to znamená, že pokud se česká koruna jeví jako příliš silná, ČNB nakupuje eura (či jinou měnu) od obchodních bank za české koruny. Naopak pokud se česká koruna jeví jako slabá, ČNB prodává eura (či jinou měnu) obchodním bankám za české koruny.

Podstata této operace je velmi jednoduchá. Nákupy cizí měny ČNB za české koruny představuje připsání určité částky cizí měny na nostro účet ČNB a na druhé straně připsání určité odpovídající částky českých korun na clearingový účet obchodní banky (která zahraniční měnu ČNB prodala) u ČNB. Touto operací zároveň roste likvidita bankovního sektoru. Aby nedošlo k následnému nežádoucímu ovlivnění úrokových sazeb (v důsledku nadměrné likvidity), musí tuto likviditu v budoucnu ČNB stáhnout.

<sup>38</sup> HINDL, R., R. HOMAN a kol. *Ekonomický slovník*. Praha: C. H. Beck, 2003, s. 767. ISBN 80-7179-819-3.

Při opačné operaci, tj. intervenci na posílení koruny, dochází k prodeji cizí měny ČNB za české koruny. Opět dochází k odepsání příslušné částky cizí měny z nostro účtu ČNB a zároveň odepsání příslušné částky v korunách z clearingového účtu konkrétní obchodní banky u ČNB. Tato operace rovněž vede ke snížení likvidity bankovního sektoru. Měnovými intervencemi se však nemění celkový objem peněžní zásoby v systému.

### 2.3.1 Příčiny cizoměnových intervencí

Hlavním důvodem cizoměnových intervencí je:

- udržování směnného kurzu v požadovaném pásmu (u pevného měnového kurzu),
- bránění nepřiměřené volatilitě měnového kurzu (u plovoucího měnového kurzu).

Je třeba si uvědomit, že měnový kurz je výslednicí celé řady faktorů, především těch makroekonomických. Zvláště pak stavu zahraničně obchodní bilance, konkurenceschopnosti země, její zadluženosti, ekonomického růstu a dalších vlivů. Proto mají měnové intervence smysl jen tehdy, pokud se jedná o výkyvy, nikoliv o dlouhodobý trend. Centrální banka není schopna dlouhodobě fixovat měnový kurz prostřednictvím měnových intervencí, pokud taková úroveň měnového kurzu neodpovídá ekonomickým veličinám (zvláště těm, které mají bezprostřední vliv na měnový kurz, např. platební bilance atd.).<sup>39</sup>

Dlouhodobě nerovnovážený měnový kurz může ovlivnit i další makroekonomické veličiny – inflaci, ekonomický růst atd.

V dobách ekonomické nejistoty může docházet k trvalé volatilitě nebo k náhlým změnám měnového kurzu. Tyto skutečnosti mohou být důvodem, že centrální banka může zvážit použití měnových intervencí. Intervence tak mohou obnovit stabilitu na měnovém trhu.

Obvykle se v odborné literatuře dočteme, že vlády svůj zájem na oslabování domácí měny zdůvodňují potřebou řešit závažné ekonomické problémy – zejména oživit či posílit export. Z těchto důvodů mají vlády tendenci snižovat domácí úrokovou míru a intervenovat na měnovém trhu koupí cizí měny za domácí měnu (nákupy eura za koruny). Často bývá vláda pod silným tlakem

<sup>39</sup> JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2005, s. 609. ISBN 80-247-0769-1.

domácích exportérů. Tato snaha vychází z názoru, že oslabení domácí měny zlevní vyvážené zboží a zdraží dovážené zboží. Toto opatření tak může být účinným nástrojem exportu, podpory růstu HDP, zvyšování zaměstnanosti. Na takové fungování vývoje měnových intervencí nepadá jednoznačný názor. Řada ekonomů<sup>40</sup> je k tomuto působení skeptická, tvrdí, že oslabení měny nemá na vývoj exportu takový vliv jak se všeobecně tvrdí, ale naopak může způsobit dovozní inflaci a zhoršení dalších makroekonomických veličin.<sup>41</sup> Tyto vzájemné vztahy (měnového kurzu, inflace, ekonomického růstu, zaměstnanosti, obchodní bilance atd.) jsou složitější a rozhodně nepůsobí tak jednoznačně.

Hlubší analýza vyžaduje vždy tyto jevy posuzovat komplexně, ve všech vzájemných souvislostech. Není sporu o tom, že reálný měnový kurz má vliv na konkurenceschopnost vývozců. Ale má-li oslabení domácí měny být užitečné, nesmí být prováděno inflací, která tento efekt neutralizuje.<sup>42</sup> Podobný negativní efekt může vyvolat souběžný růst mezd. Obdobný dopad může mít i nezodpovědná rozpočtová politika apod.

Tam, kde je výrazný podíl dovozu na HDP, zákonitě při oslabení domácí měny dochází ke zdražení dovážených produktů, to se promítne do růstu cenové hladiny (růstu inflace). Naopak u zemí, kde je podíl dovozu nízký, oslabením domácí měny je růst cenové hladiny dovážených produktů na vývoj inflace minimální.

S ohledem na to, co bylo dosud řečeno, je třeba zdůraznit, že při posuzování vlivu měnových intervencí jako regulatorního nástroje je vždy nutno přihlídnout ke stavu ekonomického vývoje každé dané země a k vývoji jednotlivých makroekonomických veličin příslušné země.

Někteří autoři<sup>43</sup> uvádějí, že účinnost měnové politiky, respektive oslabení domácí měny, může být podpořena pružností mzdové politiky. Je tím míněna situace, kdy je měnová regulace (oslabení domácí měny) doprovázena

<sup>40</sup> Některí ekonomové z názorového okruhu Institutu Václava Klause.

<sup>41</sup> V této souvislosti se často uvádí příklad Velké Británie, jejíž měna prakticky trvale oslabuje od konce 2. světové války, a přesto se to v růstu konkurenceschopnosti a exportní výkonnosti Velké Británie výrazně neprojevovalo.

<sup>42</sup> Z těchto důvodů byla v Latinské Americe v posledních letech neúčinná většina oslabení domácích měn.

<sup>43</sup> Např. JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2005. ISBN 80-247-0769-1.

výraznou rozpočtovou restrikcí a tím i poklesem jmenovitého růstu mezd. Títož autoři zároveň dodávají, že tato situace připadá v úvahu pro mimo-evropské země (zvláště USA), kde je pracovní trh mimořádně pružný. Pro evropské země je tato situace spíše výjimečná. Mzdy v Evropě jsou nepohyblivé směrem dolů, navíc je tradicí indexace mezd, důchodů i sociálních dávek podle vývoje inflace. Navíc silné odborové centrály (např. ve Francii, Německu aj.) by nepřipustily pokles mezd. Proto je použití měnových intervencí v těchto makroekonomických podmínkách limitováno.

### 2.3.2 Efektivnost intervencí

V diskusi o účinnosti cizoměnových intervencí, tj. zda je možné skutečně ovlivnit měnový kurz, je možno opakovaně zdůraznit, že to možné v zásadě je, a to při splnění několika podmínek.

Praxe zcela jednoznačně ukazuje, že cizoměnové intervence mohou být úspěšné při překonávání krátkodobých fluktuací, a to za předpokladu, že jsou v souladu s vývojem na trhu, tj. nejdou proti trendu na trhu. Z toho plyne, že použití tohoto nástroje je spíše krátkodobé.<sup>44</sup>

Účinnost měnových intervencí je rovněž závislá na objemu a délce intervenčních zásahů. Má-li mít měnová intervence vliv na kurz jedné měny, musí dojít k velké změně v relativní nabídce této měny (např. má-li dojít ke změně kurzu čs. koruny – k jejímu poklesu je nutné na trh vstoupit s velkým množstvím korunové měny). Z toho plyne, že je nutné (pokud má být měnová intervence úspěšná) mít k dispozici značné rezervy k její realizaci. Obecně se má za to, že prostředky disponibilní k měnové intervenci jsou vzhledem k velikosti trhu příliš malé. Z těchto důvodů se převážná část autorů zabývajících se touto problematikou kloní k názoru, že měnové intervence jsou neefektivní a v podstatě zbytečné.

V této souvislosti je někdy zmiňován prof. Milton Friedman.<sup>45</sup> V padesátých letech minulého století stanovil test efektivní a stabilizující měnové intervence. Kritériem byl dosažený zisk. Friedman konstatoval, že centrální banka by se při stabilizaci měnového kurzu měla chovat stejně jako

<sup>44</sup> Na tomto místě je třeba zdůraznit, že samotné fluktuace mohou působit ve směru vývojového trendu i proti směru tohoto trendu.

<sup>45</sup> Prof. Milton Friedman (1912–2006), nositel Nobelovy ceny za ekonomii, předseda rady ekonomických poradců za prezidenta USA Ronalda Regana.



„racionální“ spekulant. Měla by kupovat cizí měnu, když je relativně laciná. Naopak prodávat měnu, když je relativně drahá. Mnohé studie konstatují, že měnové intervence centrálních bank jsou ve shodě s Friedmanovým testem obvykle ziskové.

## 2.4 Historické aspekty cizoměnových intervencí

### 2.4.1 Obecně

V této části bychom chtěli uvést některé příklady měnové politiky v průběhu historického vývoje, která měla za cíl ovlivnit kurzovou úroveň české koruny.

Úvodem několik poznámek:

- V malém historickém exkurzu do této problematiky se omezíme spíše na Československou republiku (i když nevylučujeme, že tam, kde to bude vhodné a účelné, zmíníme krátce i mezinárodní kontext.
- Nechceme se při výběru historické materie svazovat současnou teorií jen na „přísně“ definované měnové intervence. Chceme zde připomenout i některé další operace měnových orgánů<sup>46</sup>, které měly za cíl ovlivnit úroveň měnového kurzu – jeho změnu či stabilitu a jeho prostřednictvím ovlivnit ekonomický vývoj v Československu.
- Nečiníme si nárok na úplnost. Jde spíše o mozaiku příkladů, kde chceme ukázat, jak měnová autorita použila regulatorního měnového nástroje s cílem dosáhnout žádoucího ekonomického vývoje. Rovněž stručně zhodnotíme dosažené výsledky. Hovoříme-li o měnových intervencích, obvykle se má automaticky na mysli, že je provádí nejvyšší měnová autorita v zemi – a tou je centrální banka (v českých podmínkách Česká národní banka). V případě vzniku Československé republiky tomu tak nebylo. A protože se jedná o neobvyčejně zajímavou a poměrně málo známou historii, která byla vynucena mimořádnými okolnostmi, je vhodné je zde připomenout. Je to zároveň příklad, jak je reálné formování konkrétní měnové politiky mimořádně obtížné, vyžadující řadu nestandardních postupů, pro něž ekonomická teorie nenabízí řešení.

<sup>46</sup> Připomínáme, že měnovou problematikou po vzniku Československé republiky se zabýval Bankovní úřad Ministerstva financí. Teprve v roce 1926 vzniká Národní banka Československá jako centrální banka československého státu a začíná plnit funkci měnové autority země. Prvním guvernérem NBČ byl jmenován Dr. Vilém Pospíšil.

Vznik Československé republiky přinesl nově vzniklému státu řadu problémů, které vyžadovaly neodkladné řešení. Jedním z nejnaléhavějších problémů bylo provedení měnové odluky od rakousko-uherské měny. Nezodpovědná emisní politika Rakousko-Uherské centrální banky vedla ke stále se zrychlující hyperinflaci<sup>47</sup>. Tím pozbyly původní úvahy o dočasné měnové unii s Rakousko-Uherskem na významu. Potřeba provedení okamžité měnové reformy byla tak naléhavá, že hledání systémového institucionálního řešení měnové problematiky v podobě založení centrální banky nutně ustoupilo do pozadí. Bylo nutné přistoupit k rychlému prozatímnímu řešení. Tímto řešením bylo zřízení Bankovního úřadu ministerstva financí (v březnu 1919), jež byl pověřen správou nové měny.

O rychlosti a naléhavosti tohoto nouzového řešení svědčí i to, že tento úřad nebyl zřízen zákonem, ale pouze vládním nařízením (z 6. března 1919 č. 119/1919 Sb. o úpravě poměru k Rakousko-uherské bance). V tomto dokumentu se mimo jiné uvádí v paragrafu 3: „*ministerstvo financí až do další zákoněné úpravy bude obstarávat funkce státní centrální banky*“. V následujícím paragrafu je řečeno: „*K odbornému obstarávání této funkce zřizuje ministerstvo financí Bankovní úřad ministerstva financí, o jehož správu budou se dělit jednak Bankovní výbor při ministerstvu financí za předsednictví ministra financí nebo jeho zástupce a jednak odborné úřednické vedení.*“

Bylo zřejmé, že se jednalo o řešení ne zcela legislativně vyhovující, a proto bylo dodatečně upraveno zákonem. Jednalo se o měnový zákon z 10. dubna 1919 (č. 187/1919 Sb.), kterým byla zavedena „koruna československá“. Zároveň obsahoval pro ministra financí zmocnění ke všem úkonům, které de facto prováděl doposud na základě pouhého nařízení.

Jednalo se o zmocnění např. ke správě státního dluhu, pečovat o oběh platidel, zmocňoval ho k jednáním s Rakousko-uherskou bankou, aby plnil všechny funkce státní cedulové banky, aby k tomu účelu zřídil bankovní úřad a další zmocnění.

K jeho vzniku bylo vydáno další vládní nařízení z 12. května 1919 (č. 246/1919 Sb.), kterým byla určena organizace, funkce a statut Bankovního úřadu ministerstva financí. Úřad zahájil svoji činnost 11. 3. 1919 a ukončil svou činnost 31. 3. 1926 (kdy vznikla Národní banka československá).

<sup>47</sup> Množství oběživa v roce 1914 představovalo 2,6 mld. K, v roce 1918 (v listopadu) 36 mld. K a v lednu 1919 již 52 mld. K.

Pro zajímavost uvádíme, že bankovní výbor měl deset členů, které jmenoval ministr financí z řad odborníků peněžní a měnové teorie a praxe. Členství v bankovním výboru byla čestná funkce. Předsedal mu ministr financí nebo jeho zástupce. Náplní bankovního výboru bylo formování měnové politiky, kterou realizoval Bankovní úřad. Bankovní výbor se zpravidla scházel pravidelně nejméně každý měsíc.

I když původní představy nepočítaly s dlouhodobou existencí tohoto řešení, složitosti a těžkosti měnové politiky po vzniku československého státu si vynutily ponechat toto institucionální uspořádání až do roku 1926, kdy se přistoupilo ke koncepčnímu řešení založením samostatné nezávislé centrální banky. O složitosti tohoto období též svědčí i počet rychle se střídajících ministrů financí od roku 1919 do roku 1926. Celkem se za sedm let vystřídalo ve funkci ministra financí devět osobností.

#### **2.4.2 Vznik československé devizové ústředny**

Veškeré devizové transakce po vzniku Československé republiky v roce 1918 na území našeho státu prováděla Rakousko-uherská cedulová banka se svými filiálkami na území ČR. Vzhledem k oprávněné obavě, že devizy získané z exportu československého zboží nebudou použity pro potřeby československého státu, ale budou těmito filiálkami na základě nařízení vídeňské centrály deponovány zpět do Vídně, bylo nutno podniknout rázná protiopatření.

Již v lednu 1919 ministr financí dr. Rašín navrhl, aby byl devizovými operacemi pověřen nezávislý, nevýdělečný peněžní ústav. Volba připadla na nedávno založenou Pražskou zúčtovací banku. Banka byla akciovou společností, jejími akcionáři byly všechny přední československé banky. Dle stanov měla usnadňovat oběh tuzemských platidel a usnadňovat vyrovnávání závazků splatných v hotovosti. Ve stanovách bylo rovněž zdůrazněno, že není výdělečným bankovním ústavem.

Nařízením č. 47 Sb. ze dne 30. ledna 1919 byla banka pověřena vedením Československé devizové ústředny.

Pražská zúčtovací banka byla o tomto zařízení zpravena přípisem již 3. února 1919. Z tohoto přípisu uvádíme nejzajímavější pasáže, které ilustrují fungování devizové ústředny. A Rašín v dokumentu píše:

*„Ve smyslu nařízení ze dne 30. ledna 1919 č. 47 Sb. Váš pověřuji zřízením a vedením Československé devizové ústředny.*

*Souhlasím s Vaším návrhem, aby za členy byli povoláni členové staré rakouské devizové ústředny, kteří mají pracoviště na území československého státu.*

*Podotýkám, aby u posuzování žádostí o přidělení cizích valut u Československé devizové ústředny bylo přihlédnuto k celkovým národohospodářským potřebám Československé republiky. A zároveň řešení těchto otázek bylo koordinováno s Československou vývozní a dovozní komisí.*

*Výkonný výbor Československé devizové ústředny se bude skládat z pěti členů – z jednoho komisaře ministerstva financí, jednoho zástupce Pražské zúčtovací banky, jednoho zástupce Československé vývozní a dovozní komise a dvou zástupců ostatních členů.*

*Narižuji všem obchodním filiálkám vídeňských bank, které se nachází na území Československa, aby ihned nablásily Československé devizové ústředně veškeré své valutové účty, které mají se svými centrály.*

*Souhlasím, aby zisk plynoucí z obchodů Československé devizové ústředny po srážce výloh byl rozdělen v poměru  $\frac{3}{4}$  čistého zisku připadly státu a  $\frac{1}{4}$  Pražské zúčtovací bance.*

*Část zisku připadající státu bude tvořit rezervní valutový fond, z jehož prostředků se budou hradit eventuální ztráty.*

*Tento fond zatím ponechávám ve správě Vaší banky a žádám Vás, abyste se postarali o náležitě zúročení jeho prostředků.*

*Reservnímu valutovému fondu případně také část manipulačních poplatků vybíraných Československé dovozní a vývozní komisí.*

*Československá vývozní a dovozní komise se vyzývá, aby veškerá u ní složená cizozemská platidla za vyvezené zboží ihned odevzdala Pražské zúčtovací bance a ta je předala Československé devizové komisi.*

*Případné ztráty, které vzniknou z obchodování Československé devizové ústředny nese stát.“*

Zajímavý byl mechanismus obchodování a stanovení měnového kurzu. Způsob obchodování i určování měnového kurzu byl upraven v jednacím řádu Československé devizové ústředny. V jednacím řádu bylo řečeno:

*„Za účelem zajištění denního salda se budou scházet denně v určitém bodinu u Československé devizové ústředny devizoví disponenti všech pražských členů a nahlásí potřebu deviz. Mimopražští tuto potřebu nahlásí písemně. Výbor určuje kurz peněz i jednotlivých zahraničních platidel denně (týká se to obchodů zprostředkovaných devizovou ústřednou).“*

Zúčtování obchodů mezi jednotlivými členy ústředny probíhalo bez provize podle středního kurzu v den ohlášení obchodu devizové ústředně. V ostatních obchodech s cizozemskými platidly zaúčtují si členové nejvýše denní kurz a připočtou, respektive odečtou provizi. Stanovené měnové kurzy platí pro všechny obchody provedené devizovou ústřednou toho dne.

Případné denní přebytky jednotlivých cizozemských platidel převezme Československá devizová ústředna za střední kurs vyhlášený toho dne.

Není bez zajímavosti, že devizová ústředna měla poměrně značné kontrolní pravomoci. Výbor devizové ústředny mohl rozhodovat, zda bude potřeba valut jednotlivých žadatelů uspokojena s ohledem na účel, k němuž jsou cizozemská platidla požadována. Pokud výbor naznal, že je účel použití v rozporu s národohospodářskými potřebami, mohl žádost zamítnout. *„odmítnutý žadatel se mohl odvolat ke správě Československé devizové ústředny a její rozhodnutí bylo konečné.“*

Neméně zajímavý byl bod jednacího řádu, ukládající členům devizové ústředny zákaz nákupu či prodeje deviz do zahraničí za korunovou měnu. Porušení tohoto zákona bylo sankcionováno (od peněžité pokuty až po ukončení členství v devizové ústředně).

Ve výkonném výboru zastupovaly ostatní členy největší československé banky – Živnostenská banka, Agrární banka, Česká průmyslová banka, Česká banka Union, Pražská úvěrová a Moravská průmyslová a agrární banka.

Činnost devizové ústředny byla zahájena 25. února 1919. Úkolem devizové ústředny bylo, aby závazky našich dovozců (hlavně za suroviny a polotovary) mohly být včas proplaceny a dále hradit další státní závazky. Vývoz se v podstatě prováděl platbou za hotové – americké dolary, libry, holandské

zlaté, švýcarské a francouzské franky. Při vývozu do nástupnických států Rakouska-Uherska (Rakouska, Maďarska, Jugoslávie, Polska) byly povoleny platby v korunách. U dovozu se přidělování deviz dělo na základě národohospodářských priorit a ty se pod tlakem poválečných událostí rychle měnily.

Devizová ústředna prakticky po celou dobu svého trvání zápasila s nedostatkem deviz. Stát to řešil tak, že získané valuty (z nákupů, které prováděly cizinci v Československu) odváděli kurýři devizové ústředny na devizovou burzu (ve švýcarském Curychu), kde byly za ně nakupovány potřebné devizy. Jak uvádí tehdejší pracovník ministerstva financí K. Leopold<sup>48</sup>, nebylo žádnou zvláštností, že se za ozbrojeného doprovodu vezly valuty v hodnotě až 100 miliónů Kč. Tyto obchody nebyly bez rizika.

Zvláštní kapitolu tvořil nákup valut od vracejících se legionářů a běženců, kteří často přiváželi cizí měnu, pro niž nebylo uplatnění – carské rubly, různé čínské, japonské a indické peníze.

Působit na kurz československé koruny mohla devizová ústředna jen v omezeném měřítku, protože jí scházela potřebná zásoba deviz. Další příčinou nedostatku deviz byla skutečnost, že značná část bank a bankovních filiállek měla své centrály mimo území Československa, rovněž velká část průmyslových podniků měla své ústředny v zahraničí (zejména ve Vídni), takže zachycení zahraniční měny z jejich obchodních a podnikatelských aktivit bylo značně ztíženo.

Tento problém stát v pozdějších letech řešil vydáním tzv. nostrifikačního zákona<sup>49</sup>, který nařizoval všem podnikatelským subjektům, pokud chtěli podnikat za území Československa a měli své sídlo mimo republiku, povinnost přenést své sídlo na československé území.

V prvních letech vzniku Československé republiky byly kurzové pohyby československé koruny velmi kolísavé, zpravidla směrem dolů.

Po odtržení čs. koruny od společné rakousko-uherské měny v březnu 1919 byl kurs švýcarského franku (za 100 Kč bylo 30 franků, přechodně až 34,25 Fr) poměrně vysoký. Poté postupně klesal až na nejnižší úroveň – v únoru 1920

<sup>48</sup> LEOPOLD, K. *Vzpomínky z prvních dob ministerstva financí*. Praha, 1928.

<sup>49</sup> Tzv. nostrifikační zákon, oficiálně Zákon o podnicích, které mají sídlo mimo území československého státu č. 12/1920 Sb. Nařízení tohoto zákona se mělo uplatnit do deseti let od jeho vyd. Celkem se to týkalo 256 podniků.

až na 5 franků za 100 korun, až se posléze ustálil v době, kdy končila působnost devizové ústředny<sup>50</sup> na 8,5 franku za 100 Kč.

Největší problémy s kurzem koruny se projevovaly v průběhu roku 1919, kdy německé banky vrhaly na devizové trhy v Curychu velké objemy čs. měny. V této době také nejvíce čs. devizová ústředna na těchto trzích intervenovala ve prospěch koruny. Masivně nakupovala (stahovala) čs. koruny za německé marky. Jak uvádějí pamětníci, přes všechny obtíže a trvalý nedostatek deviz nikdy nedošlo k tomu, že by v některém odvětví nastala kalamitní situace.

Jak vzpomíná tehdejší přednosta odboru ministerstva financí K. Leopold,<sup>51</sup> potýkala se devizová ústředna v době kolísání měnového kurzu se spekulativním chováním československých firem.

Jakmile kurz deviz stoupal, přestali exportéři odvádět získané valuty a naopak importéři žádali zvýšené přiděly deviz. Když se kurz ustálil, odvolávali importéři své požadavky na přiděl a exportéři naopak zabukovali devizovou ústřednu velkou nabídkou deviz, že je ani ústředna nebyla schopna hospodárně využít. Opačné chování exportéři a importéři uplatňovali při poklesu kurzu. Jakmile kurz klesal, dožadovali se exportéři odkupu valuty na kurz předchozího dne (na vyšší kurz) a importéři naopak vyčkávali s koupením deviz na výhodnější nižší kurz.

Autor dodává, že přes značný objem obchodů, samotných soudních sporů bylo málo a většina jich končila smírem nebo příznivě pro devizovou ústřednu.

Devizová ústředna se rovněž zúčastňovala intervenčních nákupů, prodejů či půjčky národní svobody, která byla obchodována na pražské burze dle dispozic ministerstva financí.

Snad úplně na závěr k aktivitám devizové ústředny uveďme jeden zajímavý případ získání deviz, konkrétně francouzských franků. Na podzim roku 1919 pociťovala vláda akutní nedostatek francouzských franků, zejména pro potřeby zajištění fungování zastupitelských úřadů v zahraničí. Bylo dohodnuto, že potřebné francouzské franky budou získány odprodejem akcií Škodových závodů francouzskému zbrojařskému koncernu Schneider-Creusot. Za tímto účelem bylo ve dvou emisích vydáno na podzim 1919 celkem 72 mil. akcií, které koncern odkoupil za 15 135 135

<sup>50</sup> Činnost devizové ústředny byla ukončena 21. dubna 1920.

<sup>51</sup> LEOPOLD, K. *Vzpomínky z prvních dob ministerstva financí*. Praha, 1928.

francouzských franků. Na transakci se podílela devizová ústředna. Devizová ústředna ukončila svoji činnost dne 21. dubna 1920.

Po ukončení činnosti devizové ústředny převzal všechny funkce Bankovní úřad ministerstva financí, který vykonával prakticky všechny funkce, které zpravidla vykonává emisní banka. Prováděl měnovou politiku včetně emise peněz eskontem obchodních směnec a operacemi s cennými papíry, přijímal vklady bank na žirové účty, kupoval a prodával zlato, spravoval zlatou devizovou rezervu, řídil devizové hospodářství včetně určování směnového kurzu atd. Byl to právně i fakticky orgán ministerstva financí. Následný vývoj potvrdil, že zřízení Bankovního úřadu a jeho politika se plně osvědčil a splnil v tehdejších složitých podmínkách poslání, které se očekávalo. Bylo však zřejmé, že jde o přechodné řešení a správa měny musí být svěřena instituci co nejméně závislé na vládě – tj. samostatné nezávislé centrální bance.

### 2.4.3 Založení Národní banky československé

V polovině dvacátých let se podařilo stabilizovat makroekonomické ukazatele. Podařilo se udržet stabilní kurz koruny<sup>52</sup>, cenová hladina byla stabilní. Do rovnováhy se dostaly i vládní finance. Obchodní bilance byla aktivní s průměrným ročním přebytkem 1,7 mld. Kč. Ekonomika vystoupila do období relativní prosperity. Tato příznivá hospodářská situace vytvořila vhodné podmínky pro založení centrální banky – Národní banky československé. Proces jejího vzniku byl poměrně složitý. Po dlouhých diskusích o konečné podobě<sup>53</sup> byla zvolena podoba akciové společnosti. Konečnou podobu dostala již přijetím zákona ze 14. dubna 1920, č. 347/1920 Sb., zákon o akciové bance cedulové. Měl 142 paragrafů, podrobně určoval zásady emise bankovek, pravidla krytí jejich emise. Obsahoval stanovy, jednací řád, podobu státního dozoru, pravidla obchodů banky a mnohé jiné.

Zákon byl sice přijat, ale k jejímu založení nedošlo.

Vláda byla zmocněna ke zřízení banky, až k tomu budou vytvořeny „vhodné“ hospodářské předpoklady. Co tím bylo míněno, vysvětlil ministr Alois Rašín podrobně ve své práci *Finanční a hospodářská politika Československa*.<sup>54</sup>

<sup>52</sup> LEOPOLD, K. *Vzpomínky z prvních dob ministerstva financí*. Praha, 1928.

<sup>53</sup> Kurz koruny od r. 1925 se až do velké hospodářské krize pohyboval v rozmezí 2,90–2,03 dolaru za 100 Kč na burze v New Yorku.

<sup>54</sup> Diskuse se vedla zvláště o formální podobě banky – zda bude státní nebo autonomní akciová společnost. Každá forma měla i výhody i nevýhody.



23. dubna 1925, zákon č. 102/1925 Sb. byla přijata novela bankovního zákona a poté vyhláška ministerstva financí z 1. dubna 1926 (č. 86/1926 Sb.). Národní banka československá fakticky zahájila činnost k 1. dubnu 1926.

Prvním guvernérem se stal JUDr. Vilém Pospíšil, dosavadní vrchní Městské spořitelny v Praze. Do funkce ho uvedl tehdejší ministr financí prof. Karel Engliš. Národní banka československá byla akciovou společností s kapitálem 12 miliónů dolarů.<sup>55</sup> Akcie banky byly od března 1927 kotovány na pražské burze.

Vedoucím orgánem byla bankovní rada, v jejím čele stál guvernér. Bankovní rada měla devět členů. Banka byla členěna kromě hlavního ústředí na filiálky (celkem 34 filiálek ve větších městech) a pobočky (celkem 134 poboček v menších městech).

Guvernér se nezúčastňoval jednání vlády ani zprávy o činnosti banky se nepodávaly Poslanecké sněmovně ani Senátu. Do výlučné pravomoci banky patřilo provádění peněžní a kurzové politiky.

Vládě i Národnímu shromáždění bylo ze zákona vyhrazeno určovat zlatý obsah koruny, pravidla zlatého krytí a normy devizové vázanosti. Národní banka kromě běžných funkcí spojených s emisí bankou měla pečovat o udržení poměru koruny k plnohodnotným cizím měnám na úrovni posledních dvou let. Dále byla pověřena řízením devizového hospodářství v dobách devizové regulace.

#### 2.4.4 Měnová politika Československé národní banky

Emisní politika NBČ byla zvláště ve 30. letech ovlivněna teoretickými názory Karla Engliše.<sup>56</sup> Pojetí emisních funkcí vycházelo z názoru, že banka musí dbát na to, aby svým úvěrem pro obchodní banky nastavovala peněžní oběh, jehož základem je tvorba depozit. Takový emisní úvěr má usnadňovat oběh zboží, nikoliv přímo výrobu. Rozhodujícím nástrojem emisní politiky ve 30. letech se stala diskontní politika. Samotná diskontní sazba<sup>57</sup> tak tvořila hráz pro úvěrové požadavky komerčních bank a pro úvěrovou peněžní emisi.

<sup>55</sup> RAŠÍN, A. *Finanční a hospodářská politika Československa do konce roku 1921*. Praha, 1922, s. 84.

<sup>56</sup> Základní kapitál 12 miliónů zlatých dolarů byl rozdělen na 120 tisíc akcií po 100 zlatých dolarech, znějící na jméno. V roce 1929, po zavedení zlaté československé koruny, byla tato jistina přepočtena na 405 mil. Kč a nominální hodnota akcie vyčíslena na 3375 Kč dle kurzu dolaru 33,75 Kč za jeden dolar.

<sup>57</sup> Prof. Karel Engliš byl mezi dvěma válkami celkem šestkrát ministrem financí a od roku 1934 do roku 1939 guvernérem NBČ.

Zajímavý je postoj vedení NBC ke snaze ministerstva financí spojit čs. korunu se zlatem. NBC za vedení guvernéra dr. Pospíšila tyto snahy podporovala, přestože mnozí národohospodáři byli ke spojení národní měny se zlatem skeptičtí. Hlavním protiargumentem byla značná kolísavost ceny zlata na světových trzích. Na vzdory těmto námitkám se zavedení zlaté československé koruny prosadilo. Opatřením Stálého výboru Národního shromáždění ze 7. listopadu 1929 (č. 166/1929 Sb.) bylo stanoveno v paragrafu 1:

1926	1928	1930	1932	1934	1936
5,92 %	5 %	4,45 %	5,15 %	3,50 %	3,0 %

Zdroj: Opatření Stálého výboru Národního shromáždění ze 7. listopadu 1929 (č. 166/1929 Sb.)

*„Koruna československá (Kč) jako dosavadní jednotka měny Republiky Československé jest hodnotou rovna 44,58 miligramu zlata“.*

Bance bylo uloženo udržovat kurz koruny místo k dolaru ke zlaté paritě. Koruna se tak stala měnou zlaté devizy. K zavedení přímé volné konvertibility bankovek za zlato však nikdy nedošlo.

#### 2.4.5 Měnový kurz a devizové hospodářství

Od vzniku samostatné československé měny v roce 1919 podléhalo devizové hospodářství regulaci. Nejdříve prostřednictvím Československé devizové ústředny, po jejím zrušení převzal tuto roli Bankovní úřad ministerstva financí a od roku 1926 Národní banka československá.

Klíčovou orientací pro kurzovou politiku byl vývoj na devizové burze v Curychu. Národní banka vstupovala na devizový trh pouze prostřednictvím devizových intervencí – nákupem a prodejem deviz. Devizová regulace se prosazovala velmi silně v prvních poválečných letech. Období konjunktury v letech 1925–1930 umožnilo uvolnění devizové regulace, došlo téměř k úplné liberalizaci – pouze s některými omezeními (kvantitativními restrikcemi)<sup>58</sup>. Tato situace trvala jen do roku 1931, kdy se naplno projevil účinky hospodářské krize v Československu.

<sup>58</sup> Např. získávání úvěrů v zahraničí nad 10 mil. v čs. korunách a poskytování úvěrů do zahraničí nad 50 mil. v korunách bylo vázáno na souhlas NBC.

### 2.4.6 Hospodářská krize v Československu

Hospodářská krize si vynutila obnovu devizových regulativních opatření. Byl obnoven režim devizové vázanosti (vládním nařízením č. 152/1931 Sb.). Centrální banka používala tato opatření:

- zavedla povinné odvody získaných deviz Národní bance;
- počátkem roku 1932 nově zřízená devizová komise při ministerstvu financí rozhodovala, na které dovážené produkty smí Národní banka přidělovat devizy;
- byl vyhlášen zákaz vývozu československých bankovek a mincí (od listopadu 1935);
- byl vyhlášen zákaz přijímat úhrady československých pohledávek z ciziny v československých bankovkách a mincích;
- byla zavedena povinná nabídka cizích platidel, drahých kovů a zahraničních cenných papírů jako významný zdroj devizových rezerv Národní banky;
- povinné hlášení a nabídka pohledávek vázaných v cizině (obtěžně vymahatelných). Národní banka tyto závazky využívala při sjednávání různých platebních a úvěrových smluv;
- postupně se začal uplatňovat clearingový platební styk, zvláště se zeměmi, které se staly insolventními (např. Rumunskem, Maďarskem, Řeckem, Německem, Rakouskem, Tureckem a dalšími zeměmi).

V době přísné regulace devizového hospodářství se tak veškerá nabídka a poptávka soustředila u Národní banky. Banka svoji aktivitu v obchodování s devizami omezila pouze na obchod s komerčními bankami. Obchodování s devizami pro ostatní soukromé subjekty se provádělo přes obchodní banky.

### 2.4.7 Teoretická podstata měnové politiky v Československu v letech 1918–1938

V měnové politice meziválečného Československa se v podstatě střetávaly tři koncepční přístupy. Z počátku vzniku a formování československého státu byla měnová politika pod ideovým vlivem Aloise Rašína. Hlavní Rašínovou myšlenkou bylo zhodnocování československé koruny tvrdou deflační politikou, která byla nastartována již radikální měnovou reformou v roce 1919. Není cílem této publikace podrobně hodnotit cíle, průběh a výsledky měnové reformy. Protože však s popisovanou problematikou úzce souvisí, omezme

se stručně na konstatování, že razantní reforma uchránila Československo před hyperinflací, která zachvátila všechny okolní státy, zvláště Německo. Rašín pokračoval v deflační politice i po provedení měnové reformy. Rovněž byl zastáncem navázání československé koruny na zlato a zařadit ji tak do bloku zemí zlatého standardu. V tomto smyslu inicioval založení zlaté rezervy republiky<sup>59</sup>. Toto pojetí mělo své zastánce i kritiky. Mezi ty, kteří toto pojetí odmítali, patřil prof. Karel Engliš. V Rašínově deflační politice byla spatřována hlavní příčina krizové situace, zvláště exportních odvětví. Odtud se problémy přenášely do dalších odvětví průmyslu. Deflační politika tlumila investice a celkově její negativní vliv na ekonomiku byl větší než přínos ze silné koruny.

Proto prof. Engliš (koncepce prof. Engliše představovala druhý názorový proud) zvláště ve funkci guvernéra Národní banky uplatňoval stabilizační politiku, byl zastáncem neutrality peněz. Domníval se, že měnová politika by měla více rezonovat s potřebami národního hospodářství – spojení koruny se zlatem odmítal vzhledem ke skutečnosti, že zlato na světových trzích silně kolísalo a tím by ohrozilo stabilitu československé koruny.

Zajímavým, nicméně okrajovým (spíše opozičním) třetím proudem byly teoretické koncepty, které vycházely z keynesiánské ekonomické teorie, byly názory Josefa Macka, Jaroslava Nebesáře<sup>60</sup> a některých dalších představitelů. Zastávali názor, že měnová politika by měla hrát aktivní roli a přispívat k podpoře národohospodářských aktivit (např. k podpoře ekonomického růstu, snižování nezaměstnanosti atd.). Zlatou měnu zcela jednoznačně odmítli. Například Macek ve své práci<sup>61</sup> přímo napsal, že je sociálním zlem. V duchu šířících se Keynesových myšlenek, které hledaly lék na hospodářskou krizi, bylo navrhováno, aby centrální banka svou emisní politikou napomáhala překonávat tíživou hospodářskou situaci.

Aby uvolnila svoji měnovou politiku a například operacemi na volném trhu vytvářela vyšší peněžní nabídku, která oživí investiční aktivitu a tím i výrobu. Možno konstatovat, že keynesiánské názory v hospodářské politice Československa třicátých let nenašly větší uplatnění.

<sup>59</sup> V roce 1935 měla Národní banka ve zlaté rezervě 99,97 tun zlata.

<sup>60</sup> Jaroslav Nebesář byl po druhé světové válce (v roce 1945) pověřen dočasnou správou Národní banky československé. V roce 1948 byl jmenován guvernérem NBČ.

<sup>61</sup> MACEK, J. *Práve, peníze a politika*. Praha, 1932, s. 146.

### 2.4.8 Měnová politika Československa za hospodářské krize

Hospodářská krize ve třicátých letech zasáhla i Československo. Příčiny jejího vzniku jsou dodnes předmětem odborných diskusí. Je nesporným faktem, že krize postihla všechny země jejíž měny byly navázány na zlato. Prakticky se jednalo o krizi zlatého standartu. Zhodnocování těchto měn se projevovalo deflačním tlakem na cenové hladiny a na devizové kurzy. Tyto vlivy se zřetězily do deflačního vývoje světové ekonomiky, který postihl i Československo.<sup>62</sup> Rovněž názory na řešení tíživé hospodářské situace nebyly jednotné. Nakonec vláda prosadila stanovisko, které navrhol Engliš, tzv. devalvační řešení. Snížil zlatý obsah koruny úměrně k jejímu znehodnocení. Cílem bylo, aby se kupní síla koruny dostala do souladu s kupní silou zlata a vyhnout se dlouhému procesu adaptace ostatních ekonomických veličin (zisky, mzdy, ceny, rozpočet atd.).

Nově jmenovaný guvernér NBC prof. K. Engliš (1935–1939) provedl první devalvaci v únoru 1934. Byl snížen zlatý obsah koruny o šestinu – na 37,15 mg (zákon č. 25/1934 Sb.). Druhá devalvace proběhla v říjnu 1936, kdy byl zlatý obsah snížen opět o šestinu – na 31,21 mg v koruně.<sup>63</sup>

### 2.4.9 Čechy a Morava jako součást německého hospodářského prostoru

Uveďme základní fakta: Mnichovskou dohodou fakticky končí samostatné Československo. Jeho parcelace proběhla v několika etapách. Po odstoupení Sudet Německu se se svými územními požadavky přihlásily Maďarsko a Polsko. Slovensko po dlíci autonomii 14. března 1939 vyhláší samostatný Slovenský stát.

Následující den je obsazen zbytek Československa německou armádou. 16. března je výnosem zřízen Protektorát Čechy a Morava (Zákon č. 75/1939 Sb.). Hovořit proto o nějaké nezávislé měnové politice je zcela bezpředmětné. Konec konců v článku 10 Zákona č. 75/1939 Sb. o zřízení

<sup>62</sup> Průmyslová výroba v Československu klesla o 34 %, export o 62 %, nezaměstnanost dosahovala 677 tisíc. Krize rovněž postihla většinu bank atd. Pokles cenové hladiny byl z indexu 100 v roce 1929 na 74 v roce 1934.

<sup>63</sup> Velmi podrobně o důvodech první devalvace pojednává publikace Devalvace československé koruny vydaná Národní bankou československou v únoru 1934. Publikace obsahuje i doslovný projev guvernéra NBC prof. Engliše na valné hromadě banky konané 28. února 1934.

protektorátu se jasně konstatuje: „*Základním platidlem vedle říšské marky jest až na další koruna. Poměr obou měn navzájem určí říšská vláda.*“

Ve vládním nařízení z 22. března 1939 byl poměr stanoven, jedna říšská marka se rovnala deseti korunám. Samotná Národní banka 31. března 1939 změnila název na Národní banka pro Čechy a Moravu a byla zcela podřízena Říšské bance v Berlíně. Těchto pár vět zde uvádíme spíše jako zajímavou kapitulu z historie vývoje centrální banky u nás.

#### **2.4.10 Měnová politika v podmínkách centrálně plánovaného hospodářství**

Jestliže se tento projekt věnuje problematice měnové politiky, respektive jejím specifickým vybraným nástrojům, potom o poměrně dlouhém období vymezeném léty 1948 až 1989 můžeme konstatovat, že měnová politika byla značně deformovaná a plně podřízená direktivnímu hospodářskému mechanismu, jehož reprezentantem byla Státní plánovací komise.

Měnové nástroje, které jsou předmětem naší analýzy, je možné používat pouze v podmínkách fungujícího tržního mechanismu, liberalizace zahraničního obchodu, volné směnitelnosti národní měny, fungující nezávislé centrální banky atd. Nic z toho v těchto letech nefungovalo, a proto ani není předmětem našich úvah. Spíše z komparativních důvodů uvedeme pár charakteristických rysů tohoto direktivního administrativního modelu řízení.

Bezprostředně po válce, v květnu 1945, byla obnovena činnost Národní banky československé. Základním úkolem banky bylo odstranit měnový chaos na osvobozeném území. Obíhaly zde německé marky, polské zloté, maďarské pengő, protektorátní koruny, peněžní poukázky sovětské armády, slovenské koruny.

K 1. listopadu 1945 byla zavedena jednotná měna – koruna československá. Stalo se tak na základě dekretu prezidenta republiky ze dne 19. října 1945 (č. 91/1945 Sb.). Rovněž proběhla radikální redukce oběživa. Veškeré peněžní hotovosti složené u peněžních ústavů, vklady, pojistky a cenné papíry byly zablokovány na tzv. „vázaných vkladech“, celkem 256 mld. Kčs. Výměnou bylo každé osobě dáno pouze 500 Kčs. Pouze podnikům byly poskytnuty peníze na provozní potřeby ve zvláštním režimu.

Určení kurzu koruny proběhlo na základě porovnání vnitřních cen s cenami ve vybraných zemích. Dle toho byl určen kurz koruny k americkému dolaru – 50 Kčs = 1 USD = 0,01777 g zlata. Zároveň proběhla v několika etapách centralizace bankovního sektoru. Po jeho znárodnění se snížil jeho počet na pět a později na dvě provozní banky – v Čechách Živnostenská banka a pro Slovensko Tatrabanka.

Centralizace bankovního sektoru vyvrcholila vznikem „jediné“ Státní banky československé (založené zákonem č. 31/1950 Sb.). Vznikla tak jediná banka, která plnila jak funkci emisní banky, tak banky pro poskytování provozních úvěrů, správce devizových rezerv atd. S klienty fungovala prostřednictvím sítě okresních poboček, gescí podléhala ministerstvu financí.

Faktická likvidace peněžního, devizového a kapitálového trhu a jeho nahrazení administrativně direktivním řízením peněžního oběhu způsobilo, že peníze přestaly vyjadřovat reálné hodnotové vztahy, ale dostaly pouze formalistický charakter tak, jak byly určeny administrativně na základě hmotných proporcí vyjádřených v národohospodářském plánu. Peníze byly pasivním odrazem hmotných proporcí státního plánu. Úrok přestal být cenou kapitálového trhu, směnný kurz přestal být cenou devizového trhu. Tyto trhy byly nahrazeny centrálně stanoveným úvěrovým plánem, devizovým plánem, pokladním plánem. Deformace peněžních funkcí způsobily, že peněžní vztahy nepůsobily na ekonomické hmotné procesy, na strukturu a výkonnost výroby, její efektivnost apod. Výsledkem byly značné poruchy trhu, časté zásobovací obtíže, nízká kvalita výroby. Janosz Kornai v této souvislosti mluví o nedostatkové ekonomice<sup>64</sup>, která je pro centrálně plánované direktivně řízené národní hospodářství typickým jevem.

Koncem 60. let se na základě značných hospodářských obtíží objevily snahy o reformu systému centrálního řízení ekonomiky. Bylo navrhováno oddělení centrálního bankovníctví od obchodních bank, zavedení klasických nástrojů měnové politiky emisních bank, obnova fungování peněžního a kapitálového trhu a mnohé další. Tyto slibné reformní kroky však byly ukončeny vstupem vojsk Varšavské smlouvy do ČR v roce 1968 a následně změnou politického vývoje u nás.

<sup>64</sup> KORNAI, J. *Teorie nedostatkové ekonomiky*. Výzkumná studie EÚ AV ČR, Praha. Publikace je brilantní analýzou centrálně plánované ekonomiky.

## 2.5 Ekonomická transformace po roce 1989

Nutno zdůraznit, že pro naše úvahy nejen o devizových intervencích, ale o měnové politice, je obecně důležité říci pár vět o zásadních ekonomických a politických předpokladech, bez kterých by naše uvažování bylo nemožné. Tím byla zcela jednoznačně hluboká a zásadní transformace stávajícího politického a ekonomického systému.

Zcela krátce připomeňme tyto základní souvislosti. Znamenalo to:

- Zrušit systém centrálně plánovaného hospodářství.
- Obnovit fungující tržní ekonomiku.
- Zrušit monopol státu na zahraniční obchod.
- Liberalizovat zahraniční obchod.
- Privatizovat rozsáhlý státní majetek.
- Obnovit peněžní devizový a kapitálový trh včetně institucionálních předpokladů, tj. založení centrální banky, burzy cenných papírů atd.

## 2.6 Obnova centrální banky

Obnovení centrální banky formálně proběhlo přijetím zákona č. 22/1992 Sb., o Státní bance Československé. Méně důležitý byl i zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, který definoval základní pravidla činnosti obchodních bank. Na úrovni centrální banky bylo nejdůležitějším úkolem vytvoření nástrojů a metod měnové politiky. Jednalo se o tyto nástroje:

- Stanovení pravidel likvidity obchodních bank.
- Stanovení limitů pro čerpání tzv. „refinančních úvěrů“ pro krátkodobé financování obchodních bank.
- Pravidla pro vytváření minimálních rezerv obchodních bank ukládaných u centrální banky.
- Určení režimu fungování diskontních nástrojů (diskontní a dalších sazeb).
- Stanovení limitů úvěrů pro klienty obchodních bank.
- Zavedení režimu denního devizového fixingu, kterým banka ovlivňuje vývoj kurzu koruny.

Zcela zásadní význam pro formování měnové politiky bylo nastavení kurzového režimu tak, aby vyjadřoval reálný vztah mezi domácími a zahraničními cenami.



K tomu bylo nutné:

- Zavedení jednotného kurzu koruny (odstranění mnoha kurzových hladin). Tím byly nastaveny podmínky pro vytvoření tržní funkce kurzu.
- Byla nastavena úroveň kurzu koruny poměrem k rozhodující volné měně – k americkému dolaru.
- Bylo nutné nastavit kurzové relace mezi korunou a ostatními volně směnitelnými měnami (za použití tzv. „měnového koše“).

Pro úplné fungování devizového trhu, ale konec konců i pro celé národní hospodářství, bylo důležité postupné zavedení vnitřní směnitelnosti koruny, ale i zavádění prvků vnější směnitelnosti. Tyto kroky upravoval zákon č. 528/1990 Sb., devizový zákon.

Upravoval:

- Volný přístup tuzemských právnických osob k devizovým prostředkům pro potřeby úhrady peněžních závazků do zahraničí.
- Volný přístup tuzemských fyzických osob k valutám (zpočátku limitovaný).
- Liberalizace převodu výnosů i investic do zahraničí.
- Liberalizace přílivu zahraničních investic do ČR a další opatření.

S těmito změnami též souvisel vstup ČR do mezinárodních měnových a finančních institucí – do Mezinárodního měnového fondu, Světové banky, Banky pro mezinárodní platy atd.

Významným mezníkem v politickém vývoji, který rovněž ovlivnil další formování měnového vývoje, bylo rozdělení Československa k 1. 1. 1993 na Českou a Slovenskou republiku. Z legislativního hlediska je klíčové přijetí zákona č. 6/1993 Sb. o České národní bance.

Majetkoprávní vypořádání Státní banky Československé bylo upraveno:

- Úvěry a depozita obchodních bank se rozdělily podle sídla bank.
- Aktiva a pasiva vůči MMF v poměru 2,29:1.
- Pohledávky na federálním rozpočtu v poměru 2:1.
- Devizové rezervy se rozdělily v poměru 2:1.

Česká národní banka se tak stala nezávislou nejvyšší bankovní autoritou v zemi. V zákoně jsou deklarovány všechny potřebné parametry jejího fungování. Nás s ohledem na cíl této práce nejvíce zajímá oblast devizového hospodářství. Omezíme se na konstatování, že základní právní rámec vymezil nový devizový zákon č. 219/1995 Sb. z 1. října 1995. Programově

se vytvářely předpoklady pro dosažení úplné vnější konvertibility.<sup>65</sup> Byla přijata řada liberalizačních opatření (například zřizování devizových účtů pro právnické osoby, umožnění získání úvěrů ze zahraničí atd.), která vytvářela v oblasti měnové politiky podmínky srovnatelné s vyspělými státy.

Pokud šlo o kurzovou politiku, pohyboval se kurz koruny vůči měnovému koši do roku 1996 v rozpětí  $\pm 0,5$  %. Vývoj platební bilance si vynutil rozšíření flukтуаčního pásma Českou národní bankou v rozmezí  $\pm 7,5$  %. Spekulace kolem koruny se ve druhé polovině devadesátých let vynutily opustit tento kurzový režim a přejít v roce 1997 na řízený floating. Při koncipování měnové politiky se ČNB soustředovala na udržení stability měnového kurzu a nepřipustit vyšší inflaci (přes 20 %).

Banka se při realizaci měnové politiky výhradně opírala o nepřímé nástroje – operace na volném trhu, diskontní nástroje, povinné minimální rezervy a devizové intervence.

Vývoj účtu platební bilance se stal hlavním problémem ekonomického vývoje ve druhé polovině 90. let. Narůstající deficit obchodní bilance byl zmírňován přílivem zahraničního kapitálu. Zvyšovala se však zahraniční zadluženost České republiky. Na masivní příliv zahraničního kapitálu reagovala ČNB odkupem deviz od prodávajících obchodních bank. Příliv české měny, který zvyšoval peněžní zásobu, se snažila ČNB částečně „sterilizovat“ prodejem krátkodobých cenných papírů. Dosavadní měnová politika však nestačila na zvládnutí nerovnovážného vývoje na devizovém trhu. Ze strany ČNB došlo k razantnímu zpřísnění měnové politiky. Intenzita těchto regulačních zásahů byla mimořádná. O intenzitě zásahů svědčí dramatický nárůst úrokových sazeb, které ČNB používala jako nástroje měnové politiky. Například jednotýdenní sazba PRIBOR narostla z 12,5 % na 85 %, repo sazba narostla až na 75 %, lombardní sazba ze 14 % na 50 %.

U jednodenní úrokové sazby (*overnight sale*) došlo k nárůstu až na 197 %! Banka rovněž začala intenzivně intervenovat na devizovém trhu, aby zabránila velké volatilitě kurzu. Kurzovými intervencemi se snížily devizové rezervy banky o 20 %. Po stabilizaci ekonomického vývoje koncem 90. let se vrátila banka k uplatňování standardních měnových nástrojů regulace.

<sup>65</sup> Jde o směnitelnost koruny ve smyslu VIII. Článku Dohody o mezinárodním měnovém fondu, spočívající v úplné liberalizaci operací souvisejících s běžným účtem platební bilance.

---

## 3 MĚNOVÁ POLITIKA V EUROZÓNĚ

K vymezení právních a ekonomických aspektů devizových intervencí použijeme i metodu komparace, tj. porovnáme tento nástroj použitý ČNB s mimořádnými měnověpolitickými nástroji, které použila ECB. Abychom k této komparaci mohli přistoupit, nejprve zdůrazníme právní základ měnové politiky prováděné v eurozóně, měnověpolitické nástroje řádné i mimořádné a poukážeme na soudní spory spojené s prováděním měnové politiky na úrovni EU.

### 3.1 Evropský systém centrálních bank a Evropská centrální banka

ECB společně s národními centrálními bankami států EU tvoří tzv. Evropský systém centrálních bank.<sup>66</sup> Vedle ESCB existuje i tzv. Eurosystem, který se skládá z ECB a národních centrálních bank států, jejichž měnou je euro – představuje tak užší množinu než ESCB a do doby, než všechny státy EU přijmou euro je tak třeba rozlišovat mezi ESCB a Eurosystemem. Ačkoli k řízení měnové politiky EU dochází v rámci Eurosystemu,<sup>67</sup> primární cíl měnové politiky EU je vyjádřen ve vztahu k ESCB – je jím udržování cenové stability.<sup>68</sup> Všimněme si, že primární měnověpolitický cíl je vyjádřen ve vztahu ke všem národním bankám členských států EU, tj. i těch, které nespolutvoří Eurosystem. Dále platí, že aniž je dotčen cíl cenové stability, ESCB má za úkol podporovat obecné hospodářské politiky v EU se záměrem přispět k dosažení cílů EU.<sup>69</sup>

Definice cenové stability není ani v SFEU či SEU kvantitativně vymezena. V roce 1998, tedy ještě před vznikem eura, cenovou stabilitu definovala Rada guvernérů ECB tak, že „*cenová stabilita je meziroční nárůst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen v eurozóně nižší než 2 %*“, načež v roce 2003 byla tato definice

---

<sup>66</sup> Srov. čl. 282 odst. 1 SFEU a Protokol č. 4 k SFEU, čl. 1, resp. čl. 106 odst. 1 původní Maastrichtské smlouvy.

<sup>67</sup> Srov. čl. 282 odst. 1 SFEU.

<sup>68</sup> Srov. čl. 282 odst. 2 SFEU a Protokol č. 4 k SFEU, čl. 2.

<sup>69</sup> Srov. čl. 127 odst. 1 SFEU; cíle EU jsou vymezeny v čl. 3 SEU. ESCB má povinnost jednat ve shodě se zásadami stanovenými v čl. 119 SFEU a v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství s volnou soutěží.

zpřesněna v tom smyslu, že cenové stability je dosaženo, je-li inflace pod, ovšem blízko, dvěma procentům ve střednědobém rámci.<sup>70</sup>

ESCB je řízen rozhodovacími orgány ECB, tj. tzv. Rada guvernérů (*Governing Council*) a Výkonná rada (*Executive Board*).<sup>71</sup> Výkonná rada se skládá z prezidenta, viceprezidenta ECB a dalších čtyř členů. Tito členové mají být vybráni z uznávaných osobností s profesionální zkušeností v měnových nebo bankovních záležitostech Evropskou radou, která je jmenuje na základě rozhodnutí kvalifikované většiny,<sup>72</sup> na základě doporučení Rady, po konzultaci s Evropským parlamentem a Radou guvernérů. Rada guvernérů se skládá ze všech 6 členů Výkonné rady Evropské centrální banky a z guvernérů národních centrálních bank členských států, jejichž měnou je euro, tj. v současné době se jedná o 19 guvernérů centrálních bank států eurozóny.<sup>73</sup> V oblasti měnověpolitické je hlavním úkolem Rady guvernérů určování měnové politiky eurozóny, přičemž tato činnost zahrnuje rozhodování o zaměření měnové politiky, základních úrokových sazbách a vytváření měnových rezerv Eurosystemu a přijímání obecných zásad pro provádění těchto rozhodnutí. Vedle těchto orgánů ještě existuje tzv. Generální rada (*General Council*), v níž zasedá prezident a viceprezident ECB a guvernéři národních bank všech členských států EU, tj. i těch, které nepřijaly dosud euro. Sama ECB uvádí, že Generální rada je toliko rozhodovacím orgánem vytvořeným pro přechodnou dobu.<sup>74</sup>

### 3.1.1 Standardní nástroje měnové politiky

Měnověpolitická rozhodnutí ESCB jsou přijímána Radou guvernérů. Tato rozhodnutí jsou realizována prostřednictvím měnověpolitických nástrojů, mezi které patří **operace na volném trhu, stálé facility a minimální**

<sup>70</sup> V rámci vnitřních procesů cílí údajně ECB na inflaci ve výši 1,9 %, přičemž na dotaz, zdali stačí míra meziroční inflace ve výši 1,7 % uvedl Mario Dragi, že „nikoli“ (not really); srov. REUTERS. *Factbox: ECB's inflation rate target debate* [online]. 8. 5. 2018. Dostupné z: <https://www.reuters.com/article/us-eurozone-inflation-factbox/factbox-ecbs-inflation-target-debate-idUSKBN1140Y9>.

<sup>71</sup> Srov. čl. 129 odst. 1 SFEU a Protokol č. 4 k SFEU, čl. 10 a 11.

<sup>72</sup> Kvalifikovaná většina je vymezena jako nejméně 55 % členů Rady EU zastupujících zůčastněné členské státy, které představují nejméně 65 % obyvatelstva těchto států, srov. čl. 238, odst. 3 písm. a).

<sup>73</sup> Srov. čl. 283 odst. 1 SFEU.

<sup>74</sup> Generální rada. *ECB* [online]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.cs.html>

**rezervy.**<sup>75</sup> Na tomto místě je však třeba uvést, že výše minimálních rezerv není v současné době využívána většinou centrálních bank západní civilizace při aktivním provádění měnové politiky.<sup>76</sup> Právní úprava výše **minimálních rezerv** je obsažena zejména v nařízení ECB (ES) č. 1745/2003 (ECB/2003/9), o uplatňování povinných minimálních rezerv. V tomto nařízení jsou zejména vymezeny kategorie institucí, na které se povinnost minimálních rezerv vztahuje. Stanovuje základ pro stanovení výše povinných rezerv, sazby a dále technické aspekty, jako např. jejich výpočet.<sup>77</sup> Povinným rezervám byla věnována pozornost i v nenormativních obecných zásadách ECB o nástrojích a postupech měnové politiky Eurosystemu (ECB/2011/14), resp. od 1. května 2015 je tomu v obecných zásadách ECB (EU) 2015/510.<sup>78</sup>

Co se týče **operací na volném trhu** je legislativní základ dán hlavně Statutem ESCB a ECB (Protokol č. 4 k SFEU). Dále jsou tyto nástroje rovněž upraveny ve výše uvedených zásadách č. ECB/2011/14. Rada guvernérů je odpovědná za formulaci měnové politiky a Výkonná rada je pověřena prováděním měnové politiky na základě rozhodnutí a uvedených obecných zásad. Operace na volném trhu zahajuje ECB, která rovněž rozhodne o nástroji, který bude použit, a podmínkách jeho použití.<sup>79</sup> Konkrétní nástroje bývají z hlediska cílů a postupů řazeny do čtyř skupin:

- **Hlavní refinanční operace** – v rámci těchto pravidelných operací je poskytována likvidita (rezervy) úvěrovým institucím. Tyto operace jsou prováděny národními centrálními bankami na základě standardních nabídkových řízení.
- **Dlouhodobější refinanční operace** jsou obdobné, ovšem jejich účelem je poskytnutí likvidity na delší období, většinou tři měsíce. Rovněž jsou prováděny národními centrálními bankami na základě standardních nabídkových řízení.

<sup>75</sup> Srov. čl. 18 a 19 Protokolu č. 4 k SFEU, resp. Obecné zásady ECB (EU) 2015/510 ze dne 19. prosince 2014, o provádění rámce měnové politiky Eurosystemu (ECB/2014/60), čl. 3.

<sup>76</sup> Minimální rezervy mají svojí funkci např. v tom, že představují aktivum obchodní banky, které taková banka může použít při náhlém odlivu vkladů. Jako aktivní měnověpolitický nástroj ovšem příliš efektivní – viz např. JÍLEK, Josef. *Money and monetary policy, current practice*. Praha: VŠE, IEEP, 2006, 274 s., s. 73.

<sup>77</sup> Toto nařízení nahradilo předchozí nařízení (ES) č. 2818/98 (ECB/1998/15).

<sup>78</sup> Obecné zásady ECB (EU) 2015/510 ze dne 19. prosince 2014, o provádění rámce měnové politiky Eurosystemu (ECB/2014/60); ve znění pozdějších úprav, viz ECB/2015/20, ECB/2015/27, ECB/2015/34, ECB/2016/31, ECB/2017/12 a ECB/2018/3.

<sup>79</sup> Viz čl. 6 obecných zásad ECB (EU) 2015/510, v aktuálním znění.

- **Operace jemného doladění** jsou speciálními *ad hoc* operacemi s cílem řízení likvidity na trhu a úrokových sazeb. Tyto mají zejména zjemňovat dopady neočekávaných výkyvů likvidity na trhu odrážející se ve výši sazeb na peněžních trzích.
- **Strukturální operace** jsou prováděny prostřednictvím vydávání dluhových cenných papírů ECB zejm. v situaci, kdy ECB usiluje o upravení strukturální pozice Eurosystemu vůči finančnímu sektoru.<sup>80</sup>

Cílem tzv. **stálých facilit** je poskytování a absorbování likvidity prostřednictvím jednodenních úvěrů/půjček, konkrétně se jedná o tzv. mezní výpůjční facilitu a vkladovou facilitu. Prvou uvedenou mohou úvěrové instituce použít k získání jednodenní likvidity od Eurosystemu na základě tzv. reverzní – kolaterálem zajištěné – transakce s domácí centrální bankou za konkrétně stanovenou úrokovou sazbu. Vkladovou facilitu mohou úvěrové instituce využívat k jednodenním vkladům u Eurosystemu, opět prostřednictvím národních centrálních bank za předem stanovenou úrokovou sazbu.<sup>81</sup>

Podle čl. 18 odst. 1 statutu ESCB a ECB musí být pro všechny úvěrové operace Eurosystemu poskytnuto zajištění, tj. tzv. kolaterál. Eurosystem vypracoval jednotný seznam zajištění způsobilých pro všechny úvěrové operace Eurosystemu.

### 3.1.2 Nestandardní nástroje měnové politiky

Centrální banky Eurosystemu mohou podle článku 18, odst. 1 statutu ESCB a ECB obchodovat na finančních trzích mimo jiné formou přímých nákupů a prodejů obchodovatelných cenných papírů. Při těchto nákupech je ovšem třeba dodržovat tzv. zákaz měnového financování (*monetary financing ban*), který vyplývá z čl. 123 SFEU.<sup>82</sup> V reakci na finanční krizi let 2008–2009, resp. na ni navazující „dluhovou“ krizi států eurozóny, přistoupila ECB k použití několika nestandardních měnověpolitických nástrojů.

<sup>80</sup> Viz čl. 7–9 obecných zásad ECB (EU) 2015/510, v aktuálním znění.

<sup>81</sup> Srov. čl. 17–23, obecných zásad ECB (EU) 2015/510, v aktuálním znění.

<sup>82</sup> V předmětném článku je uvedeno:

„1. Evropské centrální banky nebo centrálním bankám členských států (dále jen «národní centrální banky») se zakazuje poskytovat možnost přečerpání zůstatku bankovních účtů nebo jakýkoliv jiný typ úvěru orgánům, institucím nebo jiným subjektům Unie, ústředním vládám, regionálním nebo místním orgánům nebo jiným veřejnoprávním orgánům, jiným veřejnoprávním subjektům nebo veřejným podnikům členských států; rovněž je zakázán přímý nákup jejich dluhových nástrojů Evropskou centrální bankou nebo národními centrálními bankami.

2. Odstavec 1 se nepoužije na úvěrové instituce ve veřejném vlastnictví, kterým národní centrální banky a Evropská centrální banka v souvislosti s poskytováním peněžních prostředků centrálními bankami poskytují stejné zacházení jako soukromým úvěrovým institucím.“

Mezibankovní trh, jakožto „odrazový můstek“ transmisního mechanismu měnové politiky,<sup>83</sup> kolaboval, čímž se snižovala i efektivní možnost provádění měnové politiky ECB. Když v roce 2008 požádala v USA investiční banka *Lehman Brothers* o ochranu před věřiteli, začaly hrozit „runy“ na banky po celém globalizovaném světě.<sup>84</sup> Některé německé banky byly nuceny dočasně odstavit bankomaty.<sup>85</sup> ECB a centrální banky států eurozóny najednou čelily problémům hned v několika oblastech.

Nestandardní nástroje se ECB rozhodla zapojit do provádění měnové politiky již ve druhé polovině září 2008. Nejprve v období od října 2008 do května 2009 aktivovala několik speciálních opatření souhrnně označovaných jako tzv. *enhanced credit support* (rozšířená podpora úvěrování),<sup>86</sup> jejichž účelem bylo usnadnění přístupu komerčních bank k likviditě (rezervám).<sup>87</sup>

V souvislosti s prohlubující se tzv. „dluhovou krizí“, konkrétně v reakci na obavy o fiskální udržitelnost Řecka a dalších států „jižního křídla“ eurozóny, na základě kterých docházelo k prudkému nárůstu nákladů financování státního dluhu, klesala efektivita transmisního mechanismu. ECB tak přistoupila k provádění tzv. *securities markets programme* (SMP), tj. speciálnímu měnověpolitickému programu, v jehož rámci ECB prostřednictvím centrálních bank států eurozóny intervenovala na kapitálových trzích.<sup>88</sup> Program SMP byl zahájen na základě rozhodnutí ECB ze dne 14. května 2010.<sup>89</sup>

<sup>83</sup> GONZÁLES-PÁRAMO, José Manuel. *The ECB's Monetary Policy during the Crisis*. Tehdejší člen výkonné rady ECB, projev z 21. října 2011. Dostupné z: [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021_1.en.html)

<sup>84</sup> SINN, Hans-Werner. *V pasti eura*. Praha: Centrum pro studium demokracie a kultury. Překlad Karel Dyba, 2016, 176 s., s. 30. ISBN 978-80-7325-394-3.

<sup>85</sup> SINN, op. cit., s. 30.

<sup>86</sup> ECB. *The Monetary Policy of the ECB*. ECB, 2011, 160 s., s. 127. ISBN 978-899-0777-4.

<sup>87</sup> Mezi konkrétní opatření bylo zejm. prodloužení operací refinancování, v zásadě neomezené poskytování likvidity, snížení požadavků na kolaterály, intervence na tzv. covered bond trzích – tzv. *Covered bond purchase programmes* (kryté dluhopisy vydávané obchodními bankami jako podstatný zdroj jejich financování), atd.

<sup>88</sup> Hodnoty státních dluhopisů Řecka (a několika dalších států) prudce klesala, čímž klesala i hodnota kolaterálu, které měly banky zemí zasažených krizí k dispozici pro získání refinančních úvěrů. Banky měly dvě možnosti, jak postupovat, buď poskytnout další kolaterál či „vrátit“ refinanční úvěry do úrovně nové hodnoty koleterálu. To však vedlo k nedostatku zdrojů nutných např. i k nákupu nových dluhopisů vydávaných dalšími státy. K SMP přistoupila ECB na počátku května 2010 i přes nesouhlas Bundesbanky a nizozemské centrální banky.

<sup>89</sup> Rozhodnutí ECB ze dne 14. května 2010, o zřízení programu pro trhy s cennými papíry (*securities markets programme*) (ECB/2010/5).



Spuštění tohoto nestandardního programu bylo odůvodněno nestandardní situací na finančních trzích, které se odrážely ve výše zmiňované efektivitě transmisního mechanismu.<sup>90</sup> V současné době<sup>91</sup> drží banky Eurosystemu ve svých aktivech cca 73 miliard euro v cenných papírech pořízených v rámci SMP.<sup>92</sup>

Program SMP byl následně nahrazen tzv. programem *outright monetary transactions* (OMT), který byl ohlášen v srpnu 2012. Vedle tohoto ohlášení začala ECB realizovat i další programy, v jejichž rámci ECB prostřednictvím centrálních bank států eurozóny pokračovala v nákupech mj. státních dluhopisů<sup>93</sup> – příkladem zmiňme *Public Sector Purchase Programme*, *Asset Backed Securities Programme*, resp. *Corporate Sector Purchase Programme*. Ačkoli nejprve ECB deklarovala, že nově vytvořené peníze k nákupům aktiv bude prostřednictvím jiných nástrojů stahovat, od avizované sterilizace následně odstoupila a v rámci realizovaných programů dochází k růstu objemu rezerv.<sup>94</sup> Programy přímých nákupů cenných papírů byly předmětem několik soudních sporů,<sup>95</sup> dosud však vždy Soudní dvůr EU vyhodnotil měnověpolitické kroky ECB za souladné s právem EU. Spory se týkaly různých aspektů měnové politiky, resp. pravomocí ECB. Jedním z klíčových tvrzení bylo to, že ECB v rámci přímých nákupů státních dluhopisů porušuje tzv. zákaz monetárního financování, tj. zákaz přímého financování veřejných rozpočtů, který vyplývá mj. z čl. 123 smlouvy o fungování EU. Soudní dvůr EU ve svém rozhodnutí *Gauweiler*<sup>96</sup> stanovil kritéria, která musí být Eurosystemem dodržována

<sup>90</sup> Srov. rozhodnutí ECB/2010/5.

<sup>91</sup> K 26. říjnu 2018.

<sup>92</sup> Terminated programmes, SMP. ECB [online]. cit. 28. 10. 2018. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

<sup>93</sup> K okamžiku odevzdání tohoto textu (srpen 2018) přímé nákupy stále pokračují, ačkoli již v omezeném objemu. ECB deklarovala, že chystá nákupy ukončit ještě v průběhu roku 2018 – srov. např. zde: Měnové rozhodnutí Rady guvernérů ECB ze dne 25. 10. 2018. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp181025.cs.html>; či Měnové rozhodnutí Rady guvernérů ECB ze dne 13. 12. 2018. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp181213.cs.html>

<sup>94</sup> Srov. [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605\\_1.cs.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_1.cs.html) či zde: <https://blogs.wsj.com/briefly/2014/06/05/the-ecb-stops-sterilizing-its-smp-at-a-glance/>

<sup>95</sup> Srov. např. Soudní dvůr EU, sp. zn. C-62/14 či dosud nerozhodnutý sp. zn. C/493/17.

<sup>96</sup> Rozsudek velkého senátu Evropského soudního dvoru ze dne 16. června 2015, ve věci C-62/14. Tento rozsudek byl dále – ve vztahu k německé Bundesbank – konkretizován rozhodnutím německého Ústavního soudu ze dne 21. června 2016, ve spojených věcech 2 BvR 2728/13, 2 BvR 2729/13, 2 BvR 2730/13, 2 BvR 2731/13, 2 BvE 13/13.



při přímých nákupech zejména státních dluhopisů. Souvisejících soudních sporů bylo nicméně více.

V průběhu roku 2018 ECB opakovaně avizovala, že se pomalu chystá ukončit nákupy státních dluhopisů, pravděpodobně ke konci roku 2018. V průběhu tohoto roku rovněž došlo k podstatnému snížení měsíčního objemu těchto nákupů z 60 miliard euro na nynějších 15 miliard euro (viz dále). V měnověpolitickém rozhodnutí ze dne 25. října 2018 Rada guvernérů ECB konstatovala, že zatím „*bude provádět čisté nákupy v rámci programu nákupu aktiv v novém měsíčním objemu 15 mld. EUR do konce prosince 2018. Rada guvernérů očekává, že podle toho, zda přicházející údaje potvrdí střednědobý inflační výhled, budou následně čisté nákupy ukončeny.*“<sup>97</sup> Rada guvernérů hodlá reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci těchto programů po delší dobu po skončení čistých nákupů aktiv a v každém případě tak dlouho, jak to bude nezbytné k udržení příznivých podmínek likvidity.

Vedle přímých nákupů aktiv přistoupila ECB ke stanovení sazby depozitní facility v záporných hodnotách. Rada guvernérů ECB o snížení této sazby až do záporných hodnot rozhodla na svém zasedání dne 5. června 2014.<sup>98</sup> Držitelé rezervních účtů, tak mají s držením nadbytečných rezerv spojené náklady, což je má přimět k vyššímu úvěrování reálné ekonomiky. V průběhu roku 2014–2016 docházelo k postupnému snižování depozitní facility z počátečních -0,1 % až na -0,4 %. V této výši je držena do současnosti<sup>99</sup> a má být v této výši ještě do konce roku 2019.

<sup>97</sup> ECB. *Měnové rozhodnutí z 25. 10. 2018*. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp181025.cs.html>

<sup>98</sup> Záporná úroková sazba pro vkladovou facilitu se uplatní také na: (i) průměrné rezervy bank držené nad rámec povinných minimálních rezerv, (ii) vládní vklady uložené u Eurosystemu, jež překračují určitou mezní hodnotu, která bude stanovena v příslušných obecných zásadách, jež budou zveřejněny 7. června, (iii) účty služby správy rezerv Eurosystemu, pokud se aktuálně neúročí, (iv) zůstatky na účtech účastníků systému TARGET2, (v) zůstatky (jednodenní vklady) národních centrálních bank nezapojených do Eurosystemu uložené v systému TARGET2 a (vi) jiné účty držené třetími stranami u centrálních bank Eurosystemu za podmínek, že aktuálně nejsou úročené nebo jsou úročené úrokovou sazbou pro vkladovou facilitu – tisková zpráva ECB ze dne 5. 6. 2014.

<sup>99</sup> Říjen 2018.



---

## 4 PRÁVNÍ ASPEKTY DEVIZOVÝCH INTERVENCÍ V ČR – SOUČASNÁ PRÁVNÍ ÚPRAVA

Hovoříme-li o měnově politických nástrojích a v této publikaci jsme to několikrát zdůraznili, vždy je třeba tuto problematiku vnímat v jednotě právního a ekonomického přístupu – tj. z hlediska právních a ekonomických aspektů. Obě hlediska představují doslova dvě strany téže mince. Měnově politické nástroje svojí povahou představují ekonomický nástroj centrální banky zaměřený na plnění makroekonomických cílů hospodářské politiky.

Účinnost jeho působení je však mimo jiné závislá i na kvalitě jejich právní úpravy samé, ale i na kvalitě právního řádu, ve kterém se tyto procesy odehrávají. Konec konců institucionální ekonomická teorie přikládá těmto vazbám a vztahům jednoznačně nejvyšší prioritu.

Současný stav právní úpravy této problematiky je výsledkem dlouhého historického vývoje sahajícího k počátkům vzniku Československé republiky. Bylo mimořádnou a šťastnou okolností, že v počátcích zrodu a formování měnové politiky československého státu stáli v jejím čele vysoce odborně erudované a službě státu oddané osobnosti – JUDr. Alois Rašín (první ministr financí a autor první měnové reformy), profesor JUDr. Karel Engliš (několikanásobný ministr financí a dlouholetý guvernér NČ), JUDr. Vilém Pospíšil (první guvernér NČ), JUDr. Jaroslav Preiss (generální ředitel Živnobanky) a další osobnosti.

K úspěšnému formování měnové politiky přispěla i skutečnost, že tyto vůdčí osobnosti ztělesňovaly integritu obou přístupů – ekonomického i právního. Vzděláním právníci, svým působením ukotvení v národohospodářských funkcích. Dobře vybavení teoreticky, s dlouholetými praktickými zkušenostmi z finančního sektoru. To vše umožnilo položit mimořádně kvalitní základy měnové politiky státu. Současná právní úprava měnové politiky nese pečeť těchto tradic a je výsledkem dlouhodobé kultivace názorů na fungování měnové politiky v průběhu historického vývoje.

### 4.1 Primární cíl

Podobně jako je tomu ve většině právních řádů moderních právních států, i v České republice provádí měnovou politiku centrální banka,

konkrétně ČNB. Základní úkol ČNB je vymezen v čl. 98 Ústavy České republiky, tj. *de constitucione lata* – je jím péče o cenovou stabilitu. Tento primární cíl je dále rozveden v zákoně č. 6/1993 Sb., o České národní bance (zákon o ČNB), který detailněji vymezuje pravomoci ČNB. V ust. § 2 jsou cíle ČNB definovány tak, že vedle péče o cenovou stabilitu (primární cíl), ČNB dále pečuje o finanční stabilitu a o bezpečné fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, ČNB má za úkol podporovat obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu a obecné hospodářské politiky v Evropské unii se záměrem přispět k dosažení cílů Evropské unie. Při usilování o dosažení těchto cílů pak ČNB musí jednat v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství.

Jen pro úplnost dodejme, že do konce roku 2000, resp. 2001 bylo primárním cílem ČNB pečovat o stabilitu měny.<sup>100</sup> Hovořila-li Ústava o stabilitě měny, pak tím byla myšlena vnější stabilita měny, tj. vývoj měnového kurzu k zahraničním měnám, předepisuje-li v současné době stabilitu cenovou, jedná se o vnitřní stabilitu měny. Ke změně vymezení cíle došlo zejm. z důvodu procesu, v němž se ČR chystala vstoupit do EU. Do tohoto procesu ČR vstoupila v roce 1995, kdy nabyla platnost Evropská dohoda zakládající přidružení mezi Českou republikou na jedné straně a Evropskými společenstvími a jejich členskými státy na straně druhé. Následně ČR požádala o přijetí do unie a na tomto základě byly zahájeny kroky směřující k „aproximaci“ národního práva k právu EU.<sup>101</sup>

Primární cíl ČNB i její povinnost vycházet ze zásad tržního hospodářství je v souladu s čl. 127 SFEU,<sup>102</sup> který stanovuje, že prvořadým cílem ESCB je udržovat cenovou stabilitu. Aniž je dotčen cíl cenové stability, podporuje

<sup>100</sup> Srov. zákon o ČNB do novely provedené zákonem č. 442/2000 Sb., resp. Ústavu do novely provedené ústavním zákonem č. 448/2001 Sb.

<sup>101</sup> FILIP, Jan. K formulaci evropských klauzulí v ústavním právu. *Časopis pro právní vědu a praxi*. 2010, roč. 18, č. 3, s. 217–224. ISSN 1210-9126. Dostupné z: <https://journals.muni.cz/cvpv/article/view/6455>

<sup>102</sup> Srov. odst. 1 čl. 127 SFEU: „Prvořadým cílem Evropského systému centrálních bank (dále jen „ESCB“) je udržovat cenovou stabilitu. Aniž je dotčen cíl cenové stability, podporuje ESCB obecné hospodářské politiky v Unii se záměrem přispět k dosažení cílů Unie, jak jsou vymezeny v článku 3 Smlouvy o Evropské unii. ESCB jedná ve sbodě se zásadami stanovenými v článku 119 a v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství s volnou soutěží, čímž podporuje efektivní umístování zdrojů.“ Více viz kapitola 3 Měnová politika v eurozóně.

ESCB obecné hospodářské politiky v Unii se záměrem přispět k dosažení cílů EU, přičemž ESCB musí jednat mj. ve shodě se zásadou otevřeného tržního hospodářství s volnou soutěží.

Péče o cenovou stabilitu má i ústavněprávní konsekvence. Ve svém rozhodnutí ze dne 20. června 2001, sp. zn. Pl. ÚS 59/2000 Ústavní soud České republiky mj. připomněl, že posilování vládní moci ve vztahu k měnovým manipulacím může směřovat k oslabování demokracie. Součástí ústavnosti je i ochrana postavení centrální banky státu při plnění jejího hlavního úkolu, tj. při péči o cenovou stabilitu. Z tohoto důvodu je nutné oddělení hlavního orgánu ČNB – bankovní rady – od bezprostředního vlivu politických činitelů. Tato nezávislost je podpořena i speciální procedurou jmenování funkcionářů ČNB podle čl. 62 písm. k) Ústavy. Prezident republiky jmenuje členy bankovní rady bez kontrasignace předsedy vlády<sup>103</sup> a bez nutnosti činit tak pouze na něčí návrh.

## 4.2 Cílování inflace

Při provádění měnové politiky si ČNB volí jeden z měnověpolitických režimů. Od roku 1998 využívá ČNB měnověpolitického režimu cílování inflace. Cílování inflace bylo zvoleno poté, co byla ČNB nucena v květnu 1997 opustit fixní měnový kurz, což odůvodnila tím, že „*do té doby používané cílování peněžní zásoby nebylo schopné ukotvit inflační očekávání rozjiltřená měnovými turbulencemi.*“<sup>104</sup> Cílování inflace v té době využívalo jen několik vyspělých centrálních bank a to poměrně krátce. První centrální bankou, která do tohoto režimu vstoupila, byla centrální banka Nového Zélandu.<sup>105</sup> ČR tak byla první z transformujících se zemí, která přijala tento měnověpolitický režim.<sup>106</sup> Rozhodnutí o změně měnověpolitického režimu bylo učiněno na jednání bankovní rady dne 21. 12. 1997.<sup>107</sup>

<sup>103</sup> Srov. čl. 62 Ústavy, resp. čl. 62 Ústavy a *contr.*

<sup>104</sup> ČNB. 20 let cílování inflace 1998–2018. *CNB.cz* [online]. 2018. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/publikace/download/fact\\_sheet\\_cilovani\\_inflace\\_A4\\_CZ\\_web.pdf](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/fact_sheet_cilovani_inflace_A4_CZ_web.pdf)

<sup>105</sup> TOMŠÍK, Vladimír. Cílování inflace není povrchní a chybné. In: *Hospodářské noviny*, 13. 3. 2014, s. 9. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2014/cl\\_14\\_140313\\_tomsik\\_hn.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2014/cl_14_140313_tomsik_hn.html)

<sup>106</sup> *Ibid.*

<sup>107</sup> Zpráva z jednání dostupná z: [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/tiskove\\_zpravy\\_cnb/1997/73.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/1997/73.html)

Při cílování inflace nejprve ČNB vycházela z tzv. „čisté inflace“, která de facto představuje podмноžinu spotřebitelské inflace. Odlišnost spočívá v tom, že čistá inflace nezahrnuje administrativní vlivy, mezi které patří např. regulované ceny a cenové změny ovlivněné změnami sazeb nepřímých daní. ČNB vysvětlila, že hlavním důvodem pro cílování čisté inflace bylo v první fázi užívání tohoto měnověpolitického režimu „*panující značná nejistota ohledně tempa a rozsahu uvolňování regulovaných cen a úprav nepřímých daní, tedy položek, které měnová politika neovlivňuje.*“<sup>408</sup>

Od roku 2002 byly cíle pro čistou inflaci nahrazeny cíli pro celkovou spotřebitelskou inflaci. ČNB tuto změnu vysvětlila tak, že „*celková inflace je pro veřejnost srozumitelnější, cíle nastavené pro tento ukazatel mají větší schopnost ukotvovat inflační očekávání.*“ Dále byla upravována výše cílů, resp. rozsah cílových pásem. Od roku 2010 byl bodový inflační cíl snižen na 2 %, opět s tolerančním pásmem  $\pm$  jeden procentní bod, čímž se inflační cíl ČNB dostal na úroveň obvyklou v nejvyspělejších zemích světa.<sup>109,110</sup>

Z pohledu finančně-právní teorie, je na tomto místě vhodné dodat, že Ústavou a zákonem o ČNB obecně vymezenému pojmu „*cenové stability*“ je konkrétní význam dán prostřednictvím inflačního cíle, jehož výši (resp. rozpětí) určuje – v rámci své nezávislosti ČNB. K problematice stanovování inflačního cíle se vyjádřil i Ústavní soud ve výše citovaném rozhodnutí sp. zn. Pl. ÚS 59/2000. V něm se mj. zabýval zněním ust. § 35 písm. a) zákona o ČNB ve znění zákona 442/2000 Sb.,<sup>111</sup> podle něhož platilo, že inflační cíl měl být centrální bankou stanovován „*po dohodě s vládou*“. Tuto koncepci ovšem Ústavní soud nepovažoval za souladnou s ústavním pořádkem České republiky, konkrétně pak s požadavkem nezávislosti ČNB, a tak toto ustanovení zákona o ČNB zrušil. Své rozhodnutí mj. odůvodnil tak, že pro stabilitu české měny má vyhlášení inflačního cíle zásadní význam a pokud má být při této činnosti ČNB nezávislá (jinak tento cíl plnit nemůže),

<sup>108</sup> ČNB. 20 let cílování inflace 1998–2018. *CNB.cz* [online]. 2018. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/publikace/download/fact\\_sheet\\_cilovani\\_inflace\\_A4\\_CZ\\_web.pdf](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/fact_sheet_cilovani_inflace_A4_CZ_web.pdf)

<sup>109</sup> Ibid.

<sup>110</sup> Nad rámec výše uvedeného uvedme, že při cílování inflace může ČNB využívat určitých výjimek.

<sup>111</sup> Zákon č. 442/2000 Sb., ze dne 27. října 2000, kterým se mění zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, a zákon č. 166/1993 Sb., o Nejvyšším kontrolním úřadu, ve znění pozdějších předpisů.

nemůže být vázána na souhlas vrcholného orgánu výkonné moci, od které má být jinak ústavně oddělena.<sup>112</sup> Více k výši inflačního cíle v kapitole 1.1.3 Měnová politika v rámci teorie měnového práva.

### 4.3 Měnověpolitické nástroje

Zákon o ČNB vymezuje základní měnověpolitické nástroje, které je ČNB oprávněna využívat při provádění měnové politiky. Podle ust. § 26 odst. 1 písm. a) zákona o ČNB stanovuje výši minimálních rezerv.<sup>113</sup> Tu stanovuje ČNB formou vyhlášky, kterou je v současné době vyhláška č. 253/2013 Sb., kterou se stanoví podmínky pro tvorby povinných minimálních rezerv. Touto vyhláškou ČNB konkretizovala to, v jaké výši mají být povinné minimální rezervy, kdo je musí udržovat, po jaké období, a jak se jejich výše vypočítává. S trochou zjednodušení lze uvést, že výše povinných minimálních rezerv se vypočítává z vkladů, které banka drží pro nebankovní vkladatele.<sup>114</sup> Výše povinných minimálních rezerv činí 2 % z těchto vkladů.<sup>115</sup> K uvedené vyhlášce se vztahuje úřední sdělení ČNB č. 13/2017,<sup>116</sup> v němž jsou blíže specifikovány zejm. související technické náležitosti. Ve vztahu k úředním sdělením ČNB je vhodné uvést, že tato jsou publikována ve Věstníku ČNB a sama o sobě nemají normativní charakter. ČNB jejich prostřednictvím informuje zejména o rozhodnutích bankovní rady o úrokových sazbách, o výkladových stanoviscích České národní banky, o podmínkách

<sup>112</sup> Srov. rozhodnutí pléna Ústavního soudu ze dne 20. června 2001, sp. zn. Pl. ÚS 59/2000.

<sup>113</sup> Ač je stanovování výše povinných minimálních rezerv obecně teorií chápáno jako jeden z nástrojů měnové politiky, tento nástroj není ve většině moderních právních států jako aktivní nástroj měnové politiky využíván. Sama ČNB vysvětluje aplikaci tohoto nástroje tak, že v našich podmínkách výrazného přebytku likvidity ustupuje role povinných minimálních rezerv, jakožto nástroje, kterým je ovlivňována výše likvidity, do pozadí a tyto slouží zejména jako rezerva prostředků pro hladký průběh mezibankovního platebního styku. Srov. ČNB, Povinné minimální rezervy. *CNB.cz* [online]. 2018. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_nastroje/index.html#pmr](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html#pmr)

<sup>114</sup> Srov. ust. § 5 odst. 1 citované vyhlášky: „Základ pro výpočet stanovené výše povinných minimálních rezerv tvoří závazky se splatností do dvou let včetně, a to ve formě vkladů a přijatých úvěrů, emitovaných neobchodovatelných cenných papírů a emitovaných ostatních dlouhových cenných papírů snížených o závazky vůči ostatním povinným osobám.“

<sup>115</sup> Blíže srov. ust. § 3 citované vyhlášky.

<sup>116</sup> Úřední sdělení ČNB č. 13/2017 ze dne 24. října 2017 k § 23, § 24 a § 25 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, a k vyhlášce č. 253/2013 Sb., kterou se stanoví podmínky tvorby povinných minimálních rezerv.

pro provádění obchodů České národní banky a o skutečnostech důležitých pro osoby, které působí na finančním trhu.<sup>117</sup>

Mezi standardní (využívané) nástroje měnové politiky nejen v ČR jsou operace na volném trhu, resp. tzv. stálé facility. V ust. § 27–34a zákona o ČNB jsou upraveny obchody, které může ČNB provádět. Česká národní banka může (zejm. od bank) nakupovat, popřípadě jim prodávat zejm. státní dluhopisy nebo jiné cenné papíry se státní zárukou. Dále může poskytnout bankám na dobu nejvýše tří měsíců úvěr zajištěný takovými cennými papíry. ČNB může kupovat či prodávat i jiné cenné papíry slouží-li to k usměrnění peněžního trhu. Na ČNB se – stejně jako na ECB – vztahuje tzv. zákaz měnového financování, který vyplývá z práva EU<sup>118</sup> a jehož účelem je zabránit tomu, aby byl veřejný dluh financován centrálními bankami.<sup>119</sup>

Mezi nestandardní měnověpolitické nástroje ČNB patří mj. devizové intervence. Na rozdíl od jiných nestandardních nástrojů (např. přímé nákupy cenných papírů) ČNB několikrát využila svého oprávnění intervenovat na devizových trzích, tj. provádět devizové intervence. U nich v minulosti vykristalizoval takový přístup, že hladina měnového kurzu byla chápána jako sekundární a primární je volatilita kurzu.<sup>120</sup> Přesto v letech 2013–2017 byly devizové intervence použity i při snaze o dosažení inflačního cíle.<sup>121</sup> Oprávnění obchodovat s devizovými hodnotami vyplývá pro ČNB zejm. z § 35 a 36 zákona o ČNB.

<sup>117</sup> Srov. zákon o ČNB, § 49a, odst. 3.

<sup>118</sup> Srov. čl. 123 SFEU.

<sup>119</sup> Srov. § 34a zákona o ČNB.

<sup>120</sup> Srov. Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 20. 12. 2001, Ing. Niedermayer, s. 5. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/br\\_zapisy\\_z\\_jednani/2001/2001\\_12\\_20/PT12\\_SZ\\_20\\_12\\_01.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2001/2001_12_20/PT12_SZ_20_12_01.pdf)

<sup>121</sup> Viz dále.



---

## 5 ZHODNOCENÍ DEVIZOVÝCH INTERVENČÍ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY V LETECH 2013–2017

Úvodem této kapitoly stručně zopakujeme<sup>122</sup> konkrétní měnověpolitické nástroje, která má k dispozici ČNB:

1. **Diskontní nástroje.** Jsou zastoupeny diskontními úvěry, reeskontními úvěry a lombardními úvěry. Jedná se především o krátkodobé úvěry v domácí měně se lhůtou splatnosti do tří měsíců. ČNB v současnosti využívá zejména tzv. automatické facility, které slouží k ukládání nebo poskytování peněžních prostředků přes noc (depozitní nebo marginální zápůjční facility). Depozitní facilitata umožňuje bankám uložit přes noc přebytkové peněžní prostředky. Minimální objem prostředků je 10 miliónů korun. Horní hranice není omezena. Tato depozita jsou úročena aktuální diskontní sazbou stanovenou ČNB. Marginální zápůjční facilitata umožňuje bankám přes noc formou repo operace vypůjčit si finanční prostředky za lombardní sazbu stanovenou ČNB. Minimální objem je stanoven na 10 miliónů korun. Horní hranice není omezena. V obou případech jde o poměrně hojně využívaný nástroj.
2. **Operace na volném trhu.** Jedná se o obchody, tj. prodej a nákup cenných papírů obchodním bankám. ČNB obchoduje především se státními dluhopisy, vlastními cennými papíry nebo s ostatními cennými papíry se státními zárukami. Hlavním měnovým nástrojem jsou tzv. repo operace prováděné ve formě tendrů. ČNB prodává bankám dohodnuté cenné papíry. Obě strany se zároveň zavazují, že po uplynutí doby splatnosti dojde k reverzní transakci. To znamená, že ČNB vrátí obchodní bance prostředky, za které prodala předmětné bance cenné papíry navýšené o dohodnutý úrok. Základní a nejvíce využívanou dobou trvání repo operací je 14 dní. Obchoduje se za repo sazby, které jsou závislé na vývoji likvidity bankovního sektoru a predikci ekonomického vývoje. Jde o velmi používaný měnový nástroj.
3. **Povinné minimální rezervy.** Jedná se o zákonnou povinnost obchodních bank ukládat na účtu u ČNB část svých primárních vkladů. Tato částka je stanovena procentuální sazbou na základě

---

<sup>122</sup> Více viz kapitolu 4.3 Měnověpolitické nástroje.

vývoje likvidity bankovního sektoru, maximálně do výše 30 %. Povinné minimální rezervy byly do roku 2001 ukládány na účet ČNB bezúročně, od roku 2001 jsou úročeny dvoutýdenní repo sazbou. S ohledem na aktuální vyšší repo sazby (r. 2017 je to 0,05 %) a její malé dynamice je význam tohoto měnového nástroje v ČR poměrně malý. Na druhé straně je možné konstatovat, že v případě jeho používání jde o velice účinný nástroj peněžní restrikce.

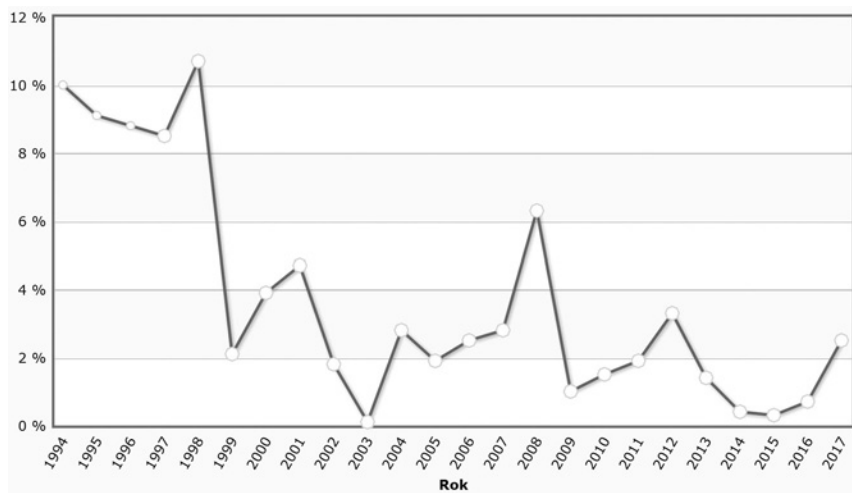
4. ***Devizové intervence.*** Jedná se o obchody s cizími měnami, tj. o prodeje a nákupy cizích měn za domácí měnu. V případě ČNB jde zejména o obchodování s eurem. Cílem těchto měnových obchodů je ovlivňování měnového kurzu domácí měny. Regulace měnového kurzu zprostředkovaně působí na míru inflace a tím udržuje cenovou hladinu na žádoucí úrovni. V minulosti tento měnový nástroj nebyl příliš masivně ČNB využíván. Použití tohoto měnového nástroje se dramaticky změnilo v roce 2013.
5. ***Devizové intervence a jejich využití v monetární praxi ČNB.*** Využití měnových nástrojů ČNB k regulaci ekonomického vývoje v ČR je dáno především zákonem č. 6/1993 o ČNB. Hned v úvodu je uveden její nejdůležitější cíl, a tím je péče o *cenovou stabilitu*. Tento cíl je definován i v Ústavě České republiky. Volba i intenzita použití měnových nástrojů ČNB se proto odvíjí od vývoje cenové hladiny v ČR (měřené mírou inflace).

Tabulka 1: Vývoj inflace v ČR v letech 1999–2017

Rok	Míra inflace v %	Rok	Míra inflace v %
1999	2,1	2008	6,3
2000	3,9	2009	1,0
2001	4,7	2010	1,5
2002	1,8	2011	1,9
2003	0,1	2012	3,3
2004	2,8	2013	1,4
2005	1,9	2014	0,4
2006	2,5	2015	0,3
2007	2,8	2016	0,7
		2017	5,5

Zdroj: Český statistický úřad

Graf 1: Vývoj inflace v ČR v letech 1994–2017



Zdroj: Český statistický úřad

Z předložené tabulky a grafu vývoje inflace v České republice vyplývá, že s výjimkou v roce 2008, kdy míra inflace přesáhla šestiprocentní hranici, se jednalo o relativně stabilní vývoj cenové hladiny. Výkyv v roce 2008 byl způsoben kombinací několika cenotvorných faktorů – zvýšením daně z přidané hodnoty z 5 % na 9 %, což vedlo k plošnému zdražení většiny potravin, zvýšením spotřební daně u tabákových výrobků, zvýšením cen regulovaného nájemného, zavedením poplatků ve zdravotnictví a dalšími faktory. Jednalo se o externí faktory, na jejichž regulaci neměla ČNB v podstatě vliv. Kromě již zmíněného roku 2008 bylo dlouhodobě dosahováno hodnot inflace, která reálně byla pod hranicí inflačního cílování (3 % celkové roční míry inflace).

V období po roce 2012 se tak vývoj inflace blížil k extrémně nízkým hodnotám – ve své podstatě šlo o deflační vývoj a tím ohrožení cenové stability. Současně v ČR díky trvalému hospodářskému růstu a aktivní obchodní bilanci v zahraničním obchodě docházelo k posilování kurzu české měny. Tento vývoj měnového kurzu představoval určitá rizika v ekonomickém vývoji ČR. Především růst měnového kurzu české koruny ohrožoval pozici

českých exportérů na světových trzích. Díky posilující koruně se české výrobky v zahraničí stávaly dražší a tím méně konkurenceschopné. Vzhledem k významu českého exportu při tvorbě HDP to znamenalo příliš velké riziko pro ekonomický vývoj (na HDP ČR se export podílí 70 %). Dále hrozilo, že ČR se v důsledku posilování české měny stane „příliš drahou“ pro zahraniční investory, eventuálně stávající zahraniční investoři mohou zvažovat svůj odchod z ČR.

Tyto a další faktory by zcela jistě ohrozily stabilitu cenového vývoje. Za této situace se ČNB rozhodla v listopadu 2013 pro masivní využití měnového regulačního nástroje – *devizových intervencí*.

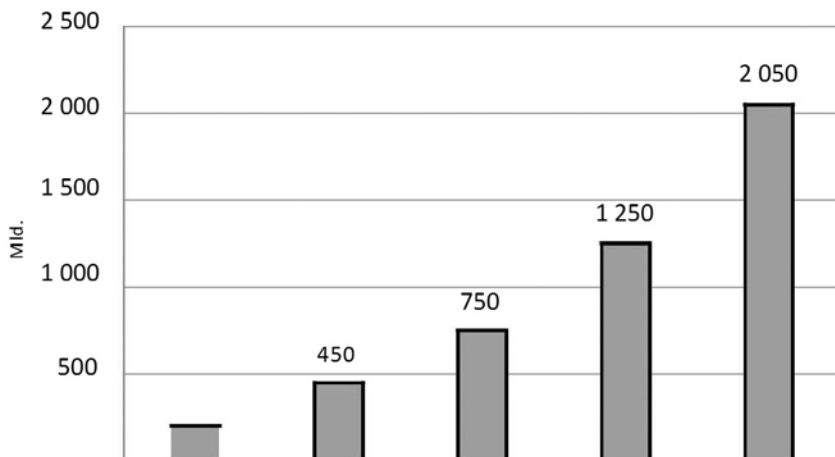
Je třeba zdůraznit, že samotné použití tohoto měnového nástroje je značně kontroverzní, rozporuplné. Vedle již zmíněných pozitivních efektů – na vývoj českého zboží a služeb, na příliv zahraničních investic do ČR – má proces oslabování české koruny výrazné negativní dopady na domácí ekonomické subjekty. Zdražuje se dovážené zboží, služby, subdodávky pro domácí výrobce. Vzhledem ke skutečnosti, že ČR velké množství surovin (energetických zvláště) dováží, jde o závažný problém. Pro občany ČR se dovolená v zahraničí stala dražší atd., proto se rozhodnutí ČNB stalo předmětem mnoha diskusí jak mezi ekonomickými odborníky, tak mezi politiky i občany. Přes toto rozporné hodnocení možných dopadů devizových intervencí učinila ČNB 7. listopadu 2013 na zasedání bankovní rady rozhodnutí udržovat kurz čs. koruny na úrovni 27 Kč za euro. Banka toto své rozhodnutí zdůvodnila obavou o udržení cenové stability zapříčiněnou deflačními tlaky.

V prohlášení ČNB se říká: „... tato opatření pomohou dosáhnout inflačního cíle, jakož i přispět k překonání nejdélejší hospodářské recese v samostatné české historii, jejíž pokračování nebylo v zájmu občanů ani firem.“

Banka rovněž sdělila, že tyto intervence bude provádět tak dlouho, jak to bude nezbytně nutné, resp. jak dlouho to vývoj ekonomiky bude vyžadovat.

V konečném výsledku devizové intervence ČNB trvaly do dubna 2017, tj. 41 měsíců. ČNB bránila české koruně posílit pod hranici 27 Kč za euro. K obraně tohoto kvazikurzu vynaložila astronomických 2050 mld. Kč, tj. 43 % HDP z roku 2016!

Graf 2: Objem devizových intervencí (kumulativně) v mld. Kč



Zdroj: ČNB

Tyto masivní nákupy zahraniční měny v posledních letech vedly ke značnému nárůstu celkových devizových reverz ČR (zejména v eurech) až na 3.271 mld. Kč (červen 2017). Vyjádřeno aktuálním kurzem dolaru (září 2017) na 142 mld. amerických dolarů. Pro srovnání to je pouze o 8 mld. dolarů méně než devizové rezervy Velké Británie (britská ekonomika je ale 14 x větší než česká). Aktuálně tvoří devizové rezervy ČR 65 % HDP, zatímco u Velké Británie pouze 4,5 % HDP.

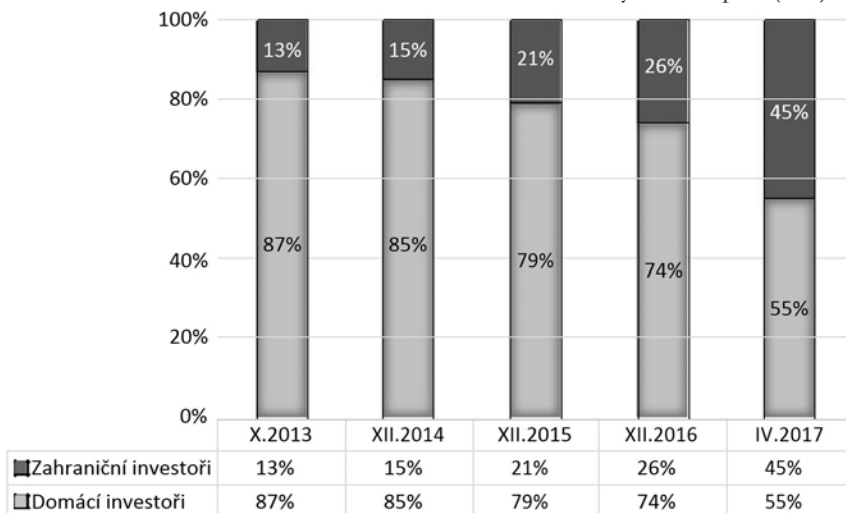
*Pro srovnání: Devizové rezervy ČR v roce 2013 činily 34 mld. euro, v dubnu 2017 – 122 mld. euro, tj. 4x více než v roce 2013. Devizové rezervy Evropské centrální banky byly v roce 2017 707 mld. euro, devizové rezervy USA v roce 2017 činily 188 mld. euro. Odhadované ekonomické efekty devizových intervencí v podobě efektu plynoucího ze zvýšených vývozu a příjmů vývozců byly 687 mld. Kč, nepřímé efekty 590 mld. Kč (např. zvýšený růst HDP).*

Vzdor velkému rozsahu i délce devizových intervencí byl jejich monetární efekt dlouho neúspěšný. Očekávaný arbitrárně zvolený cíl (2 % míra inflace) byl dosažen až po třech letech od začátku kurzového závazku. Podrobná analýza všech možných vlivů právě ukončených devizových intervencí na ekonomiku není jednoduchá. Vlivem časového zpoždění se některé vlivy projeví až v budoucnu. Už dnes je ale jisté, že vedle pozitivních efektů

se projeví – a ještě projeví – i některé významné negativní rysy měnové regulace, které mohou retardovat ekonomický vývoj. Mezi tato rizika patří:

- **Vznik cenové bubliny na finančním trhu.** Intervence způsobily nízké nebo dokonce záporné výnosy (u dluhopisů). Nadměrná likvidita na finančním trhu vedla k tomu, že banky svůj zájem upřely na trh nemovitostí. Rovněž domácnosti ve snaze zhodnotit lépe své úspory upřely svůj zájem na trh s nemovitostmi. Výrazně stoupla poptávka po nemovitostech (podpořená dostupností hypotéčních úvěrů). Úvěry na bydlení se jen v roce 2016 zvýšily na 96 mld. Kč. Za první čtvrtletí letošního roku vzrostly hypoteční úvěry o 30 %. Výsledkem této převažující nerovnováhy je výrazný růst cen nemovitostí (v některých městech až o 10–15 % ročně).
- Ještě výraznější vlivy devizových intervencí lze sledovat na **trhu dluhopisů**. Vysoká poptávka způsobila růst jejich cen a pokles výnosových měr. Výnos koše státních dluhopisů s průměrnou splatností dva roky poklesl v prosinci 2016 až na 0,96 %. Spekulace na avizované ukončení devizových intervencí a zpětné posílení koruny vůči euru vyvolaly mimořádný zájem o korunové dluhopisy. Výsledkem je změna vlastnické struktury českého dluhu ve prospěch zahraničních investorů. Viz následný graf 3.

Graf 3: Podíl zahraničních a domácích držitelů korunových dluhopisů (v %)



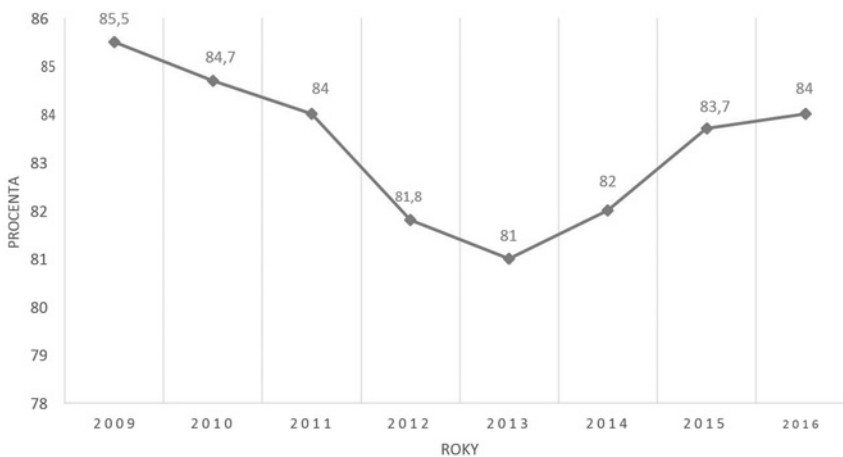
Zdroj: MFČR

V říjnu 2013 na začátku devizových intervencí ČNB držely zahraniční subjekty z celkového množství korunových dluhopisů v celkové hodnotě 1 292 mld. Kč pouhých 13 % (v absolutní částce 168,7 mld. Kč). Na konci devizových intervencí v dubnu 2017 již 45,5 % (tj. v absolutní částce 693 mld. Kč).

Roste tak riziko nesouladu zájmu zahraničních investorů se zájmy české ekonomiky. Při větších objemech prodeje to může například vést k výraznému poklesu výnosů z těchto dluhopisů.

- **Podhodnocený kurz koruny** odstranil riziko kurzových pohybů (a případných kurzových ztrát) a výrazně zlevnil exporty. Obchodní bilance ČR, která byla již delší dobu aktivní, se stala v důsledku intervencí rekordně přebytková. Aktuální přebytek obchodní bilance zboží a služeb 111,8 mld. Kč (duben 2017).
- Velmi zajímavým efektem vyvolaným devizovými intervencemi je **změna teritoriální orientace** českého zahraničního obchodu, zejména čs. exportu. Od krize v roce 2009 klesal podíl čs. vývozu do zemí EU. V důsledku intervencí (a protiruských sankcí) se trend v roce 2014 obrátil a podíl čs. vývozu do zemí EU opět roste. Viz graf 4.

Graf 4: Podíl vývozu do zemí EU (v %)



Zdroj: Český statistický úřad, vlastní

Tento vývoj zvyšuje citlivost české ekonomiky na průběh ekonomického cyklu v EU a v Německu zvláště. Tato obchodní orientace na EU způsobuje, že ačkoliv nejsme v euroměnové unii, stále větší počet ekonomických subjektů provádí své obchody přímo v eurech. ČNB vyvstává potenciální problém, že bude klesat účinnost domácí měnové politiky, respektive nástrojů používaných ČNB. To nutně povede k hledání a volbě nových měnových nástrojů, dosud ČNB nepoužívaných, a tím i rizikovějších.

ČNB se stala v důsledku masivních měnových intervencí držitelem značně rozsáhlého portfolia finančních aktiv. Největší část devizových rezerv ČNB představují dluhopisy zahraničních vlád (téměř 50 %). ČNB dále drží depozita u centrálních bank, repo operace, akcie, úrokové, měnové a akciové swapy, specifické dluhopisy a další finanční instrumenty. Posílením koruny klesá korunová hodnota držených devizových aktiv. Jen od počátku roku 2017 přesáhla ztráta ČNB 137 mld. Kč.

Centrální banka se tak stala velkým finančním investorem i správcem velkých finančních aktiv. V té souvislosti se objevilo několik otázek: jak s touto novou rolí naloží? Nepovede to k rizikovým operacím? Jakou investiční strategii zvolit? Na odpovědi na tyto a další otázky si musíme počkat do budoucna.



---

## 6 HODNOCENÍ DEVIZOVÝCH INTERVENČÍ Z POHLEDU ODBORNÝCH AUTORIT

Jak jsme již uvedli v předchozí kapitole, z hlediska dosavadního fungování České národní banky, představují nedávno ukončené devizové intervence bezesporu specifickou záležitost. Specifičnost tohoto měnově politického nástroje ČNB spočívá zejména v délce a intenzitě použití.

Stručně připomínáme (viz předchozí kapitola), že ČNB tento nástroj uplatňovala čtyři roky a celkem vyčerpala na tyto intervence přes dva miliardy korun. Nikdy předtím ČNB ve své moderní historii tak razantně měnově politické nástroje nepoužila. Zřejmě to je také jedním z hlavních důvodů velmi rozdílného hodnocení devizových intervencí odbornou veřejností.

Protože se jedná v některých případech o velmi kritická stanoviska, považovali jsme za vhodné některé zajímavé názory v této studii uvést. Podotýkáme, že se nejedná o nějaký reprezentativní výběr, ale jde nám spíše o to ukázat názorovou šíři a pestrost v posuzování regulativních opatření ČNB.

Nezabývali jsme se, i když by to bylo nepochybně zajímavé, průzkumem názorové hladiny představitelů firem, na jejichž bedra účinek devizových intervencí nejvíce dopadal – exportérů, importérů, domácností, domácích i zahraničních investorů atd.

Určitě nejdůležitější je pohled samotné ČNB. Jak již bylo řečeno, rozhodnutí o použití devizového kurzu jako měnověpolitického nástroje, bylo přijato na zasedání bankovní rady v listopadu 2017. Bylo zdůrazněno, že ukončení devizových intervencí může být provedeno v okamžiku, kdy bude patrné, že kvůli výrazné volatilitě kurzu nebude nutné se k intervencím vrátit. Bankovní rada rovněž jednomyslně rozhodla, že bude udržovat kurz koruny na úrovni 27 Kč za euro. Je zajímavé, že již za měsíc na prosincovém jednání bankovní rady nepanoval mezi členy bankovní rady jednotný názor. Zazněly tam názory, že intervence se mohly ještě odložit, na druhou stranu zazněl i názor, že se mohlo začít i dříve.

Za zmínku stojí uvést hodnocení devizových intervencí na dubnovém zasedání bankovní rady (v roce 2017), kdy byly intervence ukončeny. Všichni členové bankovní rady se shodli na tom, že kurzový závazek se osvědčil jako účinný mimořádný nástroj měnové politiky a splnil cíle bankou dané.

V rozhovoru (v lednu 2016) se viceguvernér ČNB Vladimír Tomšík vyjádřil k zavedeným devizovým intervencím (tzv. kurzový závazek). Uvedl, že poslední finanční krize naučila, že nulová úroveň úrokových sazeb a past likvidity není prázdný pojem. Po vyčerpání prostoru pro další snižování úrokových sazeb přešly centrální banky k jiným nekonvenčním nástrojům – kvantitativní uvolňování, záporné sazby, kurzové intervence a závazky.

Použití nástroje kvantitativního uvolňování (tj. nákup cenných papírů a aktiv) není příliš vhodné, protože kapitálový trh je velmi mělký a tudíž je tento nástroj málo účinný. Vyhodnotili jsme, že skutečně efektivní nástroj je kurzový závazek. Zajímavý názor v této souvislosti vyslovila Ing. Marie Marvanová, bývalá generální ředitelka ČSOB.<sup>123</sup> Měření účinnosti kurzových nástrojů je vzhledem k velkému množství faktorů, které působí na kurz, prakticky nezměřitelné. Navíc se domnívá, že vzhledem ke skutečnosti, že česká ekonomika, respektive většina firem, je převážně orientována na Německo a další země eurozóny a fakturuje se v eurech, tak je kurz koruny nezájímavá a z toho důvodu byla politika slabé koruny zbytečná. Zajímavé a zároveň velmi kritické stanovisko k ukončení režimu kurzového závazku vydal Institut Václava Klause. Citují: „Ukončení intervenčního režimu ČNB vítáme. Už věra bylo pozdě. K tomuto experimentu nemělo nikdy dojít. Nebyl potřebný, byl riskantní, jeho dopady na inflaci nebyly efektivní. Více než tři roky měnových intervencí vstoupí do českých ekonomických dějin jako nepromyšlený, chybný, nepodložený a principiálně špatný krok.“<sup>124</sup>

V průběhu intervencí se k tomuto problému vyjádřila celá řada ekonomů, názorově blízkých Institutu Václava Klause. Například M. Ševčík, děkan národohospodářské fakulty VŠE.

Ve formě otázky konstatuje: „Věřte opravdu centrální bankéři, že jsou to právě oni, kteří jsou nadáni schopností řídit cenu měny?“<sup>125</sup> Stanislava Janáčková říká: „Měnový kurz je nejdůležitější cenou v malé otevřené ekonomice. Pokašlení využít manipulace s kurzem ke naplnění cílů hospodářské politiky je veliké. Jenomže české ekonomice (kromě počátků transformace) dlouhodobě svědčí volně plovoucí kurz, jen s občasnou korelací.“<sup>126</sup>

<sup>123</sup> MARVANOVÁ, M. Rozhovor o ekonomické krizi. In: *KPČG Magazín*, léto 2016, s. 21.

<sup>124</sup> Newsletter, duben 2017. *Institut Václava Klause*. Dostupné z: <http://www.institutvk.cz>

<sup>125</sup> Newsletter, listopad 2015. *Institut Václava Klause*. Dostupné z: <http://www.institutvk.cz>

<sup>126</sup> *Ibid.*

Možno konstatovat, že okruh ekonomů kolem Institutu Václava Klause se k zásahům ČNB staví negativně. Kromě již citovaných osobností jde o Martina Slaného, Jana Skopecčka, Evu Zamrazilovou, Pavla Rysku a další.

Z názorové skupiny za zmínku stojí názor Martina Slaného. Argumentuje tím, že proti oslabování koruny intervencemi ČNB působí zároveň i opačné vlivy. Tím jsou nákupy českých dluhopisů zahraničními subjekty a ty tlačí na vzestup kurzu koruny. Navíc konstatuje, že měny okolních zemí Polska a Maďarska za poslední dva roky rovněž oslabily, aniž by jejich centrální banky zasahovaly.

Na závěr naší úvahy uvedme názory představitelů centrální banky. Profesor Tomšík, první viceguvernér ČNB hodnotil výsledky devizových intervencí velmi pozitivně.<sup>127</sup> Ve zmiňovaném článku uvádí, že hodnotit efektivnost kurzového závazku znamená poměřovat výnosy a náklady této měnově-politické akce. Výnosy ale lze kvantifikovat jen obtížně. Na straně nákladů jsou nejčastěji uváděny kumulované devizové rezervy a z nich plynoucí případné budoucí ztráty. Nicméně přesto jsou efekty patrné. Na podporu svého tvrzení autoři uvádějí srovnání reálného růstu ČR, Německa a eurozóny před a po zavedení kurzového závazku.

Po celou dobu zavedení kurzového závazku je růst vyšší než průměr zemí eurozóny a vyšší než v Německu.

S ekonomickým růstem se dostavil i výrazný pokles nezaměstnanosti. Pokud jde o kvantifikaci ekonomického růstu, dospívají k závěru, že výnosy lze hodnotit na úrovni 7 % nominálního HDP za období fungování kurzového závazku. Pokud jde o náklady kurzového závazku, jsou nejčastěji zmiňovány intervence, které vedly ke kumulaci rezerv v zahraniční měně. Vidět v pouhé držbě rezerv automaticky ztráty, je zavádějící. Samotné rezervy jsou investovány a poskytují výnos. Největší část tvoří dluhové cenné papíry emitované vládami vybraných zemí, dluhopisy s vládní zástavou nebo dluhopisy vydané soukromými nadnárodními agenturami s nejvyšším ratingem a další. A pokud se podaří, že průměrný výnos devizových rezerv bude převyšovat průměrnou míru posílení české koruny, pak ČNB žádnou kurzovou ztrátu nezaznamená, uzavírají autoři.

<sup>127</sup> TOMŠÍK, V. a J. VLČEK. Účet za devizové intervence nám ekonomika již vystavila. In: *Banky a finance, speciál příloha časopisu Bankovníctví 2017*. S. 29–32. Dostupné z: <http://www.bankovnictvionline.cz>

Za zmínku stojí článek J. Brůhy a J. Tonnera.<sup>128</sup> V článku autoři kvantifikují efekty kurzového závazku. Kladný příspěvek závazku k inflaci oceňují ve výši 1,5 procentního bodu. Z toho vyvozují, že závazek zabránil deflaci. Odhad kurzového závazku k růstu zaměstnanosti oceňují od 0,1 do 1,2 %, což odpovídá 5 000 až 50 000 pracovních míst. Růst HDP oceňují přínosem 1,8 až 2,2 procentního bodu. Toto poměrně jednoznačně příznivé hodnocení výsledků kurzového závazku vyvolává přirozeně pochybnosti o spolehlivosti zjištěných údajů, případně o vypovídacích schopnostech zvolených metod zkoumání. Autoři použili dva způsoby modelování – strukturní a čistě empirické metody. Zároveň připouštějí, že obě metody mají své výhody a nevýhody a že výsledky na nich založené jsou zatíženy určitou nejistotou.

My se domníváme, že relevantnost těchto metod nelze přeceňovat. Jenom devizový kurz je výsledkem působení mnoha faktorů, zejména makroekonomických, politických, psychologických atd. Navíc tyto faktory spolupůsobí v režimu regulativních zásahů ČNB. Proto přesně změřit sílu efektu každého jednotlivého faktoru, v tomto případě pouze intervenčních zásahů banky, je problematické, ne-li nemožné. A to nepolemizujeme s tím, zda mají své místo v ekonomických úvahách „co by kdyby“. Autoři Brůha a Tonner totiž nazvali svůj článek „Co by se stalo, kdyby ČNB nezavedla kurzový závazek“.

<sup>128</sup> BRŮHA, J. a J. TONNER. Co by se stalo, kdyby ČNB nezavedla kurzový závazek. In: *parlamentnilisty.cz* [online]. 8. 11. 2017. Dostupné z: <https://www.parlamentnilisty.cz/arena/nazory-a-petice/Jan-Bruha-Jaromir-Tonner-Co-by-se-stalo-kdyby-CNB-nezavedla-kurzovy-zavazek-511468>

---

## 7 KOMPARACE VYBRANÝCH ASPEKTŮ NÁSTROJŮ MĚNOVÉ POLITIKY POUŽÍVANÝCH ČNB A BANKAMI EUROSYSTÉMU

V kapitole 4.3 Měnověpolitické nástroje jsme vymezili standardní měnověpolitické nástroje ČNB. Na tomto místě provedeme komparaci (zaměřenou primárně na právní aspekty) měnověpolitických nástrojů ČNB a Eurosystemu.

V rámci ESCB je ČNB reprezentována svým guvernérem. Jako člen ESCB pro ni vyplývá primární cíl i z čl. 127 odst. 1 SFEU, tj. udržování cenové stability. Tento cíl je na národní úrovni vymezen i v čl. 98 Ústavy České republiky<sup>129</sup> a dále na podústavní (zákonně) úrovni v § 2 zákona o ČNB.<sup>130</sup> Měnovou politiku v ČR určuje ČNB. Ta se, jakožto centrální banka České republiky, jejíž měnou je česká koruna,<sup>131</sup> neúčastní Eurosystemu, tj. ani řízení měnové politiky euro zóny.

ECB je součástí Eurosystemu i ESCB. Její primární cíl vyplývá zejm. z SFEU, dále je vymezen v čl. 2 Statutu ESCB a ECB. Banky Eurosystemu řídí měnovou politiku v eurozóně.<sup>132</sup> Ve SFEU je sice uvedeno, že banky Eurosystemu řídí měnovou politiku „Unie“, čímž je myšlena celá EU, ovšem z kontextu plyne, že řízení měnové politiky se vztahuje toliko na členské státy EU, jejichž měnou je euro. Pro všechny členy ESCB, tj. i pro banky těch států, které dosud požívají národní měny, ovšem platí prvořadý cíl, kterým je udržování cenové stability.<sup>133</sup> Vedle prvořadého cíle mají banky Eurosystemu „podporovat hospodářskou politiku EU v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství s volnou soutěží“,<sup>134</sup> přičemž o dosažení obdobných – nad

---

<sup>129</sup> Odst. 1 čl. 98 úst. zák. č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky, stanovuje: „Česká národní banka je ústřední bankou státu. Hlavním cílem její činnosti je péče o cenovou stabilitu; do její činnosti lze zasahovat pouze na základě zákona.“

<sup>130</sup> Srov. odst. 1 § 2 zák. č. 6/1993 Sb., o České národní bance, kde je stanoveno: „Hlavním cílem činnosti České národní banky je péče o cenovou stabilitu. Česká národní banka dále pečuje o finanční stabilitu a o bezpečné fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu a obecné hospodářské politiky v Evropské unii se záměrem přispět k dosažení cílů Evropské unie. Česká národní banka jedná v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství.“

<sup>131</sup> Srov. zák. č. 6/1993 Sb., o České národní bance, zejm. ust. § 13.

<sup>132</sup> Srov. čl. 282 odst. 1 SFEU.

<sup>133</sup> Srov. čl. 282 odst. 2 SFEU.

<sup>134</sup> Viz čl. 119 odst. 2 SFEU.

rámec cíle primárního stojících – cílů má usilovat i ČNB.<sup>135</sup> Jak ESCB,<sup>136</sup> tak ČNB,<sup>137</sup> mají rovněž usilovat a pečovat o finanční stabilitu. Ve vztahu k cílům bank Eurosystemu a ČNB tak lze konstatovat, že jejich cíle jsou upraveny v zásadě obdobným způsobem. Definice cíle ČNB je v souladu s primárním právem EU.

Měnověpolitické nástroje ČNB jsou vymezeny v zákoně o ČNB, přičemž měnověpolitické nástroje ECB jsou v obecné rovině definovány ve Statutu ESCB a ECB, tj. jakožto Protokol č. 4 jsou součástí SFEU, tedy tzv. primárního práva EU. Je zřejmé, že v dílčích oblastech se právní úprava standardních nástrojů měnové politiky bank Eurosystemu a ČNB liší, ovšem s určitou mírou zobecnění lze konstatovat, že i tyto nástroje jsou podobné, tj. jedná se o stanovování klíčových sazeb, které ovlivňují úrokové sazby na mezibankovním trhu (a potažmo na ostatních finančních trzích s konsekvencemi v reálné ekonomice).

Co se týče nestandardních nástrojů, které byly zkoumanými subjekty použity, jedná se o přímé nákupy aktiv, resp. kvantitativní uvolňování (quantitative easing, QE) a záporná sazba depozitní facility na straně ECB a tzv. devizové intervence prováděné ČNB.

Nastavení výše tzv. depozitní facility (deposit facility rate) patří v obecné rovině mezi standardní nástroje měnové politiky, nestandardní je toliko v tom smyslu, že její hodnota je stanovena v záporných hodnotách. Ještě před několika lety se jednalo o jev mimořádný, v době po-krizové již skoro běžný. Vedle Eurosystemu používají či používaly negativní sazby i např. centrální banky Švýcarska, Švédska či Dánska. ECB nastavila sazbu depozitní facility ve výši -0,1 % s účinností k 11. červnu 2014,<sup>138</sup> aby ji postupně snižovala až na -0,4 % s účinností k 16. březnu 2016.<sup>139</sup> Své rozhodnutí k využití záporných sazeb odůvodnila ECB zejm. dlouhotrvající inflací hluboko pod

<sup>135</sup> Viz § 2 zákona o ČNB.

<sup>136</sup> Srov. čl. 127 odst. 5 SFEU.

<sup>137</sup> Srov. § 2 zákona o ČNB.

<sup>138</sup> Srov. tisková zpráva ECB ze dne 5. června 2014. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605.cs.html>

<sup>139</sup> Srov. tisková zpráva ECB ze dne 10. března 2016. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.cs.html>

inflačním cílem.<sup>140</sup> I ČNB z důvodu nízké výše inflace snižovala své sazby. V listopadu 2012 snížila diskontní sazbu na výši 0,05 %, tj. na tzv. technickou nulu. Výše této sazby zůstala nezměněna až do 3. srpna 2018, kdy byla tato sazba navýšena na 0,25 %. ČNB zatím ve své historii nepřistoupila k použití (nominálně) negativních sazeb, což tehdejší guvernér Miroslav Singer odůvodnil mj. tak, že zdrženlivost k využití negativních sazeb jako nástroje efektivního uvolnění měnových podmínek vyplývá zejména z následujících faktorů: limitu rozsahu použitelnosti, pochyb o efektivnosti tohoto nástroje a rizik jeho delšího používání.<sup>141</sup>

ECB dále realizovala několik speciálních programů, v rámci kterých v obecné rovině nakupovala přímo určitá aktiva. Na tomto místě zmíníme jen SMP a PSPP,<sup>142</sup> v rámci kterých banky Eurosystemu intervenovaly přímo na finančních trzích. Některé z těchto kroků vedly k soudním sporům ohledně pravomocí ECB, resp. ohledně porušení zákazu tzv. monetárního financování.<sup>143</sup> ČNB, jakožto nečlen Eurosystemu, se těchto programů neúčastnila. Jako nestandardní nástroj měnové politiky zvolila používání měnového kurzu jako nástroje k uvolňování měnových podmínek, tj. začala provádět tzv. devizové intervence. Tento krok ČNB nebyl – alespoň podle veřejných informací – předmětem žádného relevantního soudního sporu, v němž by byla zpochybňována pravomoc ČNB tento měnověpolitický nástroj používat.

<sup>140</sup> ECB své rozhodnutí odůvodnila následovně: „Vzhledem k tomu, že inflace v eurozóně by podle očekávání měla zůstat po delší dobu výrazně pod 2 %, usoudila Rada guvernérů ECB, že potřebuje úrokové sazby snížit. ECB má k tomu tři základní úrokové sazby: úrokovou sazbu mezní zápisovací facility určenou pro jednodenní úvěry bankám, úrokovou sazbu pro hlavní refinanční operace a úrokovou sazbu vkladové facility. Sazba pro hlavní refinanční operace je sazba, za níž si banky mohou pravidelně půjčovat prostředky od ECB, zatímco sazbou vkladové facility jsou úročeny prostředky, které banky ukládají u centrální banky. Všechny tři sazby byly sníženy. K zachování fungujícího peněžního trhu, na němž si banky vzájemně půjčují peníze, nemohou být tyto sazby příliš blízké sebe. Vzhledem k tomu, že sazba vkladové facility již byla na úrovni 0 % a sazba pro refinanční operace činila 0,25 %, snížení sazby pro refinanční operace na 0,15 % znamenalo, že sazba vkladové facility byla k zachování tohoto rozpětí snížena na -0,10 %.“ Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.cs.html>

<sup>141</sup> SINGER, Miroslav. Negativní úrokové sazby – lék nebo hrozba? In: Newsletter Institutu Václava Klause, červen 2016. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2016/cl\\_16\\_1606\\_singer\\_newsletter\\_ivk.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2016/cl_16_1606_singer_newsletter_ivk.html)

<sup>142</sup> Blíže viz kapitola 3.1.2 Nestandardní nástroje měnové politiky.

<sup>143</sup> Blíže viz kapitola 3.1.2 Nestandardní nástroje měnové politiky.

ECB odůvodňovala realizaci svých měnověpolitických programů vždy s ohledem na příslušné období (fázi krize či pokrizového vývoje). V první fázi, tj. na podzim roku 2008, usilovala o dodání likvidity mezibankovnímu trhu; zde aplikovala tzv. nabídková řízení s pevnou sazbou a plným přidělením (fixed-rate full allotment)<sup>144</sup> a rozšířením škály akceptovaných kolaterálů. Vedle těchto opatření začala provádět tzv. LTROs. Ve druhé fázi reagovala ECB na rozvíjející se dluhovou krizi spojenou s poklesem efektivity transmisního mechanismu; sem spadá program SMP, provádění tzv. VLTROs a oznámení OMT. Ve fázi třetí, přistoupila k prohloubení přímých nákupů a přestala s původní sterilizací. Již v průběhu druhé fáze se objevilo několik soudních sporů, v nichž byla řešena legálnost rozsahu některých programů.

---

<sup>144</sup> Jedná se o situaci, kdy úvěrová instituce může při předložení akceptovaného kolaterálu získat likviditu v plné požadované výši, srov. rozdíl u fixed rate tender.



---

## ZÁVĚR

Pokud bychom měli shrnout dosavadní poznatky o analyzovaném problému, můžeme konstatovat, že:

- Devizové intervence spadají jakožto měnověpolitický nástroj dílem do práva měnového, dílem do práva devizového.
- Kurzový závazek realizovaný ČNB v letech 2013–2017 prokázal, že má své místo v systému měnově politických nástrojů ČNB.
- Uplatnění tohoto nástroje v průběhu uplynulých let bylo v souladu s vyhodnocenou trajektorií české ekonomiky.
- Uplatnění regulativní role ČNB bylo tak naplněním základní funkce centrální banky – dané jí Ústavou a zákonem o ČNB.
- Neztotožňujeme se s názory, které považovaly kurzový závazek a priori za zbytečný, škodlivý, neúčinný.
- Každý regulativní prvek uplatněný v reálném národohospodářském systému přináší rozporné účinky. Nikdy nepřináší všem ekonomickým subjektům stejný pozitivní efekt, mnohým i negativní efekt. Tak tomu bylo i v případě zvoleného kurzového závazku. Jde o to, aby regulativní orgán, ČNB, objektivně vyhodnotil, že celkový přínos z regulace bude vyšší než celková hodnota negativních externalit touto regulací vyvolaná.
- Uplatnění tohoto nástroje prokázalo, že se jedná o nástroj dlouhodobého působení s časovým zpožděním účinku. Makroekonomické ukazatele potvrzují, že první dva roky nedošlo k změnám těchto ukazatelů. Teprve v následujících letech za podstatného zvýšení objemu alokovaných prostředků došlo k jejich žádoucí změně.
- Je třeba zdůraznit, že fundamentálním cílem nebyla pouhá změna kurzu koruny, konkrétně pokles kurzu z úrovně 24,5 Kč za euro na 27 korun za euro. Ale prostřednictvím snížení kurzu koruny působit na stěžejní procesy v ekonomice – inflaci, ekonomický růst, zaměstnanost, zahraniční obchod atd.
- Není sporu o tom, že díky těmto intervencím se podstatně zvýšily devizové rezervy ČNB.

- Ukončením intervencí problém kurzového závazku nekončí. Neméně důležité bude „zaparkování“ kurzu ve své přirozené rovnovážné poloze – zde bude nutné regulativní role ČNB. V případě velké volatility kurzu by měla být ČNB připravená tyto výkyvy tlumit.
- Značný nárůst devizových rezerv vnímáme jako potencionální problém. Představitelé ČNB hovoří o tom, že případným kurzovým ztrátám chtějí čelit tím, že rezervy budou reinvestovány na kapitálových trzích a přinesou výnosy. Ale vstup poměrně masivního objemu prostředků na kapitálové trhy není bez rizik. Je tu jednak riziko zvýšení cen aktiv. Zvýšená poptávka po investicích vede někdy k nutnosti pořizovat rizikovější či méně výnosnější aktiva.
- Přes všechny popsání úskalí hodnotíme nedávné skončené devizové intervence, a tím i měnovou politiku ČNB jako adekvátní, vyváženou a plně v souladu se zákonnými funkcemi a cíli centrální banky.

---

## SUMMARY

Having read numerous papers and publications about the FX interventions of 2013–2017 carried out by the Czech National Bank (CNB), the authors learned that most of the publications written on this topic rather focus on strictly economic questions, only a few of them cover also the relating legal questions. The authors, however, haven't found a publication that would provide the reader with both the economic and legal aspects, including some historical background, of the FX interventions. That is the reason behind this monograph titled "Legal and Economic Aspects of the FX Interventions". The authors wanted to present a book that would cover not only the economic issues, but also numerous legal (both theoretical and practical) questions.

As the FX interventions of 2013–2017, being an unconventional monetary policy measure, were being carried out by the CNB in the same time when European central bank (ECB), or to be more precise the Eurosystem, kept on using certain other unconventional monetary policy instruments, the authors compared the legal grounds for using these types of extraordinary instruments. Since a more comprehensive study on a particular subject also requires certain historical perspective, the authors did not hesitate to include a chapter on the development and historical grounds of the instrument of FX interventions.

Finally, having summarised several views and comments by some Czech experts on the subject, the authors presented their assessment of the FX interventions.



---

## SEZNAM ZKRATEK

<b>ČNB</b>	Česká národní banka
<b>ECB</b>	Evropská centrální banka
<b>ESCB</b>	Evropský systém centrálních bank
<b>EU</b>	Evropská unie
<b>LTROs</b>	longer-term refinancing operations, program dodávání likvidity na dlouhá období
<b>OMT</b>	outright monetary transactions
<b>PSPP</b>	public sector purchase programme, program nákupu aktiv veřejného sektoru (ECB/2015/10)
<b>QE</b>	kvantitativní uvolňování
<b>SFEU</b>	Smlouva o fungování Evropské unie
<b>SMP</b>	Securities Markets Programme, program pro trhy s cennými papíry (ECB/2010/5)
<b>VLTROs</b>	very long term refinancing operations, program dodávání likvidity na velmi dlouhá období
<b>Zákon o ČNB</b>	zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů



---

## LITERATURA A DALŠÍ POUŽITÉ ZDROJE

- BRÁF, Albín. *Národní hospodářství*. Brno, 1888, 404 s.
- BAKEŠ, Milan, Marie KARFÍKOVÁ, Hana MARKOVÁ a kol. *Finanční právo*. 6. upravené vyd.. Praha: C. H. Beck, 2012, 505 s. ISBN 978-80-7400-440-7.
- BAKEŠ, Milan a kol. *Finanční právo*. 3. aktualizované vyd. Praha: C. H. Beck 2003, 721 s. ISBN 80-7179-667-0.
- BOUGHTON, James. *Tearing Down Walls. The International Monetary Fund 1990–1999*. Washington D. C.: IMF, 2012, 1036 s. ISBN 978-1-61635-084-0.
- ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. Praha: Grada Publishing, a. s., 2011, 306 s.. ISBN 978-80-247-3669-3.
- ČNB. *Výroční zpráva 2016*. Česká národní banka, 2016.
- ČNB. Záznam z jednání bankovní rady ČNB ze dne 7. 11. 2018.
- ECB. *The Monetary Policy of the ECB*. ECB, 2011, 160 s. ISBN 978-899-0777-4.
- ENGLIŠ, Karel. *Devaluace československé koruny*. Praha: Národní banka Československá, 1934.
- ENGLIŠ, KAREL. *Problémy hospodářské teleologie*. Brno: Barvič a Novotný, 1930.
- FILIP, Jan. K formulaci evropských klauzulí v ústavním právu. *Časopis pro právní vědu a praxi*, 2010, roč. 18, č. 3, s. 217–224. ISSN 1210-9126. Dostupné z: <https://journals.muni.cz/cpvp/article/view/6455>
- HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 3. aktualizované vyd. Praha: C. H. Beck, 2002, 714 s. ISBN 80-7179-681-6.
- Institut Václava Klause. *Newsletter*, 11/2015.
- JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2004, 744 s. ISBN 80-247-0769-1.
- JÍLEK, Josef. *Money and monetary policy, current practice*. Praha: VŠE, IEEP, 2006, 274 s.
- KOUDELA, Jan. *Základy teorie mezinárodních směn*. Praha: Bursík a Kohoutek, 1908.
- KUNERT J. a J. NOVOTNÝ. *Centrální bankovníctví v českých zemích*. Praha: ČNB, 2004.

- LEOPOLD Karel. *Vzpomínky z prvních dob ministerstva financí*. Praha: MFČR, 1928.
- MANDEL, M. a V. TOMŠÍK. *Monetární ekonomie v období krize*. Praha: Management Press, 2018. ISBN 978-80-7661-545-2.
- MARVANOVÁ M. Krize se stává paradoxně jevem normálním. In: *KPČG magazín*, léto 2016.
- MISHKIN, Frederic. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 7. vyd. Boston: Pearson International Edition, 2006, 854 s.
- MRKÝVKA, Petr a kol. *Finanční právo a finanční správa*. Brno: Masarykova univerzita, 2004, 385 s. ISBN 80-210-3579-X.
- MRKÝVKA, Petr. *Propedeutika finančního práva*. Brno: Muni Press, 2014, 125 s. ISBN 978-80-210-6759-2.
- Newsletter IVK*, listopad 2015 (záznam z diskuse k devizovým intervencím ČNB).
- PRŮCHA, Petr. *Správní právo, obecná část*. 8. aktualizované vyd. Brno, Plzeň: Doplněk, Aleš Čeněk, 2012, 428 s. ISBN 978-80-7239-281-0 a 978-80-7380-381-0.
- SCHWEIGL, Johan. Teorie měnového práva a „elektronická hotovost“. In: *Daně a finance*, 2017, č. 3, s. 4–12. ISSN 1801-6006.
- SINN, Hans-Werner. *V pasti eura*. Překlad Karel Dyba. Praha: Centrum pro studium demokracie a kultury, 2016, 176 s. ISBN 978-80-7325-394-3.
- SLANÝ, M. Účet za devizové intervence nám ekonomika teprve vystaví. In: *www.bankovnictvionline.cz*: Bankovnictví, 2017, č. 2.
- TOBIN, James. *Commercial Banks as „Creators“ of Money*. Cowles Foundation Discussion Paper, 1963, No. 159.
- TOMŠÍK, Vladimír. Cílování inflace není povrchní a chybné. In: *Hospodářské noviny*, 13. 3. 2014, s. 9.
- TOMŠÍK, Vladimír. České bankovnictví – jaký byl rok 2014 a co nás čeká. In: *Top finance, příloha časopisu Bankovnictví*, 2015, č. 4.
- VENCOVSKÝ, F. *Měnová politika v české historii*. Praha: ČNB, 2001.



## Internetové zdroje

- BARTUŠKOVÁ, Hana. 13 faktů, které vám řeknou vše o intervencích ČNB. In: *Finance.cz* [online]. 18. 4. 2017. Dostupné z: <https://www.finance.cz/489618-intervence-cnb>
- BRŮHA, Jan a Jaromír TONNER. Co by se stalo, kdyby ČNB nezavedla kurzový závazek. In: *Parlamentní listy.cz* [online]. 8. 11.2017. Dostupné z: <https://www.parlamentnilisty.cz/arena/nazory-a-petice/Jan-Bruha-Jaromir-Tonner-Co-by-se-stalo-kdyby-CNB-nezavedla-kurzovy-zavazek-511468>
- BUKOVSKÝ, Jaroslav. Konečný účet za intervenci přesáhl dva bilióny korun. In: *E15* [online]. 8. 7. 2017. Dostupné z: <http://zpravy.e15.cz/intervence-CNB/konecny-ucet-za-intervence-presahl-dva-biliony-korun-1333464>
- ČNB. Jaké jsou režimy měnové politiky? In: *CNB.cz* [online]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/faq/jake\\_jsou\\_rezimy\\_menove\\_politiky.html](https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html)
- ČNB. *Důvody a přínosy oslabení koruny – nejčastější otázky a odpovědi*. In: *CNB.cz* [online]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/faq/vliv\\_devizovych\\_rezerv.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/vliv_devizovych_rezerv.html)
- ČT24. Intervence ČNB skončily. Koruna je od teď po více než třech letech volná. In: *Česká televize* [online]. 6. 4. 2017. <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/2072910-intervence-cnb-skoncily-koruna-je-od-ted-po-vice-nez-trech-letech-volna>
- ČTK. Intervence se podle rady ČNB osvědčily, s jejich obnovou se nepočítá. In: *E15.cz* [online]. 13. 4. 2017. Dostupné z: <https://www.e15.cz/intervence-cnb/intervence-se-podle-rady-cnb-osvedcily-s-jejich-obnovou-se-ale-nepocita-1331227>
- ECB. Terminated programmes, SMP. *ECB* [online]. [cit. 28. 10. 2018]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>
- Factbox: ECB's inflation rate target debate. In: *REUTERS* [online]. 8. 5. 2018. Dostupné z: <https://www.reuters.com/article/us-eurozone-inflation-factbox/factbox-ecbs-inflation-target-debate-idUSKBN1I40Y9>
- GONZÁLES-PÁRAMO, José Manuel. *The ECB's Monetary Policy during the Crisis*. Tehdejší člen výkonné rady ECB, projev z 21. října 2011. Dostupné z: [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111021_1.en.html)

- HAMPL, M. Jak dopadly intervence ČNB. Mýty versus fakta. In: *roklen24.cz* [online]. Dostupné z: <https://roklen24.cz/a/p7pJr/jak-dopadly-intervence-cnb-myty-versus-fakta>
- HOLUB, T. Chceme nechat trh se projevit. In: *CNB.cz* [online]. 2017. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2017/cl\\_17\\_170406\\_holub\\_ekonomika90ct24.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_170406_holub_ekonomika90ct24.html)
- HOLUB, Tomáš a Karel MUSIL. Měnová politika ČNB: Hladké přistání z kurzového závazku ve zpětném pohledu. In: *CNB.cz* [online]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/blog\\_cnb/prispevky/holub\\_musil\\_20180913.html](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/blog_cnb/prispevky/holub_musil_20180913.html)
- Intervence ČNB – kurzový závazek Koruna/Euro za 27 Kč/EUR. In: *Kurzy.cz* [online]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/intervence-cnb/>
- JAHAN, Sarwat. Inflation targeting: Holding the Line. In: *IMF.org* [online]. Posl. aktualizace 29. 7. 2017. Dostupné z: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>
- KOVANDA, L. Intervence skončily, uspěli jsme, zapomeňte. In: *penize.cz* [online]. Dostupné z: <https://www.penize.cz/kurzy-men/328508-intervence-skoncily-uspeli-jsme-zapomente>
- Měnové rozhodnutí z 25. 10. 2018. *ECB* [online]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp181025.cs.html>
- MORA, Marek a Jan SCHMIDT. Správa devizových rezerv ČNB a změny v roce 1997. In: *Bankovnictví* [online]. 18. 5. 2018, s. 10. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2018/cl\\_18\\_180518\\_mora\\_schmidt\\_bankovnictvi.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2018/cl_18_180518_mora_schmidt_bankovnictvi.html)
- NOVÁK, M. Česká národní banka před rokem ukončila kurzový závazek. In: *Kurzy.cz* [online]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/zpravy/450908-ceska-narodni-banka-pred-rokem-ukoncila-kurzovy-zavazek-4-4-2018>
- TOMŠÍK V. a J. VLČEK. Účet za devízové intervence nám ekonomika již vystavila. In: *Bankovnictvíonline.cz* [online].
- TŮMA, Ondřej. Očima expertů: Měnová intervence ČNB. Komu pomůže a komu ublíží? In: *penize.cz* [online]. 15. 11. 2016. Dostupné z: <https://www.penize.cz/makroekonomika/275985-ocima-expertu-menova-intervence-snb-komu-pomuze-a-komu-ublizi>

---

## PŘÍLOHA

### Zpráva z workshopu konaného dne 7. 11. 2018 v Brně

Dne 7. 11. 2018 se konal v prostorách vzdělávacího centra společnosti IMPS v Brně workshop k výsledkům výzkumného projektu MUNI/A1222/2017 věnovaný problematice právních a ekonomických aspektů devízových intervencí České národní banky. Jednodenního jednání se zúčastnila, kromě členů a doktorandů pořádající katedry finančního práva a národního hospodářství právnické fakulty Masarykovy university, řada pozvaných hostů z vysokých škol – z ekonomicko-správní fakulty MU, ze stavební fakulty VUT, z provozně ekonomické fakulty Mendelovy univerzity, z podnikatelské fakulty VUT atd. Zúčastnili se i odborníci z praxe – z bankovní sféry, advokáti a další. Sympatická byla i účast studentů.

Jednání zahájil doc. JUDr. Petr Mrkývka, vedoucí katedry finančního práva a národního hospodářství PrF MU. Následovalo vystoupení doc. Ing. Jiřího Blažka (člena řešitelského týmu), který objasnil podstatu a cíle výzkumného projektu. Rovněž poukázal na propojení zkoumané problematiky s předměty vyučovanými katedrou zejména v doktorandském studijním programu.

Následně se ve svém vystoupení zabýval vlastními výsledky výzkumu. Soustředil se zejména na hodnocení průběhu devízových intervencí prováděných Českou národní bankou v letech 2013–2017. Zmínil možná ekonomická rizika, která mohou nastat po ukončení devízových intervencí v důsledku nárůstu devízových rezerv ČNB.

Následovalo vystoupení JUDr. Johana Schweigla (člena řešitelského týmu). V úvodu svého vystoupení vysvětlil teoretickou podstatu prováděných devízových intervenčních zásahů ČNB. Poté se zabýval podrobně finančně-právní stránkou zkoumané problematiky. Důraz kladl na provázání použití měnově-politických nástrojů s hlavním cílem a posláním ČNB tak, jak ji to ukládá zákon č. 6/1993 Sb., o ČNB.

V diskuzi, která následovala po hlavních referátech, vystoupila řada účastníků setkání. Z nejzajímavějších vystoupení uvádíme obsáhlý diskuzní příspěvek doc. JUDr. Petra Mrkývky z PrF MU. Ve svém příspěvku provedl

podrobnou komparaci právní úpravy měny a měnových nástrojů zemí Visegrádské čtyřky (Polska, Maďarska, SR a ČR). Poukázal na rozdíly, přednosti i nedostatky v jednotlivých národních právních úpravách zmíněných zemí.

Zajímavé bylo i vystoupení prof. PhDr. Kamila Fuchse, vedoucího katedry ekonomie z provozně ekonomické fakulty Mendelovy univerzity. Zabýval se postavením měnové autority, centrální banky a možnosti přezkumu, respektive korekce jejího rozhodnutí v oblasti měnové politiky.

V závěru jednání doc. Ing. Blažek shrnul hlavní závěry a poznatky výzkumu a uvedl možná další doporučení pro výzkum měnové problematiky.



## **Vědecká redakce MU**

prof. Ing. Petr Dvořák, CSc.; PhDr. Jan Cacek, Ph.D.;  
Mgr. Tereza Fojtová; Mgr. Michaela Hanousková;  
prof. MUDr. Lydie Izakovičová Hollá, Ph.D.; doc. RNDr. Petr Holub, Ph.D.;  
doc. Mgr. Jana Horáková, Ph.D.; doc. PhDr. Mgr. Tomáš Janík, Ph.D.;  
doc. JUDr. Josef Kotásek, Ph.D.; prof. PhDr. Tomáš Kubíček, Ph.D.;  
doc. RNDr. Jaromír Leichmann, Dr.; PhDr. Alena Mízerová;  
doc. Ing. Petr Pirožek, Ph.D.; doc. RNDr. Lubomír Popelínský, Ph.D.;  
Mgr. Kateřina Sedláčková, Ph.D.; doc. RNDr. Ondřej Slabý, Ph.D.;  
prof. PhDr. Jiří Trávníček, M.A.; doc. PhDr. Martin Vaculík, Ph.D.

## **Ediční rada PrF MU**

doc. JUDr. Josef Kotásek, Ph.D. (předseda);  
prof. JUDr. Josef Bejček, CSc.; prof. JUDr. Jan Hurdík, DrSc.;  
prof. JUDr. Věra Kalvodová, Dr.; prof. JUDr. Vladimír Kratochvíl, CSc.;  
doc. JUDr. Petr Mrkvývka, Ph.D.; doc. JUDr. Radim Polčák, Ph.D.;  
prof. JUDr. Petr Průcha, CSc.; doc. JUDr. Markéta Selucká, Ph.D.

## **PRÁVNÍ A EKONOMICKÉ ASPEKTY DEVIZOVÝCH INTERVENČÍ**

**doc. Ing. Jiří Blažek, CSc., JUDr. Johan Schweigl, Ph.D.**

Vydala Masarykova univerzita  
Žerotínovo nám. 617/9, 601 77 Brno

Spisy Právnické fakulty MU č. 640 (řada teoretická, Edice Scientia)

Tisk: Point CZ, s.r.o., Milady Horákové 890/20, 602 00 Brno  
1. vydání, 2018

ISBN 978-80-210-9156-6

ISBN 978-80-210-9157-3 (online : pdf)

[www.law.muni.cz](http://www.law.muni.cz)