

MORAVSKÁ VYSOKÁ ŠKOLA OLMOUC

Ústav ekonomie

Jitka Vančurová

**Alternativní cíle měnové politiky centrálních bank v době
hospodářské a měnové krize**

Alternative monetary policy objectives of central banks in period of
economic and monetary crisis

Bakalářská práce

Vedoucí bakalářské práce: Doc. RSDr. Luboš Štancl CSc.

Olomouc 2017

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci vypracovala samostatně a použila jen uvedené informační zdroje. Prohlašuji, že odevzdaná tištěná verze bakalářské práce se shoduje s elektronickou verzí vloženou do IS/STAG.

V Olomouci dne

podpis

*Velice děkuji Doc. RSDr. Luboši Štanclovi CSc. za odborné vedení a cenné rady při psaní
bakalářské práce.*

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Jitka Vančurová**
Osobní číslo: **M15090**
Studijní program: **B6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Management a ekonomika ve veřejném sektoru**
Název tématu: **Alternativní cíle měnové politiky centrálních bank v době hospodářské a měnové krize**
Téma anglicky: **Alternative Monetary Policy Objectives of Central Banks in Period of Economic and Monetary Crisis**
Zadávací katedra: **Ústav ekonomie**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

- Úvod práce s důvodem volby tématu zasazením tématu do aktuální ekonomické situace
- Explicitně stanovený cíl práce
- Ke zvolenému cíli práce adekvátně zvolené metody práce a teoreticko metodologická východiska
- Teoretická část práce, přehled dosavadních poznatků, základ pro praktickou nebo aplikační část
- Praktická část práce, vymezení subjektů a principů pro analýzu a komparaci
- Závěr práce s odpověďmi na kladený cíl práce, vlastní názor a doporučení autorky práce
- Formální úprava, citace a rozsah dle obecně závazných předpisů a vnitřních norem MVŠO
- Průběžná aktivní konzultace s vedoucím práce


Rozsah grafických prací: Dle norem MVŠO
Rozsah pracovní zprávy: Dle norem MVŠO
Forma zpracování bakalářské práce: tištěná/elektronická
Seznam odborné literatury:


BOECKH, J. The great reflation. John Willey and Sons, New Jersey, USA. 2010
FRIEDMAN, M. Za vším hledej peníze. Praha: Grada Publishing. 1997
HEDIJA, V. Fiskální politika v prostředí Evropské hospodářské a měnové unie. Praha: C.H. Beck, 2014
MISES, L. The money and credit. Signalman Publishing, Orlando, USA. 2010
REVENDA, Z. Centrální bankovníctví. Praha: Management Press. 2008
REVENDA, Z. Peněžní ekonomie a bankovníctví. Praha: Management Press. 2012
Elektronické webové zdroje:
www.mfcr.cz, www.csu.cz, www.cnb.cz

Vedoucí bakalářské práce: Doc. RSDr. Luboš ŠTANCL, CSc.
Ústav ekonomie


Datum zadání bakalářské práce: 10. února 2016
Termín odevzdání bakalářské práce: 31. března 2017

Podpis studenta:  Datum: 5. 9. 2016

Podpis vedoucího práce:  Datum: 30. 08. 2016


Mgr. Irena KOVAČIČINOVÁ
prorektorka




Ing. Eva JÍLKOVÁ, Ph.D.
manažer ústavu

V Olomouci dne 30. srpna 2016

Obsah

Úvod.....	8
1 Měnová politika	9
1.1 Cíle a nástroje měnové politiky.....	9
1.1.1 Operační cíle	10
1.1.2 Zprostředkující cíle	11
1.1.3 Konečné cíle	11
1.2 Transmisní mechanismus	12
1.3 Časová zpoždění.....	13
2 Režimy měnové politiky	15
2.1 Cílování inflace	15
2.2 Cílení peněžní zásoby	17
2.3 Kurzové cílení	17
2.4 Režim s implicitní nominální kotvou.....	18
3 Nestandardní opatření v době krize	19
3.1 Krize v USA.....	20
3.1.1 Základní pojmy	21
3.1.2 Příčiny krize	22
3.1.3 Způsob řešení	22
3.2 Krize Eurozóny	24
3.2.1 Základní pojmy	25
3.2.2 Příčiny krize	26
3.2.3 Způsob řešení	26
3.3 Komparace krize v USA a v eurozóně.....	27

Závěr	30
Anotace	31
Literatura a prameny	33
Elektronické zdroje a prameny	33
Seznam zkratek	35
Seznam obrázků	36
Seznam tabulek	37

Úvod

Za téma své bakalářské práce jsem si zvolila Alternativní cíle měnové politiky centrálních bank v době měnové a hospodářské krize.

Toto téma je aktuální zejména v kontextu nedávných finančních a hospodářských krizí vyspělého světa tohoto tisíciletí, zejména se jedná o krizi v USA a krizi v eurozóně. Vzhledem k tomu, že měnová krize je jednou z finančních krizí, spolu s dluhovou, bankovní (úvěrovou) a burzovní krizí a většinou spolu tyto krize úzce souvisí, zvolila jsem pro jejich aktuálnost, krize, které začali původně jako dluhové.

Cílem mé bakalářské práce je seznámit čtenáře s cíli měnové politiky centrálních bank v době měnové a hospodářské krize. V této práci hodlám vymežit cíle měnové politiky, kdy hodlám popsat zprostředkující, operační a konečné cíle měnové politiky. V této bakalářské práci se také hodlám věnovat režimům měnové politiky, kterými jsou cílování inflace, cílování peněžní zásoby, kurzové cílení a režimy s implicitní nominální kotvou.

V praktické části bakalářské práce bych se chtěla zaměřit na rozbor krize USA a krize v eurozóně, na jejich příčiny a způsoby řešení centrálními bankami. Ke konci praktické části tyto dvě krize porovnam.

Za metody své bakalářské práci jsem si zvolila rešerši a komparaci.

Za literární prameny své bakalářské práce jsem si zvolila publikace povětšinou předních ekonomů dnešní doby. Tyto prameny jsou v rozmezí let 2011-2017. Nejstarší publikací je Centrální bankovníctví od Zbyňka Revendy, tuto publikaci jsem zvolila pro její obšírnost k tématice centrálního bankovníctví, nutno podotknout, že jedná se o její nejaktuálnější vydání. V této práci také využívám elektronických zdrojů, jedná se například o stránky České národní banky, nebo elektronický ekonomický článek od paní Evy Zamrazilové s názvem Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika

1 Měnová politika

Měnová politika je čistě doménou centrálních bank, na rozdíl od fiskální politiky, která je naopak politikou státu; i když jsou tyto dvě hospodářské politiky mezi sebou vzájemně provázané, každá má své cíle poněkud odlišné. Vzhledem k tomu, že hlavním cílem měnové politiky je především péče o cenovou stabilitu, z čehož jasně vyplývá, že centrální banky zastávají jednu z nejdůležitějších činností v tržní ekonomice. Centrální banky lze tedy považovat za „strážkyně zdraví národních měn“, a právě proto mají určité pravomoci, ale i odpovědnosti vůči měnové stabilitě země, kterou zastupují.¹ Podle Z. Revendy můžeme měnovou politiku v nejširším slova smyslu považovat za „vědomou činnost nějakého subjektu, který se prostřednictvím měnových nástrojů snaží regulovat vývoj množství peněz v oběhu, a tím dosáhnout určitých cílů“².

Měnovou politiku lze také chápat jako jakýsi proces, prostřednictvím kterého se snaží centrální banka o dosažení předem vytyčených cílů. Tento proces dále reguluje pomocí svých nástrojů, díky kterým pak banky mění zásobu peněz v oběhu, úrokovou míru nebo měnový kurz, podle aktuální ekonomické situace dané země. Tento proces měnové politiky má především zajistit trvalou měnovou stabilitu země, za předpokladu, že již byla předem nastolena měnová rovnováha.

Skutečné množství peněz v oběhu = Ekonomicky nutné množství peněz v oběhu

Nabídka peněz = Poptávka po penězích

$$M_S = M_D$$

Rovnice 1 Měnová rovnováha³

Měnové rovnováhy, lze dosáhnout, pokud je skutečná nabídka peněz v oběhu rovna poptávanému množství peněz v oběhu, tento jev však zamezuje i případné mírné inflaci, která může být v malé míře prospěšná pro hospodářský růst. Pokud je ovšem nastolena měnová rovnováha, jsou vytvořeny ideální podmínky pro měnovou stabilitu.⁴

1.1 Cíle a nástroje měnové politiky

Měnová politika centrálních bank využívá k dosahování svých cílů čtyř základních nástrojů, a to diskontní sazbu, operace na volném trhu, určení povinné míry bankovních rezerv a v neposlední řadě i devizové rezervy, avšak nejčastěji využívaným nástrojem měnové politiky jsou operace na volném trhu. Tyto nástroje jsou využívány zejména ke změnám peněžních zásob v oběhu, a protože hlavním cílem všech centrálních bank je především péče o cenovou stabilitu, tak centrální banky těchto nástrojů využívají především, k tomu, aby podpořily

¹ Srov. REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. str. 67

² REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. str. 67

³ Tamtéž s. 68

⁴ Srov. REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. str. 67

svého limitu, neměly potřebu si navzájem konkurovat, nakonec bylo od těchto úvěrových limitů upuštěno a v dnešní době se již prakticky nevyužívají. Dalším dnes již nevyužívaným typem operačního cíle byly limity na úrokové míry klientských úvěrů a vkladů.⁷

1.1.2 Zprostředkující cíle

Zprostředkujícím cílem je obvykle nějaký měnový agregát⁸, úroková míra nebo měnový kurz. Vzhledem k tomu, že zprostředkující cíle mají krátkodobý až střednědobý charakter, tvoří jakýsi předěl mezi změnou a konečnými cíli měnové politiky. Pro zprostředkující cíl může být ovšem stanovena i jiná hospodářská veličina, avšak musí být jasně odhadnutelný vztah mezi touhou veličinou a konečným cílem měnové politiky. Platí ovšem, že stabilní dlouhodobý růst peněžní zásoby je neodmyslitelně spojen s inflací. Protože centrální banka nemá zprostředkující cíle plně pod kontrolou, volí pro dosažení svého konečného cíle nástroje, jimiž je schopna požadovaného výsledku dosáhnout. Na základě zprostředkujícího cíle se následně vybere adekvátní operační cíl, který má v plné režii centrální banka.

V souvislosti se zprostředkujícími cíli, může banka využít alternativní strategie měnové politiky centrálních bank, kterými jsou cílování inflace, cílení peněžní zásoby a cílení měnového kurzu, přičemž nejčastěji využívané jsou první dvě, a to cílení inflace a peněžní zásoby.⁹

1.1.3 Konečné cíle

Hlavním konečným cílem v měnové politice je především cenová stabilita, která je především zabezpečována nízkou hladinou inflace. Dalším konečným cílem pak může být také dlouhodobý hospodářský růst a vysoká zaměstnanost, rovnovážnost běžného účtu platební bilance, stabilita měnového kurzu domácí měny, stabilizace úrokových sazeb a stabilita finančních trhů; navíc cíle měnové politiky mnohdy vyžadují vzájemně protichůdné působení měnové politiky. Měnovou politiku, která sleduje konečné cíle, dělíme na expanzivní, restriktivní nebo neutrální.

Expanzivní měnová politika se projevuje zvyšováním tempa růstu peněžní zásoby a snížením úrokových sazeb. Například pokud je v zemi vysoká nezaměstnanost, centrální banka sníží svou diskontní sazbu nebo začne nakupovat vládní dluhopisy, tímto centrální banka dosáhne svého zprostředkujícího cíle, jímž je zvýšení peněžní zásoby a snížení úrokové míry, což povede k růstu investic a spotřeby a následně k růstu čistého vývozu. Což povede k růstu inflace, ale zároveň se tím sníží i nezaměstnanost, protože bude větší poptávka na trhu práce.

Restriktivní měnová politika snižuje peněžní zásobu v oběhu a zvyšuje úrokovou míru. V praxi se těchto opatření například využívá v případě vysoké inflace v zemi, centrální banka se proto může rozhodnout buď zvýšit diskontní sazbu, prodávat vládní dluhopisy, či obojí zároveň, což vyvolá pokles spotřeby a investic a následně sníží čistý vývoz. Přestože to bude

⁷ Srov. JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II.* str. 50-53

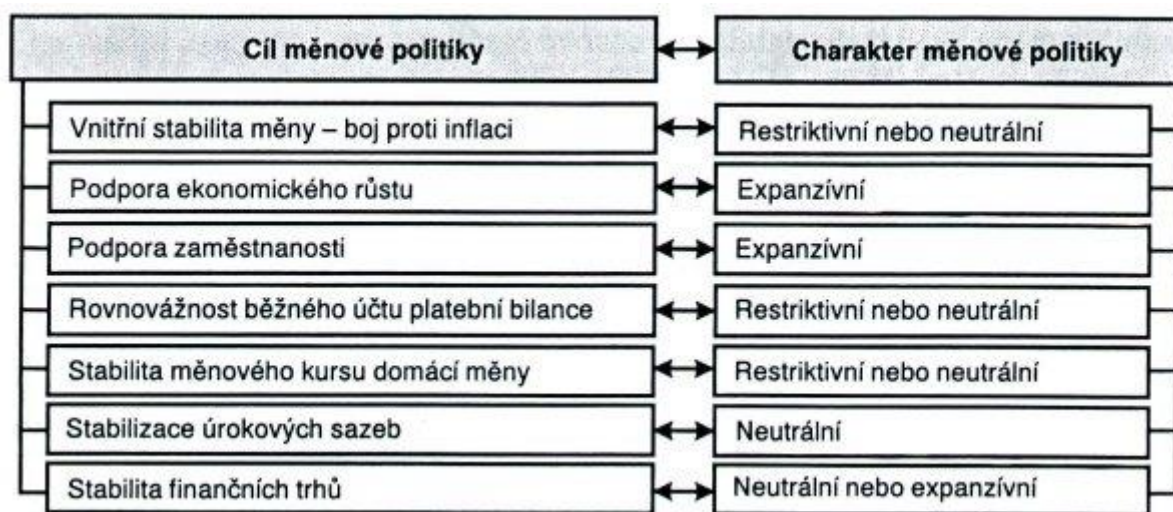
⁸ Souhrn peněžních prostředků s určitým stupněm likvidity.

⁹ Srov. JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II str.* 70

mít za následek zvýšení nezaměstnanosti, povede to zároveň i ke kýženému konečnému cíli, a to snížení inflace.

Neutrální měnová politika se naopak snaží o stabilizaci růstu množství peněz v oběhu, tak aby to nevedlo ke zbytečnému zvyšování cenové hladiny, to znamená, že centrální banka se snaží pouze o zachování optimálního množství peněz v oběhu, ale dále do měnové politiky nikterak nezasahuje.¹⁰

Obrázek níže vyobrazuje konečné cíle měnové politiky, a jaký charakter měnové politiky je pro daný cíl vhodné zvolit, jestli expanzivní, restriktivní nebo neutrální měnovou politiku.



Obrázek 2 Konečné cíle měnové politiky¹¹

1.2 Transmisní mechanismus

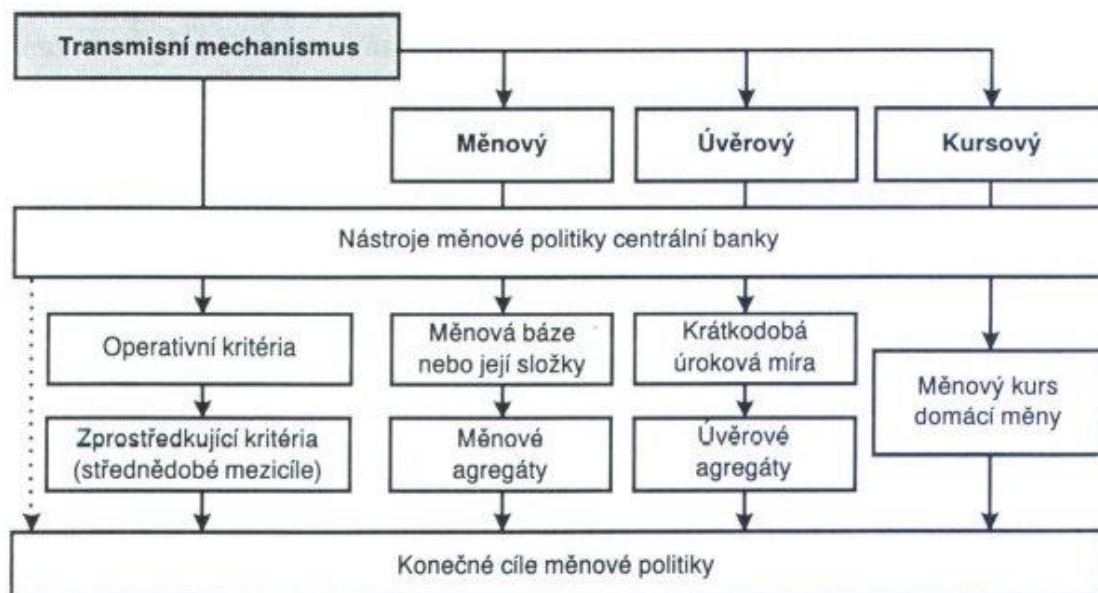
Transmisní mechanismus podle Revendy je řetězec kauzálních vztahů, které centrální banka využívá pro dosažení svých cílů. Zjednodušeně řečeno, transmisní mechanismus je způsob, jakým centrální banky působí na své konečné cíle, a k tomuto využívají nástrojů měnové politiky (tj. diskontní sazby, operací na volném trhu, povinné míry bankovních rezerv a devizové rezervy), dále k tomu využívají operačních, zprostředkujících a konečných cílů měnové politiky.

Jak je z obrázku níže patrné, existují tři základní transmisní mechanismy: měnový, úvěrový a kurzový. K dosažení konečného cíle centrální banka zpravidla využívá nástrojů

¹⁰ Srov. HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 6. str. 660-661

¹¹ Obrázek 4.6 *Rozpory mezi cíli měnové politiky v tržní ekonomice* [grafické schéma] In: REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. str. 80

měnové politiky, kdy přes operativní kritéria (resp. cíle) dosahuje zprostředkujících cílů, na které už ovšem přímo centrální banky působit nemohou.¹²



Obrázek 3 Základní transmisní mechanismy měnové politiky¹³

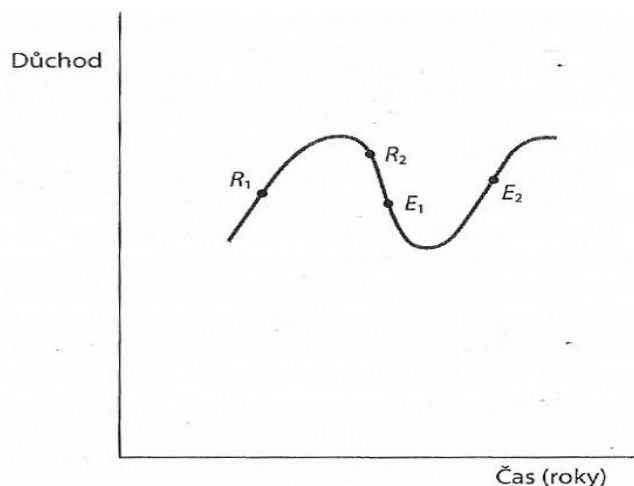
1.3 Časová zpoždění

Dříve, než mohou být analyzovány vhodné transmisní mechanismy, je nutné si uvědomit, že v ekonomice dochází k určitým prodlevám mezi přípravnou a realizační fází opatření centrálních bank. Z toho vyplývá, že centrální bankovníctví není schopno provádět dostatečně pružnou diskreční měnovou politiku, protože než se problém analyzuje a jsou vybrána přijatelná opatření, která jsou následně aplikována a trvá nějakou dobu, než se dostaví konečný účinek. Toto prodlení je právě oním časovým zpožděním v měnové politice, kterému nejde nikterak zabránit, lze ho ovšem zahrnout do prognózy budoucího vývoje, a tím jeho potenciální negativní účinek, co možná nejvíce eliminovat.

Graf níže zobrazuje hospodářský cyklus v kontextu zpoždění, která jsou pro měnovou politiku nevyhnutelná. Z grafu je jasně poznat, že pokud se centrální banka rozhodne aplikovat měnovou politiku, jak restriktivní, tak i expanzivní, vždy bude prodleva mezi realizací a účinkem, v některých případech to může mít až katastrofální dopad. Například může dojít k přehřátí ekonomiky, což může nastat, pokud se použije expanzivní politiky k překlenutí právě probíhající hospodářské krize, která se může projevit až ve fázi konjunktury či naopak může dojít k prohloubení krize, pokud se použije restriktivní měnové politiky v době konjunktury, která se reálně projeví až v době recese.

¹² Srov. REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. str. 69-70

¹³ Obr. 18: *Transmisní mechanismus a jednotlivé kanály monetární politiky*. [grafické schéma] In: REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. Dostupné z: https://is.mendelu.cz/eknihovna/opory/index.pl?cast=4542;fit_w=1;lang=czw



Legenda: R_1 – rozhodnutí o realizaci restriktivní měnové politiky,
 R_2 – dopad restriktivní měnové politiky,
 E_1 – rozhodnutí o realizaci expanzivní měnové politiky,
 E_2 – dopad expanzivní měnové politiky.

Obrázek 4 *Hospodářský cyklus a zpoždění v měnové politice*¹⁴

Rozlišujeme tři druhy zpoždění měnové politiky, které nastávají během analýzy, následné realizace konečným účinkem; jedná se o poznávací zpoždění, rozhodovací a realizační zpoždění a o reakční zpoždění.

Poznávací zpoždění souvisí především se sběrem a analýzou potřebných dat, tato statistická data jsou pak dále ještě více zpřesňována až po konečné údaje, což má za následek velkou časovou ztrátu během této poznávací fáze.

Rozhodovací a realizační zpoždění bezprostředně závisí na míře kompetentnosti a nezávislosti centrální banky. Pokud je totiž centrální banka závislá na rozhodnutí vlády a parlamentu, může to znamenat velmi značné zpoždění rozhodovací a realizační fáze, v opačném případě, pokud centrální banka je nezávislou institucí, zpoždění této fáze je zanedbatelné.

Reakčním zpožděním je míněno zpoždění mezi opatřeními, která zavedla centrální banka a konečnou reakcí, a protože je tato fáze udávána především ekonomickými procesy, tak toto zpoždění je neovlivnitelné jakoukoliv subjektivní činností centrální banky.¹⁵

¹⁴ Obr. 14.2 *Hospodářský cyklus a zpoždění v měnové politice*. [graf] In: REVENDA, Zbyněk, Martin MANDEL, Jan KODERA, Petr MUSÍLEK a Petr DVOŘÁK. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. str. 333

¹⁵ Srov. REVENDA, Zbyněk, Martin MANDEL, Jan KODERA, Petr MUSÍLEK a Petr DVOŘÁK. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. str. 332-333

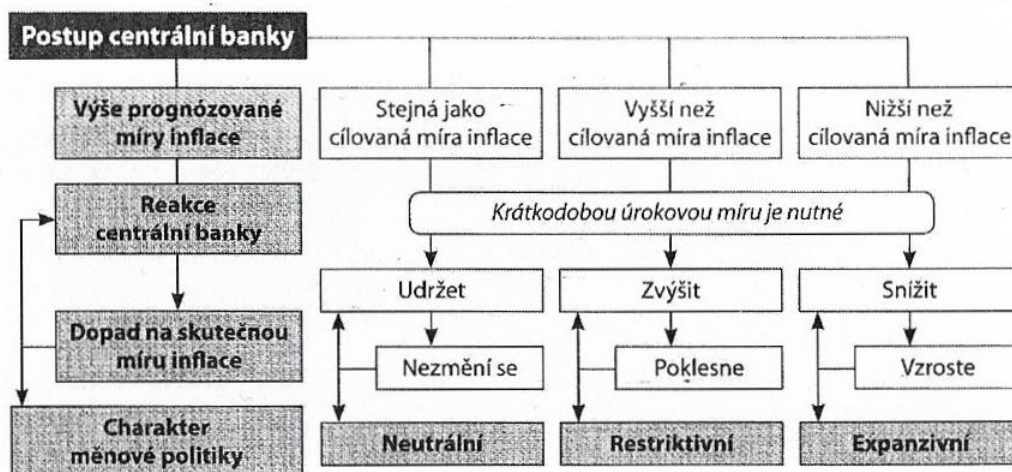
2 Režimy měnové politiky

Režimů měnové politiky se využívá pro rozhodování měnové politiky pro určitou strukturu, ale také i pro interpretaci tohoto rozhodování veřejnosti. Pro dosažení režimu měnové politiky se využívá zpravidla nominální makroekonomické veličiny k zabezpečení požadovaného cenového vývoje, jedná se zpravidla o cílení kurzu, peněžní zásoby a inflace.¹⁶ Alternativní cíle měnové politiky centrálních bank jsou shodné s konečným cílem měnové politiky, což je dosažení cenové stability, avšak liší se tím, jak tohoto cíle dosahují, zda přímo či zprostředkovaně.

2.1 Cílování inflace

Cílování inflace je aktivní a přímé formování inflačních očekávání, jedná se o inflační cíl, který je předem navržen a vyhlášen centrální bankou, kterého se následně centrální banky snaží dosáhnout. Centrální banka ve snaze ovlivnit budoucí inflaci žádoucím směrem, používá měnové nástroje v závislosti na aktuální prognóze, avšak s jistým časovým zpožděním. Pro cílování se využívá indexu spotřebitelských cen neboli CPI.

Cílování inflace probíhá tak, že centrální banka s předstihem vyhlásí inflační cíl, kterého má v plánu dosáhnout, díky tomu se jedná o aktivní formování inflačních očekávání. Cílování inflace do svého rozhodovacího schématu zahrnuje nejen měnový kurz a peněžní agregáty, ale také i například trh práce, úrokové sazby, výsledky hospodaření veřejných rozpočtů apod.



Obrázek 5 Cílování inflace¹⁷

¹⁶ Srov. *Jaké jsou režimy měnové politiky?* [online]. [cit. 2017-06-18]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menov_e_politiky.html

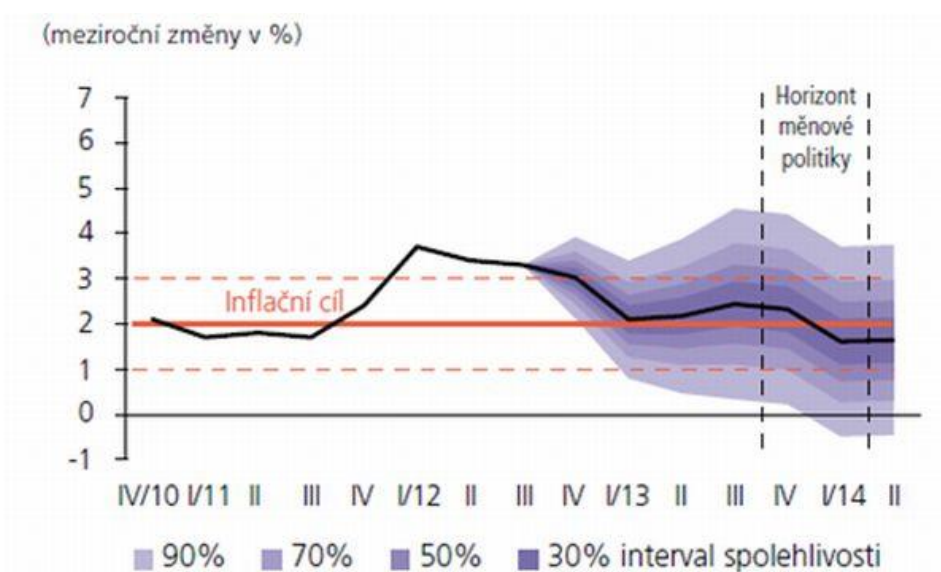
¹⁷ Obrázek 12.1 Cílování inflace: postup centrální banky. [grafické schéma] In: REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. str. 198

Důvodem pro využívání cílování inflace je především nominální kotva¹⁸, díky které je inflační očekávání lépe ukotveno, což je pro měnovou politiku značným přínosem, protože je lépe schopna ustát otřesy a přechodné změny v CPI.

Hlavním problémem cílování inflace jsou nepředvídatelné inflační šoky¹⁹, proto se konkrétní míry inflace často redukují o některé vlivy až na úroveň tzv. inflačního jádra²⁰. Nespornou výhodou cílování inflace, je vysoká míra transparentnosti, z toho vyplývá, že vyhlášení určitého inflačního cíle je pro širokou veřejnost srozumitelnější, než třeba kdyby centrální banka vyhlásila zvyšování peněžní zásoby tempem 4 % ročně, protože laická veřejnost by si to nebyla schopna správně vyložit. Dále je další předností inflačního cílování i například možnost ignorovat chyby v minulosti, navíc čím je banka nezávislejší institucí na veřejné politice, tím snáze je schopna prosazovat své dlouhodobé cíle za účelem cenové stability.²¹

Cílování inflace bylo poprvé navrženo centrální bankou Nového Zélandu již v roce 1989, vzhledem k tomu, že se systém cílování osvědčil, v roce 2010 byl tento systém uplatňován 34 zeměmi, a to včetně České republiky.

Cílové pásmo cílované inflace bývá zpravidla okolo 1-3 % ve střednědobém horizontu. Rámce cílování inflace se v různých zemích liší, například na Novém Zélandu činil původní inflační cíl 0-2 %, následně v roce 1996 se toto rozmezí zvýšilo na 0-3 %, avšak v roce 2002 byla zvýšena dolní nulová mez na 1 %.



Obrázek 6 Prognóza celkové inflace v České republice v roce 2012²²

¹⁸ Centrální bankou stanovená hodnota interně vybrané nominální veličiny.

¹⁹ Vlivy, které leží mimo dosah měnové ekonomiky (př. cena ropy)

²⁰ Míra inflačního růstu cen

²¹ Srov. REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. str. 198-201

²² Obr. 1: Prognóza celkové inflace v České republice. [graf] In: *Cílování inflace, ceny nemovitostí a skrytá nestabilita* [online]. [cit. 2017-06-18]. Dostupné z: <https://www.hypoindex.cz/clanky/cilovani-inflace-ceny-nemovitosti-a-skryta-destabilita/>

Obrázek výše zobrazuje inflační cíl České národní banky v roce 2012, a zároveň i toleranční inflační pásmo, které bylo ještě pro měnovou politiku České republiky v té době přijatelné.^{23, 24}

2.2 Cílení peněžní zásoby

Cílení peněžní zásoby vychází z předpokladu, že růst cen je v dlouhodobém horizontu ovlivňován vývojem peněžní zásoby. Cílení peněžní zásoby, vychází z myšlenky, že množství peněz v ekonomice určuje cenovou úroveň, která svou mírou zvyšování primárně závisí na peněžní zásobě a jejím zvyšování, tato myšlenka byla potvrzena v 50. letech Miltonem Friedmannem, který tvrdil, že inflace je vždy a všude měnovým jevem.

V 70.-80. letech, některé vyspělé ekonomiky světa využívaly tohoto cílení, protože se mělo za to, že peněžní zásoba by se mohla osvědčit jako dobrý indikátor inflačních podmínek, takže by bylo snazší udržovat inflaci pod kontrolou.

Dnes se tohoto cílení moc nevyužívá. Zkušenosti totiž ukázaly, že čím je zřetelnější vztah k inflačnímu cíli tím širší musí být vymezení peněžní zásoby, to však snižuje jejich schopnost regulací centrální bankou.²⁵

2.3 Kurzové cílení

Prostřednictvím kurzového cílení se centrální banka snaží zajistit stabilitu měnového kurzu, činí tak za použití změn úrokových měr a přímých devizových intervencí. Při posílení měny může centrální banka snižovat úrokové míry, naopak při oslabení měny by centrální banka měly tyto úrokové míry zvyšovat. Úspěch měnového cílení závisí především na očekáváních trhu, protože trh musí věřit, že centrální banka svého cíle docílí.

Výhodou kurzového cílení je bezesporu to, že se kurz je srozumitelnou nominální kotvou pro širokou veřejnost. Nevýhodou za to, že dochází k výraznému oslabení nezávislosti měnové politiky, protože domácí úrokové míry musejí být nastaveny rozumně s úrokovými mírami kotevní země, navíc pevný kurz může být ohrožen spekuláčními útoky domácí měny.

Modifikací kurzového cílení je posuvný pevný kurz, kdy je cílená hladina měnového kurzu posouvána, nejčastěji směrem dolů, aby došlo k devalvací (př. ČR), v závislosti na cenové konkurenceschopnosti dané země.²⁶

²³ Srov. *Jaké jsou režimy měnové politiky?* [online]. [cit. 2017-06-18]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menov_e_politiky.html

²⁴ Srov. *Cílování inflace, ceny nemovitostí a skrytá nestabilita* [online]. [cit. 2017-06-18]. Dostupné z: <https://www.hypindex.cz/clanky/cilovani-inflace-ceny-nemovitosti-a-skryta-nestabilita/>

²⁵ Srov. JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II.* s. 70-72

²⁶ Tamtéž s. 82-83

2.4 Režim s implicitní nominální kotvou

Režim s implicitní nominální kotvou v cílování interně vybrané veličiny, která nebyla centrální bankou explicitně vyhlášena. Pokud má režim s implicitní nominální kotvou úspěšně fungovat, musí mít centrální banka v první řadě podporu a důvěru veřejnosti, tak aby bylo možné dosáhnout požadovaných změn inflace i bez explicitních cílů.²⁷

²⁷ Srov. *Jaké jsou režimy měnové politiky?* [online]. [cit. 2017-06-18]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menov_e_politiky.html

3 Nestandardní opatření v době krize

Hospodářská a měnová krize v roce 2008 je charakteristická pro svou širokou škálu využívaných nestandardních opatření. Nestandardní opatření byla cílena na stabilizaci rozvrácených finančních trhů a obnovu optimálního fungování finančního zprostředkovávání. Pro využití nestandardních opatření byli především dva hlavní důvody, a to buď z důvodu kvantitativního vyčerpání nástrojů měnové politiky nebo z jejich kvalitativní nepoužitelnosti v praxi.

Jedním z hlavních důvodů pro kvantitativní vyčerpání měnového nástroje – úrokové sazby, byl pád velké americké investiční banky Lehman Brothers dne 15. září roku 2008, kdy přes noc nečekaně vyhlásila bankrot, což způsobilo rychlé snížení základních úrokových sazeb na téměř nulovou hranici, díky tomu pak centrální banky již nebyly nadále schopny dosahovat svých konečných cílů zprostředkovaně pomocí úrokové míry. Pád Lehman Brothers navíc odstartoval jednu z největších finančních krizí v novodobé historii.

Za nestandardní nástroje můžeme považovat operace centrálních bank směřujících k přímému ovlivnění chodu finančních trhů, dále opatření měnové politiky, která stimulují ekonomickou aktivitu po dosažení tzv. *zero level bound*²⁸ (ZLB), či opatření, která se snaží o nápravu transmisního mechanismu.

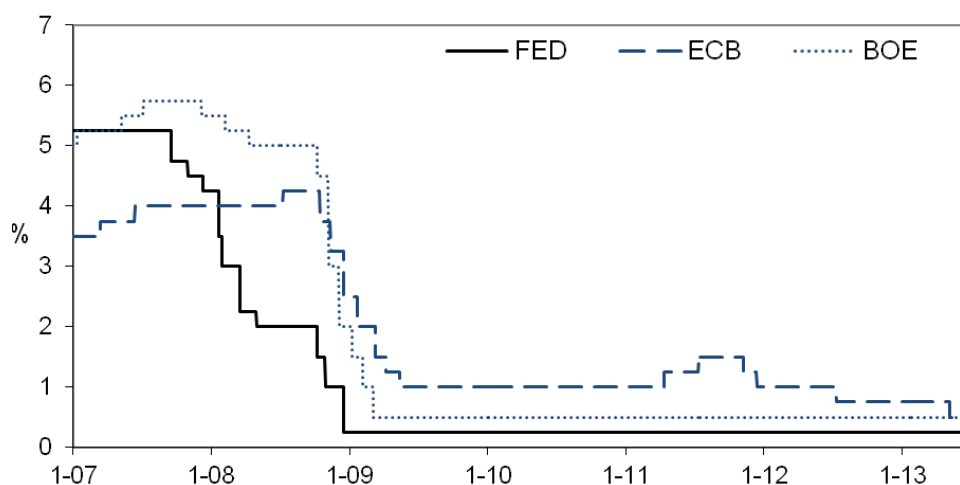
V roce 2010 rozdělil MMF nestandardní opatření do tří oblastí, a to do: likvidní uvolňování, úvěrové uvolňování a kvantitativní uvolňování. *Likvidní uvolňování* je opatření, kdy si banky (centrální i komerční) půjčují vládní dluhopisy za nelikvidní peníze. Oproti tomu *úvěrové uvolňování* je opatření, které je cíleno na nákup cenných papírů. Dále v poslední době nejpoužívanější je metoda *kvantitativního uvolňování*, což je opatření, při kterém dochází k nákupům vládních dluhopisů nebo státem garantovaných cenných papírů s cílem snížit dlouhodobé bezrizikové úrokové sazby.

Dosažení ZLB není jediným důvodem pro využití nestandardních opatření, dalším důvodem může být také fakt, že může dojít ke stresu na finančním trhu, což může vést k silným rozdílům v likviditě, které následně mohou vést k narušení transmisního mechanismu měnové politiky, který se projevuje neefektivností úrokového nebo měnového kanálu. Toto centrální banka může řešit tím, že dodatečně poskytne komerčním bankám dodatečné likvidity cestou modifikace běžně používaných měnových opatření nebo vytvořením nových opatření. Centrální banky v tomto případě mohou například modifikovat prodloužení splatnosti na volném trhu, rozšířením seznamu aktiv, která mohou být akceptovatelná jako zástava či rozšířením příjemců okruhu likvidity.

Při krizi bylo donedávna prvotní reakcí klasické měnové politiky snižování úrokových sazeb Fed, ECB a BoE, avšak při pádu Lehman Brothers tyto úrokové sazby padly na své historické minimum, a to i přestože už v roce 2007 Fed začal postupně snižovat

²⁸ Stav, kdy centrální banka nemá již další prostor k uvolňování měnových podmínek.

své úrokové sazby z 5,25 % až na 1,5 % v říjnu roku 2008, a to vše jako reakci na problémy substandardních hypoték. ECB a BoE tyto kroky zatím nečinily, protože se jim krize substandardních hypoték nejevila jako příliš pravděpodobná a místo toho roku 2007 nadále pokračovaly ve zpřísnování měnových podmínek, a to až do pádu již několikrát zmíněné banky Lehman Brothers, která svým pádem v září 2008 odstartovala sérii razantních snížení úrokových sazeb až na snížení na 1 % v květnu 2009. Díky tomu se centrální banky dostaly do situace, když už úrokové sazby nejde dále snižovat, díky čemuž byl vyčerpán klasický neboli také standardní nástroj měnové politiky, a tím vznikl ZLB, což vedlo k tomu, že se centrální banky museli zaměřit na metodu kvantitativního uvolňování, která je spojená s ovlivňováním množství peněz v oběhu.²⁹



Obrázek 7 Hlavní úrokové sazby v letech 2007-2013³⁰

3.1 Krize v USA

Finanční krize, která vypukla v roce 2007, má své kořeny v překomplikované regulaci v podobě selektivních hypoték pro všechny, které byly podporovány vládou USA. Tato krize byla vyvolaná v důsledku přehnané úvěrové expanze, kterou zapříčinilo hned několik faktorů. Jedním z faktorů bylo, že bezohlední makléři v první řadě vůbec půjčovali méně bonitním či nebonitním klientům, protože je spíše více zajímal jejich vlastní zisk ve formě provize nežli možné konečné důsledky tohoto jednání. Dokonce i bankéři mají na této situaci svůj podíl, protože za účelem bonusů z úrokových výnosů generovaných poskytnutými úvěry je koncový klient ani nezajímal. Navíc selhali i regulátoři a dohled. Dalším významným faktorem bylo, že Fed podporoval úvěrovou expanzi svou měnovou politikou, která zahrnovala nízké úrokové míry, za účelem sociální politiky, aby každý mohl dosáhnout na vlastní bydlení, tato politika byla zároveň i podporována státem.

²⁹ Srov. ZAMRAZILOVÁ, Eva. *Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika*. s. 3-6

³⁰ Hlavní úrokové sazby. [graf] In: ZAMRAZILOVÁ, Eva. *Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika*. s. 5

Škody způsobené touto původně hypoteční krizí byly obrovské, podle MMF k březnu 2008 činili ztráty na cenných papírech přibližně asi 945 mld. USD, avšak tyto ztráty byly z velké části odkoupeny evropskými investory, což bylo možné díky tomu, že o riziku těchto cenných papírů většina investorů neměla tušení, protože jediným hodnotícím kritériem byla sledovací známka od amerických hodnotících agentur, které ovšem sledovaly jen svůj záměr a potřebné informace záměrně zatajily. To mělo za následek rozšíření krize do zbytku světa, a to zejména do Evropy.³¹

Ukazatele	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
HDP (% meziroční změny)	3,1	2,7	1,9	-0,3	-3,1	2,4	1,8	2,2
Míra inflace (%)	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,3	1,6	3,1	2,1
Míra nezaměstnanosti (%)	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3	9,6	8,9	8,1
Saldo státního rozpočtu (% HDP)	-3,2	-2,0	-2,7	-6,7	-13,3	-11,1	-10,0	-8,5
Vládní dluh (% HDP)	67,4	66,1	66,5	75,6	89,1	98,2	102,5	106,5
Saldo běžného účtu platební bilance (% HDP)	-5,9	-6,0	-5,1	-4,7	-2,7	-3,1	-3,1	-3,0

Tabulka 1 Makroekonomické ukazatele USA v letech 2005-2012³²

3.1.1 Základní pojmy

Dolar je nejvýznamnější měnový reprezentant světa, a to i po čtyřiceti letech od zániku brettonwoodského systému³³, což znamená, že každá dolarová bankovka je americkým dluhipsem.³⁴

Fed je federální rezervní systém a je v podstatě centrální bankou USA. Hlavním konečným cílem Fed je zajištění dlouhodobého růstu měnových a úvěrových agregátů tak, aby tento růst byl v souladu s dlouhodobým hospodářským potenciálem zvyšování produkce, díky tomu by se mělo účinně podporovat cíle, která vedou k co možná maximální zaměstnanosti, mírných dlouhodobých úrokových měn a stabilních cen. Z toho vyplývá, že Fed má v první řadě zajistit růst HDP a až poté se má zabývat zaměstnaností a cenovou stabilitou.³⁵

³¹ Srov. JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II.* str. 311-313

³² Srov. KUNEŠOVÁ, Hana, Aleš KOUČOUREK, Pavla BEDNÁŘOVÁ, Eva CIHELKOVÁ, Miloš NOVÝ. *Světová ekonomika: nové jevy a perspektivy.* s. 135 a 141

³³ Systém, ve kterém byl dolar krytý zlatem.

³⁴ Srov. ECKERT, Daniel D. *Světová válka měn: euro, zlato, nebo jüan - která z měn se stane nástupcem dolaru?.* s. 67

³⁵ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II.* str. 85

3.1.2 Příčiny krize

Předzvěst krize v USA má svůj počátek již v létě 2007, kdy na veřejnost začali pronikat informace o nesplácených substandardních hypotékách, jež byly poskytovány méně bonitním klientům, které byly ve velkých objemech spojovány a odprodávány z portfolií poskytujících bank dalším subjektům na finančním trhu, proti těmto spojeným hypotékám se pak následně vydávali cenné papíry, s kterými se dále také obchodovalo, jednalo se o tzv. *Collateralized Debt Obligation*³⁶ známé pod zkratkou CDO.

Toto rozprodávání sad hypoték vyústilo v to, že banky, pojišťovny, penzijní ani investiční fondy tyto hypotéky neměly ve svém držení, dokonce neměly ani nic společného s jejich poskytnutím, takže neznaly ba ani koncové dlužníky, přesto však byla jejich finanční situace přímo závislá na tom, jak se tito koncoví dlužníci budou chovat, resp. zdali budou řádně splácet. Tato finanční závislost na koncovém spotřebiteli byla zapříčiněna tím, že tito účastníci finančního trhu drželi cenné papíry odvozené právě od sad substandardních hypoték.

Skutečnost, že na povrch vyšla informace o nesplácených substandardních hypotékách, vyvolala vlnu nervozity na finančním trhu. Najednou se každý vlastník těchto cenných papírů musel rozhodnout, jestli si tyto cenné papíry ponechá, anebo je rychle odprodá dříve, než jejich cena ještě více klesne, což nakonec vedlo k první vlně výprodejů a snížení cen těchto cenných papírů. Tyto první výprodeje však zatím neměly žádné přímo devastující účinky, ale mělo to za následek pomalu se prohlubující finanční krizi. Přelom nastal s rokem 2008, kdy se dosáhlo vrcholné fáze finanční krize, protože s tím, jak cena postupně klesala a nezvyšovala se, čím dál více subjektů se snažilo těchto cenných papírů zbavit, což nakonec vyústilo k pádu významným amerických investičních bank: Lehman Brothers a Bear Stearns. Navíc se roku 2008 tato finanční krize rozšířila i do Evropy.

Dá se říct, že měnová politika dovolila politiku levných peněz ve formě CDO, což vedlo k nafouknutí a posílení finanční bubliny na hypotečním trhu. Navíc rizika možné krize nebyly zprvu vůbec patrné, protože tato uvolněná měnová politika se neprojevovala v cenách spotřebního zboží, které jsou centrálními bankami standardně monitorovány, ale projevila se pouze v cenách aktiv a nemovitostí, na což se dříve centrální banky nezaměřovaly, takže tento finanční projev dlouho ani nezaznamenaly.³⁷

3.1.3 Způsob řešení

První nestandardní program kvantitativního uvolňování aplikoval Fed již v listopadu 2008 pod názvem QE 1, jednalo se o poskytnutí úvěrů bankám za účelem posílení likvidity prostřednictvím diskontního okénka, což umožnilo bankám výměnu cenných papírů, toto opatření bylo motivováno akutní potřebou stabilizace finančního systému USA. Program QE 1

³⁶ Dluhový instrument, jehož hodnota je jistěná zárukou v podobě nějakého jiného aktiva (např. sada hypoték).

³⁷ Srov. BÁRTA, Miroslav a Martin KOVÁŘ. *Kolaps a regenerace: cesty civilizací a kultur: minulost, současnost a budoucnost komplexních společností*. s. 601-604

byl primárně cílen na oblast hypotečního trhu, protože první příčinou finanční krize byly substandardní hypotéky. Fed během programu QE 1 nakoupil několik agenturních dluhopisů³⁸ v celkové výši 200 mld. USD, dále Fed odkoupil ve výši 1250 mld. USD vydaných agenturních cenných papírů krytých hypotékami, a nakonec Fed nakoupil ve výši 300 mld. USD vládní dluhopisy, celkově se tedy jednalo o částku 1750 mld. USD, která byla na program QE 1 vynaložena. Program QE 1 skončil v květnu 2010 a trval tedy devatenáct měsíců.

Druhá vlna programu kvantitativního uvolňování přišla již v listopadu 2010 pod názvem QE 2. Program QE 2 byl již nasměrován s cílem podpořit jak finanční systém, tak navíc i hospodářský růst a zaměstnanost; program QE 2 se také snažil o zamezení deflačním i dezinflačním tendencím. Program QE 2 počítal s nákupem vládních dluhopisů ve výši 600 mld. USD s cílem snížit dlouhodobé úrokové sazby, tímto Fed sledoval, že se zvýší investiční aktivita a tím zároveň i spotřeba domácností. Tento program byl ukončen v březnu 2011 a trval tedy jenom pouhých pět měsíců.

V září roku 2011 spustil Fed svůj již třetí program, který je znám pod názvem operace TWIST, avšak nejednalo se o metodu kvantitativního uvolňování, protože tento program nebyl financován nově emitovanými penězi, tudíž se ani nezvyšovala měnová báze. Operace TWIST představovala prodej vládních dluhopisů s krátkodobou splatností a zároveň i nákup vládních dluhopisů s dlouhodobou splatností, v naprosto shodném objemu.

V prosinci roku 2012 spustil Fed svůj čtvrtý program a zároveň třetí v rámci metody kvantitativního uvolňování pod názvem QE 3. Na rozdíl od předchozích programů QE 1 a QE 2 byly stanoveny pouze dva měsíční limity, nikoliv celkový objem nakupovaných dluhopisů. Tyto dva měsíční limity byly stanoveny na 45 mld. USD na nákup dluhopisů a dále měsíční limit v hodnotě 40 mld. USD na nákup cenných papírů krytých hypotékami. Program QE 3 Fed prezentoval jako program, jenž má podpořit trh s vládními dluhopisy s cílem snížit dlouhodobé úrokové sazby.³⁹

V lednu 2013 Fed spustil svůj čtvrtý program za použití metody kvantitativního uvolňování, a to program QE 4. Fed v rámci programu QE 4 nakoupil dlouhodobé cenné papíry ministerstva vnitra, navíc stanovil měsíční limit na nákup dluhopisů od členských bank ve výši 85 mld. USD. QE 4 rozšířil nabídku peněz tím, že Fed nakupuje vládní dluhopisy, takže banky mají větší více peněz, které mohou půjčovat, a navíc, aby byly banky konkurence schopny, tak se snaží o co nejnižší možný úrok, to má za následek podporu investic. Tento program stále trvá.⁴⁰

³⁸Dluhopisy státem sponzorovaných podniků.

³⁹ Srov. ZAMRAZILOVÁ, Eva. *Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika*. s. 7-8

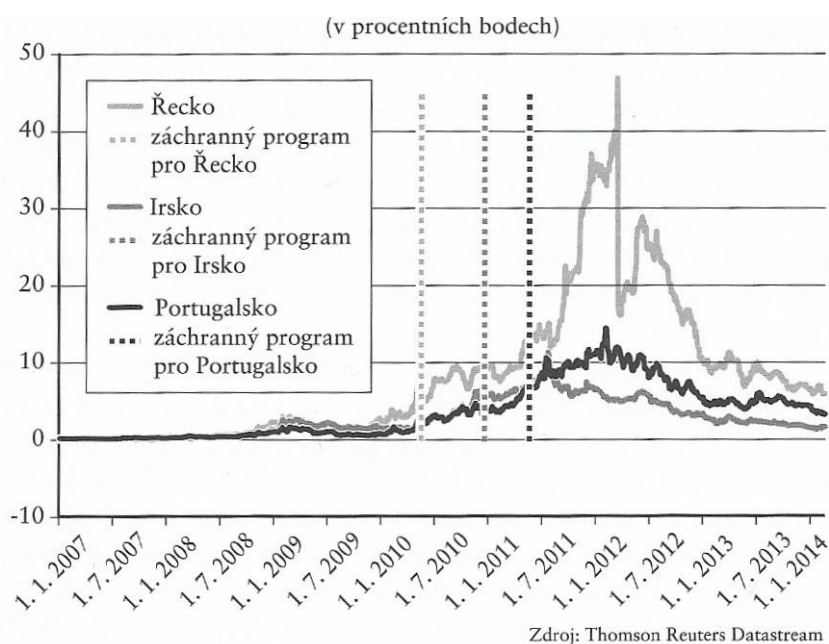
⁴⁰ Srov. *QE4: Explanation, Pros, and Cons*. The balance [online]. [cit. 2017-06-25]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/qa4-explanation-pros-and-cons-3305532>

3.2 Krize Eurozóny

Počátky krize eurozóny sahají k roku 2008, a jsou spojeny s krizí v USA a pádem Lehman Brothers, avšak krize reálné ekonomiky eurozóny nastala až s rokem 2009 a byla dána časovým zpožděním v ekonomice. Celková zadluženost zemí eurozóny v roce 2010 činila 7,8 bilionů EUR, což odpovídalo 85 % HDP eurozóny.

Navíc konec roku 2009 se považuje za začátek řecké krize vládního dluhu, kdy schodek státního rozpočtu dosáhl 15,6 % řeckého HDP. Řecká krize dosáhla svého vrcholu květnu roku 2010, v té době hrozil zemi bankrot, protože se snížila spekulativní úroveň řeckých vládních dluhopisů. V roce 2010 byla slíbena pomoc ve formě finančního balíčku ze strany EU a MMF ve výši 110 mld., jednalo se o tříletý úvěr s poměrně vysokou úrokovou mírou 5,5 %. ECB navíc dodávala potřebnou likviditu do řeckého měnového systému. Díky Řecké krizi propukla finanční krize v eurozóně naplno.

Mezi další vysoce zadlužené země se záhy připojilo i Irsko, což bylo dáno prasknutím spekulativní bubliny na realitním trhu. Státy EU a MMF poskytly Irsku také tříletou úvěrovou půjčku ve výši 85 mld. EUR. Podobně jako u Řecka, ECB dodala potřebnou likviditu do zbankrotovaného irského bankovního systému.



Obrázek 8 Rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou vůči výnosům německých dluhopisů⁴¹

V roce 2011 se dostalo do potíží Portugalsko, důvodem byla dlouhodobě nízká konkurenceschopnost Portugalska, díky nízké produktivitě (asi o 25 % nižší) vůči ostatním zemím. V květnu roku 2011 byl schválen finanční balíček ze strany EU a MMF ve výši 78 mld. EUR, jednalo se o tříletou úvěrovou půjčku na podporu stability země. Ekonomiky

⁴¹ Graf 6. Spready vůči výnosům německých bundů.. [graf] In: WOLF, Martin. *Posuny a otřesy: ponaučení z finanční krize*. s. 383

Řecka, Irsko a Portugalsko generovaly dohromady v roce 2012 5,7 % HDP eurozóny, jednalo se tudíž o menší ekonomiky.

Avšak roku 2011 nebylo Portugalsko jedinou zemí, která se dostala do vážné finanční a hospodářské krize, dalšími zeměmi byly Španělsko a Itálie, překvapivé na tom bylo to, že se jednalo o dvě velké a významné ekonomiky, což představovalo vážný problém, protože ekonomika Španělska generovala v roce 2012 10,8 % HDP eurozóny a Itálie dokonce 16,5 % HDP eurozóny.^{42, 43, 44}

3.2.1 Základní pojmy

Eurozóna je evropskou měnovou zónou v čele s Evropskou centrální bankou (ECB), která sídlí ve Frankfurtu nad Mohanem. O měnové zóně jakožto zóně, která zahrnuje členské země, v nichž je národní měna nahrazena společnou měnou a v nichž je uplatňována i společná měnová politika, se začalo živě debatovat v 60. letech minulého století, kdy hlavními představiteli byli Robert Mundell, Ronald McKinnon a Peter Kenen, kteří se zabývali teorií optimální měnové oblasti.⁴⁵

K přínosům měnové integrace patří zejména snížení transakčních nákladů, čímž se rozumí, že odpadá směna jedny měny za druhou, takže se tím ušetří jak finanční, tak časové náklady s tím spojené. Za další přínos společné měnové zóny se také označuje nejen redukce spekulativních kapitálových toků a omezení kolísání měnového kurzu, ale i posílání obchodu a pokles úrokových sazeb.

K negativům měnové zóny se zas řadí ztráta měnové kurzu, jakožto nástroje měnové politiky, dále ztráta autonomie měnové a fiskální autonomie a ztráta z výnosu ražebného. Navíc společná měna (v našem případě euro), se ukázala jako nejvýznamnější zesilovač hospodářského cyklu od dob zlatého standardu⁴⁶.

Euro je měnou eurozóny a spolu s dolarem tvoří dva základní měnové reprezentanty vyspělého světa. Euro začalo platit v devizové podobě od 1.1. 1999 a následně ve valutové od 1.1.2002. Klíčovou chybou při vzniku eura bylo, že se na něj pohlíželo spíše na jako politický projekt nežli měnový, takže se zanedbali účinky, a jež nikdo neplánoval, které navíc přestávají být zvladatelné, protože euro umocňuje dopady hospodářského cyklu, a to nejen v době recese, ale třeba i konjunktury. Přes tyto negativní účinky se však euru podařilo, alespoň částečně naplnit svá pozitivní očekávání a to, že se stalo druhou světovou rezervní měnou, a na některých trzích i dokonce první. Navíc euro začalo fungovat a funguje podobně jako zlatý

⁴² Srov. WOLF, Martin. *Posuny a otřesy: ponaučení z finanční krize*. s 72–77

⁴³ Srov. BARTA, Miroslav a Martin KOVÁŘ. *Kolaps a regenerace: cesty civilizací a kultur: minulost, současnost a budoucnost komplexních společností*. s. 621-624

⁴⁴ Srov. JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II*. s. 228

⁴⁵ Srov. *Optimum Currency Areas*. European Parliament. [online]. [cit. 2017-06-22]. Dostupné z: http://www.europarl.europa.eu/workingpapers/econ/104/chap1_en.htm

⁴⁶ Doba, kdy byla měna kryta zlatem.

standard, díky čemuž, již země nemohou používat měnový kurz k odstraňování nerovnováhy, protože tuto měnu sdílejí.⁴⁷

ECB je Evropská centrální banka eurozóny, konečným cílem ECB je především zajištění cenové stability, pokud tento hlavní cíl není narušen, má se ECB snažit podporovat hospodářskou stabilitu EU za účelem podpory cílů EU, což je zakotveno v článku 3 Smlouvy o Evropské unii.⁴⁸

3.2.2 Příčiny krize

Přestože finanční a hospodářská krize přišla do Evropy již v roce 2008 s pádem americké investiční banky Lehman Brothers, hlavní příčinou prohlubující se krize eurozóny byly bezesporu vysoké státní výdaje, které vedly k neudržitelné úrovni dluhů a schodků státního rozpočtu, které činily mnohdy až 50 % HDP zemí eurozóny. Navíc prováděním společné měnové politiky, byla přehlížena některá velice důležitá fakta, zejména se jednalo o nezodpovědnou politiku jednotlivých států eurozóny, především Řecka, Irska, Portugalska, Španělska a Itálie.

Hlavním důvodem zadlužování eurozóny je provádění naprosto nezodpovědné hospodářské politiky, kdy zvolení zástupci země, kvůli své odpovědnosti vůči voličům, odsouvají nezbytné reformy v oblasti veřejných systémů. Asi nejvíce neudržitelným problémem veřejných financí je z dlouhodobého hlediska penzijní systém, protože stále klesá porodnost a ubývá lidí v produktivním věku, to je důvod pro čím dál větší veřejnou finanční zátěž, avšak zrušení penzijního systému by mělo katastrofální sociální dopady.⁴⁹

3.2.3 Způsob řešení

V říjnu 2008 ECB spustila program FRFA, který garantoval neomezený příděl likvidity za fixní sazbu odpovídající hlavní úrokové sazbě, navíc ECB rozšířila seznam aktiv, která mohou být použita jako zástava. ECB se tímto krokem snažila zamezit nedůvěře na finančních trzích a zároveň i s tím spojené neochotě ostatních bank si mezi sebou půjčovat. V květnu 2009 ECB dvojnásobně prodloužila splatnost refinančních měnovo-politických operací na dvanáct měsíců, čímž se ECB snažila o ještě větší podporu mezibankovního trhu.

V červenci 2009 zahájila ECB svůj druhý program pod názvem CBPP, který využíval nákupu krytých dluhopisů ve výši 60 mld. EUR, jednalo se o úvěrové uvolňování s cílem snížení poptávky po dlouhodobých refinančních operacích. Tyto kryté dluhopisy se od ostatních lišily tím, že i v případě selhání, měli držitelé přesto nárok na platbu. Protože

⁴⁷ Srov. LOUŽEK, Marek. *Evropská integrace z pohledu teorie veřejné volby*. s. 146-151

⁴⁸ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II*. str. 85

⁴⁹ Srov. Srov. BÁRTA, Miroslav a Martin KOVÁŘ. *Kolaps a regenerace: cesty civilizací a kultur: minulost, současnost a budoucnost komplexních společností*. s. 624-625

hlavním zdrojem financování bank eurozóny je emise krytých dluhopisů ECB měla za cíl snížit dlouhodobé náklady na financování bank.

V květnu roku 2010 propukla Řecká krize a ECB přišla s programem SMP, tento program upravoval trh s cennými papíry, cílem byla obnova transmisního mechanismu a zajištění funkčnosti trhu s dluhopisy. V rámci programu SMP ECB nakupovala vládní dluhopisy zemí eurozóny, které byly následně obchodovány na sekundárních trzích, tak aby nedošlo k metodě kvantitativního uvolňování. Navíc v listopadu 2011 bylo vyhlášeno druhé kolo těchto nákupů, takže se situace opakovala.

V srpnu 2012 ECB vyhlásila program přímých měnových transakcí OMT, jednalo se o program, který na sekundárních trzích nakupoval vládní dluhopisy, čímž také došlo k ukončení přechodného programu SMP.⁵⁰ Program OMT nebyl ani po více než dvou letech od svého ohlášení uskutečněn, protože tento program se dostal před Soudní dvůr Evropské unie, kdy se na něj obrátila Německá spolková centrální banka, aby rozhodl o jeho neplatnosti, protože porušuje zásadu proporcionality, avšak podle Soudního dvora program OMT neporušuje ani zásadu proporcionality, aspoň tak zní verdikt Soudního dvora Evropské unie. Tento program však do dnešních dní nebyl uskutečněn.⁵¹

V reakci na krizi vznikl v dubnu 2010 Evropský nástroj finanční stability (EFSF) se sídlem Lucemburku, který opravňoval fond k půjčkám zemím eurozóny až do výše 440 mld. EUR. Vzápětí v květnu téhož roku vznikl záchranný fond Evropský mechanismus finanční stability (EFSM), který opravňoval fond k půjčkám až do výše 60 mld. EUR. Následně vyšel v platnost roku 2013 Evropský stabilizační mechanismus (ESM), který nahradil EFSM a vznikl na základě smlouvy, kterou ratifikovaly všechny členské země EU. Fond ESM může půjčovat až do výše 500 mld. EUR.⁵²

Od roku 2011 v rámci dalších opatření eurozóny proti boji finanční a hospodářské krizi, musí všechny členské země EU (nejen členi eurozóny) předkládat svůj státní rozpočet ke kontrole Evropské komisi v Bruselu.⁵³

3.3 Komparace krize v USA a v eurozóně

Krize v USA a krize v eurozóně mají společného původce, a to v substandardních hypotékách v USA, které byly poskytovány méně bonitním klientům, kteří nakonec nespláceli své závazky, díky čemuž se investoři začali zbavovat cenných papírů, které byly odvozené od sad těchto substandardních hypoték. S pádem americké investiční banky Lehman Brothers v roce 2008 propukla krize v USA naplno a zároveň to vyvolalo krizi v eurozóně. Na rozdíl

⁵⁰ Srov. ZAMRAZILOVÁ, Eva. *Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika*. s. 9-10

⁵¹ Srov. *Program OMT ohlášený ECB v září 2012 je slučitelný s unijním právem* [online]. [cit. 2017-06-25]. Dostupné z: <https://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2015-06/cp150070cs.pdf>

⁵² Srov. JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II*. 227-228

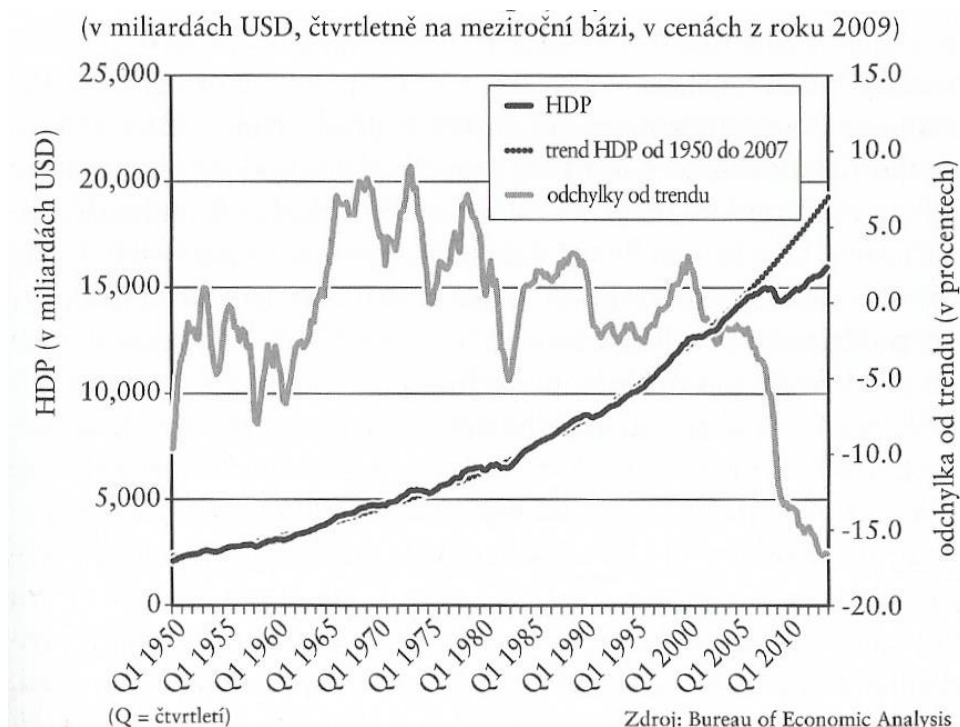
⁵³ Srov. BÁRTA, Miroslav a Martin KOVÁŘ. *Kolaps a regenerace: cesty civilizací a kultur: minulost, současnost a budoucnost komplexních společností*. s. 624

od krize v USA, v eurozóně během krize nepadla žádná významná finanční instituce, protože na podporu těchto institucí byly vynaloženy nemalé prostředky z veřejných rozpočtů.

Příčinou krize v USA byly nesplácené substandartní hypotéky, což vyvolalo nervozitu na finančním trhu, a to vedlo postupně ke zbvování se cenných papírů odvozených od sad substandartních hypoték. Avšak příčinou prohlubující se krize v eurozóně nebylo ani tak, rozšíření krize z USA na evropský trh, ale především nezodpovědná fiskální politika států zemí eurozóny, kdy docházelo k významným schodkům státního rozpočtu, což dovedlo některé země až na pokraj bankrotu, zejména Řecko.

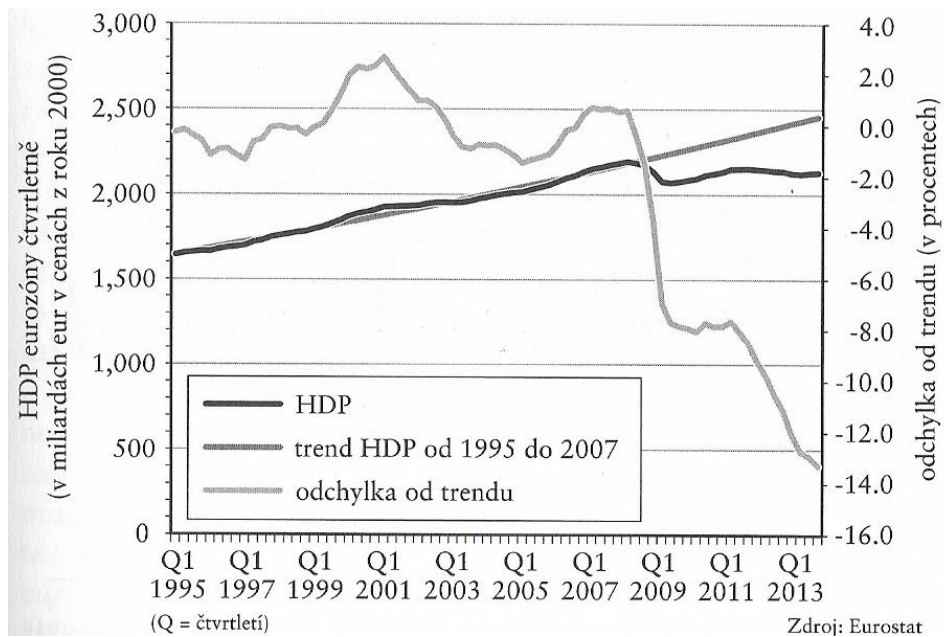
Jak v případě krize v USA, tak i v případě krize v eurozóně využívaly centrální banky kvantitativní metody uvolňování, ale nebyla to jediná metoda, kterou centrální banky využily. Během krize v USA roku 2011 Fed použil program TWIST, který v eurozóně během krize nebyl využíván. Oproti tomu ECB využila metodu úvěrových fondů na podporu zemí zasažených krizí eurozóny, těmito fondy byly EFSF, EFSM a ESM.

Obrázky níže srovnávají HDP USA a eurozóny před a během finanční a hospodářské krize, kdy průměrné HDP USA je v jednotlivých letech vyšší než HDP ve stejných letech eurozóny. Nutno podotknout, že vznik eurozóny se datuje k 1.ledna 1999, přestože počátečním rokem grafu je rok 1995.



Obrázek 9 HDP USA⁵⁴

⁵⁴ Graf 39. HDP ve Spojených státech. [graf] In: WOLF, Martin. *Posuny a otřesy: ponaučení z finanční krize.* s. 285



Obrázek 10 HDP Eurozóny⁵⁵

⁵⁵Graf 45. HDP Eurozóny. [graf] In: WOLF, Martin. *Posuny a otřesy: ponaučení z finanční krize*. s. 323

Závěr

V této práci jsem se věnovala Alternativním cílům měnové politiky centrálních bank v době hospodářské a měnové krize. Metodami mé práce byly komparace a rešerše.

Cílem mé bakalářské práce bylo seznámení čtenáře s cíli měnové politiky centrální bank v době měnové a hospodářské krize. V této bakalářské práci jsem cíle měnové politiky vymezila a popsala, jednalo se o zprostředkující, operační a konečné cíle centrálních bank. Okrajově jsem zmínila transmisní mechanismus a také důležitost časových zpoždění při stanovování cílů měnové politiky, vzhledem k tomu, že dochází k nevyhnutelným časovým zpožděním v měnové politice. Rozlišujeme tyto druhy časových zpoždění: poznávací zpoždění, rozhodovací a realizační zpoždění a reakční zpoždění. V teoretické části bakalářské práce jsem se také ještě věnovala čtyřem režimům měnové politiky, a to: cílování inflace, cílování peněžní zásoby, kurzové cílení a režimy s implicitní nominální kotvou.

V praktické části bakalářské práce jsem se zaměřila na rozbor krize v USA a krize v eurozóně, zjistila jsem, že příčinou krize v USA byly nesplácené substandardní hypotéky, které byly poskytovány méně bonitním klientům, což nakonec vedlo až k pádu přední americké investiční banky Lehman Brothers, to prohloubilo krizi v USA a zároveň to vyvolalo krizi v eurozóně. Vlivem nezodpovědné fiskální politiky, se finanční krize v eurozóně dále prohlubovala; zeměmi nejvíce zasažených krizí byly: Řecko, Irsko, Portugalsko, Španělsko a Itálie.

Fed i ECB, volily především kvantitativní metodu uvolňování jako způsob řešení. V USA se jednalo zejména o programy QE 1, QE 2, QE 3 a QE 4, který funguje do dnešních dní. ECB se ale navíc vydala cestou vytvoření nových evropských fondů, jako reakci na krizi veřejného dluhu některých zemí eurozóny. Na konci této bakalářské práce jsem krizi v USA a krizi v eurozóně porovnála.

Vzhledem k výše zmíněnému si myslím, že hlavní cíl mé bakalářské práce byl naplněn. Myslím si, že jsem popsala v práci vše, co jsem si na začátku bakalářské práce vytyčila. Zejména se jednalo o popsání cílů měnové politiky a režimů měnové politiky v teoretické části a popsání a srovnání krize v USA a krize v eurozóně v části praktické.

Anotace

Příjmení a jméno autora:	Jitka Vančurová
Instituce:	Moravská vysoká škola Olomouc
Název práce v českém jazyce:	Alternativní cíle měnové politiky centrálních bank v době hospodářské a měnové krize
Název práce v anglickém jazyce:	Alternative monetary policy objectives of central banks in period of economic and monetary crisis
Vedoucí práce:	Doc. RSDr. Luboš Štancl CSc.
Počet stran:	37
Počet příloh:	0
Rok obhajoby:	2017
Klíčová slova v českém jazyce:	měnová politika, cíle měnové politiky, hospodářská krize, měnová krize
Klíčová slova v anglickém jazyce:	monetary policy, monetary policy objectives, economic crisis, monetary crisis

Anotace

Tématem této bakalářské práce jsou alternativní cíle měnové politiky centrálních bank v době hospodářské a měnové krize. V této práci popisuji zprostředkující, operační a konečné cíle měnové politiky. Okrajově také zmiňuji transmisní mechanismy a časová zpoždění v ekonomice. V praktické části popisuji krizi v USA a krizi v eurozóně. Cílem práce je seznámení čtenáře s cíli měnové politiky a popsání krize v USA a krize v eurozóně. Součástí bakalářské práce jsou diagramy, grafy a tabulka. Výsledkem je srovnání krize v USA a krize v eurozóně.

Abstract

The subject of this bachelor thesis are the alternative monetary policy objectives of central banks in the times of economic and monetary crisis. In this thesis, I describe intermediate, operational, and final monetary policy objectives. I also briefly mention transmission mechanisms and economy time delays. In the practical section, I describe a crisis in the USA and a crisis in the eurozone. The aim of the thesis is to introduce the reader to monetary policy objectives and describe a crisis in the USA and a crisis in the eurozone. Part of the bachelor thesis are diagrams, graphs, and a table. The result is a comparison of the US crisis and the eurozone crisis.

Literatura a prameny

BÁRTA, Miroslav a Martin KOVÁŘ. *Kolaps a regenerace: cesty civilizací a kultur: minulost, současnost a budoucnost komplexních společností*. Praha: Academia, 2011. ISBN 978-80-200-2036-9.

ECKERT, Daniel D. *Světová válka měn: euro, zlato, nebo jüan - která z měn se stane nástupcem dolaru?*. Praha: Grada, 2012. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4099-7.

HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 6. vydání. V Praze: C.H. Beck, 2016. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-278-6.

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II*. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.

KUNEŠOVÁ, Hana, Aleš KOUČOUREK, Pavla BEDNÁŘOVÁ, Eva CIHELKOVÁ, Miloš NOVÝ. *Světová ekonomika: nové jevy a perspektivy*. 3., přeprac. a dopl. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2014. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-502-2.

LOUŽEK, Marek. *Evropská integrace z pohledu teorie veřejné volby*. Praha: Univerzita Karlova, nakladatelství Karolinum, 2017. ISBN 978-80-246-3064-9.

REVENDA, Zbyněk, Martin MANDEL, Jan KODERA, Petr MUSÍLEK a Petr DVOŘÁK. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6., aktualiz. vyd. Praha, 2015. ISBN 978-80-7261-279-6.

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.

WOLF, Martin. *Posuny a otřesy: ponaučení z finanční krize*. Praha: Knižní klub, 2016. ISBN 978-80-242-5448-7.

Elektronické zdroje a prameny

Česká národní banka [online]. [cit. 2017-06-04]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz>

European Parliament [online]. [cit. 2017-06-22]. Dostupné z: <http://www.europarl.europa.eu/>

Hypoindex [online]. [cit. 2017-06-18]. Dostupné z: <https://www.hypoindex.cz>

Mendelova univerzita v Brně: Monetární politika a centrální bankovníctví [online]. [cit. 2017-06-15].

Dostupné z: https://is.mendelu.cz/eknihovna/opory/index.pl?cast=4542;fit_w=1;lang=cz

Program OMT ohlášený ECB v září 2012 je slučitelný s unijním právem [online]. [cit. 2017-06-25]. Dostupné z: <https://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2015-06/cp150070cs.pdf>

The balance [online]. [cit. 2017-06-25]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/>

ZAMRAZILOVÁ, Eva. *Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika*. In: *Politická ekonomie* [online]. Praha: VŠE, 2014 [cit. 2017-06-16]. ISBN 0032-3233. Dostupné z: <https://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=polek&pdf=935.pdf>

Seznam zkratk

BoE	Bank of England – Banka Anglie
CBPP	Covered Bond Purchase Programme – Program nákupu krytých dluhopisů
CDO	Collateralized Debt Obligation – zajištěná dluhová obligace
CPI	index spotřebitelských cen
ECB	Evropská centrální banka
EFSF	European Financial Stability Facility – Evropský nástroj finanční stability
EFSM	European Financial Stability Mechanism – Evropský mechanismus finanční stabilizace
ESM	European Stability Mechanism – Evropský stabilizační mechanismus
EU	Evropská unie
EUR	euro
Fed	Federální rezervní systém
FRFA	fixed rate – full allotment – Plné přidělení za pevnou sazbu
HDP	Hrubý domácí produkt
MMF	Mezinárodní měnový fond
OMT	Outright Monetary Transactions – Program přímých měnových transakcí
QE	Quantitative easing – Program kvantitativní metody uvolňování
SMP	Securities Markets Programme – Program trhů s cennými papíry
TWIST	program využívající prodej a nákup vládních dluhopisů ve stejném objemu
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar
ZLB	zero level bound – nulová úroveň

Seznam obrázků

Obrázek 1	Měnová politika centrální banky	10
Obrázek 2	Konečné cíle měnové politiky	12
Obrázek 3	Základní transmisní mechanismy měnové politiky	13
Obrázek 4	Hospodářský cyklus a zpoždění v měnové politice	14
Obrázek 5	Cílování inflace	15
Obrázek 6	Prognóza celkové inflace v České republice v roce 2012	16
Obrázek 7	Hlavní úrokové sazby v letech 2007-2013	20
Obrázek 8	Rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou vůči výnosům německých dluhopisů	24
Obrázek 9	HDP USA	28
Obrázek 10	HDP Eurozóny	29

Seznam tabulek

Tabulka 1	Makroekonomické ukazatele USA v letech 2005-2012	21
-----------	--------------------------------------------------------	----