

# Finance v globální ekonomice II

## Měnová a kurzová politika

Josef Jílek

*cíle a nástroje měnové politiky*

*transmisní mechanismus*

*měnový trh*

*obchodování se zlatem*

*měnové krize*



# Finance v globální ekonomice II

Měnová a kurzová politika

Josef Jílek



Grada Publishing

***Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy***

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

*Edice Finanční trhy a instituce*

**prof. Ing. Josef Jílek, CSc.**

**Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika**

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

---

**TIRÁŽ TIŠTĚNÉ PUBLIKACE:**

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

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

© GRADA Publishing, a.s., 2013

**ISBN 978-80-247-4516-9**

Grada Publishing: tel.: 234 264 401, fax: 234 264 400, [www.grada.cz](http://www.grada.cz)

---

**ELEKTRONICKÉ PUBLIKACE:**

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

# Obsah

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

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

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

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



## O autorovi

---

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

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

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

Autor publikoval v nakladatelství Grada Publishing již 21 knih:

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

V nakladatelství Peter Lang publikoval:

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

# Úvodní slovo autora

---

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

V této knize používáme tuto terminologii:

- pojem **půjčit** hotovost<sup>7</sup> nebo cenné papíry je použit ve významu poskytnutí hotovosti nebo cenných papírů osobou partnerovi a termín **vypůjčit** naopak ve významu přijetí hotovosti nebo cenných papírů osobou od partnera; v této souvislosti se v prvním významu používají podstatná jména **věřitel** (*creditor*) či **půjčitel** (*lender*) a také **spořitel** či **vkladatel** (*depositor*) a v druhém významu se používá termínů **dlužník** (*debtor*) či **vypůjčitel** (*borrower*),<sup>8</sup>
- pro anglický termín **management** používáme český ekvivalent **vedení**,
- pojem **podnik** ve smyslu podnikatelské sféry; z pohledu národních účtů ESA 1995 pojem "podnik" zahrnuje nefinanční podniky (*nonfinancial corporations*) a finanční instituce (*financial institutions*),
- pojem **řízení společnosti** (*corporate governance*),
- pojem **delegování** (*outsourcing*),
- synonymem pojmu **spotový trh** (*spot market*) jsou termíny **okamžitý trh**, **pohotový trh**, **promptní trh** (*prompt market*) a **hotovostní trh** (*cash market*); v tomto smyslu se také používá pojem **koupě nebo prodej s obvyklým termínem dodání**,<sup>9</sup>
- pojem **řízení aktiv a závazků** (*asset and liability management*, ALM) bývá nyní v bankách chápán v užším pojetí než řízení finančních rizik, a to jako řízení finančních rizik (zejména úrokového rizika) investičního portfolia (*banking book*),

---

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

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

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

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

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

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

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

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

# 1 Měnová politika

---

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

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

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

---

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

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

## 1.1 Podstata měnové politiky

---

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

### 1.1.1 Klasická měnová politika

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

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

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

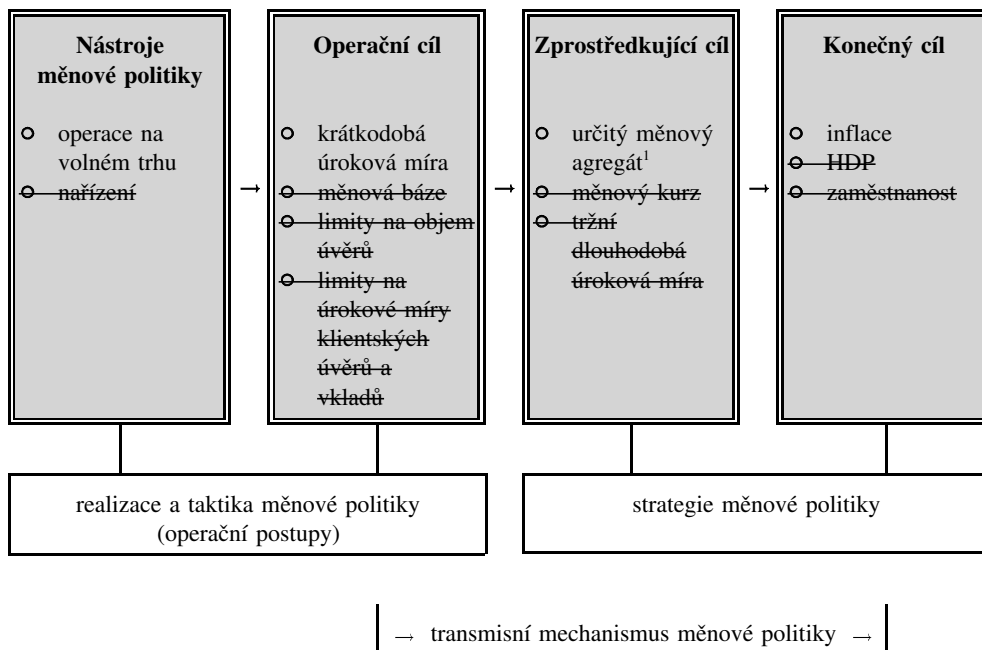
**Centrální banka může měnový kurz domácí měny ovlivnit:**

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

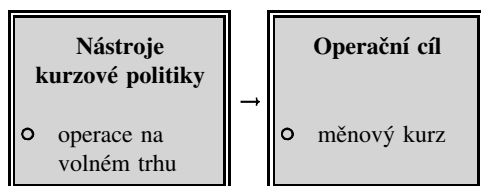
Přesto určitá hodnota měnového kurzu nikdy není konečným cílem měnové politiky. Pod měnovou politiku spadá ovlivňování měnového kurzu domácí měny úrokovými



## Měnová politika centrální banky



## Kurzová politika centrální banky či jiné instituce centrální vlády

<sup>1</sup> Nikoli při cílení inflace

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

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

Podle směru nastavení operačního cíle se rozlišuje:

- expanzivní měnová politika a
- restriktivní měnová politika.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### 1.1.2 Kvantitativní uvolňování

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

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

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

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

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

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