

Finance v globální ekonomice II

Měnová a kurzová politika

Josef Jílek

cíle a nástroje měnové politiky

transmisní mechanismus

měnový trh

obchodování se zlatem

měnové krize



Finance v globální ekonomice II

Měnová a kurzová politika

Josef Jílek



Grada Publishing

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy

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

Edice Finanční trhy a instituce

prof. Ing. Josef Jílek, CSc.

Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika

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

TIRÁŽ TIŠTĚNÉ PUBLIKACE:

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

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

© GRADA Publishing, a.s., 2013

ISBN 978-80-247-4516-9

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

ELEKTRONICKÉ PUBLIKACE:

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

Obsah

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

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

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

| | | |
|--------|--|-----|
| 2.5 | Cizoměnové intervence | 391 |
| 2.5.1 | Podstata cizoměnových intervencí | 392 |
| 2.5.2 | Důvod cizoměnových intervencí | 395 |
| 2.5.3 | Účinnost intervencí | 398 |
| 2.5.4 | Příklady některých zemí | 399 |
| 2.5.5 | Shrnutí | 407 |
| 2.6 | Platební bilance | 408 |
| 2.6.1 | Podstata platební bilance | 408 |
| 2.6.2 | Platební bilance některých zemí | 413 |
| 2.6.3 | Investiční pozice vůči nerezidentům a zahraniční zadluženost | 420 |
| 2.6.4 | Shrnutí | 422 |
| 2.7 | Zlato | 422 |
| 2.7.1 | Obchodování se zlatem | 423 |
| 2.7.2 | Vývoj ceny zlata | 427 |
| 2.7.3 | Zlato a centrální banky | 428 |
| 2.7.4 | Historie českého zlata | 435 |
| 2.7.5 | Shrnutí | 439 |
| 2.8 | Daň z finančních operací | 440 |
| 2.8.1 | Důvody pro zavedení daně z finančních operací | 440 |
| 2.8.2 | Daň z měnových operací | 440 |
| 2.8.3 | Daň z finančních operací | 442 |
| 2.8.4 | Shrnutí | 443 |
| 2.9 | Dolarizace | 443 |
| 2.9.1 | Výhody a nevýhody dolarizace | 443 |
| 2.9.2 | Další aspekty dolarizace | 446 |
| 2.9.3 | Diskuse v USA | 447 |
| 2.9.4 | Dolarizované země | 448 |
| 2.9.5 | Shrnutí | 451 |
| 2.10 | Kurzová politika České národní banky | 451 |
| 2.10.1 | Měnová odluka | 452 |
| 2.10.2 | Kurzové režimy České republiky | 453 |
| 2.10.3 | Způsob vyhlášení měnových kurzů České národní banky | 461 |
| 2.10.4 | Limity na měnové pozice obchodních bank | 462 |
| 2.10.5 | 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,¹ bez kterého nelze dostatečně dobře objasnit fungování měnové a kurzové politiky. Autor je názoru, že **objasnit fungování měnové a kurzové politiky je možné nejlépe pomocí účetnictví. Ostatně podstata bankovního spočívá téměř výlučně v pohledávkách a závazcích.**² Kromě toho většina regulací finančních institucí včetně bank se opírá o účetnictví.³ Autor se snaží oprostit se od balastní slovní hmoty, kterou je finanční teorie (a měnová politika zejména) včetně mnoha "teoretických" publikací doslova zaplavena. Je obecně známé, že někteří ekonomové moc mluví, aniž jsou schopni vždy přesně vystihnout podstatu.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

V této knize používáme tuto terminologii:

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

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

⁷ **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.

⁸ Tato použitá terminologie není v souladu s §§ 657 až 662 občanského zákoníku (zákon č. 40/1964 Sb.). Podle § 657 a 658 **smlouvou o půjčce** přenechává věřitel dlužníkovi věci určené podle druhu, zejména peníze, a dlužník se zavazuje vrátit po uplynutí dohodnuté doby věci stejného druhu. Při půjčce 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.

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

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

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

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

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

1 Měnová politika

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

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

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

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

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

1.1 Podstata měnové politiky

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

1.1.1 Klasická měnová politika

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

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

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

Centrální banka může měnový kurz domácí měny ovlivnit:

- **přímo** (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