VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

FAKULTA MEZINÁRODNÍCH VZTAHŮ

Diplomová práce

Současné nekonvenční měnové politiky se zaměřením na Japonsko

Vypracoval: Bc. Milan Jurka

Vedoucí práce: doc. Ing. Zuzana Stuchlíková, Ph.D.

Rok odevzdání: 2018

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Současné nekonvenční měnové politiky se zaměřením na Japonsko“ vypracoval samostatně. Veškerou použitou literaturu a podkladové materiály uvádím v přiloženém seznamu literatury.

V Praze dne ……..

……

Podpis

Poděkování

Rád bych vyjádřil poděkování vedoucí mé práce doc. Ing. Zuzaně Stuchlíkové, Ph.D. za sdílení vědomostí, připomínky ohledně specifik japonské ekonomiky, odborný vhled do fungování finančních trhů a snahu o koordinaci mých myšlenek při psaní této práce.

Obsah

1 Úvod 1
2 Konvenční a nekonvenční nástroje měnové politiky 4
2.1 Principy monetární politiky 4
2.2 Konvenční nástroje měnové politiky 7
2.3 Nekonvenční měnové politiky 11
3 Praktické příklady využití nekonvenčních monetárních politik 17
3.1 Postkrizové kvantitativní uvolňování FEDu 17
3.1.1 První fáze kvantitativního uvolňování (QE1) 19
3.1.2 Druhá fáze kvantitativního uvolňování (QE2) 22
3.1.3 Třetí fáze kvantitativního uvolňování (QE3) 25
3.2 Devizové intervence České národní banky 30
4 Japonská monetární politika v režimu abenomiky 41
4.1 Vývoj vedoucí k abenomice 41
4.2 Abenomika a kvantitativní a kvalitativní uvolňování 47
5 Závěr 60
Seznam literatury 62

Seznam grafů a tabulek

1 – Vývoj reálného HDP USA a zemí OECD v letech 2007-2011, v % ……18

2 - Objemy QE ve třech fázích jeho aplikace s detailem druhového složení nákupů v první fázi QE, v mld. USD…… 21

3 - Nezaměstnanost v USA v letech 2008 – 2015, v %..... 28

4 – Reálný HDP a inflace vyjádřená indexem CPI v USA, meziroční změna v %..... 29

5 - Vývoj reálného HDP vybraných ekonomik, 2010-2013, v %..... 31

6 - Meziroční míra inflace v ČR vyjádřená indexem CPI, 2011-2013, v %..... 32

7 - Vývoj kurzu CZK/EUR při zavedení měnových intervencí…… 35

8 - Vývoj reálného HDP a exportu zboží v přeshraničním pojetí, 2013 – 2017, v % ……..37

9 - Vývoj inflace (podle indexu CPI) v ČR během devizových intervencí…… 38

10 - Vývoj kurzu CZK/EUR v době devizových intervencí ……39

11 – Reálné HDP, inflace a nezaměstnanost během japonské ztracené dekády, v %..... 42

12 – Přímé nákupy BOJ v režimu Komplexního měnového uvolnění (v bn. jenů) ……..45

13 - Reálný HDP Japonska (2010-2012), v % ……..46

14 - Koncoroční stav měnové báze BoJ v letech 2008 – 2015 (v bilionech jenů) ……50

15 - Objemy nákupů aktiv ECB, BoJ a FEDu v letech 2009-2018, v mld. USD…… 52

16 - Meziroční změna CPI Japonska, 2013-2015, v % ……53

17 - HDP, inflace a veřejný dluh během abenomiky, v meziročním vyjádření, v %.....56

Tabulka 1: Změny úrokových měr během jednotlivých etap QE v USA (v bazických procentních bodech) ……..27

Tabulka 2 – Roční objemy devizových intervencí, v mld. korun ……36

1 Úvod

Centrální bankovnictví má ve světě velmi dlouhou tradici. Kontrola a regulace finančních prostředků státem má své počátky už ve starověku a moderní předchůdce centrálních bank vznikl v Amsterdamu již v roce 1609. V posledních dekádách se však vzhledem ke globalizaci a konektivitě, která velmi rychle přenáší jakékoliv opatření či stimuly do ekonomiky, setkáváme se zcela novým pojetím centrálního bankovnictví.

S tím se vyvíjí i monetární politika, která v současnosti získává nejen na důležitosti, ale I na rozmanitosti. Klasické konvenční nástroje používané centrálními bankéři po desetiletí až staletí najednou nejsou dostatečnými k boji s negativními makronomickými jevy, jako je dlouhodobá deflace, absence cenové stability nebo vysoká nezaměstnanost. Proto se centrální banky v rozvinutých ekonomikách zejména po světové finanční krizi, která vypukla v USA v roce 2008 a v řádu měsíců se rozšířila do celého světa, uchylují k nekonvenčním nástrojům měnové politiky.

Každá z nejvýznamnějších centrálních bank si v této situaci našla vlastní cestu – americký FED se uchýlil ke kvantitativnímu uvolňování, Bank of Japan ke kombinaci kvalitativního a kvantitativního uvolňování, Česká národní banka se snažila oživit dynamiku českého produktu pomocí devizových intervencí mířených na oslabování koruny. Programy kvantitativního uvolňování a negativních úrokových sazeb podstoupila i Bank of England a Evropská centrální banka. O implementaci nekonvenčních monetárních politik bude pojednávat tato diplomová práce.

Jejím hlavním cílem je charakterizovat a na konkrétních příkladech politik, zejména v Japonsku, USA a České republice, ilustrovat používání nekonvenčních monetárních politik v moderním světě a nastínit transmisní mechanismy těchto politik. Nedílnou složkou tohoto cíle je také zevrubný popis situací, které centrální banky vedou k užití takovýchto nástrojů. Práce se zabývá také efekty zavádění nekonvenčních monetárních politik a jejich důsledky na národní ekonomiky.

Primárním vedlejším cílem mé práce je vymezení specifik a zhodnocení měnových politik užitých v Japonsku, se zaměřením na dobu vlády premiéra Shinza Abeho („abenomika“). Přesněji na účinky jedné z hlavních složek jeho ekonomického programu, tedy kvantitativního a kvalitativních uvolňování ze strany Bank of Japan. Důvodem pro volbu Japonska jako země pro nejpodrobnější popis v rámci této diplomové práce je především dlouhodobý a strukturální charakter problému, který Japonsko už tři desetiletí zažívá ve spojitosti se stagnujícími cenami, produktem pod úrovní potenciálu a kurzovou volatilitou. V Japonsku je také ze zvolených analyzovaných ekonomik nejviditelnější problém omezené nezávislosti centrálních bank, protože zde má centrální banka uloženo Zákonem o Bank of Japan uloženo kooperovat na své politice s vládou.

Za sekundární vedlejší cíl této práce jsem si vytyčil fenoménu kvantitativního uvolňování a jeho užívání. Tento nástroj je bezpochyby nejrozšířenějším z repertoáru nekonvenčních měnových politik a stal se předmětem diskusí na nejvyšších ekonomických fórech. Vzhledem k frekventovaným zmínkám o jeho přínosech i škodlivosti jsem se rozhodl věnovat se kvantitativnímu uvolňování věnovat podrobněji, nežli ostatním nekonvenčním měnovým politikám.

První kapitola práce je teoretického rázu a je zaměřena na monetární politiku jako celek. Její komplexní pochopení je totiž zcela nezbytné pro přemítání nad jejími atypickými druhy. Po uvedení monetární politiky se zaměřuji na popis jednotlivých měnových politik, jejich transmisní mechanismy a jejich implikace pro ekonomiku, ve které jsou používány. Zvláštní pozornot věnuji výčtu nekonvenčních měnových politik.

Ve druhé kapitole přistupuji k implementaci nekonvenční měnové teorie na praktických příkladech. Vzhledem ke složitým souvislostem okolo každého individuální případu použití podobných mechanismů přistupuji k této kapitole ve formě podobné přípdovým studiím.

Kvůli implikacím, které situace měla na světovou ekonomiku a také faktu, že došlo k faktické legitimizaci nekonvenční měnové politiky, se budu věnovat kvantitativnímu uvolňování v USA během světové finanční krize. Tím, že se ke kvantitativnímu uvolňování uchýlila největší ekonomika na světě, byl potvrzen trend, ke kterému měnová politika směřovala

několik let, tedy že v době, kdy ekonomiky nerostou tak dynamicky a přirozeně jako dříve, je třeba hledat jiné nástroje ke stimulaci ekonomické aktivity.

Druhým případem, kterým se podrobně zabývám, jsou devizové intervence, které použila pod vedením Miroslava Singera v roce 2013 Česká národní banka a které skončily v roce 2017. Intervence byla namířena proti české koruně, tedy směrem k její depreciaci. Zásah ČNB na devizovém trhu se stal terčem debat o své opodstatněnosti a byl předmětem četných debat po celou dobu trvání. Zároveň je cenný možností pozorovat aplikaci nekonvenční měnové politiky na tuzemskou ekonomiku.

Tématem, kterému věnuji celou kapitolu své diplomové práce, je stav a nedávný vývoj ekonomické a především monetární situace v Japonsku. Tamější centrální banka řeší deflační tlaky už více než dvacet let, a to poměrně neúspěšně. Ve světle selhání tradičních instrumentů a kvantitativního uvolňování menších rozměrů se pod vládou premiéra Shinza Abeho rozhodla pro masivní program kvantitativního a kvalitativního uvolňování. Díky dlouhodobému rázu slabé cenové dynamiky se z monetární politiky Japonska stalo klíčové domácí i světové politické téma, což dává skvělou příležitost pochopit monetární politiku a její projevy.

2 Konvenční a nekonvenční nástroje měnové politiky

2.1 Principy monetární politiky

Hospodářská politika státu nebo měnové unie se na makroekonomické úrovni skládá z dvou základních složek, a to fiskální a monetární politiky. Jde o dvě vzájemně provázané entity, které se přirozeně recipročně ovlivňují, avšak každá z nich má své individuální nástroje, kterými vlády a centrální banky ovlivňují ekonomiku území, které spravují. Monetární politika má v každé ekonomice jiné, zákonem stanovené cíle. V drtivé většině těchto zákonů se však dočteme opakující se mantru, která ukládá centrálním bankéřům pečovat o měnovou stabilitu, v některých případech i cenovou stabilitu. Skrze tyto cíle mají centrální banky dosáhnout makroekonomického prostředí, které lze považovat za rovnovážné.

Monetární politika ale není provázána pouze s fiskální politikou. Velmi úzce je spojena také s finanční politikou státu týkající se regulace bankovního sektoru, tzv. prudential policy. Nemálo nástrojů těchto regulací totiž ovlivňuje objemy bankovních úvěrů, které je možno v dané ekonomice poskytnout, což je prvkem bezprostředně kauzálním vůči tvorbě peněz a měnové rovnováze v ekonomice.[1]

Historicky je koncept udržování rovnováhy pomocí centrální banky založen na velmi hlubokých kořenech. Nejstarší čistě centrální bankou na světě se stala již v roce 1694 anglická Bank of England, která byla také první bankou, která získala v roce 1844 výhradní právo na emisi bankovek ve své ekonomice. Centrální bankou disponuje v současnosti téměř každá země či měnová unie. Existují výjimky, avšak ty můžeme nalézt především v malých a pro světový finanční systém nedůležitých ekonomikách. Mnoho zemí, například v Latinské Americe (např. Ekvádor, Salvador, Panama aj.) je také dolarizováno, čímž existence centrální banky do jisté míry

[1] REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 6., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015. ISBN 978-80-7261-279-6.

postrádá smysl, protože tyto země tak ztrácí svou monetární autonomii a jsou do jisté míry podřízeny monetární politice FEDu.[2]

Centrální banka má kromě provádění měnové politiky dvě základní makroekonomické funkce:

- Jako jediný činitel v ekonomice **emituje hotovostní bankovky** a mince do oběhu, tedy drží takzvaný emisní monopol. Jde o činnost, která je naprosto základním znakem, podle kterého definujeme banku jako centrální. Emise hotovostních peněz má rostoucí trend, avšak klesající význam díky strmému nárůstu bezhotovostních transakcí v posledních desetiletích.
- Shromažďuje **devizové rezervy** státu a operuje s nimi na volném trhu. Díky tomu nejen že udržuje hodnotu těchto rezerv, ale také garantuje devizovou likviditu země a ovlivňuje trendy a vývoj kurzu své měny.

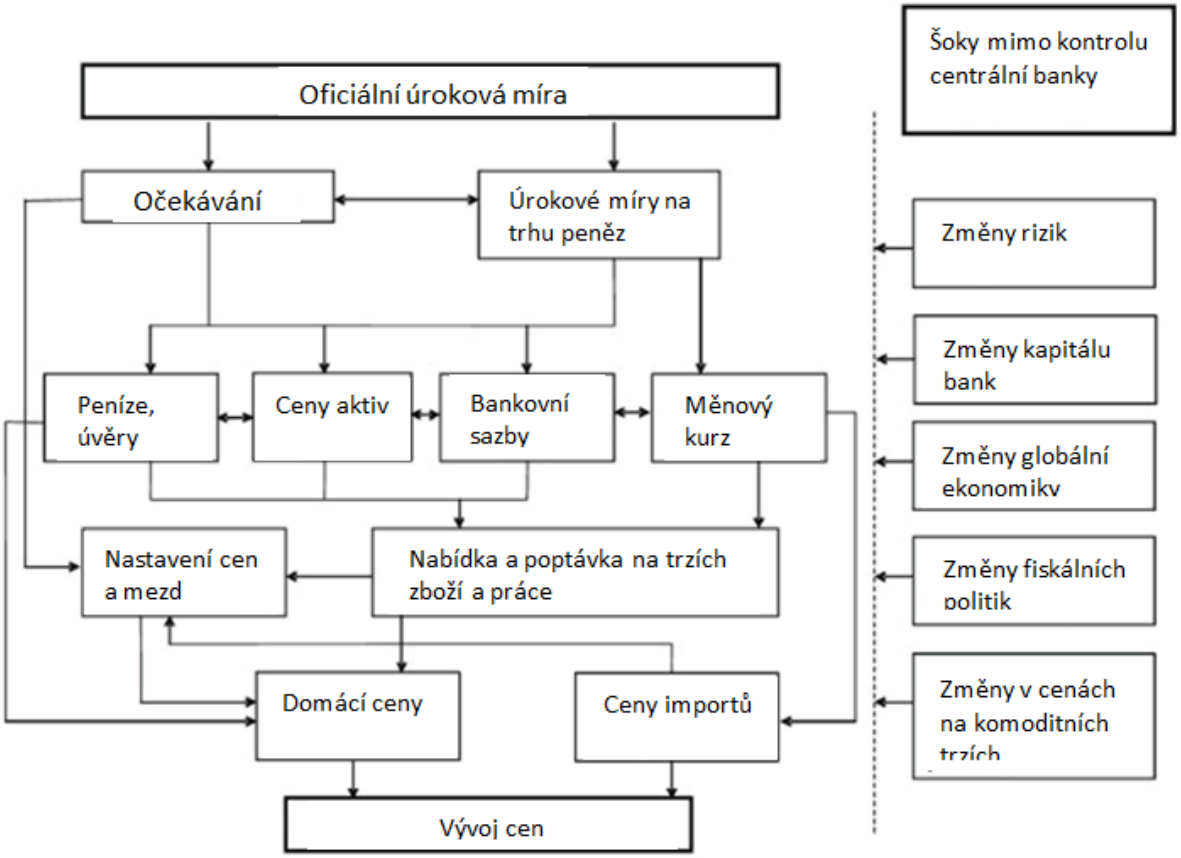
Vzhledem k tomu, že obě tyto funkce můžeme do určité míry považovat za součást měnové politiky, budu se jim v průběhu mé práce dále věnovat. Nelze je však zařadit do monetární politiky zcela, protože slouží centrální bance také k jejím mikroekonomickým funkcím, především ke své činnosti banky bank a banky státu. Dalšími mikroekonomickými úkoly centrálních bank jsou regulace a dohled bankovního systému a reprezentace státu v měnové oblasti.[3]

Pro ujasnění fungování centrální banky jako takové si také musíme nezbytně nastínit transmisní mechanismus, kterým se její kroky přenášejí do ekonomiky a který zaručuje, že se změny úrokové míry přetransformují do ceny peněz. Transmisní mechanismus v centrálním bankovnictví je charakterizován dlouhými, variabilními a nejistými časovými prodlevami, se kterými se změny v hospodářství projevují. Tudíž je nanejvýš obtížné předpovídat přesný efekt individuálních opatření a časového horizontu, ve kterém se projeví. Proto je také centrální bankovnictví oborem, který je jedním z nejsložitějších v ekonomickém světě.

---

[2] REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovnictví*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2001.
[3] REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovnictví*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2001. ISBN 80-726-1051-1.

V podstatě lze tvrdit, že měnová politika je sérií rozhodnutí o použití nástrojů, které mají za úkol vést k makroekonomické rovnováze. Základními veličinami, které centrální banka svými kroky modifikuje, jsou zejména úroková míra, inflace a měnová báze. Tyto veličiny mají dále vliv na jiné jevy v ekonomice a jejich postupnou působnost označujeme v ekonomické teorii jako transmisní mechanismus.



Zdroj: Transmission mechanism of monetary policy. *European Central Bank* [online]. 2017 [cit. 2017-01-20]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html

Ze schématu výše je vidno, že změna úrokové míry modifikuje skrze tento mechanismus mnoho makroekonomických i mikroekonomických činitelů v ekonomice. Změna úrokové míry centrální bankou má přímý vliv na úrokové míry komerčních bank a peněžních trhů. Dále dojde ke změně očekávání na trzích, a to nejen ohledně úrokové míry, ale také cenového vývoje. Tyto změny vedou ke změnám v cenách majetku a jiným rozhodnutím ekonomických subjektů při investicích

a nakládání se svými aktivy. Na stranách bank se tím pádem změní nabídka poskytovaných úvěrů a na kapitálových trzích je ovlivněna nabídka kapitálu. Celkově tyto jednotlivé trendy vyvolávají změnu agregátní nabídky a poptávky a důsledkem také změnu cenové hladiny.[4]

K dosažení svých cílů a manipulaci s makroekonomickými veličinami používají centrální banky různých instrumentů. Kromě přímých nástrojů, kterými jsou regulace a limity pro komerční banky, disponuje centrální banka instrumenty nepřímými. Tyto můžeme dále rozdělit na konvenční a nekonvenční nástroje. Konvenčními metodami rozumíme klasické metody centrálních bank, kterými operují, pokud jich to podmínky v ekonomice dovolují.

Na použití nekonvenčních nástrojů zpravidla dochází ve chvíli, kdy je třeba ekonomiku oživit, avšak úroková míra se limitně blíží nule či je dokonce záporná. V takovéto situaci jsou centrální bankéři nuceni přistupovat k opatřením, která jsou nad rámec klasických operací. Nekonvenčních metod je řada, avšak nejrozšířenějšími v současném finančním světě jsou kvantitativní uvolňování, kvalitativní uvolňování a devizové intervence.

2.2 Konvenční nástroje měnové politiky

Operace na volném trhu jsou označovány za nejúčinnější nástroj centrálních bank za účelem manipulace s úrokovou mírou. Můžeme je definovat jako nákup nebo prodej cenných papírů centrální bankou obchodním a další bankám v domácí měně s cíle regulace rezerv bank nebo krátkodobé úrokové míry. V každé tržní ekonomice probíhají mnohé transakce s cennými papíry a deriváty, avšak o operacích na volném trhu centrální bankou mluvíme výlučně, pokud jde o obchod mezi centrální bankou a domácí bankou.[5]

Operace na volném trhu jsou nepřímým nástrojem operativního charakteru, při kterém banka nemá žádnou preferenci ohledně toho, s kým obchoduje. V takovém případě už bychom totiž mohli hovořit o kvantitativním či kvalitativním uvolňování.

---

[4] Transmission mechanism of monetary policy. *European Central Bank* [online]. 2017 [cit. 2017-01-20]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html

[5] REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovnictví*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2001. ISBN 80-726-1051-1.

Ačkoliv samotná definice operací na volném trhu implikuje, že jednoduché transakce s cennými papíry jsou hlavní náplní činnosti centrální banky v tomto směru, jde o mylnou premisu. Prosté operace s cennými papíry jsou centrálními bankami používány stejně jako prosté operace na devizovém trhu pouze výjimečně, a to pouze jako nástroj jemného ladění. U významných centrálních bank jsou hlavní operací na volném trhu reverzní repo (pojmenování pochází z anglického *repurchase operations*, tedy operace se zpětným odkupem) operace. Při těchto operací centrální banka přebírá od komerčních bank jejich excesivní likviditu výměnou za cenné papíry, které v této operaci slouží jako kolaterál. Po uplynutí dohodnuté doby (např. Česká národní banka má základní dobu trvání této operace stanovenou na 14 dní) dojde ke zpětné výměně instrumentu za peníze, ke kterým centrální banka přidává dohodnutý úrok. Díky takovýmto transakcím se dočasně sníží rezervy bank, což vyžene krátkodobé úrokové míry směrem nahoru.[6]

Samotný průběh transakce je pak zaručován povětšinou pomocí tendrů buď s fixní, nebo variabilní úrokovou sazbou. V případě fixní úrokové sazby banky nabízí, jaký objem operace jsou s centrální bankou ochotny realizovat, a obchod je přednostně uzavírán s bankami, které nabídnou nejvyšší objem. Úroková míra, kterou platí za obchod centrální banka jako dlužník je přitom zafixována ex ante. V případě variabilní úrokové sazby je zafixován objem transakce, což dává bankám prostor nabízet různé hodnoty úrokových sazeb a centrální banka si poté vybírá přednostně nabídky s nejvyšší sazbou. Tyto operace jsou pro centrální banku výhodnější, a proto jsou i frekventovanější variantou realizovanou v praxi.[7]

Repo operace však nejsou jediným druhem operací na volném trhu, který je centrálními bankéři využíván. Kromě již zmíněných prostých nákupů a prodejů cenných papírů existují také tzv. switch operace. Při těchto transakcích si centrální banka a komerční banka vyměňují cenné papíry stejného druhu, avšak s jinou dobou splatnosti. Dochází tedy pouze k recipročním platbám za rozdíly v úrokových sazbách. Vzhledem k tomu, že těmito operacemi nedochází ke změně rezerv ani jedné ze stran, je jediným účelem switch operací změna časové struktury aktiv

[6] Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. 2017 [cit. 2017-01-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

[7] BOFINGER, Peter., Julian REISCHLE a Andrea SCHÄCHTER. Monetary policy: goals, institutions, strategies, and instruments. New York: Oxford University Press, 2001. ISBN 0199248567.

ze strany centrální banky. Pokud centrální banka prodává cenné papíry s delší dobou platnosti a nakupuje ty s kratší maturitou, musí uhradit úrokový rozdíl a hovoříme o tzv. switch operaci s give-up úrokovým rozdílem. Při opačném trendu centrální banka inkasuje úrokový rozdíl a transakce je označována jako switch operace s pick-up úrokovým rozdílem.[8]

Dalším konvenčním nástrojem pro zacházení s domácí ekonomikou je pro centrální banku **automatické facility**, jinak také nazývané diskontní nástroje či standardní facility. Jak už napovídá název – facility je anglický výraz pro složitější verze úvěrů – jde o poskytování likvidity bankám a její případnou absorpci. Automatická facilita jsou nástrojem velmi krátkodobým, slouží totiž k řízení likvidity bank přes noc (anglicky overnight).

Cílem tohoto opatření je kromě možnosti poskytnout či uložit likviditu bance také signalizovat celkový postoj centrální banky k vývoji na trhu a moderovat vývoj velmi krátkodobých úrokových měr. Pro poskytnutí automatické facility je však nutné splnit požadavky a kritéria stanovená centrální bankou. Díky předem stanoveným kritériím jsou také stanoveny stropy pro limity takových krátkodobých půjček. Ty ve většině ekonomik v podstatě vylučují, aby byly automatické facility zásadním nástrojem na trhu, a zároveň vnáší do facilit element automatizace.[9]

V praxi rozlišujeme dva druhy automatické facility: prvním typem je **depozitní facilita**, která je bankám poskytována k uložení přebytečné likvidity. Po získání možnosti takto s centrální bankou obchodovat je stanoven práh pro využívání facility, který je například u České národní banky stanoven na 10 milionů korun. Po dobu svého pobytu na rezervách centrální banky jsou peníze úročeny diskontní sazbou, která se tradičně transformuje v nejspodnější hranici, za kterou se na daném trhu půjčuje.[10]

---

[8] REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovnictví*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2001. ISBN 80-726-1051-1.

[9] The Eurosystem's instruments. *European Central Bank* [online]. 2017 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html

[10] Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. 2017 [cit. 2017-01-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

Diskontní nástroje však fungují i opačně, a to formou **marginální zápůjční facility**, při které není likvidita ukládána, ale naopak poskytována bankám. Jde o důležitý nástroj k udržení stability na bankovním trhu především z toho důvodu, že vzhledem k nízké diskontní sazbě jde pro obchodní banky o pravděpodobně nejvýhodnější zdroj peněz. Práh pro využití je opět ze strany ČNB stanoven na 10 milionů korun a tato služba je – stejně jako u většiny významnějších centrálních bank poskytována bankám, které mají s centrální bankou uzavřenou rámcovou smlouvu k průběhu repo operací.[11]

Hlavní prostor centrální banky pro ovlivňování trhu tedy logicky leží v diskontní úrokové sazbě, za kterou půjčuje činitelů na trhu. Její zvýšení vede k růstu krátkodobé tržní úrokové míry a jejím důsledkem je také tlak na zhodnocení domácí měny. Naopak v případě, že se centrální banka rozhodne diskontní sazbu snížit, vydává tím signál k depreciaci domácí měny, na kterou bude tlačit nižší krátkodobá úroková míra na trhu. Někdy jsou proto automatické facility zařazovány po bok kurzových intervencí jako jejich nepřímá, konvenční varianta.[12]**Povinné minimální rezervy** jsou klasickým instrumentem monetární politiky, který má svou váhu již od počátků centrálního bankovnictví. Jde o požadavky centrální banky na minimální rezervy bank, které spravuje. Tyto rezervy dále figurují na rozvaze centrální banky jako závazek, zatímco na rozvaze obchodní banky jako aktivum. I když jde stále o validní nástroj měnové politiky, na významu poněkud ztrácí a centrální bankéři ke změnám sazeb povinných minimálních rezerv sahají poměrně zřídka (například Evropská centrální banka sáhla po změně své sazby pro povinné minimální rezervy pouze jednou za dobu své existence, a to v lednu 2012 snížením ze 2 % na 1 %).

Minimální rezervy navíc nejsou pouze prostředkem měnové politiky, dá se skrze ně regulovat také likvidita bank, potažmo mohou sloužit jako určitá poslední záchrana v případě, že se banka dostane do výrazných problémů. Požadavky na rezervy jsou většinou plněny formou

[11] Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. 2017 [cit. 2017-01-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

[12] REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovnictví*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2001. ISBN 80-726-1051-1.

ponechání zůstatků na účtech vedených přímo centrální bankou, čímž se předchází přílišné administrativě.[13]

Ve svém měnově-politickém významů se povinné minimální rezervy projevují pomocí svého vlivu na peněžní multiplikátory. Ty jsou však až posledním krokem transmisního mechanismu změny povinných minimálních rezerv. Veličinou, která povinné minimální rezervy do velké míry stínuje, jsou dobrovolné rezervy. Banky je většinou drží pro případ, že se změní nároky na rezervy ze strany centrální banky. Díky navýšení minimálních rezerv dojde ke zvýšení úrovně celkových rezerv, které mají dopad do peněžních multiplikátorů. Je však velice nejasné, do jaké míry a někdy vůbec v jakém rozsahu se centrální bance podaří danou změnou povinných minimálních rezerv multiplikátory ovlivnit.[14]

Protože jsou v dnešní době již efektivní mnohá opatření, týkající se testování solvence bank[15], probíhá polemika nad nutností existence povinných minimálních rezerv. Jejich hlavní funkce v podstatě spočívají jednak ve faktu, že jejich trvání navazuje obchodní banky nutně na centrální banku, v řízení likvidity bank (které je otupeno dobrovolnými rezervami) a jistoty v multiplikační tvorbě peněz. Můžeme však konstatovat marginální význam povinných minimálních rezerv jako nástroje monetární politiky.[16]

2.3 Nekonvenční měnové politiky

Fakt, že monetární politika skýtá více nástrojů, než ty, které jsou vyjmenovány výše, je znám již po několik desetiletí. Až v posledních několika letech, především vlivem dopadu nejzávažnější globální finanční krize od Velké hospodářské deprese, se však centrální banky ocitly v nezáviděníhodné pozici. Konvenční nástroje totiž najednou neměly dostatečný efekt, úrokové míry oscilovaly okolo nulových hodnot a vyspělé ekonomiky jako takové stagnovaly. Na

[13] Minimum reserves. *Deutsche Bundesbank* [online]. 2017 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Tasks/Monetary_policy/Minimum_reserves/minimum_reserves.html

[14] REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovnictví*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2001. ISBN 80-726-1051-1.

[15] Tzv. stress-testy jsou simulacemi krizového vývoje na základě rozvahy banky. Slouží k determinaci připravenosti dané banky na krizi.

[16] BOFINGER, Peter., Julian REISCHLE a Andrea SCHÄCHTER. Monetary policy: goals, institutions, strategies, and instruments. New York: Oxford University Press, 2001. ISBN 0199248567.

otázku, jak z tohoto nastavení ven, se naskytla odpověď v podobě pokrizových nekonvenčních měnových politik. Tím získaly nekonvenční měnové politiky na významu a do budoucna je v souvislosti s globálním trendem pomalejšího růstu a deflačních tlaků třeba s nimi počítat jako se součástí reality.

Je otázkou, jak vůbec nekonvenční monetární politiku definovat, jak ji rozlišit od standardních nástrojů. Jednu z nejsrozumitelnějších definic znaků takových politik nabízí bývalý guvernér ECB Jean Claude Trichet. Podle něj by měla vykazovat tyto projevy:

- Měla by proporčně odpovídat asymetrickému rozložení a narušení trhu, tak, jak ho vnímá centrální banka;
- je žádoucí, aby jakákoliv taková politika byla doprovázena silným poselstvím směrem k obchodním bankám, požadujícím jejich rekapitalizaci a nápravu jejich rozvah;
- podobnou zprávu je třeba vyslat i k vládám dotčených zemí, především pokud situace vyžadující zásah centrální banky vznikla kvůli kumulaci veřejného dluhu;
- centrální banka by také měla vyvolat debatu udržitelnosti nastavení světového finančního systému.[17]

Je však třeba jedním dechem dodat, že každé prostředí, které vede k nekonvenčnímu zásahu centrální banky, je jedinečné a vyžaduje jinou reakci. Následuje charakteristika nejvýznamnějších typů měnových politik mimo rámec standardních postupů.

Kvantitativní uvolňování je bezpochyby v současnosti nejrozšířenějším typem nekonvenční měnové politiky. Je přitom velice mladým konceptem – jako první se k němu odhodlala Bank of Japan v roce 2001, i když stále v malém rozsahu, který skoro až připomínal operace na volném trhu. Plného významu dosáhlo kvantitativní uvolňování (quantitative easing, QE) až po úderu světové finanční krize, tedy po roce 2008. Od té doby se k němu uchýlila většina z nejvýznamnější světových centrálních bank, tedy FED, ECB, Bank of England, Bank of Japan a další.

[17] TRICHET, Jean Claude. Standards for Non-Standard Monetary Policy. *Project Syndicate* [online]. 2012 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: https://www.project-syndicate.org/commentary/standards-for-non-standard-monetary-policy-by-jean-claude-trichet

Ke kvantitativnímu uvolňování má pro centrální banku smysl přikročit zejména, pokud je úroková míra na výpůjčky přes noc blízká či rovná nule. V tom případě má centrální banka do velké míry svázané ruce, co se účinků standardních mechanismů týče. Základní náplní QE jsou nákupy cenných papírů dlouhodobého charakteru, třeba i třicetileté, které se na rozdíl od nákupů na volném trhu stávají součástí rozvahy banky. Navíc nemusí jít o deriváty vydané státem nebo státní institucí. Cílem centrální banky je v případě kvantitativního uvolňování snížení úroku na těchto dlouhodobých cenných papírech. Zde je rozdíl oproti tradičním operacím, které cílí na krátkodobé úrokové míry. Díky kvantitativnímu uvolňování tak centrální banka může řešit hlubší strukturální problémy ekonomiky, jako například problémy s cennými papíry krytými hypotečními úvěry, které způsobily světovou finanční krizi v roce 2008.[18]

Nejde však pouze o strukturální problémy. Kvantitativní uvolňování je centrálními bankami velmi často používáno k celkovému nastartování dynamiky ekonomiky. Je třeba si uvědomit, že pro nákupy cenných papírů jsou centrální bankou používány peníze nikoliv z rezerv, ale nově elektronicky vytvořené. Tím mezi držitele těchto cenných papírů a postupně i do celé ekonomiky přibývá peněžní zásoba, což má - nebo by mělo mít - mnoho zamýšlených ekonomických důsledků. Tím pravděpodobně nejzjevnějším je zvýšení spotřeby, které jde se zvýšením peněžní báze ruku v ruce a které podporuje pozitivní vývoj hrubého domácího produktu. Jde však také o inflaci, jejíž slabá dynamika po krizi byla velmi často samotným důvodem nekonvenčního přístupu centrálních bank během krize. Injekce peněz do ekonomiky totiž vyústí v nižší náklady na půjčování peněžních prostředků v ekonomice a zvýšení cen domácích aktiv. Oba tyto jevy směřují ke zvýšení cenové hladiny.[19]

Dalším prvkem transmisního mechanismu kvantitativního uvolňování je efekt, který vyvolá samotný nákup rizikových cenných papírů centrální bankou. Jejich nepřítomnost na trhu totiž vyvolá pokles úroků, který jsou s nimi spojeny. Následkem tohoto vývoje bude obrat investorů k jiným finančním instrumentům, tedy akciím, korporátním dluhopisům a komoditám.

---

[18] The Origins of Uncoventional monetary policy in the U.S. *Federal Reserve Bank of St. Louis* [online]. 2015 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: https://www.stlouisfed.org/annual-report/2015/the-origins-of-unconventional-monetary-policy-in-the-us

[19] What is quantitative easing? Bank of England [online]. 2011 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/qe/default.aspx

Díky tomu cena těchto položek vzroste, což posílí dynamiku ekonomického vývoje jako takového. Kvantitativní uvolňování tedy může sloužit i k moderaci tržních preferencí.[20]

I když tyto efekty kvantitativního uvolňování je těžké jakkoliv vyvrátit, nemůžeme říct, že programy QE přinášejí pouze pozitivní efekty. Jednou z hlavních výtek směrem ke QE je jeho tendence k zadlužování státu, pokud je program prováděn v koordinaci s vládou, jako je tomu například v Japonsku, které skutečně disponuje nejvyšším procentuálním veřejným dluhem v poměru k HDP, i když rozhodně nelze kvantitativní uvolňování považovat za jedinou příčinu – u Japonska situace vznikla z velké části v 80. Letech minulého století, kdy splaskla bublina na trhu aktiv a ztracené příjmy byly řešeny zvýšeným tempem vydávání státních dluhopisů, které měly fixní úrok. Kvůli následné deflaci se tak zvýšil poměr veřejného dluhu k HDP.

Poměrně zásadní námitkou proti zavádění kvantitativního uvolňování je argument směřující na příjmovou nerovnost. Rozvírání pomyslných nůžek mezi příjmovými skupinami je jedním z globálních trendů současnosti a jak například sama Bank of England přiznala při svém spuštění programu kvantitativního uvolňování, 5 % nejbohatších domácností vlastnilo při zavedení QE ve Velké Británií okolo 40 % majetku, což je stav, který QE dále prohlubuje.[21] Pokud tedy centrální banka přistoupí k nákupu majetku, potažmo cenných papírů, primárně z toho budou těžit nejbohatší vrstvy obyvatelstva. Kvantitativní uvolňování navíc má tendenci oslabovat domácí měnu, což dále poškozuje střední třídu skrze dražší nákupy zboží a potravin. Z následného zvýšení ceny aktiv a oslabení domácí měny benefitují především skupiny obyvatelstva, které aktiva drží. Poté se dá QE označit za určitou skrytou daň uvalenou na střední třídu.[22]

Hlavně z těchto důvodů se v poslední době přihlásilo několik významných světových ekonomů včetně tehdejšího guvernéra Bena Bernankeho s nápadem na zavedení tzv. **helikoptérového efektu**. Tento druh monetární politiky byl poprvé popsán Miltonem Friedmanem v roce 1969.

---

[20] How Quantitative Easing Works. *Wall Street Journal* [online]. 2012 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: http://blogs.wsj.com/economics/2012/09/14/how-quantitative-easing-works/

[21] The Distributional Effects of Asset Purchasing. *Bank of England* [online]. 2012 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/news/2012/nr073.pdf

[22] BUTLER, John. Quantitative easing has pernicious effects that favour the wealthy. *The Guardian* [online]. 2016 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: https://www.theguardian.com/business/economics-blog/2016/sep/28/quantitative-easing-qe-pernicious-effects-favour-wealthy-tax-middle-class

Název tohoto efektu je odvozen od shazování balíků peněz z helikoptéry. Jde totiž o přímou distribuci nového bohatství mezi populaci, případně trvalou monetizaci veřejného dluhu, nikoliv nepřímou jako v případě klasického kvantitativního uvolňování. To probíhá pomocí přímých plateb financovaných z monetární báze centrální bankou soukromým entitám bez zapojení fiskálních institucí. Jako v případě dalších nekonvenčních monetárních politik však převládá názor skeptiků, kteří „peníze z helikoptéry“ považují za krajní řešení, kterého není v současné době třeba.[23]

Kvalitativní uvolňování je koncept příbuzný kvantitativnímu uvolňování a velmi často s ním i spojený, například v Japonsku nebo v USA během finanční krize, která začala hypoteční krizí v USA v roce 2008. Poprvé bylo kvalitativní uvolňování v témže roceodlišeno od kvantitativního Johnem Butlerem. Od té doby jsou tyto dva jevy považovány za rozdílné, i když jdou často ruku v ruce.

Rozdíl je ve vlivu nákupů centrální banky na její rezervy. Zatímco u kvantitativního uvolňování dochází k jejich nárůstu, u kvalitativního tomu tak není. Centrální banka sice nakupuje aktiva, ale pouze za účelem výměny rizikových aktiv za cenné papíry s větším elementem rizika. Prodávanými instrumenty mohou být stabilní soukromé dluhopisy, státem emitované deriváty či deriváty jištěné státní institucí. Jde tedy pouze o strukturální změnu, jak hodnota aktiv na rozvaze centrální banky, tak úroková míra i další veličiny zůstávají na stejné úrovni.[24] Centrální banka toto opatření činí s úmyslem zvýšit splatnost držených cenných papírů, čímž snižuje reálnou úrokovou míru na trhu krátkodobých cenných papírů jejich vypuštěním do oběhu.

Centrální bankéři také mohou implementovat politiku **negativních úrokových sazeb.** Jde o situaci, ve které již tak nízké nominální úrokové sazby vyhlašované centrální bankou klesnou pod nulovou úroveň. Fakticky tedy benefitují subjekty, které si v takové ekonomice půjčují a penalizováni jsou uložitelé vkladů. To by mělo motivovat ekonomické subjekty k cirkulaci jejich

[23] GERLACH, Stefan. Sky-High Monetary Policy. *Project Syndicate* [online]. 2016 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: https://www.project-syndicate.org/onpoint/sky-high-monetary-policy-2016-11

[24] BUTLER, John. Quantitative easing and qualitative easing: a terminological and taxonomic proposal. *Financial Times* [online]. 2008 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: http://blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-a-terminological-and-taxonomic-proposal/#axzz4WVjOb5pD

finančních aktiv, a tedy oživit situaci na trhu. Do velké míry jde o čin, který značí absenci alternativy ze strany centrální banky.

Negativní úrokové sazby byly před světovou finanční krizí od roku 2008 nečím téměř nemyslitelným. V roce 2014 však k tomuto kroku přistoupila Evropská centrální banka v reakci na slabý výkon ekonomiky v pokrizovém vývoji. Následovaly také centrální banky Švédska, Švýcarska a Dánska. Významněji však na začátku roku 2016 negativní úrokové sazby zavedla Bank of Japan (BoJ). Po tomto kroku tak vice než 500 milionů lidí v ekonomikách, které svou velikostí představovaly zhruba čtvrtinu světového HDP, žilo v monetárním režimu nulových úrokových sazeb.[25]

[25] RANDOW, Jana a Simon KENNEDY. Negative Interest Rates. *Bloomberg* [online]. 2017 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.bloomberg.com/quicktake/negative-interest-rates

3 Praktické příklady využití nekonvenčních monetárních politik

Ve třetí kapitole pojednávám o dvou příkladech použití monetárních politik v období reakce na světovou finanční krizi z roku 2008 a na její důsledky. Ačkoliv bylo takových případů hned několik, případovou studii provádím u kvantitativního uvolňování, které aplikovala americká centrální banka (dále také FED) a u devizových intervencí České národní banky. Tím tato kapitola nabízí vhled jak do klíčové ekonomiky pro světový vývoj, tak do tuzemského postkrizového vývoje.

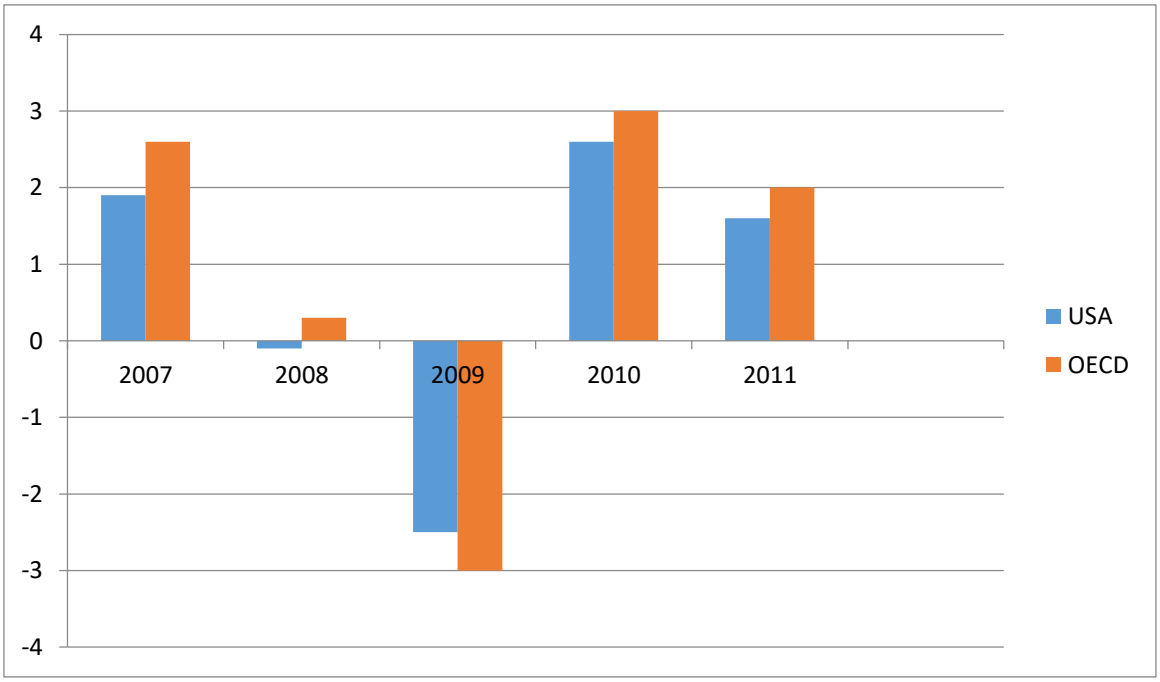
3.1 Postkrizové kvantitativní uvolňování FEDu

V roce 2008 započala globální ekonomická krize, která byla svou hloubkou nejzávažnější od Velké hospodářské krize ve 30. letech 20. století. Vzhledem ke globalizaci světového ekonomického systému se po kolapsu několika amerických finančních institucí, především banky Lehman Brothers, v řádu týdnu rozšířila do dalších rozvinutých ekonomik. Její příčina a původ však leží v hypoteční krizi v USA. Pro pochopení krizového finančního vývoje je tedy zcela stěžejní postup americké centrální banky. Pro ilustraci korelace amerického a vývoje skupiny OECD uvádím Graf 1.

V roce 2008 vypukla v USA hypoteční krize, která způsobila, že značná část domácností, které splácely hypotéku, toho již nebyla schopna. FED tak byl postaven před výrazný problém s likviditou domácností i finančních institucí. Nejprve centrální bankéři přistoupili na snižování úrokových sazeb. To se však neukázalo jako příliš efektivní. Od ledna do prosince 2008 klesla úroková míra vyhlašovaná FEDem z 4,25 % až na 0,25 %. Termínované operace na volném trhu a další nástroje konvenční monetární politiky byly také vyčerpány. Ekonomika přitom stále měla sestupnou tendenci a ztrácela zhruba 250 tisíc pracovních míst měsíčně.[26]

[26] *Federal Reserve Data* [online]. [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/data.htm

18 – Vývoj reálného HDP USA a zemí OECD v letech 2007-2011, v %



Zdroj: *OECD statistics* [online]. [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://stats.oecd.org/

Během září a října 2008 FED ve snaze oživit obchodování na devizových trzích oznámil, že swapové linky s Bank of England, Evropskou centrální bankou a Švýcarskou centrální bankou jsou přístupné pro jakékoliv transakční objemy. V září také společně s americkým ministerstvem financí založil fond, který vykupoval cenné papíry podložené aktivy s vysokým ratingem. Toto byly první kroky, které zvětšovaly monetární bázi ekonomiky.[27] Neřešily však jádro problému, tedy ty cenné papíry, které měly rating nízký nebo byly nesplácené. [28]

[27] Měnovou bází chápeme peněžní prostředky s největší mírou likvidity, tedy oběživo v hotovosti a rezervy obchodních bank na účtech centrální banky.

[28] FAWLEY, Brett a Christopher NEELY. *Four stories of quantitative easing* [online]. St. Louis, 2013 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/13/01/Fawley.pdf. Federal Reserve Bank of St. Louis.

3.1.1 První fáze kvantitativního uvolňování (QE1)

Poté, co se ukázalo, že tradičními způsoby ekonomiku stimulovat nestačí, přistoupil FED k rozsáhlému programu kvantitativního uvolňování, který nemá v americké historii obdoby. 25. 11. 2008 přišlo oznámení, že FED nakoupí přímé závazky státem sponzorovaných firem, které mají vztah k nemovitostnímu trhu v hodnotě až 100 miliard USD. Zároveň zde zaznívá závazek k nákupu cenných papírů podložených hypotečními smlouvami (anglicky mortgage-backed securities, MBS) držených společnostmi Fannie Mae, Freddie Mac a Ginnie Mae, což jsou zkratkovitá a obecně zažitá pojmenování pro státem podporované hypoteční společnosti, v hodnotě až 500 miliard USD. Jako důvod tohoto kroku FED uvedl, že má pomoci snížit náklady spojené s pořízením nemovitostí a tak zvýšit jejich dostupnost. Šlo o přímou finanční pomoc mířenou na nejvíce krizí zasažené instituce. Tyto nákupy měly podle vyjádření FEDu započít do konce roku 2008 a pokračovat několik dalších čtvrtletí.[29]

FED skutečně začal nakupovat aktiva téměř okamžitě, což mělo přímý dopad na jeho rozvahu. Celková aktiva narostla od září 2017 do prosince 2018 z 869 miliard USD na 2,25 bilionu USD, přičemž nejstrmější nárůst proběhl v posledním kvartále roku 2008.[30] Efekt na finanční trhy se však dostavil téměř okamžitě a podařilo se zastavit propad, přičemž klíčový index Standard and Poor's 500 (index založený na tržní kapitalizaci 500 největších firem, které jsou obchodovány na newyorské burze) získal vzestupnou dynamiku (po poklesu o 38,5 % v roce 2008 vzrostl v roce 2009 o 26,4 %) a odmazal tak část utrpěných ztrát.[31]

FED také uspěl v redukci prémií na desetiletých a třicetiletých dluhopisech, což je indikátorem kvality těchto cenných papírů. První fáze programu kvantitativního uvolňování podle regresních analýz a modelů srazila tyto prémie zhruba o 30 až 100 bazických bodů.

---

[29] Federal Reserve announces it will initiate a program to purchase the direct obligations of housing-related government-sponsored enterprises and mortgage-backed securities backed by Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae. *The Federal Reserve of St. Louis* [online]. 2008 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20081125b.htm

[30] FLEMING, Michael. Federal Reserve Liquidity Provision during the Financial Crisis of 2007-2009. *The Federal Reserve of New York* [online]. 2010 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr563.pdf

[31] S&P 500 Index - 90 Year Historical Chart. *Macrotrends* [online]. 2018 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.macrotrends.net/2324/sp-500-historical-chart-data

Zároveň došlo ke snížení střednědobých a dlouhodobých úrokových měr. V krátkodobém horizontu se tedy opatření FEDu zdála být účinnými.[32]

Jak však už v prosinci 2008 připustil tehdejší guvernér FEDu Ben Bernanke, program kvantitativního uvolňování nebyl dostatečného rozměru vzhledem ke komplexitě a rozměru problémů americké ekonomiky. V průběhu prosince se začaly v tiskových prohlášeních FEDu objevovat zmínky o možném nákupu dlouhodobých cenných papírů emitovaných americkým ministerstvem financí, tzv. Treasury securities. V lednu 2009 FED oznámil, že je připraven program nákupu aktiv rozšířit, a to jak ve smyslu objemu nákupů, tak jejich trvání.[33]

Novým rozměrem programu kvantitativního uvolňování byl nákup cenných papírů podložených hypotékami v hodnotě 1,25 bilionu USD, dlouhodobých cenných papírů emitovaných ministerstvem financí za 300 miliard USD a závazků státem sponzorovaných hypotečních agentur za 172 miliard USD (zde bylo původně v plánu 200 miliard USD, ale program byl během roku 2009 zeštíhlen). Mimo to také FED během QE1 poskytl podporu bankám, které se kvůli krizovému vývoji ocitly ve svízelné situaci, jmenovitě AIG, JP Morgan Chase, Bank of America a Citigroup. Tato pomoc směřovala zejména směrem ke schopnosti bank splácet své závazky a v případě JP Morgan Chase i k financování akvizice investiční banky Bear Stearns, která zkolabovala po vypuknutí krize.[34]

Vzhledem k tomu, že došlo k částečnému oživení trhu a vylepšení ekonomických indikátorů, došlo v nákupech navyšujících monetární bázi od konce roku 2009 zhruba na rok ke zvolnění. Nejen FED, ale i Evropská centrální banka a Bank of England od svých programů odstoupily, avšak ani u jedné z těchto bank nešlo, jak se později ukázalo, o konečný stav. V druhé fázi QE1, tedy od března 2009 do oznámení druhé faze program, vzrostl Dow Jones index

[32] JOYCE, Michael, David MILES, Andrew SCOTT a Dimitri VAYANOS. Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – an introduction. *The Economic Journal* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://personal.lse.ac.uk/vayanos/Papers/QEUMCI_EJ12.pdf

[33] FOMC statement. *The Federal Reserve of St. Louis* [online]. 2009 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20090128a.htm

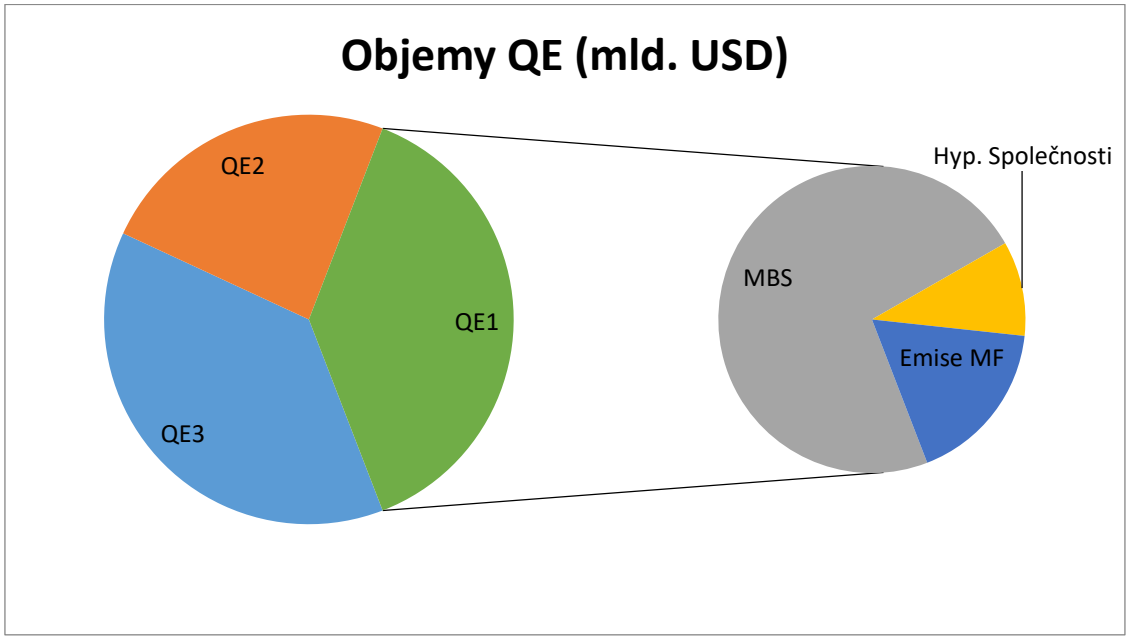
[34] FLEMING, Michael. Federal Reserve Liquidity Provision during the Financial Crisis of 2007-2009. *The Federal Reserve of New York* [online]. 2010 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr563.pdf

(další z významných indikátorů směřování americké ekonomiky) o 53,4 % a již zmiňovaný Standard and Poor's 500 dokonce o 71,8 %.[35]

Posledním významným krokem FEDu v první fázi implikace QE bylo refinancování původních závazků státem sponzorovaných společností cennými papíry emitovanými ministerstvem financí, což mělo pozitivní vliv na kvalitu a strukturu rozvahy FEDu a jím držených cenných papírů. K tomuto refinancování došlo v srpnu 2010.

QE1 je mezi ostatními fázemi kvantitativního uvolňování FEDu jedinečné především velkým podílem nákupu cenných papírů podložených hypotékami. Tato volba FEDu prokazatelně ulevila dlužníkům s problémy splácet, kterým srazila úroky na hypotékách cirka o 40 basických bodů, což americké ekonomice přineslo 6 miliard dolarů navíc v agregované spotřebě napřímo, ale především 76 miliard dolarů skrze refinancování.[36]

19 - Objemy QE ve třech fázích jeho aplikace s detailem druhového složení nákupů v první fázi QE, v mld. USD



Zdroj: Federal reserve data. *Federal Reserve of St.Louis* [online]. 2016 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/data.htm

[35] S&P 500 Index - 90 Year Historical Chart. *Macrotrends* [online]. 2018 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.macrotrends.net/2324/sp-500-historical-chart-data

[36] DIMAGGIO, Marco, Amir KERMANI a Christopher PALMER. How Quantitative Easing Works: Evidence on the Refinancing Channel. *Massachussetts Institute of Technology* [online]. 2016, 27 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: http://mitsloan.mit.edu/shared/ods/documents/?DocumentID=2835

3.1.2 Druhá fáze kvantitativního uvolňování (QE2)

Již při výše zmíněném refinancování původních nákupů byly ve vyjádřeních FEDu náznaky, že by mohlo dojít k druhé fázi kvantitativního uvolňování. Například zástupce předsedy představenstva FEDu William Dudley v říjnu 2010 ve svém proslovu na půdě newyorské pobočky řekl, že další kroky budou vyžadovány, pokud se ekonomika nezačne vyvíjet směrem, který by ho více přesvědčil o lepším vývoji inflace a zaměstnanosti. K tomu skutečně došlo, a to na začátku listopadu 2010, kdy FED vydal prohlášení, že nakoupí cenné papíry ministerstva financí za 600 miliard dolarů, což půjde ruku v ruce s posílením dřívějších nákupů za 250 až 300 miliard dolarů. Nákupy měly být dokončeny ve třetím kvartále roku 2011, což poukazovalo na tempo zhruba 75 miliard USD měsíčně. Vzhledem k dřívějším náznakům FEDu nešlo o neočekávaný krok, a to ani objemově, ani ve své podstatě.[37]

FED ve svém tiskovém vyjádření také podtrhl svůj spíše skeptický pohled na zotavující se ekonomiku, když uvedl, že oživení v rámci produktu a zaměstnanosti je stale pomalé a postupně se zvyšující spotřeba domácností je limitována vysokou nezaměstnaností a špatnou situací na nemovitostním trhu. Proto bankéři cítili potřebu v souvislosti se svým mandátem k udržování maximální možné zaměstnanosti a cenové stability zasáhnout.

Pozoruhodné na této tiskové zprávě však je, že se zde poprvé od zahájení QE objevuje názorový rozkol v představenstvu FEDu. Ačkoliv 10 bankéřů volilo pro introdukci těchto opatření, Thomas Hoenig, předseda pobočky FEDu v Kansas City, hlasoval proti. Jako důvod svého kroku zmínil, že rizika spojená s dalšími nákupy cenných papírů převažují nad výhodami takového rozhodnutí.[38] I mimo FED zaznívaly hlasy proti dalším nákupům, zejména v tom smyslu, že nákupy za 1,72 bilionu dolarů nepomohly a tedy jsou ve svém záměru nedostatečné. Otázky okolo postupu centrální banky se také začínaly točit okolo ukončení QE. Jak je typické

[37] CENSKY, Annalyn. QE2: Fed pulls the trigger. *CNN* [online]. 2010 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://money.cnn.com/2010/11/03/news/economy/fed_decision/index.htm

[38] FOMC statement. *The Federal Reserve of St. Louis* [online]. 2009 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20101103a.htm

pro pokusy o nekonvenční monetární politiku, její kritici často prohlašují, že jde o zbytečné kroky, které bude problém opustit.

Druhá fáze programu se obešla bez prodloužení nebo úprav a byla ukončena v červenci 2011. Tržní očekávání kvantitativního uvolňování (v anketě CNBC těsně před oznámením QE2 odpovědělo 99 % respondentů, že očekává zprávu o nové etapě kvantitativního uvolňování) však vyústilo ve slabou reakci na samotné zavedení QE2. Žádné z oznámení FEDu nemělo za příčinu snížení úroku na desetiletých a třicetiletých dlouhopisech.[39] Jde tedy konstatovat, že se z QE již stala jakási očekávaná skutečnost.

V roce 2010 přišlo z iniciativy vlády tehdejšího prezidenta USA Baracka Obamy opatření, které mělo za úkol předejít v budoucnu kolapsům finančních institucí a hedgových fondů podobným pádu banky Lehmann Brothers. Šlo o tzv. Dodd-Frank Act, přičemž k regulaci finančního trhu vznikla nova komise, které předsedal minist financí a mezi jejími devíti členy byli i zástupci FEDu. Tento zákon ukládal bankám a fondům mít připravený plan rychlého ukončení v případě insolvence. Zároveň mohly instituce být deregulovány, pokud se komise usnesla, že jejich velikost je v krizovém scénáři nebezpečná ekonomice.[40] Ačkoliv byl Dodd-Frank Act všeobecně přijímán jako pozitivní proaktivní opatření, v roce 2018 došlo v souladu s politikou prezidenta Donalda Trumpa k jeho výraznému zvolnění a omezení pouze na 10 největších bank v USA. Ze znění zákona se také vytratil požadavek na tzv. Stress-testy, tedy simulace krizového vývoje a odolnosti dané instutice.[41]

V mezidobí mezi druhým a třetím trimestrem QE došlo k významné události, která není ve své podstatě kvantitativním uvolňováním, ale měla významný dopad na rozvahu centrální banky. Šlo o tzv. operaci Twist, která byla veřejnosti představena v září 2011 a spočívala v nákupu cenných papírů ministerstva financí v hodnotě 400 miliard dolarů (zhruba 2,7 %

[39] NELLIS, Daniel. Measuring the Change in Effectiveness of Quantitative Easing. *Issues in Political Economy* [online]. 2013, 119-120 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: www.elon.edu/docs/e-web/students/ipe/volumes/nellis%202013.pdf

[40] KOBA, Mark. Dodd-Frank Act: CNBC explains. *CNBC* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.cnbc.com/id/47075854

[41] RAPPEPORT, Alan a Emily FLITTER. Congress Approves First Big Dodd-Frank Rollback. *The New York Times* [online]. 2018 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.nytimes.com/2018/05/22/business/congress-passes-dodd-frank-rollback-for-smaller-banks.html

tehdejšího amerického HDP) upsaných na 5-30 let a prodeji stejného objemu papírů krátkodobých, s dobou návratnosti pod 3 roky.

Cílem novodobé operace Twist bylo snížení úrokových měr na hypotečním trhu. Podobnou operaci FED již provedl v roce 1961, kdy úrokové míry pocítily změnu v řádu desetiny procentního bodu a neměly požadovaný efekt. V roce 2011 se uvedení této iniciativy nesetkalo s jednolitě kladnými ohlasy – již při zavedení proti ní protestovali tři regionální ředitelé FEDu a řada expert upozorňovala na fakt, že úrokové míry jsou již téměř nulové a jejich nevýznamný pohyb nebude mít za důsledek uvolnění na trhu hypoték.[42]

V červnu 2012 došlo dokonce k extenzi Operace Twist, která ve výsledku narostla objemově o dalších 267 miliard dolarů. Ve svém prohlášení FED uvedl, že jeho opatření mají požadovaný vliv na úrokové míry dlouhodobých finančních produktů a pomáhá činit tyto produkty dostupnějšími pro veřejnost.[43] Zde je důležité podotknout, že tyto nákupy nezvyšovaly měnovou bázi ekonomiky, protože byly financovány cennými papíry s kratší dobou návratnosti a nikoliv infuzí nových peněz. I přes snahy FEDu se však situace nelepšila dostatečně a guvernér Bernanke ve svém výročním projevu přiznal, že stagnace především na trhu práce je stále důvodem k obavám a FED poskytne další monetární opatření podle potřeby ekonomiky. Toto vyjádření již naznačilo přechod do třetí fáze kvantitativního uvolňování.[44]

[42] CENSKY, Annalyn. Federal Reserve launches Operation Twist. *CNN* [online]. 2011 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://money.cnn.com/2011/09/21/news/economy/federal_reserve_operation_twist/index.htm

[43] Federal Reserve issues FOMC statement. *The Federal Reserve of St. Louis* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120620a.htm

[44] BERNANKE, Ben. Monetary Policy Since the Onset of the Crisis. *Jackson Hole, Wyoming* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30].

3.1.3 Třetí fáze kvantitativního uvolňování (QE3)

K oznámení QE3 došlo v září 2012. Nejprve FED v srpnu vydal prohlášení, ve kterém představenstvo soudilo, že další monetární opatření budou potřebné celkem brzy. Již tři týdny na to vystoupil guvernér Bernanke s veřejným projevem, kde třetí kolo programu kvantitativního uvoňování oznámil. QE3 mělo spočívat v nákupu mortgage-backed securities (MBS) tempem 40 miliard dolarů měsíčně, což bylo dosud nejrychlejší tempo nákupů od počátku QE. Rétorika oficiálního prohlášení FEDu byla v podstatě identická jako u předchozích důležitějších oznámení okolo QE, tedy že QE3 napomůže tlaku na snížení dlouhodobých úrokových měr, hypotečnímu trhu a dostupnosti finančních produktů.

Kromě samotných nákupů nebyla zastavena Operace Twist, která pokračovala tempem 45 miliard dolarů měsíčně. Spolu s čerstvě spuštěným QE3 tak přibývalo každý měsíc na rozvaze centrální banky 85 miliard USD v dlouhodobých cenných papírech. Hlavní úrokové sazby měly podle FEDu zůstat na téměř nulových hodnotách zhruba do poloviny roku 2015, tedy o rok déle, než se předpokládalo.[45]

Na Bernankeho projevu je zde však zajímavé, že poprvé připustil, že FED nebude sám stačit na uzdravení ekonomiky, speciálně přetrvávajících problémů na trhu práce. Doslova uvedl, že ačkoliv FED připívá k řešení krize pozitivně, nemá dostatečně silné nástroje, aby vzniklou situaci vyřešil sám. Bernanke před spuštěním QE3 opakovaně žádal Kongres, aby udělal pro řešení krize více, proto bylo toto celkem zřetelné poukázání na nízkou součinnost moci výkonné, která – v USA celkem typicky – byla částečně ochromena sporem demokratického prezidenta a republikánského kongresu. Navíc se USA nacházely těsně před volbami, takže se akce ze strany Kongresu neočekávala. Šlo ale také o jisté svědectví toho, co se opakuje při implementaci měnových politik, tedy problematického vztahu centrálních bankéřů a politiků.[46]

---

[45] Federal Reserve issues FOMC statement. *The Federal Reserve of St. Louis* [online]. 2013 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120913a.htm

[46] CENSKY, Annalyn. Federal Reserve launches QE3. *CNN* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://money.cnn.com/2012/09/13/news/economy/federal-reserve-qe3/

Třetí fáze QE byla jediná, proti které se zvedla poměrně velká vlna nevole ze strany odborné veřejnosti. V srpnu 2012, tedy těsně před tehdy již očekávaným oznámením QE3, uskutečnilo CNN průzkum, ve kterém 93 % investorů a 77 % ekonomů odpovědělo záporně na otázku, zda by se měl FED vydat cestou dalšího kvantitativního uvolňování. Mezi důvody nejčastěji zaznívaly hlasy, podle kterých je efekt QE již oslabený a tedy se program už nevyplatí udržovat v chodu. Pravdou je, že politika zaměřená na srážení úrokových měr je obtížně efektivní, když jsou úroky již tak nebývale nízké.[47]

V prosinci 2012 došlo k extenzi QE3 a pozměnění Operace Twist. FED dále pokračoval v nákupech stejným tempem, ale již je nesterilizoval prodejem cenných papírem s kratší dobou návratnosti. V podstatě tak změnil Operaci Twist v další složku kvantitativního uvolňování. Po dlouhé době zde také zazněl závazek směrem k hodnotám, za kterých FED plánuje udržovat nízké úrokové sazby, a to dokud bude nezaměstnanost vyšší než 6,5 % a inflace nižší než 2,5 %.[48]

V prosinci 2013 přišlo první omezení QE3. FED oznámil, že bude na každém příštím jednání upravovat výši měsíčních nákupů a rovnou snížil nákupy o 10 miliard dolarů měsíčně. Šlo o první předzvěst konce programu kvantitativního uvolňování a zároveň poslední zásadní krok Bena Bernankeho jako guvérnéra FEDu.[49] V jeho průběhu došlo totiž ke změně na pozici guvernéra FEDu, který v únoru 2014 poprvé v historii převzala žena, Janet Yellenová, před kterou stál úkol americkou ekonomiku zbavit stimulu QE bez přehnaných turbulencí.

Snižování nákupů bylo téměř lineární – na každém z šesti jednání FEDu během prvních 10 měsíců roku 2014 byly nákupy poníženy o dalších 10 miliard dolarů měsíčně. V zápisu z červnového jednání se píše, že QE bude ukončeno v říjnu 2014, kdy bude smazáno z plánů FEDu posledních 15 miliard dolarů měsíčních nákupů. Tak se také skutečně stalo a v říjnové tiskové zprávě se dočteme, že od zavedení QE3 došlo k značnému zlepšení na trhu práce. FED také konstatuje, že spatřuje dostatečnou sílu v ekonomice a zaměstnanosti navzdory nižší inflaci.

---

[47] YOUSUF, Hibah. Investors and economists agree: No QE3. *CNN* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://money.cnn.com/2012/08/26/news/economy/federal-reserve-qe3/index.html?iid=EL

[48] Federal Reserve issues FOMC statement. *The Federal Reserve of St. Louis* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20121212a.htm

[49] Federal Reserve issues FOMC statement. *The Federal Reserve of St. Louis* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20131218a.htm

Nešlo však o úplné ukončení úprav rozvahy centrální banky – stále mělo docházet k úpravě doby návratnosti držených aktiv, avšak v podstatně menších rozměrech.[50]

QE3 se nakonec stalo nejrozsáhlejší etapou kvantitativního uvolňování. Trvalo 25 měsíců od září 2012 do října 2014 a do svého ukončení se rozrostlo na 1,7 bilionu dolarů. Celkem tedy objem všech fází QE dosáhl 4,5 bilionu dolarů. Ačkoliv tedy nákladová stránka věci nakynula vysoko nad původní očekávání, zanedbatelný nebyl ani přínos ekonomice. Na efekt, který QE mělo, se můžeme podívat optikou jeho jednotlivých původních cílů.

Prvním z nich bylo snížení úrokových měr na dlouhodobých cenných papírech, které byly po vypuknutí krize na příliš vysoké úrovni. To se FEDu podařilo, i když s postupně ochabující efektivitou.

Tabulka 1: Změny úrokových měr během jednotlivých etap QE v USA (v bazických procentních bodech)

Událost	Treasuries (emise MF)		MBS (hypoteční cenné papíry)
	Dvouleté	Desetileté	
QE1	-64,6	-128,6	-136
QE2	-21,18	-42,93	-37,25
Operace Twist	7,29	-15,69	-26,9
QE3	-13,63	-35,53	-14,35

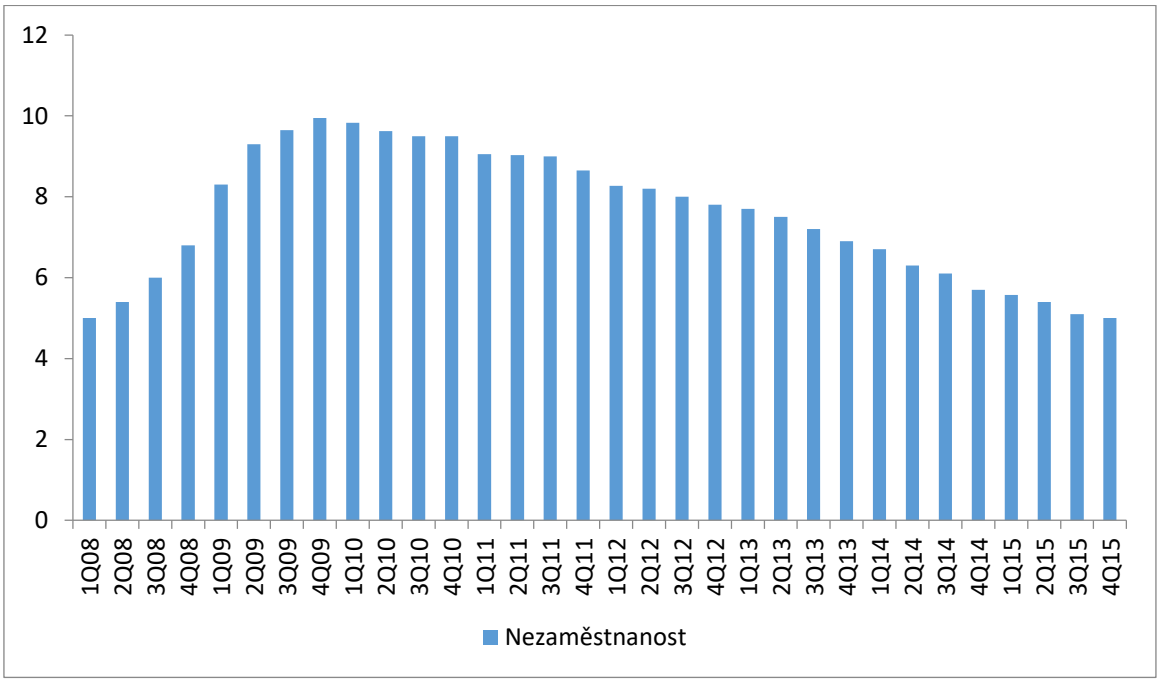
Zdroj: RHEE, Dong-Eun. Effects of U.S. unconventional Monetary Policy and its implications for QE3. *KIEP World Economy update* [online]. 2014

Další oblastí, kterou se kvantitativní uvolňování snažilo narovnat, byla zaměstnanost v USA. Zde byla regenerace pomalá, avšak nakonec se podařilo dostat nezaměstnanost ke konci roku 2015 na hranici 5 %, což je výrazné zlepšení oproti nejhlubšímu krizovému vývoji, kdy nezaměstnanost dosáhla až 10% úrovně. Zde se hodí připomenout, že FED operuje pod tzv.

[50] SHARF, Samantha. Fed ends QE, perks up labor market outlook. *Forbes* [online]. 2014 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.forbes.com/sites/samanthasharf/2014/10/29/fed-cuts-monthly-asset-purchases-to-0-as-qe-comes-to-long-awaited-end/#71d128f872c1

duálním mandátem, který mu ukládá usilovat jako o co největší cenovou stabilitu, tak o maximální udržitelnou míru zaměstnanosti.

20 - Nezaměstnanost v USA v letech 2008 – 2015, v %

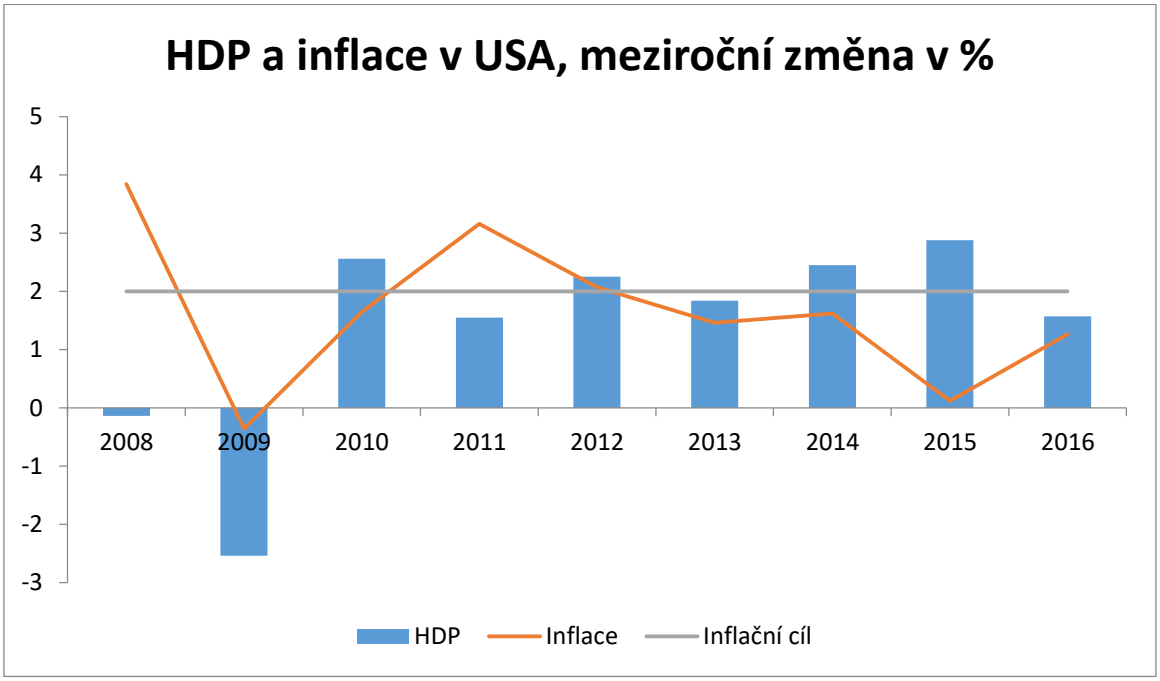


Zdroj: Unemployment Rate. *Bureau of Labor Statistics* [online]. 2018. Dostupné z: https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000

V neposlední řadě bylo také cílem FEDu celkové oživení ekonomiky a opětovné nastartování inflace. Hrubý domácí produkt, který se v roce 2009 propadl o 2,5 %, se podařilo navrátit do černých čísel s růstem mezi jedním a třemi procenty v letech 2009–2016. Inflace kolísala během QE okolo hranice 2% cílování, zavedeného FEDem, avšak při ukončení programu se nacházela pod touto hranicí. To guvernérka Yellenová vysvětlovala nízkými cenami konkrétních produktů (léků a mobilních tarifů), které se neměly dále držet nízko, a možností importu produktů za nízké ceny díky slabé globální ekonomice. Řada ekonomů se však obává, že

neschopnost FEDu dosáhnout svých vytyčených cílů včas vyústila v nízká inflační očekávání na trhu a tedy v nízkou dynamiku inflace.[51]

21 – Reálný HDP a inflace vyjádřená indexem CPI v USA, meziroční změna v %



Zdroj: *OECD statistics* [online]. [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://stats.oecd.org/

K naprostému ukončení programu QE došlo v září 2017, kdy bylo FEDem rozhodnuto o spuštění reverzní iniciativy vůči své rozvaze a jejímu postupnému odprodeji. Guvernérka Yellenová při této příležitosti uvedla, že kroky, které FED podnikl k usměrnění finančního trhu, mohou být ve světle nedávného zlepšení jako oprávněné. Zároveň však uvedla, že inflace nejspíše nedosáhne svého 2% cíle dříve než v roce 2019.[52]

[51] APPELBAUM, Binyamin. U.S. Inflation Remains Low, and That's a Problem. *The New York Times* [online]. 2017 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.nytimes.com/2017/07/24/us/politics/us-inflation-remains-low-and-thats-a-problem.html

[52] FLEMING, Sam. US Federal Reserve calls historic end to quantitative easing. *Financial Times* [online]. 2017. Dostupné z: https://www.ft.com/content/caf45d6a-9e28-11e7-8cd4-932067fbf946

3.2 Devizové intervence České národní banky

Dalším příkladem nekonvenční monetární politiky vybraným pro účely této práce jsou devizové intervence, ke kterým Česká národní banka přistoupila v listopadu 2013 za účelem oslabení kurzu české koruny vůči euru a zprostředkovaně i vůči dalším měnám. Režim řízeného kurzu, který trval celkem 42 měsíců – byl ukončen v dubnu 2017 – byl a stále je předmětem debat tuzemských ekonomických expertů, přičemž neexistuje jasný konsenzus o prospěšnosti a přiměřenosti tohoto kroku ČNB.

Česká národní banka se k asymetrickým operacím uchyluje spíše výjimečně a od května 1997 operuje v režimu řízeného plovoucího kurzu. Jako hlavní nástroj měnové politiky povětšinou používá změny úrokových sazeb a inflační cílování. Pokud jsou však úrokové sazby na nulové, nebo téměř nulové úrovni a makroekonomická situace si dále žádá monetárního uvolnění, jsou konvenční metody pracující se změnami úrokových sazeb nemožné a je nutné sáhnout k jiným, méně tradičním opatřením.

Taková situace nastala právě v roce 2013, kdy už od listopadu 2012 byly hlavní úrokové sazby (lombardní sazba, repo sazba a diskontní sazba) vyhlašované Českou národní bankou na „technicky nulové“ úrovni a tedy nebylo možné dále ekonomiku uvolňovat prostřednictvím jejich dalšího snižování. Proto lze konstatovat, že k devizovým intervencím bylo přikročeno až po úplném vyčerpání konvenčních nástrojů měnové politiky.[53]

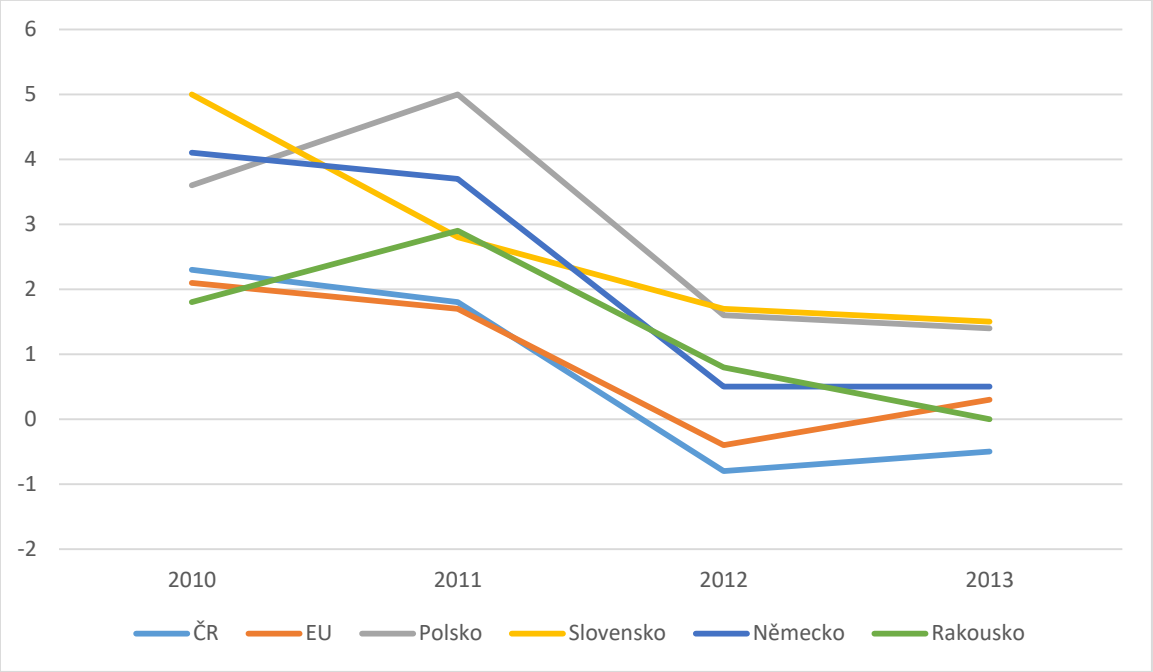
Ačkoliv byly intervence krokem překvapivým, nešlo o opatření, které by bylo zcela neohlášené. Již ke konci roku 2012 bylo Českou národní bankou avizováno, že v případě další potřeby ekonomiku stimulovat prostřednictvím monetárního uvolnění, bude použito oslabení devizového kurzu koruny a 1. listopadu téhož roku byl ukončen odprodej výnosů ČNB z devizových rezerv, což byly první veřejně deklarované signály možného užití těchto rezerv pro účely monetární politiky. V průběhu roku 2013 probíhaly verbální intervence za účelem oslabení

[53] FILÁČEK, Jan. *Devizové rezervy a devizové intervence* [online]. [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/vzdelavani/mp_clanky/kapitoly/mp_12.html

kurzu koruny, které přinesly relativní stabilitu kurzu koruny vůči euru. Například v záznamu jednání bankovní rady ČNB z 2. května 2013 stojí: *„Několik členů BR vyjádřilo názor, že ve světle nově příchozích dat se zvýšila pravděpodobnost potřeby měnového uvolnění pomocí devizových intervencí.“* V záznamu jednání téže rady z 1. srpna 2013 se dokonce lze dočíst: *„Několik členů BR se opakovaně vyslovilo pro okamžité zahájení devizových intervencí za účelem dalšího uvolnění měnové politiky.“* Efekt těchto deklarací se však v průběhu roku vyčerpával. [54]

I přes tato prohlášení zůstávala česká ekonomika po pozvolném oživení po světové finanční krizi v porovnání s okolními státy i s průměrem Evropské Unie ochlazena a v letech 2012 a 2013 reálný HDP ekonomiky zaznamenal pokles (viz Graf 5).

22 - Vývoj reálného HDP vybraných ekonomik, 2010-2013, v %



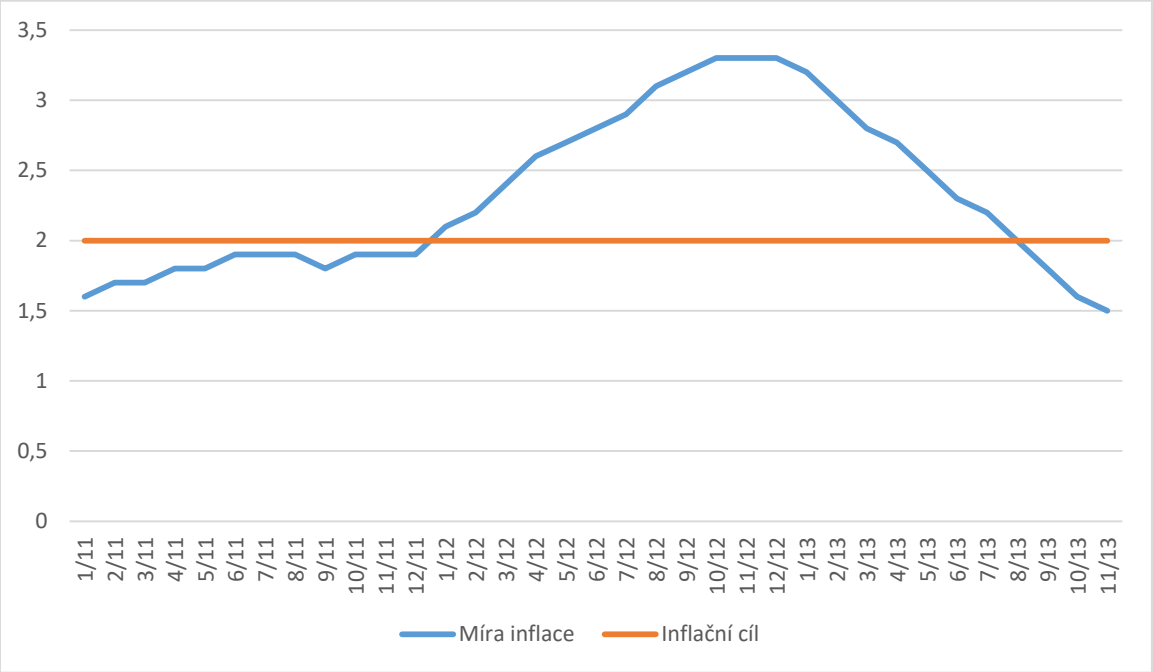
Zdroj: Real GDP growth rate - volume. *Eurostat* [online]. [cit. 2018-05-14].

[54] SINGER, Miroslav. *Česká ekonomika na cestě k oživení a měnová politika ČNB* [online]. 2014 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20140526_ey.pdf

Celková nedostatečná výkonnost českého domácího produktu však byla pouze jedním z faktorů vedoucích ke konečnému rozhodnutí o zásahu ČNB. Hlavním důvodem udávaným opakovaně vedením ČNB byla hrozba deflace, která byla zřejmá z krátkodobých inflačních výhledů. Mezi další dezinflační tlaky patřily pomalu odeznívající recese na trhu práce, dlouhodobý pokles cen surovin a energií, pokles fixních investic a snižování inflace v okolních evropských ekonomikách. ČNB vyhodnotila trend dezinflačních tlaků jako setrvalý a vnímala hrozbu zakomponování klesajících cen do mzdového a cenového očekávání domácností, což ve výsledku vedlo k rozhodnutí o zahájení kurzových intervencí.[55]

Meziroční inflační cíl ČNB byl při zahájení intervencí 2 %, tedy hodnota, která se od jejího stanovení v březnu 2007 nezměnila. Po světové finanční krizi v letech 2008 a 2009 nabrala inflace trakci, která vyvrcholila v roce 2012. Od tohoto momentu však ceny započaly setrvalý pokles až pod inflační cíl, jak je zřejmé z Grafu 6.

23 - Meziroční míra inflace v ČR vyjádřená indexem CPI, 2011-2013, v %



[55] Sborník článků a rozhovorů k oslabení kurzu koruny. *Česká národní banka* [online]. 2014, , s. 4 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf

Zdroj: Inflace - druhy, definice, tabulky. Český statistický úřad [online]. [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

Rozhodnutí o implementaci devizových intervencí padlo na zasedání bankovní rady 7. listopadu 2013. ČNB ještě v tentýž den oslabila pomocí devizových rezerv kurz koruny vůči euru na hodnotu blížící se 27 CZK/EUR a především vyslovila jednostranný kurzový závazek, že bude podnikat opatření proti výraznému poklesu kurzu koruny pod tuto hladinu a zároveň bude nad hodnotou 27 CZK/EUR ponechávat vývoj kurzu volnému trhu poptávky a nabídky na peněžním trhu. Kromě výše uvedenému zabránění deflačním tlakům byly záměrem ČNB rychlejší oživení ekonomiky, dřívější opuštění politiky nulových úrokových sazeb (tedy návrat do konvenčních mantinelů měnové politiky) a dřívější dosažení inflačního cíle. Tímto se prakticky měnový kurz dostal do pozice hlavního nástroje inflačního cílování.[56]

Mechanismus devizových intervencí je vcelku prostý. ČNB jedná podle mandátu, který je jí dán rozhodnutím bankovní rady a nakupuje za tržních podmínek zahraniční měnu, čímž oslabuje měnu domácí. Tu může k nákupu používat v neomezené kapacitě vzhledem k faktu, že je sama jejím emitentem jak v papírové, tak i elektronické formě.

Ohledně trvání intervencí nabídla ČNB pouze vágní specifikaci, která uváděla, že banka je připravena zasahovat v jakémkoliv objemu a trvání, dokud nedojde k návratu inflačních tlaků a stabilizaci výhledu inflace nad dvouprocentním inflačním cílem. Prostřednictvím svého guvernéra Miroslava Singera komunikovala pouze, že intervence pravděpodobně budou trvat nejméně do počátku roku 2015, tedy přibližně rok a půl.[57] Ve skutečnosti, jak bylo řečeno výše, trvání režimu řízeného kurzu trvalo až do dubna 2017.

Zavedení režimu intervencí vyvolalo rozsáhlou veřejnou debatu, ve které nechyběla ani notná dávka kritiky, která byla hojná především v politických a laických kruzích. Proti krokům ČNB se například vyslovil tehdejší prezident ČR Miloš Zeman, který uvedl, že intervence ČNB ještě nikdy nikomu nepomohly a že deflace České republice nehrozí, ačkoliv uznal možný

[56] Záznam z jednání bankovní rady ČNB ze dne 7. listopadu 2013. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2013/cmom_131107.html

[57] VLKOVÁ, Jitka. Miroslav Singer: Slabší koruna alespoň na rok a půl. Mladá Fronta Dnes [online]. 2013 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2013/cl_13_131113_singer_mfd.html

pozitivní vliv na český export. Ani bývalý prezident Václav Klaus se o devizových intervencích nevyjádřil kladně, když uvedl, že mají sporné efekty, ale velice nesporné náklady. Podle jeho názoru šlo o chybný a riskantní krok.[58]

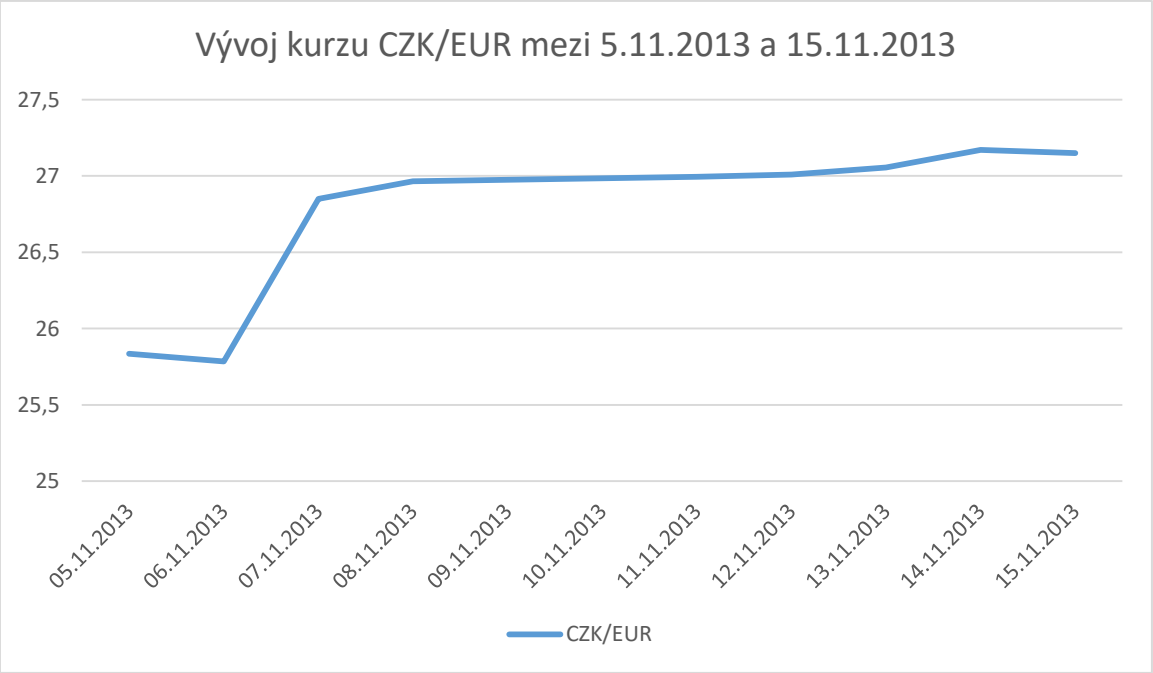
Ačkoliv ani expertní ekonomické fórum debaty nebylo vesměs nakloněno zásahům na devizovém trhu, zde ČNB nalezla větší zastání. Například Karel Dyba, profesor Vysoké školy ekonomické v Praze, se přikláněl k názoru, že *„svým rozhodnutím centrální banka v našich podmínkách přispěla spíše ke stabilizaci než destabilizaci reálné ekonomiky a udržela si tak svoji kredibilitu."* Naopak Pavel Ryska z Institutu ekonomických studií Univerzity Karlovy oponoval, že si Česká národní banka plete příčiny s důsledky a že nebezpečím pro ekonomiku není deflace, ale měnová politika umělých zásahů do devizového trhu.[59] Debata byla sice košatá, avšak již z podstaty věci předčasná – vzhledem k povaze zásahu ČNB a trvání jejího závazku lze intervence v plném kontextu hodnotit až s jistým odstupem.

Teď už k samotnému průběhu devizových intervencí - po započetí zásahů národní banky byl téměř okamžitě zřetelný vliv na měnový kurz české koruny vůči euru. Hned v první den intervencí, tedy 7. listopadu 2013, došlo k oslabení koruny proti euru z 25,785 CZK/EUR na 26,850 CZK/EUR. Na zamýšlenou hranici 27 korun za euro se kurz vyšplhal již po pěti dnech, tedy 12. listopadu. Začátek intervenčního režimu se v tomto světle dá považovat za efektivní. Bezprostřední vývoj kurzu lze pozorovat na Grafu 7.

[58] Zeman: Intervence ČNB ještě nikdy ničemu neprospěly. E15 [online]. 2013 [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: http://zpravy.e15.cz/domaci/ekonomika/zeman-intervence-cnb-jeste-nikdy-nicemu-neprospely-1037114

[59] BRŮNA, Karel, Karel DYBA, Václav KLAUS, et al. Spor o měnovou politiku: v kontextu devizových intervencí. Praha: Institut Václava Klause, 2015. Publikace (Institut Václava Klause). ISBN 978-80-87806-93-7.

24 - Vývoj kurzu CZK/EUR při zavedení měnových intervencí



Zdroj: Vybrané devizové kurzy. Česká národní banka [online]. [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/vybrane_form.jsp

Intervence neprobíhaly ani v začátcích nepřetržitě. Po několika počátečních dnech ČNB přestala navyšovat devizové rezervy a ponechala kurz koruny volnému trhu nabídky a poptávky. Zasahovala poté pouze tehdy, když se kurz dostal pod vytyčenou úroveň, nebo to bezprostředně hrozilo. Objem intervencí tedy v průběhu času výrazně fluktuoval závisle na potřebách trhu. V počátku bylo třeba pro dosažení kurzu nad 27 CZK/EUR třeba nakoupit euro za zhruba 202,5 miliard korun. Poté nebylo třeba zásadních umělých intervencí až do července 2015, kdy proběhla další vlna nákupů. Tabulka 2 znázorňuje v miliardách korun celkové objemy nákupů v průběhu pěti let, kdy intervence probíhaly (originální hodnoty v EUR, pro přepočet použit fixní kurz 27 CZK/EUR).[60]

[60] Devizové obchody ČNB. Česká národní banka [online]. [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/DEVOP_EUR.HTML

Tabulka 2 – Roční objemy devizových intervencí, v mld. korun

2013	2014	2015	2016	2017
202,5	0	242,9	455,0	1 148,3

Zdroj: Devizové obchody ČNB. Česká národní banka [online]. [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/DEVOP_EUR.HTML

Nákladová stránka intervencí je tedy zdánlivě jednoduchá. Je však třeba uvažovat, že pohled, kterým sumarizací výše uvedených hodnot dojdeme k částce 2,1 bilionu korun a považujeme je za náklady obětované měnové politice, by byl základním nepochopením fungování rozvahy centrální banky. Ta totiž za korunovými prostředky nakupovala eura, a tedy zvyšovala své devizové rezervy. Pokud bychom šli ještě dále, mohli bychom říci, že efektem oslabení kurzu koruny naopak ČNB realizovala na svém výkazu zisků a ztrát mírný zisk. Ten však nebyl záměrem intervencí.[61]

Zároveň však nelze tvrdit, že devizové intervence ekonomiku nic nestojí. Jejich efekt je totiž jako u většiny monetárních opatření dvousečný a má jak zájmové skupiny, které z nich profitují, tak zároveň ekonomické vrstvy, pro které nejsou výhodné. Nejviditelnější takovéto rozdělení můžeme pozorovat v zahraničním obchodu. Levná koruna jdoucí ruku v ruce s dražší zahraniční měnou výrazně napomáhá exportérům a, lakonicky řečeno, škodí firmám se zápornou bilancí přeshraničního obchodu. Firmy, které proti oslabení koruny nepoužívaly nástrojů měnového zajištění, tak byly kroky ČNB značně poškozeny.

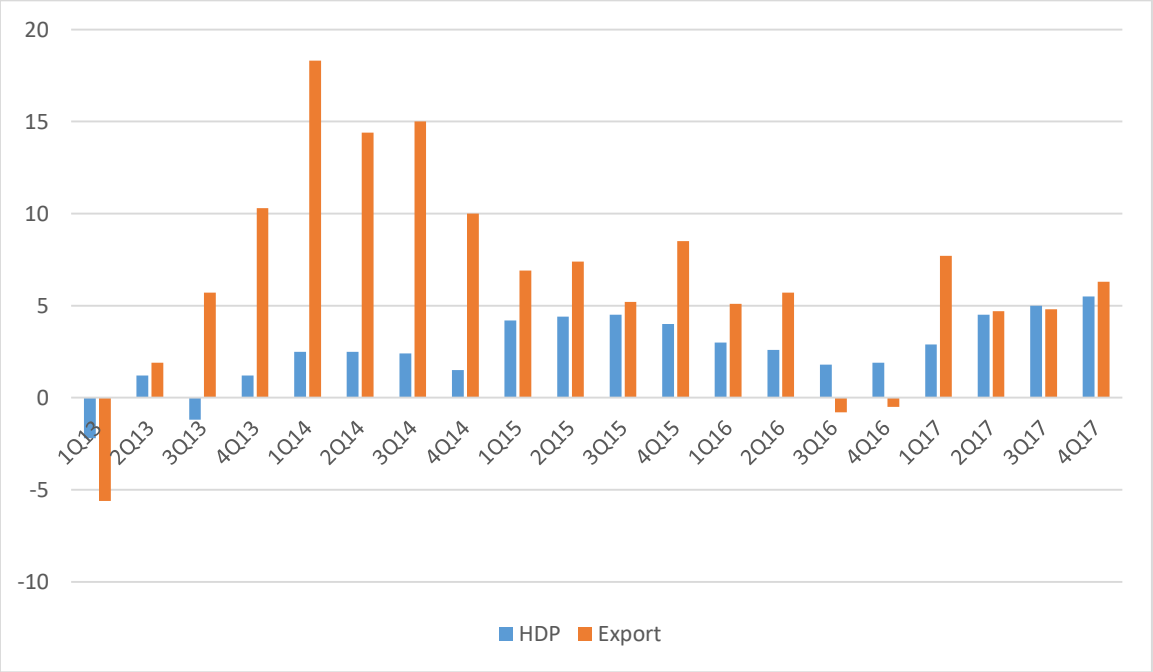
V základních teoriích mezinárodní ekonomie, zejména pak Marshall-Lernerově podmínce, se totiž dočteme, že depreciace domácí měny zlepší obchodní bilance ekonomiky pouze pokud je suma dlouhodobých poptávek po exportu a importu vyšší než 1. Jak zdražení importů, tak zlevnění importu se odvíjí od změny v relativních cenách. Nelze tedy pozitivní efekt považovat za automatický.

[61] Sborník článků a rozhovorů k oslabení kurzu koruny. *Česká národní banka* [online]. 2014, s. 9 [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf

Oslabení koruny o zhruba 5 %, ke kterému došlo a které trvalo 42 měsíců, výrazně pomohlo české bilanci čistého exportu, který je jednou ze složek hrubého domácího produktu. Nešlo ale o růst organický, který by byl více žádoucí. Zde vyvstává otázka, nakolik české ekonomice devizové intervence pomohly a nakolik pouze zkreslily její vnímání. Nicméně, i očekávání trhu jsou ukazatelem makroekonomické situace.

Je nesporné, že v době intervencí česká ekonomika opět nastartovala růst, a to takřka do předkrizové úrovně. Zatímco v roce 2013 české HDP meziročně pokleslo o 0,9 %, v kalendářním roce 2017 již zaznamenalo růst o 4,6 % (viz Graf 8).

25 - Vývoj reálného HDP a exportu zboží v přeshraničním pojetí, 2013 – 2017, v %



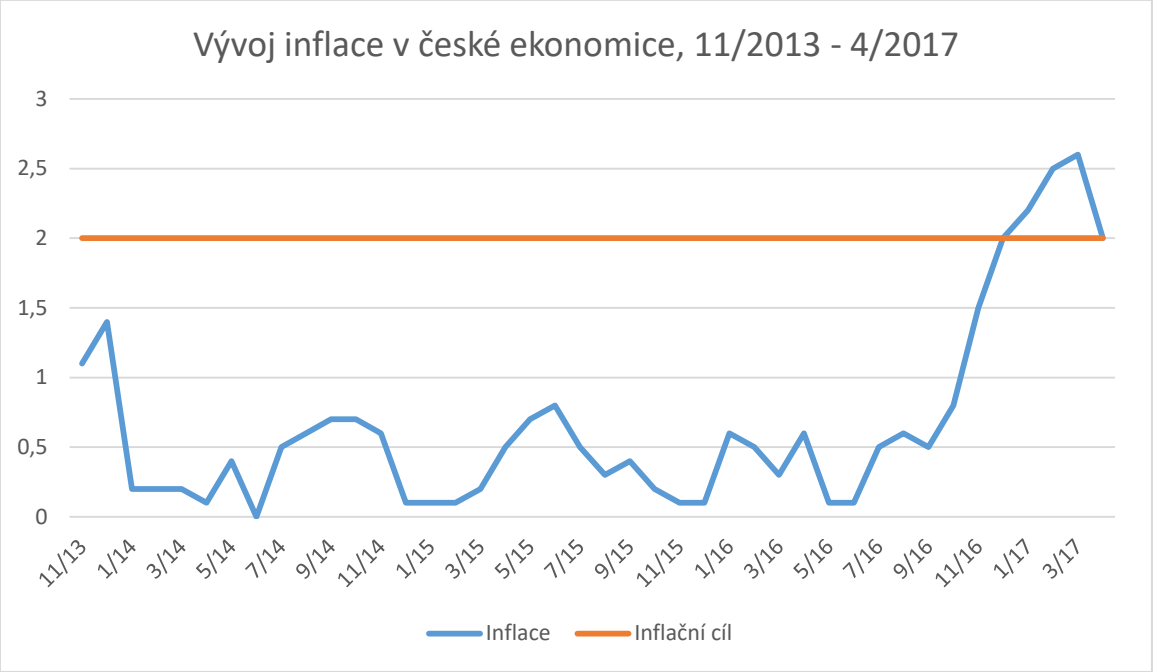
Zdroj: Zahraniční obchod se zbožím - přeshraniční pojetí. Český statistický úřad [online]. [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/zo_se_zbozim_podle_pohybu_zbozi_preshranicni_statistika

Zejména je z grafu čitelná vlna exportního rozmachu těsně po zavedení intervencí, tedy od posledního kvartálu roku 2013. Ekonomiku se nastartovat podařilo, nemuselo to však samozřejmě být pouze zásluhou intervencí ČNB. Do vývoje HDP a exportu samozřejmě vstupuje i fiskální a zahraničně-obchodní politika státu, stejně jako zahraniční makroekonomická situace a další faktory. Pokud však vezmeme do úvahy, že v letech 2015–2017 česká ekonomika rostla

rychleji, než německá i než agregát ekonomik eurozóny a přidáme i rychlejší pokles nezaměstnanosti (k datu ukončení intervencí měla ČR nejnižší míru nezaměstnanosti v EU), není to nikterak malý počin.[62]

Přestože bylo ohřátí ekonomické aktivity jedním z cílů ČNB, nebylo tím hlavním. Tím bylo zabránit deflačním tlakům působícím na českou ekonomiku. Zde je již hodnocení devizových intervencí složitější. Je sice faktem, že v dubnu 2017, měsíci ukončení devizových intervencí, dosáhla meziroční inflace přesně inflačního cíle, tedy 2,0 %, avšak nastartování růstu cenové hladiny bylo velmi pomalé a došlo k němu až ke konci roku 2016. Měsíční hodnoty inflace za celé období intervencí ukazuje Graf 9.

26 - Vývoj inflace (podle indexu CPI) v ČR během devizových intervencí



Zdroj: Inflace - druhy, definice, tabulky. Český statistický úřad [online]. [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

Zde je však klíčové pro férové zhodnocení efektů kurzového závazku uvažovat scénář, ve kterém k němu ČNB nepřikročila, tedy zda zavedení devizových intervencí skutečně zabránilo

[62] National accounts: main tables. *Eurostat* [online]. [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/eurostat/web/national-accounts/data/main-tables

deflaci v české ekonomice. To je obtížné, avšak pomocí pokročilých ekonomických modelů lze izolovaný vliv intervencí aproximovat. Model DSGE (dynamický stochastický model obecné rovnováhy), který implementovali Jan Brůha a Jaromír Tonner, toto zčásti umožňuje a odhaduje pozitivní vliv intervencí na inflaci na 1,2 p. b. v roce 2014 a 1,6 p. b. v roce 2015. Z toho vyplývá, že pokud by kurzový závazek zaveden nebyl, poklesla by cenová hladina v české ekonomice o 0,8 % a 1,3 % v těchto dvou letech. Tento model zároveň předpokládá pozitivní vliv na HDP v hodnotě 1,2 % v roce 2014 a 0,6 % v roce 2015. Tyto závěry naznačují, že se skutečně České národní bance podařilo vyhnout se deflaci i poklesu reálného HDP na meziroční úrovni.[63]

I další modely poukazují na pozitivní vztah intervencí, HDP a inflace, i když jejich závěry jsou navzájem odlišné a některé až na hranici statistické bezvýznamnosti. Podle většiny modelů došlo v důsledku kurzového závazku ke snížení nezaměstnanosti, a to až o 1,2 p. b. v roce 2015. Modely však nezachycují případné dopady dluhově-deflační spirály na ekonomiku, a tedy spíše podhodnocují efekty devizových intervencí, respektive je redukují na jejich kvantifikovatelnou rovinu.[64]

Dalším důsledkem intervencí je změna struktury devizových rezerv ČNB, které jsou drženy v pěti měnách, avšak zhruba 60 procent jich na konci režimu kurzového závazku bylo drženo v eurech. V jeho průběhu dosahovala ČNB nadprůměrného výnosu z držených rezerv, avšak po skončení monetárního zásahu do ekonomiky se hodnota těchto rezerv v korunovém vyjádření začala snižovat. Ke ztrátě na držených devizových rezervách by nedošlo, pokud by se výnosy z rezerv po ukončení závazku blížily svému historickému průměru a následné zhodnocení koruny nepřesáhlo 2 %, to se však nestalo.[65]

Režim devizových intervencí byl ukončen 7. dubna 2017 poté, co v předchozím měsíci a prvních šesti dnech dubna ČNB nakoupila nejvyšší množství eur za celé období intervencí. Krok

---

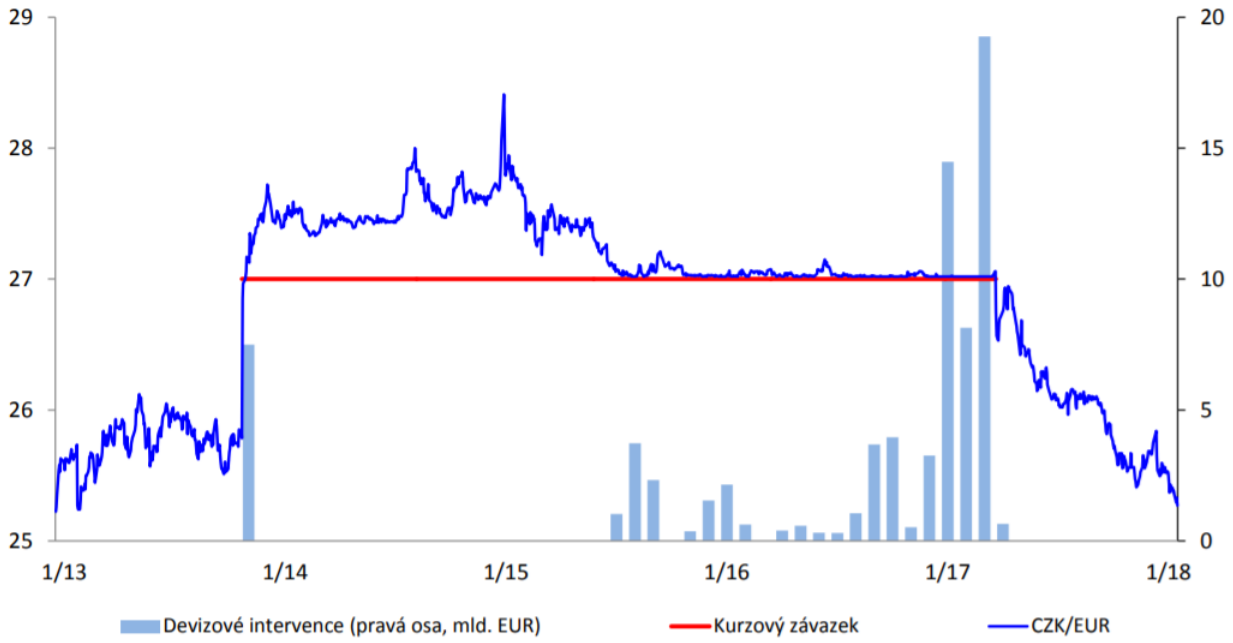
[63] BRŮHA, Jan a Jaromír TONNER. An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience. Praha, 2017.

[64] BRŮHA, Jan a Jaromír TONNER. An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience. Praha, 2017.

[65] TOMŠÍK, Vladimír a Jan VLČEK. Účet za devizové intervence nám ekonomika již vystavila. Česká národní banka [online]. 2017 [cit. 2018-05-22]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_171023_tomsik_vlcek_bankovnictvi.html

k ukončení intervencí byl očekávaný a transparentně komunikovaný a nejspíše proto nedošlo k tak zásadní skokové apreciaci koruny, jak se předpokládalo. Nicméně postupně se kurz koruny vůči euru dostal na cirka předintervenční úroveň. Vývoj kurzu v době před, během i po intervencích je znázorněn v Grafu 10.

27 - Vývoj kurzu CZK/EUR v době devizových intervencí



Zdroj: HOLUB, Tomáš. 20 let cílování inflace v ČNB. Česká národní banka [online]. 2017 [cit. 2018-05-22].

4 Japonská monetární politika v režimu abenomiky

Zatímco předchozí příklady monetárních politik se týkaly především reakčních opatření, zapříčiněných téměř výlučně finanční krizí, Japonská monetární politika však řeší především nízkou dynamiku deflace a produktu ekonomiky, což jsou problémy, které se v japonském prostředí staly spíše strukturálními a krize je pouze akcentovala. V této kapitole se však po krátké rekapitulaci tohoto vývoje zabývám postkrizovým vývojem, respektive opatřeními, které byly zavedeny již za vlády premiéra Shinza Abeho v rámci jeho ekonomického programu, tzv. abenomiky, především pak jeho složkou kvantitativního a kvalitativního uvolňování (QQE).

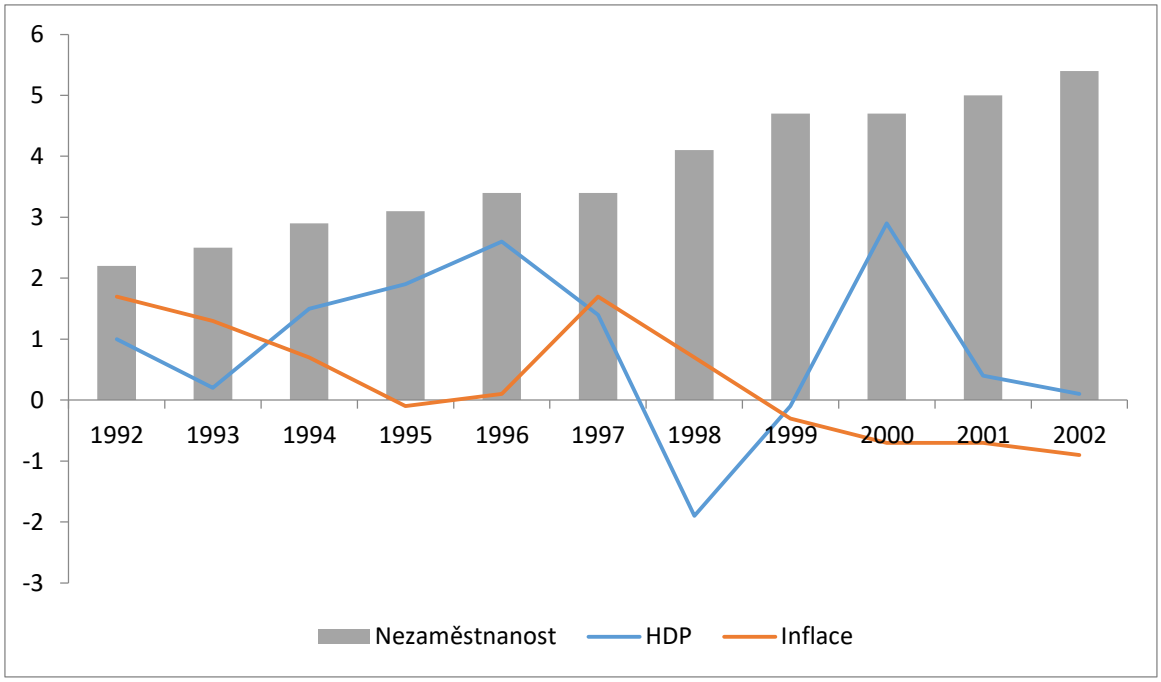
4.1 Vývoj vedoucí k abenomice

K pochopení japonské makroekonomické situace je však důležité začít dříve, tedy u přelomu 80. a 90. let minulého století, kdy splaskla bublin na trhu aktiv. Ačkoliv bylo přehřátí ekonomiky srovnatelné s jinými rozvinutými státy, napáchalo od svého rozpuku v roce 1985 více škody než v západních ekonomikách. Nešlo sice o první vážnou recesi v ekonomice od 2. světové války, ale co do délky šlo o tu nejvleklejší, protože hospodářství trvalo 52 měsíců, než se dostalo zpět na vrchol cyklu. Jde také o jakousi přelomovou recesi, protože do té doby byly japonské poválečné kontrakce růstovými, tedy s pozitivním, ač pomalejším, meziročním vývojem HDP. Od té doby však není v Japonsku zaznamenán konstantní růst HDP podpořený inflací.[66]

Následovala perioda známá jako „první ztracená dekáda“, kdy Japonsko stagnovalo v podstatě celá 90. léta, až do přelomu milénia. Dynamiku HDP se v některých letech podařilo dostat nad 2 %, ale tyto roky střídaly roky poklesu či velmi slabého nárůstu produktu, ruku v ruce se slabou inflační dynamikou. Nepříznivé makroekonomické prostředí a rigidní trh práce vyhnaly nahoru nezaměstnanost především u mladých vrstev obyvatelstva na úroveň, kterou poválečné Japonsko neznalo, jak je ilustrováno v následujícím grafu.

[66] FLATH, David. *The Japanese economy*. Third edition. New York, NY: Oxford University Press, 2014. ISBN 978-0-19-870240-5, s. 115

28 – Reálné HDP, inflace a nezaměstnanost během japonské ztracené dekády, v %



Zdroj: GARSIDE, W. R. *Japan's Great Stagnation: Forging Ahead, Falling Behind*. Third edition. Cheltenham, UK: Edward Elgar, [2012]. ISBN 978-0-85793-821-3

Po krátkodobém oživení v roce 2000 následoval opětovný propad na téměř nulové hodnoty meziročního růstu HDP ve spojení s deflací. Zde poprvé v japonské ekonomice natrefujeme na aplikaci nekonvenční monetární politiky. Bank of Japan (dále i BOJ), která již dva roky udržovala politiku nulových úrokových sazeb, reagovala na vývoj kvantitativním uvolňováním. BOJ opakovaně navyšovala svou měnovou bázi, která vyrostla během této první vlny QE trvající do roku 2006 o zhruba 60 %. Tento krok však nelze považovat za úspěšný, protože měl na inflaci naprosto mizivý, pokud vůbec nějaký účinek (inflace podle OECD nepřesáhla za doby těchto nákupů BOJ 0,1 %). Produkt ekonomiky se také nepodařilo nastartovat od spodního intervalu jeho potenciálu. Důvodem mohlo být očekávání trhu, že

politika monetární expanze bude v dohledné době negována protichůdnými kroky. Poté má účinnost politik centrální banky značně omezený dosah.[67]

Tato fáze za vlády premiéra Koizumiho se někdy označuje jako QE1 japonské ekonomiky. Vzhledem k rozdílnosti nákupů centrální banky tehdy a v režimu abenomiky však není šťastné těmto politikám dávat společného jmenovatele. Sice jde v obou případech o kvantitativní uvolňování, avšak na zcela jiné úrovni.

Po ukončení tohoto experimentu v červnu 2006 přistoupila BOJ k cílování úrokových sazeb, které měly za úkol především stabilizaci cenové hladiny v mírně kladných hodnotách, tedy mezi 0 a 2 %. K tomu mělo přispět zvýšení diskontní sazby na 0,4 %, ke kterému došlo prakticky ihned po ukončení programu kvantitativního uvolňování. O půl roku později, v únoru 2007, byla diskontní sazba zvýšena znovu, tentokrát na 0,7 %. Ekonomika sice začala vykazovat známky zlepšení – HDP bylo v letech 2007 a 2008 mírně růstové a inflace dosáhla postupně 0,1 %, respektive 1,4 % - ale na přelomu let 2008 a 2009 začínalo i Japonsko pociťovat ozvěny globální finanční krize vyvolané kolapsem hypotečního trhu v USA. Po opětovném upadnutí do deflace se BOJ rozhodla pro měnovou expanzi a v prosinci 2008 opět diskontní sazbu snížila na 0,3 %.[68]

V roce 2010 japonská ekonomika znovu prodělala negativní exogenní šok, a to počátek krize eurozóny, která je pro Japonsko významným importním ale především exportním partnerem. Vzhledem k tomu, že monetární klima již bylo poměrně uvolněné kvůli výše zmíněné reakci na pád banky Lehman Brothers, měli japonští centrální bankéři omezenou volbu dalšího postupu. Přišla tak další vlna kvantitativního uvolňování ze strany Bank of Japan, nazvaná *Komplexní program měnového uvolnění*. Tento program iniciovala BOJ prohlášením, podle kterého se zavazovala nakoupit cenné papíry v hodnotě 5 bilionů jenů (při tehdejším kurzu zhruba 60 miliard dolarů), z toho 3,5 bilionu jenů japonských vládních dluhopisů (JGBs) a diskontovaných cenných papírů ministerstva financí. Zbytek nákupů se skládal především z

[67] ANDOLFATTO, David a Li LI. Quantitative Easing in Japan: Past and Present. Federal Reserve of St. Louis [online]. 2014 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopses/2014/01/10/quantitative-easing-in-japan-past-and-present/

[68] STUCHLÍKOVÁ, Zuzana. *Japonská ekonomika ve 21. století: trendy a problémy*. Praha: Oeconomica, 2014. ISBN 978-80-245-2030-8, s. 221

korporátních dluhopisů. Dohromady nazývala BOJ tyto nákupy *programem nákupů aktiv.* Zároveň byly úrokové sazby sraženy takřka na nulovou hodnotu a byl zaveden režim forward guidance, tedy řízení očekávaného vývoje měnové politiky.[69]

BOJ ve svém zdůvodnění těchto kroků uvedla, že zcela vyčerpala možnosti dalšího snižování krátkodobých úrokových sazeb, zatímco ekonomická situace nedosahuje žádného zlepšení. Stejně jako například FED také argumentovala snížením úroků na dlouhodobých cenných papírech a rozšířením dostupnosti finančních produktů i pro širokou veřejnost. Snížení diskontních úrokových sazeb však nemělo žádný valný reálný efekt vzhledem k tomu, že efektivní úroková sazba již takřka nulová byla. Původní rozsah přímých nákupů, tedy 5 bilionů jenů se ukázal jako nedostatečný a velmi výrazně se zvýšil až na 76 bilionů jenů v prosinci 2012. Součástí program Komplexního měnového uvolnění byly také nákupy podpůrných úvěrových facilit na dlouhodobém základě ve výši 30 bn. Jenů (tato hodnota klesla v roce 2012 na 25 bilionů).

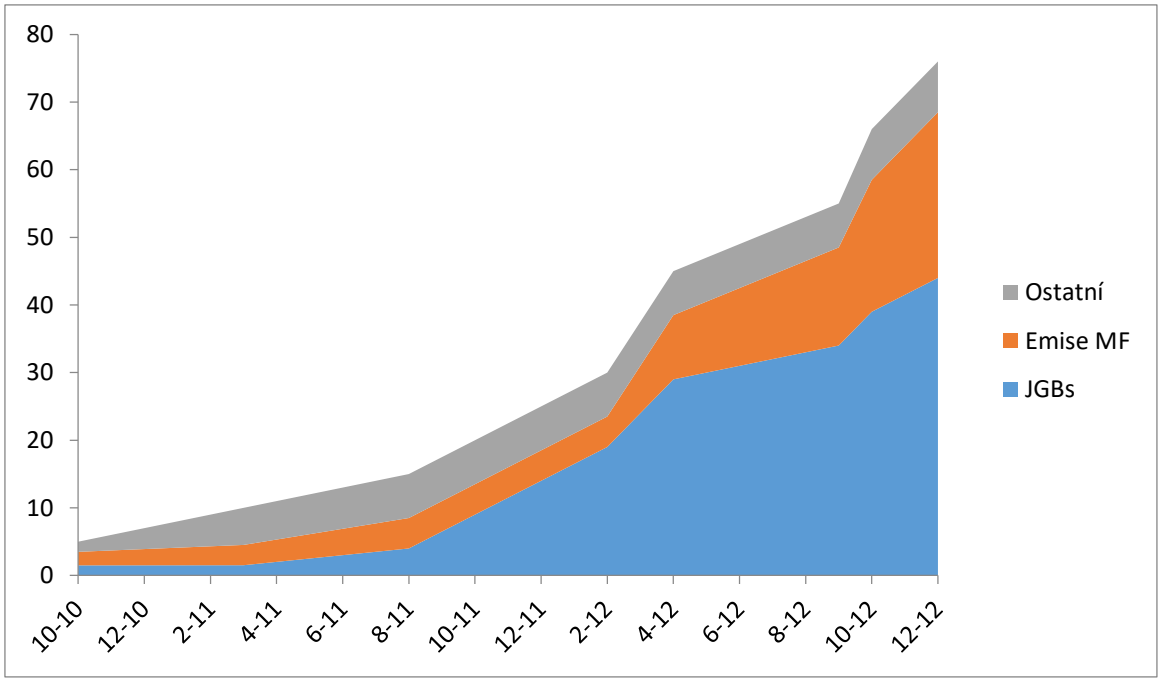
Protože byl rámec nákupů opakovaně a výrazně navyšován, BOJ při každém zvýšení nákupového rámce přistupovala k zastropování programu, tedy stanovení jeho maximální výše, což je poté prospěšné při exitových strategiích centrální banky z hlediska vytvoření očekávání opačného tlaku na otevřené investiční pozice. Od tohoto však v průběhu nákupů upustila a tím dala najevo svou intenci v dohledné budoucnosti neustupovat od vytyčeného směru a dále nakupovat aktiva. Složkou mitigace rizik a přípravy pro případnou únikovou strategii byl také nákup JGBs s krátkou zbytkovou dobou splatnosti v rozmezí jednoho až dvou let. Později došlo k navýšení zbytkové splatnosti JGBs na dva až tři roky.[70]

---

[69] FAWLEY, Brett a Christopher NEELY. *Four stories of quantitative easing* [online]. St. Louis, 2013 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/13/01/Fawley.pdf. Federal Reserve Bank of St. Louis

[70] TITZE, Miroslav. *Japonská dlouhodobá stagnace a měnová politika: trendy a problémy*. V Praze: Oeconomica, nakladatelství VŠE, 2016. ISBN 978-80-245-2148-0, s. 159-161

29 – Přímé nákupy BOJ v režimu Komplexního měnového uvolnění (v bn. jenů)



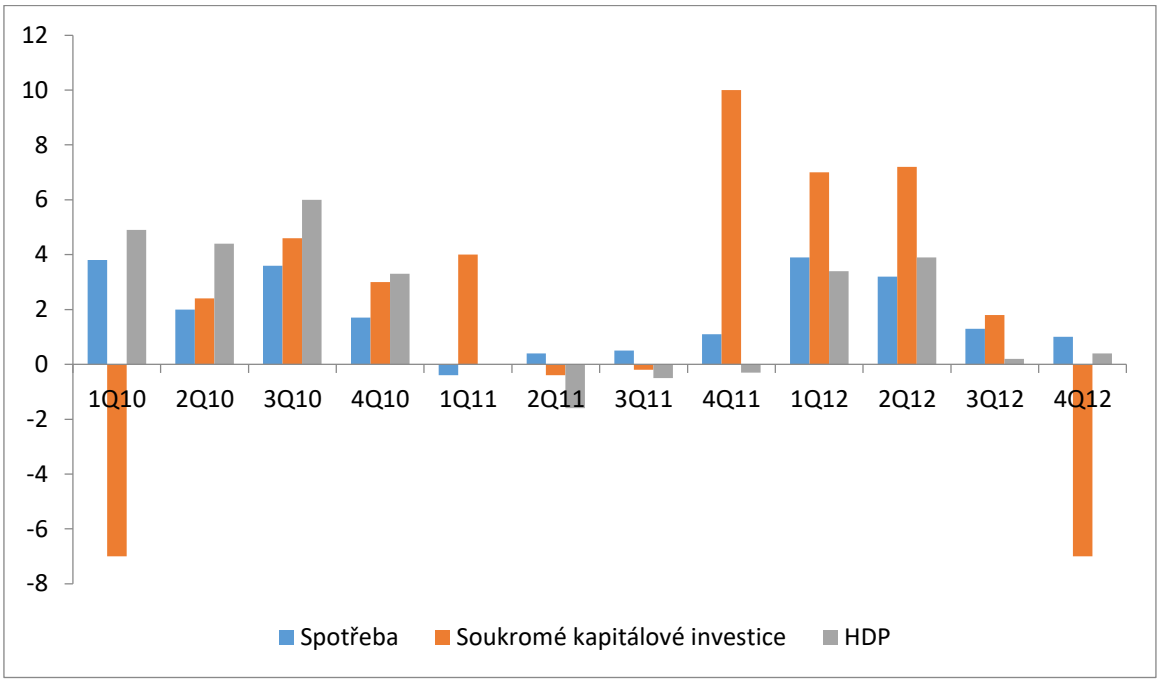
Zdroj: TITZE, Miroslav. *Japonská dlouhodobá stagnace a měnová politika: trendy a problémy*. V Praze: Oeconomica, nakladatelství VŠE, 2016. ISBN 978-80-245-2148-0, s. 159

Účinnost Komplexního program měnového uvolňování byla značně narušena dalším exogenním negativním šokem pro japonskou ekonomiku, kterým bylo rozsáhlé zemětřesení v březnu 2011 v prefekturách Iwate, Miyagi, Fukushima a Ibaraki, které se podílejí na 6-7 % japonského HDP. Došlo k poškození několika jaderných elektráren (do reaktoru elektrárny ve Fukushimě 1 se dokonce dostala mořská voda z vlny tsunami, která přišla po zemětřesení, a k regionálním blackoutům. Kvůli nedostatku rezervních fondů nutných pro obnovu fungování země musely být navýšeno množství fiskálních prostředků uvolněných na pomoc po zemětřesení. To se také přímo dotklo programu monetárního uvolnění BoJ, který byl hned tři dny po tragédii rozšířen na dvojnásobek. Proto musíme při nahlížení na důsledky opatření BoJ nutně počítat i s faktem, že měnová politika v tuto chvíli sloužila jiným účelům, než ke zotavení po zemětřesení, které způsobilo skokový propad indexu Nikkei 225 o 16 %.[71]

[71] The Tohoku Pacific earthquake: Economic consequences. *OECD* [online]. 2011 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: www.oecd.org/japan/thetohokupacificearthquakeeconomicconsequences.htm

Účet za škody spojené se zemětřesením se nakonec vyšplhal až na 17 bilionů jenů, tedy na zhruba 3-5 % HDP. Z čistě ekonomického hlediska tak šlo o ničivější událost, než bylo nejtragičtější zemětřesení v novodobé historii země v Kóbe roku 1996, kdy škody dosáhly 2 % HDP. Problémem pro zotavení ekonomiky byly také pokračující otřesy, které dale prohlubovaly finanční i politickou krizi. I přes to všechno ale japonské úřady konstatovaly, že zemětřešení mělo na Japonsko ekonomicky méně devastující dopad, než krize po pádu banky Lehman Brothers, která v době zemětřesení stále doznívala. Japonsko tak zažilo hned dvojitou krizi a bylo ve velmi složité situaci. Propady ve spotřebě, investicích, a tedy i produktu po zemětřesení jsou patrné z následujícího grafu.[72]

30 - Reálný HDP Japonska (2010-2012), v %



Zdroj: STUCHLÍKOVÁ, Zuzana. *Japonská ekonomika ve 21. století: trendy a problémy*. Praha: Oeconomica, 2014. ISBN 978-80-245-2030-8, s. 105

V tomto klimatu šlo Japonsko do roku 2012, během kterého silně získal na oblibě Shinzo Abe, který už jednou v letech 2006-2007 japonským premiérem byl. Kvůli zdravotní problémům

[72] STUCHLÍKOVÁ, Zuzana. *Japonská ekonomika ve 21. století: trendy a problémy*. Praha: Oeconomica, 2014.

však musel již po roce odstoupit. Hlavním obsahem jeho rétoriky bylo nastartování ekonomiky, která byla podle něj silně pod potenciálem, a když tehdejší premiér Noda rozpustil v listopadu 2012 parlament kvůli nedostatečným financím pro funkce vlády a vyhlásil prosincové volby, Abe slíbil voličům cestu ven z dlouholeté stagnace.

Volby byly pro Abeho drtivým vítězstvím. Pro svou stranu LDP, která vládla Japonsku od roku 1955 nepřetržitě vyjma šesti let a v minulých volbách utrpěla historicky nejtěžší porážku, získal 294 mandátů ze 480 možných a byl tak schopen vládnout i bez koalice. Tu však nakonec utvořil s partají New Komeito, která není příliš významná a je buddhisticky založená. Drtivou prohru utpěl právě dosavadní premiér Noda, který získal pouze 57 křesel a okamžitě odstoupil z vedení své strany. Pro další vývoj však není klíčové jen to, že Abeho popularita byla vysoká a měl silný mandát, ale také to, jak ho dosáhl.

Kromě ekonomického programu v jeho projevech často zaznívaly nacionalistické tendence a závazky k navrácení národní hrdosti. Abe tvrdě proklamoval neústupnost Japonska ohledně ostrovů Senkaku (čínsky Diaoyu) ve Východočínském moři, kvůli kterým jsou již dlouho napjaté vztahy s Čínou, které jsou už tak historicky velmi komplikované.[73] Zároveň používal symboly národní hrdosti i v souvislosti se svým ekonomickým programem, notoricky známým jako abenomika.

4.2 Abenomika a kvantitativní a kvalitativní uvolňování

Ještě před převzetím moci stranou LDP, v mezidobí před vyhlášenými předčasnými volbami, pronesl Abe projev, ve kterém se pevně zavázal k tlaku na depreciaci jenu. Tento projev měl svou váhu zejména proto, že Abe byl stále opozičním politikem, i když průzkumy již ukazovaly na pravděpodobné vítězství ve volbách. Abe také tímto příslibem pomoci exportérům uhodil na dobrou notu, protože obchodní bilance Japonska utržila zeměstřesením v regionu Tóhoku velkou ránu. Po jeho projevu jen začal silně depreciovat proti dolaru, z 81 jenů za dolar

[73] Japan election: LDP's Shinzo Abe vows tough China line. *BBC* [online]. 2012 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://www.bbc.com/news/world-asia-20747496

v listopadu 2012 na 99 jenů za 1 dolar při začátku QQE. To výrazně napomohlo růstovému prostředí při zavedení QQE.[74]

Abenomika má tři hlavní složky, pro které se obecně vžilo pojmenování „tři šípy“. Tento název Abe použil jako odkaz na středověkou legendu o třech šípech, které šlo zlomit každý zvlášť, ale nikdy ne pohromadě.[75] To je celkem přiléhavý obraz jeho bojovné rétoriky, kterou do řešení ekonomické krize vnesl. Prvním šípem – tím, který je pro tuto práci nejdůležitější – bylo **kvantitativní a kvalitativní uvolňování** (QQE), masivní program nákupu aktiv a zcela nový rámec měnové politiky v Japonsku.

Ta byla podporována druhým šípem, kterým byla masivní **fiskální expanze**. Ta byla už do jisté míry v pohybu před Abeho nástupem, zejména kvůli nutnosti investovat prostředky do oblastí postižených zeměstřesením. Prostředky na tuto obnovu použitelné do roku 2015 byly Abeho vládou více než zdvojnásobeny na 25 bilionů jenů. V první polovině roku 2013 vláda schválila fiskální balíčky ve výši 10,3 bilionu jenů a prodeje vládních dluhopisů v poloviční hodnotě. Zároveň byly navýšeny daně ze spotřeby a nepřímé daně. Fiskální politika také obsahovala závazek ke snížení deficitu veřejných financí a dosažení primárního přebytku.

Konečně, třetí složkou abenomiky byly strukturální reformy. Ty měly tři složky, jmenovitě Plán na revitalizaci japonského průmyslu (posílení zpracovatelského průmyslu, zaměstnaneckého systému, vědy, inovací a IT), Plán na vytvoření strategických trhů (mířeno na posílení strukturálních problémů japonské ekonomiky jako stárnutí populace či importní dependence) a Plán na posílení postavení Japonska ve světové ekonomice. Důraz byl zejména kladen na usnadnění podnikání a pohybu v soukromé sféře, především pro malé a střední podniky.[76]

---

[74] OKINA, Kunio. Abenomics and the Japanese Economy. *Wall Street Journal* [online]. 2014 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: online.wsj.com/public/resources/documents/Abenomics.pdf

[75] HAMADA, Koichi. Grading Abenomics. Project Syndicate [online]. 2013 Dostupné z: https://www.projectsyndicate.org/commentary/koichi-hamada-assesses-the-progress-that-japanese-prime-minister-shinzo-abe-s--threearrows--strategy-for-economic-revitalization-has-made-so-far

[76] STUCHLÍKOVÁ, Zuzana. *Japonská ekonomika ve 21. století: trendy a problémy*. Praha: Oeconomica, 2014. ISBN 978-80-245-2030-8, s. 110-112

Mezi reformy, které jsou klíčové pro úspěšnost monetární politiky patří závazek ke zlepšení situace na trhu práce a většího zapojení žen; úmysl stát se světovým lídrem v inovacích během 5 let díky rozvoji informační společnosti; směřování k uzavření dohody obchodní dohody Transpacifického partnerství (TPP); závazek ke zdvojnásobení exportů japonských malých a středních podniků; rozvoj cestovního ruchu aj.[77]

Dalo by se říct, že první dva šípy mířily na aktuální krátkodobou dynamiku japonské ekonomiky, zatímco třetí šíp letěl směrem k dlouhodobému potenciálu, kterého by mohla dosáhnout. Vlajkovou lodí a hlavním poznávacím znakem abenomiky je však kvantitativní a kvalitativní uvolňování. Jeho předzvěstí bylo v lednu 2013 vyhlášení zvýšení inflačního cíle na 2 %, což sice ve srovnání s jinými ekonomikami není mimo normál, ale v japonském diskurzu posledních tří dekád šlo o jasné vyjádření hospodářského sebevědomí, přestože Abe před volbami sliboval 3% cíl. Abe v podstatě okamžitě po jmenování do funkce premiéra provedl výměnu na pozici guvernéra Bank of Japan, kterým se od března 2013 nově stal Haruhiko Kuroda.

QQE bylo spuštěno v dubnu 2013 s naprosto jasně definovaným závazkem dosažení dvouprocentní hladiny meziročního růstu spotřebitelského indexu cen v časovém období do dvou let. Spuštěním QQE došlo ke konci Komplexního programu měnového uvolňování, který byl sdružen do nového rámce. Samotný program byl naprosto neočekávaný, a to ani ne tak z hlediska své podstaty, nýbrž svým zcela bezprecedentním objemem. V zájmu explicitní demonstrace svého úmyslu dosáhnout 2% v nejkratším možném časovém horizontu se BoJ zavázala zdvojnásobit svou měnovou bázi, která už tak po monetární expanzi z předešlých let nebyla na nízké úrovni.[78] Nákupy probíhaly v objemu 7 bilionu jenů měsíčně pomocí elektronicky vytvořených peněz, což bylo jen o 1,3 bilionu méně, než v přepočtu v té době nakupoval americký FED, který však má ve své dikci několikanásobně větší ekonomiku.[79]

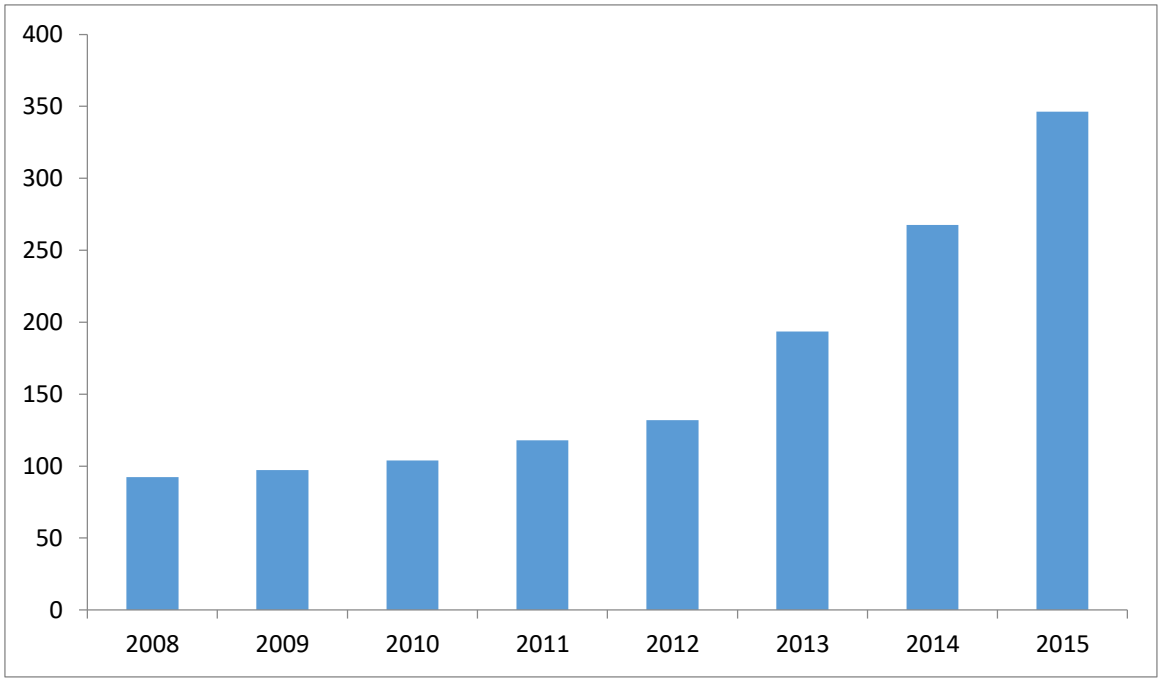
---

[77] STUCHLÍKOVÁ, Z. Úspěchy a problémy Abenomiky. Scientia et Societas. 2017, roč. XIII, č. 3

[78] TITZE, Miroslav. *Japonská dlouhodobá stagnace a měnová politika: trendy a problémy*. V Praze: Oeconomica, nakladatelství VŠE, 2016. ISBN 978-80-245-2148-0, s. 163

[79] Quantitative easing around the world: lessons from Japan, UK and US. The Guardian [online]. 2014 [cit. 2018-11-15]. Dostupné z:http://www.theguardian.com/business/2015/jan/22/quantitative-easing-around-the-world-lessons-fromjapan-uk-and-us

31 - Koncoroční stav měnové báze BoJ v letech 2008 – 2015 (v bilionech jenů)



Zdroj: Monetary Base. *Bank of Japan Statistics.* Dostupné z: http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/mtshtml/md01_m_1_en.html

Kromě závazku k natolení stability cen na trhu v mírně rostoucích mezích se BoJ orientovala na aktivní modifikaci očekávání investorů ohledně inflace. Ačkoliv již před akomodací QQE byly úrokové sazby pod 1% procentní úrovní, byl v prohlášeních BoJ jasně přijat závazek dalšího snižování reálné úrokové míry. Jde o první transmisní mechanismus QQE – pokud dojde ke stabilizaci nominálních úrokových sazeb a zároveň k inflačnímu očekávání, reálné úrokové sazby poklesnou. Tlak na zvýšení nominálních úrokových sazeb je totiž v režimu kvantitativního uvolňování potlačen masivními nákupy vládních aktiv. Inflace je vyvolána ponížením rozdílu mezi skutečným a potenciálním produktem ekonomiky.[80]

Dalším zamýšleným transmisním mechanismem QQE byl efekt rebalancování portfolií. BoJ svými nákupy JGBs snižuje jejich výnosnost a tedy nutí investory, aby se zaměřili na rizikovější a výnosnější cenné papíry, jako například zahraniční dluhopisy, půjčky a akcie. Tím

[80] IWATA, Kikuo. Japan's Growth Potential and Quantitative and Qualitative Monetary Easing. *Bank of Japan* [online]. 2014 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2014/data/ko140603a1.pdf

přináší do ekonomiky více reálných investic. V neposlední řadě mělo QQE fungovat skrze kanál očekávání trhu. Zlepšená komunikace ze strany centrální banky a její forward guidance směrem k inflačním očekáváním snižuje dlouhodobé reálné úrokové míry a stimuluje krátkodobou aktivitu na finančních trzích. Spolu s tímto efektem dochází k posunu Phillipsovy křivky směrem nahoru, což je pro japonskou ekonomiku, která trpí slabou translací agregátní poptávky do inflace, klíčové.[81] Pokud je totiž agregátní poptávka silnější, než agregátní nabídka, produkt ekonomiky stoupá, přičemž nezaměstnanost klesá. Ekonomika se poté pohybuje po Phillipsově křivce a vykazuje vyšší inflaci.

To byla kvantitativní složka tohoto programu. Slovo kvalitativní v jeho názvu referovalo ke změně struktury aktiv držených na rozvaze BoJ. Ta spočívala v prodloužení zbytkové splatnosti nakupovaných JGBs (během roku 2013 došlo v průměru ke zvýšení ze 3 na 7,3 let zbytkové splatnosti) a ve změně podílu držených cenných papírů. Nárůst rezerv při nákupech centrální banky byl takřka výlučně tvořen státními dluhopisy. Celkový počet držených půjček a diskontů se dokonce snížil, zatímco poukázky Ministerva financí vyrostly na rozvaze BoJ pouze nepatrně.[82]

Pozoruhodné také je, že BoJ pro implementaci QQE pozměnila svá vlastní pravidla o nákupech JGBs. Ty totiž již od roku 1967 měla zakázáno nakupovat do jednoho roku od jejich vydání. Toto pravidlo v roce 2013 zrušila a v některých případech nakoupila několik dní po emisi až 30 % emitovaných cenných papírů. Takto formálně nešlo o přímou monetizaci státního dluhu (k té dochází, pokud centrální banka zaštiťuje masivní výdaje, které ekonomiku ženou do deficitu), i když se o ni prakticky jednalo. Obchodní banky v tomto režimu přistupují k nákupům JGBs pouze za účelem jejich dalšího prodeje centrální bance.[83]

V říjnu 2014 byly světově významné centrální banky v procesu ukončování svých monetárně expanzivních programů, přičemž nejvýznamnější oznámení přišlo od amerického

---

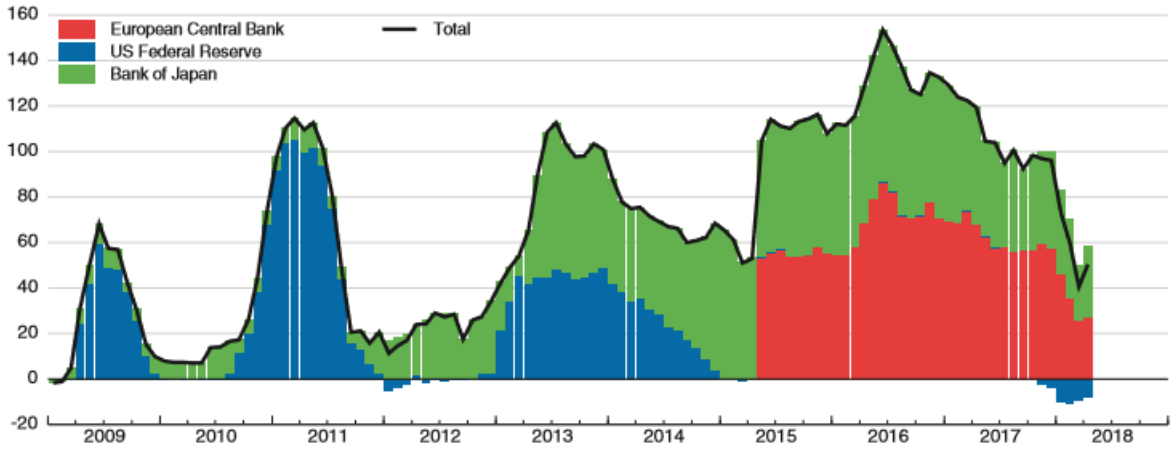
[81] ARSLANALP, Serklan a Dennis BOTMAN. Portfolio Rebalancing in Japan: Constraints and Implications for Quantitative Easing. *International Monetary Fund* [online]. 2015 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15186.pdf

[82] TITZE, Miroslav. *Japonská dlouhodobá stagnace a měnová politika: trendy a problémy*. V Praze: Oeconomica, nakladatelství VŠE, 2016. ISBN 978-80-245-2148-0, s. 165

[83] TITZE, Miroslav. *Japonská dlouhodobá stagnace a měnová politika: trendy a problémy*. V Praze: Oeconomica, nakladatelství VŠE, 2016. ISBN 978-80-245-2148-0, s. 165

FEDu. Ani ne týden potom přišlo ze strany BoJ překvapivé prohlášení, ve kterém se zavazuje k navýšení ročních nákupů aktiv ze 70 na 80 bilionů jenů (někdy také nazývané začátkem fáze QQE2). Guvernér Kuroda ve svém prohlášení uvedl, že Japonsko se nachází na přelomovém místě z hlediska boje s deflací a že BoJ bude inflaci podporovat jakkoliv bude v silách centrální banky.[84] Tento závazek přišel ve chvíli, kdy měnová báze držená FEDem dosáhla poloviny japonského HDP. Pro srovnání, tato hodnota byla v Anglii 20 % a v USA 23 %. BoJ tohoto milníku dosáhla o rok dříve, než při spuštění QQE zamýšlela. Mimo to byl jen proti dolaru nejslabší od Abeho nástupu na hodnotě 114 jenů za 1 dolar.[85] Na následujícím grafu lze pozorovat, že ačkoliv většina programu nákupů aktiv ve světové ekonomice spíše ustupuje, u Japonska tomu tak stále není.

32 - Objemy nákupů aktiv ECB, BoJ a FEDu v letech 2009-2018, v mld. USD



Zdroj: OECD Economic Outlook - May 2018. *OECD* [online]. 2018 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: http://www.oecd.org/eco/outlook/general-assessment-of-the-macroeconomic-situation-june-2018-OECD-economic-outlook.pdf

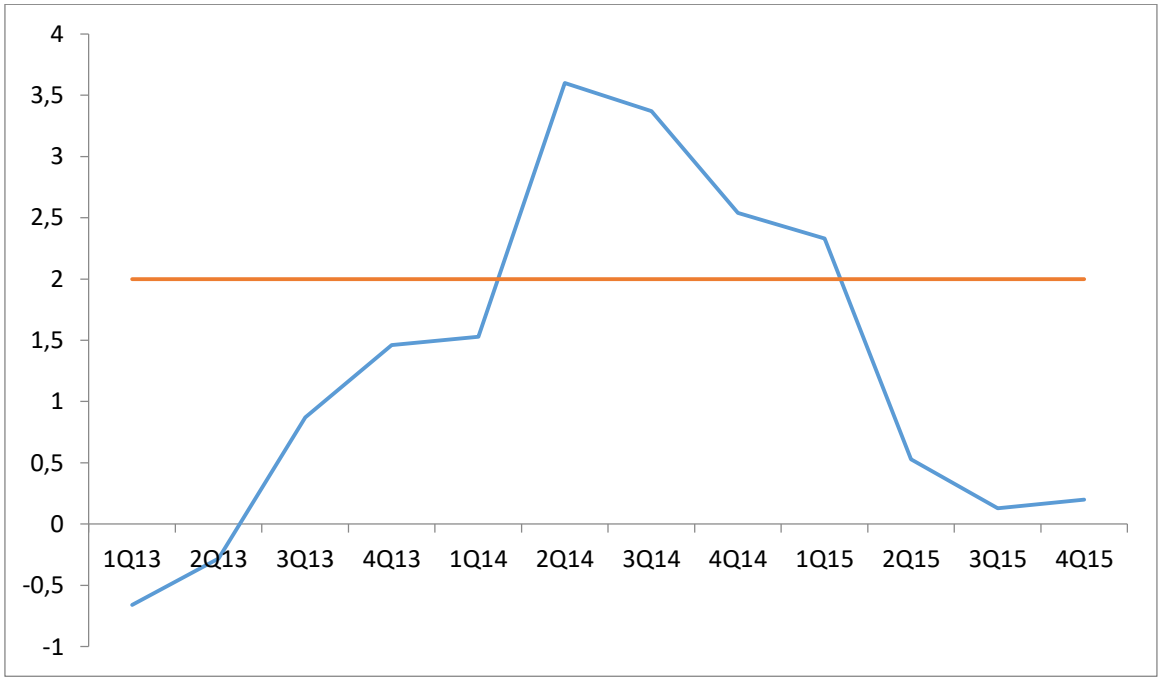
[84] MONAGHAN, Angela a Greame WEARDEN. Bank of Japan to inject 80 trillion yen into its economy. *The Guardian* [online]. 2014 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://www.theguardian.com/business/2014/oct/31/bank-of-japan-80-trillion-yen-economy

[85] KURODA, Hirohiko. Quantitative and Qualitative Monetary Easing. *Remarks at the International Council Meeting of the Bretton Woods Committee* [online]. 2014 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: http://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2013/data/ko131011a.pdf

QQE mělo takřka okamžitý dopad na index spotřebitelských cen, což se v krátkodobém horizontu očekávalo. Jeho meziroční změna se vyšplhala ve třetím kvartálu poprvé po roce do kladných čísel a o rok později, ve druhé kvartálu roku 2014 dosáhla dokonce 3,6 %. Jak je však patrné z následujícího grafu, po rozšáření QQE na konci roku 2015 došlo k tvrdému vystřízlivění a opětovnému návratu k téměř nulovým inflačním hodnotám.

BoJ svůj závazek k inflačnímu cíli nedefinovala v celkové inflaci, nýbrž v jádrové inflaci. Rozdílem je ve většině světa nezahrnutí cen jídla a energií, tedy komodit, které fluktuují z velké části nezávisle na domácí ekonomice a jejích opatřeních. V Japonsku tomu tak však není, jelikož zde jsou zahrnuty z většiny i tyto ceny. Jádrová inflace se tak ve vyjádření indexu spotřebitelských cen chová velmi podobně inflaci celkové. BoJ v roce 2016 zavedla své vlastní pojetí jádrové inflace, kde je spotřebitelský koš cen očištěn o čerstvé potraviny a energie. Tento ukazatel publikuje i přes kritiku odborné veřejnosti, které se nelíbí snahy redefinovat pojetí inflace.[86]

33 - Meziroční změna CPI Japonska, 2013-2015, v %



[86] HARDING, Robin. Japanese inflation: telling your core from your core-core. *Financial Times* [online]. 2016 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.ft.com/content/f4b500fa-9c2b-11e6-8324-be63473ce146

Zdroj: *OECD statistics* [online]. [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://stats.oecd.org/

Ještě před tímto propadem Abe prohlásil, že chce získat podporu veřejnosti pro svá ekonomická opatření a vyhlásil předčasné volby. Ty se uskutečnily v prosinci 2014, takřka přesně dva roky po jeho prvních vítězných volbách. Jejich výsledkem bylo opět drtivé vítězství LDP vedené Abem, která ztratila pouze 4 křesla i přes kritiku, které během roku musela čelit. Jakkoliv se totiž v roce 2014 podařilo nastartovat inflaci, ekonomika se nacházela v recesi, na kterou mělo pravděpodobně vliv zvýšení daně ze spotřeby z 5 % na 8 %, ke kterému došlo v polovině roku 2014. Abe podle svých slov vyvolal předčasné volby, aby získal mandát k odložení dalšího zvýšení daně, které bylo naplánováno na další fiskální rok.

Po vítězství ve volbách Abe prohlásil, že jeho abenomika je stále sotva ve své polovině. Je však otázkou, zda Abeho vítězství bylo dílem jeho popularity nebo chaosu, ve kterém se stále nacházela opozice, zejména DPJ. Veřejné mínění nebylo předčasným volbám příliš nakloněno, protože je považovalo za zbytečné. Abe však využil absence alternativy na politické scéně a získal většinu na další čtyři roky spolu s mandátem pro pokračování v QQE.[87]

Problematické však bylo, že dynamika, kterou v roce 2014 inflace získala, přestala fungovat a japonská ekonomika byla tam, kde před abenomikou. V dalších dvou letech inflace ani jednou nepřesáhla v kvartálním meziročním vyjádření 1 % i přes nezměněnou frekvenci nákupů. Důvody proč tomu tak bylo, BoJ spatřovala v silných exogenních tlacích, konkrétně klesajících cenách energií. V pokusu zvrátit nepříznivý vývoj přistoupila BoJ v lednu 2016 k negativním úrokovým sazbám, klienti tedy efektivně platili bankám za uložení svých prostředků, konkrétně ve výši 0,1 %. Tím BoJ doufala v oživení ekonomiky skrze extrémně nízké náklady na půjčování. Negativní úrokové sazby nebyly ve světě ojedinělé – v roce 2014 je zavedla eurozóna a operovalo na nich například Dánsko a Švýcarsko, přesto šlo v Japonsku o překvapivý a bezprecedentní krok. Zároveň na začátku roku 2016 spadl pod nulu výnos z japonských desetiletých vládních dluhopisů, což bylo cílem QQE. Problémem však bylo, že transmisní mechanismus, který počítal s tím, že v tomto případě dojde k nastartování inflace,

[87] Japan election: Voters back Shinzo Abe as PM wins new term. *BBC* [online]. 2014 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://www.bbc.com/news/world-asia-30444230

nefungoval tak, jak si BoJ představovala, a to především proto, že nedošlo ke zlepšení dynamiky nákupů rizikovějších aktiv na finančních trzích.[88]

V září 2016 vydala komplexní zhodnocení programu QQE, ve kterém uvedla, že díky expanzi QQE Japonsko přestálo silný tlak zvenčí, konkrétně klesající ceny ropy (ty během roku 2013 klesly z úrovně okolo 100 USD za barel k 60 USD na barel a od té doby se v těchto mezích drží) a volatilitu na globálních trzích. Jde o klasickou rétoriku centrálních bankéřů v situaci, kdy vývoj neodpovídá jejich zamýšlené monetární politice. Ve zprávě se také píše, že 2% inflační cíl je stále v nedohlednu, což je jasné přiznání neúspěchu. Abenomika už v té době nebyla v době hájení, přeci jen už fungovala 45 měsíců a nákupy centrální banky probíhaly 42 měsíců.

BoJ však uvádí také faktický důvod slabé inflační dynamiky, který je v Japonsku opravdu platný. Každý rok na jaře probíhá vyjednávání mezi zástupci odborů a zaměstnavatelů, tzv. *shunto.* Jde o renegociaci podmínek pro odměňování zaměstnanců na další rok. Při těchto vyjednáváních se hledí na míru inflace, která byla zaznamenána v předchozím fiskálním roce, nikoliv na očekávání či cíle centrální banky, na rozdíl například od USA či Německa, kde se při takovýchto jednáních hledí na střednědobý až dlouhodobý cenový výhled.[89]

Nehledě na to, jaké má QQE transmisní mechanismy, všechny by měly směřovat ke zvýšení důchodu jednotlivých subjektů ekonomiky a tím i k nastartování pozitivního cenového vývoje. Realitou na japonském trhu práce je však stále rigidita a nízký růst příjmů. Kvantitativní uvolňování se tedy plně nepřeneslo do mezd pracujících, což byl efekt, ve který centrální banka při implementaci QQE doufala. [90]

Dalším strukturálním problémem na trhu práce je nízké zapojení žen do pracovního procesu. V reportu ke globální situaci genderového gapu mezi ženami a muži vydaného Světových ekonomickým fórem (WEF) se japonská ekonomika umístila na 102. místě ze 142

[88] Japan negative interest rates explained?. *The New York Times* [online]. 2016 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://www.nytimes.com/2016/09/21/business/international/japan-boj-negative-interest-rates.html

[89] Comprehensive Assessment: Developments in Economic Activity and Prices as well as Policy Effects since the Introduction of Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE). *Bank of Japan* [online]. 2016 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2016/k160921b.pdf

[90] HOSHI, Takeo. What Abenomics Is Missing. *Tokyo Foundation* [online]. 2016 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: http://www.tokyofoundation.org/en/articles/2016/what-abenomics-is-missing

sledovaých ekonomik. Japonsko je tradičně velmi patriarchální společností, ale významným faktorem je i diskriminace žen v korporátním prostředí. Zde je zvyk zakládat výhody v zaměstnání na celoživotním zaměstnání u jedné firmy, která často vyžaduje stěhování do jiné pobočky, což ženám nenahrává. V roce 2014 bylo zaměstnáno pouze 64 % žen ve věku 15-65 let. Japonsko tak při vysoké diskriminaci žen na trhu práce nutně přichází o konkurenci, která by mohla růst mezd nastartovat.[91]

V roce 2017 došlo k situaci, kdy nezaměstnanost v Japonsku byla na druhé nejnižší úrovni v OECD (2,8 %, přičemž z toho pouze 38,7 % dlouhodobě nezaměstnaných) pouze za miniaturním Islandem, a přesto nedošlo ke znatelné korekci mezd. Po zkušenosti s dlouholetým QQE lze konstatovat, že slabý růst mezd je hlavním strukturálním problémem, který brání monetární politice v účinku. Ekonomové Olivier Blanchard a Adam Posen dokonce ve svém otevřeném dopisu z roku 2015 argumentují, že by vláda měla firmy ke zvýšení mezd dotlačit, nejlépe tak, aby stouply o zhruba 10 %, a požadovat roční indexaci mezd o 3 %. Na jejich příkladu lze pozorovat, jaký účinek by takovýto nárůst na japonskou ekonomiku měl, pokud by k němu bývalo došlo. V případě, že by BoJ svůj inflační cíl stanovila na 5 – 10 % a dosáhla ho na několik let, Japonsko by mohlo krátit svůj čistý vládní dluh každoročně o 8 – 16 % svého ročního HDP.[92]

Závažným problémem, který sice není monetárního rázu, avšak je rysem ekonomiky, který Abe zdědil, je výrazný veřejný dluh vůči HDP. V tomto směru je Japonsko světovým rekordmanem, vykazuje hrubý veřejný dluh ve výši 235 % domácího produktu v roce 2016. Pro srovnání, průměr veřejného zadlužení v zemích OECD byl v tomto roce 86 % HDP.[93] To představuje limitaci pro Abeho fiskální povzbuzení, který má jít ruku v ruce s kvantitativním a kvalitativním uvolňováním. Ačkoliv, jak je však zřetelné z následujícího grafu, se vládě Shinza Abeho daří dluh v posledních letech dokonce snižovat, jeho úroveň je stále velmi vysoká a představuje problém pro jakoukoliv další výraznou expanzi.

---

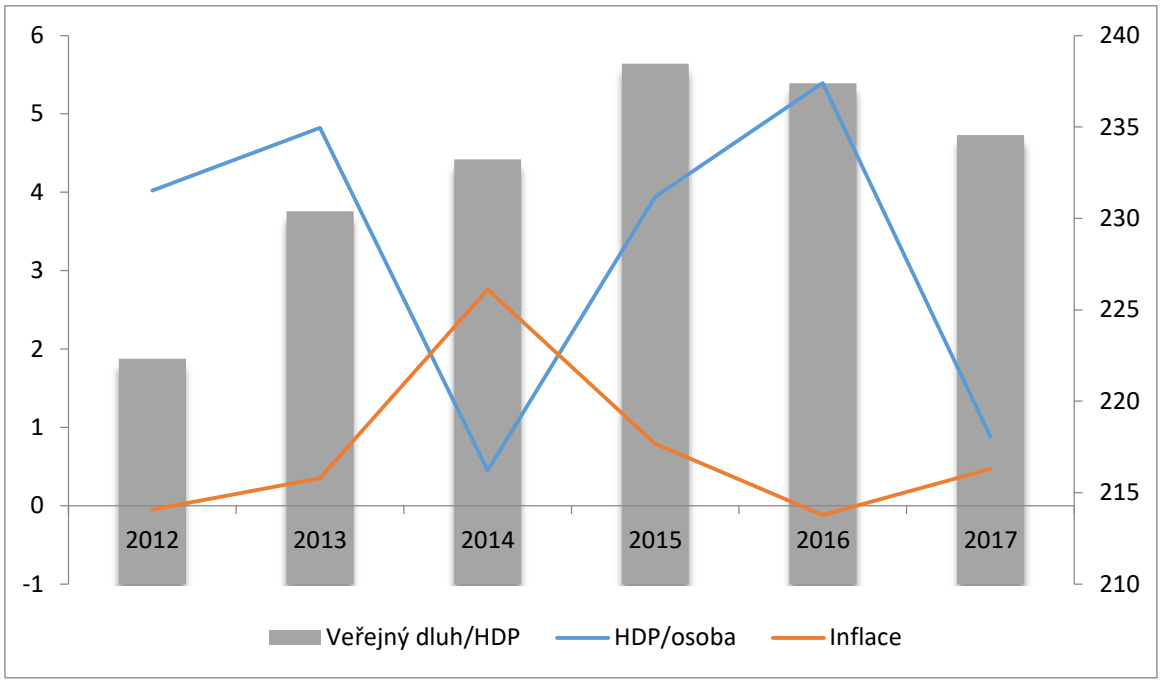
[91] KAWAGUCHI, Akira. Japanese Women Face Tough Reality in Work and Marriage. *Nippon* [online]. 2014 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.nippon.com/en/in-depth/a04601/

[92] BLANCHARD, Olivier a Adam POSEN. Japan's Solution Is to Raise Wages by 10 Percent. *Peterson Institute for International Economics* [online]. 2015 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://piie.com/commentary/op-eds/japans-solution-raise-wages-10-percent

[93] *OECD statistics* [online]. [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://stats.oecd.org/

V oblasti inflace, jejíž nízká úroveň byla hlavním zaměřením ekonomického programu Shinza Abeho a BoJ, je však první šíp abenomiky v dlouhodobém horizontu zklamáním. Inflace získala krátkodobou dynamiku v roce 2014, poté se však vrátila do pásma mezi -1 % a 1 %, kde se dlouhodobě s výkyvy pohybuje. Ani HDP není stabilně rostoucí, navíc je výrazně volatilní. V této situaci se Abe opět obrátil k nečekaným předčasným volbám, aby posílil svůj mandát a získal další 4 roky pro implementaci abenomiky.

34 - HDP, inflace a veřejný dluh během abenomiky, v meziročním vyjádření, v %



Zdroj: *OECD statistics* [online]. [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://stats.oecd.org/

Abe znovu zvolil fórum voleb jako únik ze složité situace po skandálech jeho manželky i jeho samotného, týkajících se korupce, kvůli kterým musel rezignovat Abeho ministr obrany. Když mu zbýval rok do konce funkčního období a bylo nabíledni, že jeho popularita má spíše klesající trend, vyhlásil předčasné volby. V těch opět vsadil na rétoriku patriotismu, k čemuž mu dopomohla napjatá situace v na Korejském poloostrově. Abe ve volbách získal 284 křesel, tedy v podstatě nezměněný počet oproti minulému období a další 4 roky u moci. Spolu se svým koaličním partnerem New Komeito si tak udržel dvoutřetinovou většinu v parlamentu, která je v Japonsku nutná k vypsání referenda o změně ústavy. To měl Abe v úmyslu už před volbami

kvůli článku 9 ústavy, který od roku 1947 zakazuje Japonsku řešit mezinárodní spory válečným konfliktem.[94]

Ve volební kampani se Abe snažil akcentovat úspěchy abenomiky. Ta totiž svým druhým a zejména třetím, strukturálním šípem mířila výrazně lépe, a proto nelze abenomiku jako celek nazvat neúspěchem. Kromě rostoucího HDP se může pyšnit především mírou nezaměstnanosti ve výši 2,3 %. Abeho vládě se totiž podařilo zapojit více žen do pracovního procesu; od počátku abenomiky již pracuje o 2,5 milionu více než v roce 2013. Korporátní zisky před zdaněním jsou na rekordní úrovni a došlo k výraznému vzrůstu daňového příjmu státu. Abe tak má argumenty, kterými může přesvědčovat o svých úspěších.[95] Vláda však často prezentuje především ty statistiky, které jí lichotí.

Tato práce se věnuje především monetární politice. Zde lze vzhledem k nedosaženým inflačním cílů i přes masivní program nákupu jen stěží hovořit o úspěchu. Bank of Japan pumpuje peníze do ekonomiky k datu vydání této práce stále stejným tempem, tedy nakupuje především JGBs za 80 bilionů jenů ročně. I přesto nedochází k výrazné inflační dynamice – ve třech kvartálech roku 2018 inflace ani jednou nepřesáhla 1,4% hranici.[96]

Abenomika poskytla lepší výsledky, než Koizumiho vláda před ní. Nominální HDP vzrostlo za dobu vlády Shinza Abeho o zhruba 10 %. Inflaci i přes slabé hodnoty růstu ekonomika vykazuje a nezaměstnanost klesla na úroveň pod 3 %, což se v Japonsku nestalo od počátku první ztracené dekády. Zároveň však program Abeho vlády zaostává za svými vlastními ambiciozními předsevzetími. Nechtěně tak ukazuje limity působnosti centrálních bank, protože situace není ideální i přes nejrozsáhlejší program nákupů aktiv v novodobé historii.

Ekonomové se v hodnocení abenomiky sice neshodují, avšak slovo úspěch zaznívá zřídka. Například ekonomové Sebastien Lechevalier a Brieuc Monfort uznávají, že abenomika hrála klíčovou roli v zastavení deflačního trendu v letech jí předcházejících. Zdůrazňují však, že

---

[94] WAKATSUKI, Yoko, James GRIFFITHS a Joshua BERLINGER. Japan's Shinzo Abe hails landslide victory in snap election. *CNN* [online]. 2015 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://edition.cnn.com/2017/10/22/asia/japan-election-results/index.html

[95] Abenomics. *The Government of Japan* [online]. 2018 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.japan.go.jp/abenomics/index.html

[96] *OECD statistics* [online]. [cit. 2018-11-20]. Dostupné z: https://stats.oecd.org/

monetární politika zde nedosáhla svých cílů a dlouhodobě předpovídají abenomice něúspěch kvůli nejasné definici růstové strategie v příštích dvou dekádách. Abenomika ale má i své proponenty. Ekonom Erik Norland z CME Group argumentuje, že abenomika stále není u konce a je třeba ji tak vnímat. Ačkoliv nazývá experiment s negativními úrokovými sazbami neúspěchem a přičítá mu vinu za slabou inflaci. Vládu také chválí za návrat k jaderné energii, který může snížit závislost Japonska na dovozu surovin a tak snížit i korelaci inflace a cen energií na globálních trzích.[97]

Pravděpodobné však je, že aby abenomika fungovala, bude se muset zvládnout strukturálně vypořádat s dlouhodobými problémy japonské ekonomiky, především se slabou poptávkou a pomalu rostoucími mzdami. Ty mohou v roce 2018 narůst zhruba o 1 %, což by byl největší nárůst od Abeho nástupu k moci. I tak však jde o pomalý růst, který pro pozitivní vliv na vývoj inflace stačit nebude.[98]

Mezitím se centrální banka bude muset potýkat s obří měnovou bází, kterou stále navyšuje. Otázkou však je, zda se v QQE vyplatí pokračovat, když výnosy z dlouhodobých dluhopisů jsou mínusové stejné jako nominální úrokové sazby, a i přesto není Japonsko schopno dosáhnout 2% inflačního cíle. První šíp abenomiky podle všeho není tak účinný, jako ze začátku programu a dnešní realitou je úvaha, zda ekonomice významněji neublíží reverzní kurz, tedy zeštíhlování rozvahy BoJ, které nevyhnutelně bude muset v dohledné budoucnosti přijít.

[97] Abenomics, five years in. *Global business outlook* [online]. 2018 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: http://www.globalbusinessoutlook.com/abenomics-five-years-in/

[98] MAYGER, James a Isabel REYNOLDS. Five Years of Abenomics: The Good, the Bad and the Sluggish. *Bloomberg* [online]. 2018 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-12-26/five-years-of-abenomics-the-good-the-bad-and-the-sluggish

5 Závěr

Hlavním cílem mé diplomové práce byla charakterizace nekonvenčních měnových politik používaných v současnosti významnými centrálními banky v rozvinutých ekonomikách. Tohoto cíle jsem se snažil dosáhnout nejprve základní specifikací monetární politiky jako takové a její konvenčních a především nekonvenčních nástrojů. Díky tomu měl čtenář možnost získání vhledu do problému při přechodu ke srovnáním praktických aplikací nekonvenčních monetárních programů. Pro ilustraci tématu jsem si za příklad zvolil ekonomiky USA, České Republiky a Japonska, které buď fungují v režimu nekonvenční měnové politiky, nebo ho podstoupily v nedávné minulosti.

Pro světovou ekonomiku nejvýznamnějším příkladem takového opatření bylo kvantitativní uvolňování zavedené americkým FEDem po vypuknutí světové finanční krize v roce 2008. Hypoteční krize a následný pád několika významných finančních subjektů postavil americkou centrální banku a jejího guvernéra Bena Bernankeho před krizový vývoj, který byl nejvýraznějším od Velké hospodářské krize. Kvantitativní uvolňování zavedené ve třech etapách bylo pro americkou ekonomiku bezprecedentním krokem, který však i přes četnou kritiku týkající se jeho rozsahu a trvání obstál a po svém ukončení zanechal ekonomiku ve výrazně lepším stavu, než ve kterém byla při začátku programu QE.

K nekonvenční měnové politice přistoupila i Česká národní banka, která se vydala cestou intervence na devizových trzích, kde od roku 2013 do roku 2017 intervenovala proti koruně a držela ji na fixní úrovni vůči euru. Opatření, které bylo motivováno deflačními tlaky na ekonomiku a nízkou dynamikou růstu produktu české ekonomiky, přineslo výraznou pomoc českému exportu a tím i skrze čistý export HDP. Toto oživení vývozu však přišlo na úkor importérů a parity kupní síly. Ačkoliv samotná ČNB v čele s tehdejším guvernérem Miroslavem Singerem považuje intervence za úspěšné, pochyby o jejich opodstatněnosti stále přetrvávají. Efekt, který na kurz koruny k euru mělo ukončení intervencí, však nebyl tak dramatický, jak se předpokládalo.

Vedlejším cílem této diplomové práce bylo vymezení specifik a zhodnocení dopadů abenomiky se zaměřením na její monetární složku, kvantitativní a kvalitativní uvolňování. K naplnění tohoto cíle jsem přistoupil k výkladu o dlouhodobé makroekonomické situaci v Japonsku, po které následuje analýza samotného monetárního programu Bank of Japan za vlády Shinza Abeho. Vzhledem ke specificky těsnému vztahu japonské centrální banky a vlády je totiž třeba kroky BoJ dávat do souvislosti s kroky moci výkonné.

Jádro problému nízké inflační dynamiky, který se abenomika snaží především řešit, vzniklo v 90. letech 20. století, ale do současnosti se ho nepodařilo vyřešit. Program Shinza Abeho a guvernéra Kurody byl přelomový ve svém závazku konečně japonskou ekonomiku nastartovat, k čemuž se premiér a guvernér BoJ nebály použít nejrozsáhlejší program nákupů aktiv, který byl ve světové ekonomice zaznamenán. I přes jeho postupné navyšování, prodlužování a podpoření fiskální politikou a strukturálními reformami je však inflace v Japonsku stále slabá; v žádném roce trvání abenomiky kromě roku 2014 nepřesáhl růst cen vyjádřený indexem spotřebitelských cen inflační cíl vytyčený Bank of Japan na začátku programu, tedy 2 % meziročně.

Program trvá i v době odevzdání této práce a i když z něho japonská ekonomika benefituje, nenaplňuje očekávání ani mety, které si sami Abe s Kurodou vytyčili. Od počátku abenomiky byly dvakrát vyhlášeny předčasné volby, které Abeho LDP přesvědčivě vyhrála. Jeho mandát k pokračování v nastoleném směru ekonomických opatření je tedy silný a ještě bude trvat nejméně tři roky do roku 2020, kdy mají proběhnout další volby. Jak však konstatuje OECD ve svém vydání Ekonomického výhledu z května 2018, revize strategie monetární politiky bude nutná, pokud se po delší dobu stále nepodaří dosáhnout inflačního cíle.

Seznam literatury

Literární zdroje

(1) BERNANKE, Ben. Monetary Policy Since the Onset of the Crisis. *Jackson Hole, Wyoming,* 2012.

(2) BOFINGER, Peter., Julian REISCHLE a Andrea SCHÄCHTER. Monetary policy: goals, institutions, strategies, and instruments. New York: Oxford University Press, 2001. ISBN 0199248567.

(3) BRŮHA, Jan a Jaromír TONNER. An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience. Praha, 2017.

(4) BRŮNA, Karel, Karel DYBA, Václav KLAUS, et al. Spor o měnovou politiku: v kontextu devizových intervencí. Praha: Institut Václava Klause, 2015. Publikace (Institut Václava Klause). ISBN 978-80-87806-93-7.

(5) FLATH, David. *The Japanese economy*. Third edition. New York, NY: Oxford University Press, 2014. ISBN 978-0-19-870240-5

(6) GARSIDE, W. R. *Japan's Great Stagnation: Forging Ahead, Falling Behind*. Third edition. Cheltenham, UK: Edward Elgar, [2012]. ISBN 978-0-85793-821-3

(7) REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovnictví*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2001. ISBN 80-726-1051-1.

(8) REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 6., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015. ISBN 978-80-7261-279-6.

(9) STUCHLÍKOVÁ, Z. Úspěchy a problémy Abenomiky. Scientia et Societas. 2017, roč. XIII, č. 3

(10) STUCHLÍKOVÁ, Zuzana. *Japonská ekonomika ve 21. století: trendy a problémy*. Praha: Oeconomica, 2014. ISBN 978-80-245-2030-8

(11) TITZE, Miroslav. *Japonská dlouhodobá stagnace a měnová politika: trendy a problémy*. V Praze: Oeconomica, nakladatelství VŠE, 2016. ISBN 978-80-245-2148-0.

Internetové zdroje

(12) Abenomics, five years in. *Global business outlook* [online]. 2018 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: http://www.globalbusinessoutlook.com/abenomics-five-years-in/

(13) Abenomics. *The Government of Japan* [online]. 2018 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.japan.go.jp/abenomics/index.html

(14) ANDOLFATTO, David a Li LI. Quantitative Easing in Japan: Past and Present. Federal Reserve of St. Louis [online]. 2014 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopses/2014/01/10/quantitative-easing-in-japan-past-and-present/

(15) APPELBAUM, Binyamin. U.S. Inflation Remains Low, and That's a Problem. *The New York Times* [online]. 2017 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.nytimes.com/2017/07/24/us/politics/us-inflation-remains-low-and-thats-a-problem.html

(16) ARSLANALP, Serklan a Dennis BOTMAN. Portfolio Rebalancing in Japan: Constraints and Implications for Quantitative Easing. *International Monetary Fund* [online]. 2015 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15186.pdf

(17) BLANCHARD, Olivier a Adam POSEN. Japan's Solution Is to Raise Wages by 10 Percent. *Peterson Institute for International Economics* [online]. 2015 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://piie.com/commentary/op-eds/japans-solution-raise-wages-10-percent

(18) BUTLER, John. Quantitative easing and qualitative easing: a terminological and taxonomic proposal. *Financial Times* [online]. 2008 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: http://blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-a-terminological-and-taxonomic-proposal/#axzz4WVjOb5pD

(19) BUTLER, John. Quantitative easing has pernicious effects that favour the wealthy. *The Guardian* [online]. 2016 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: https://www.theguardian.com/business/economics-blog/2016/sep/28/quantitative-easing-qe-pernicious-effects-favour-wealthy-tax-middle-class

(20) CENSKY, Annalyn. Federal Reserve launches Operation Twist. *CNN* [online]. 2011 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://money.cnn.com/2011/09/21/news/economy/federal_reserve_operation_twist/index.htm

(21) CENSKY, Annalyn. Federal Reserve launches QE3. *CNN* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://money.cnn.com/2012/09/13/news/economy/federal-reserve-qe3/

(22) CENSKY, Annalyn. QE2: Fed pulls the trigger. *CNN* [online]. 2010 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://money.cnn.com/2010/11/03/news/economy/fed_decision/index.htm

(23) Comprehensive Assessment: Developments in Economic Activity and Prices as well as Policy Effects since the Introduction of Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE). *Bank of Japan* [online]. 2016 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2016/k160921b.pdf

(24) DIMAGGIO, Marco, Amir KERMANI a Christopher PALMER. How Quantitative Easing Works: Evidence on the Refinancing Channel. *Massachussetts Institute of Technology* [online]. 2016, 27 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: http://mitsloan.mit.edu/shared/ods/documents/?DocumentID=2835

(25) FAWLEY, Brett a Christopher NEELY. *Four stories of quantitative easing* [online]. St. Louis, 2013 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/13/01/Fawley.pdf Federal Reserve Bank of St. Louis.

(26) Federal Reserve announces it will initiate a program to purchase the direct obligations of housing-related government-sponsored enterprises and mortgage-backed securities backed by Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae. *The Federal Reserve of St. Louis* [online]. 2008 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20081125b.htm

(27) Federal Reserve issues FOMC statement. *The Federal Reserve of St. Louis* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120620a.htm

(28) Federal Reserve issues FOMC statement. *The Federal Reserve of St. Louis* [online]. 2013 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120913a.htm

(29) Federal Reserve issues FOMC statement. *The Federal Reserve of St. Louis* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20121212a.htm

(30) Federal Reserve issues FOMC statement. *The Federal Reserve of St. Louis* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20131218a.htm

(31) FILÁČEK, Jan. *Devizové rezervy a devizové intervence* [online]. [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/vzdelavani/mp_clanky/kapitoly/mp_12.html

(32) FLEMING, Michael. Federal Reserve Liquidity Provision during the Financial Crisis of 2007-2009. *The Federal Reserve of New York* [online]. 2010 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr563.pdf

(33) FLEMING, Sam. US Federal Reserve calls historic end to quantitative easing. *Financial Times* [online]. 2017. Dostupné z: https://www.ft.com/content/caf45d6a-9e28-11e7-8cd4-932067fbf946

(34) FOMC statement. *The Federal Reserve of St. Louis* [online]. 2009 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20090128a.htm

(35) FOMC statement. *The Federal Reserve of St. Louis* [online]. 2009 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20101103a.htm

(36) GERLACH, Stefan. Sky-High Monetary Policy. *Project Syndicate* [online]. 2016 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: https://www.project-syndicate.org/onpoint/sky-high-monetary-policy-2016-11

(37) HAMADA, Koichi. Grading Abenomics. Project Syndicate [online]. 2013 Dostupné z: https://www.projectsyndicate.org/commentary/koichi-hamada-assesses-the-progress-that-japanese-prime-minister-shinzo-abe-s--threearrows--strategy-for-economic-revitalization-has-made-so-far

(38) HARDING, Robin. Japanese inflation: telling your core from your core-core. *Financial Times* [online]. 2016 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.ft.com/content/f4b500fa-9c2b-11e6-8324-be63473ce146

(39) HOLUB, Tomáš. 20 let cílování inflace v ČNB. Česká národní banka [online]. 2017 [cit. 2018-05-22].

(40) HOSHI, Takeo. What Abenomics Is Missing. *Tokyo Foundation* [online]. 2016 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: http://www.tokyofoundation.org/en/articles/2016/what-abenomics-is-missing

(41) How Quantitative Easing Works. *Wall Street Journal* [online]. 2012 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: http://blogs.wsj.com/economics/2012/09/14/how-quantitative-easing-works/

(42) Japan election: LDP's Shinzo Abe vows tough China line. *BBC* [online]. 2012 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://www.bbc.com/news/world-asia-20747496

(43) Japan election: Voters back Shinzo Abe as PM wins new term. *BBC* [online]. 2014 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://www.bbc.com/news/world-asia-30444230

(44) Japan negative interest rates explained?. *The New York Times* [online]. 2016 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://www.nytimes.com/2016/09/21/business/international/japan-boj-negative-interest-rates.html

(45) JOYCE, Michael, David MILES, Andrew SCOTT a Dimitri VAYANOS. Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – an introduction. *The Economic Journal* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://personal.lse.ac.uk/vayanos/Papers/QEUMCI_EJ12.pdf

(46) KAWAGUCHI, Akira. Japanese Women Face Tough Reality in Work and Marriage. *Nippon* [online]. 2014 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.nippon.com/en/in-depth/a04601/

(47) KOBA, Mark. Dodd-Frank Act: CNBC explains. *CNBC* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.cnbc.com/id/47075854

(48) KURODA, Hirohiko. Quantitative and Qualitative Monetary Easing. *Remarks at the International Council Meeting of the Bretton Woods Committee* [online]. 2014 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: http://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2013/data/ko131011a.pdf

(49) MAYGER, James a Isabel REYNOLDS. Five Years of Abenomics: The Good, the Bad and the Sluggish. *Bloomberg* [online]. 2018 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-12-26/five-years-of-abenomics-the-good-the-bad-and-the-sluggish

(50) Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. 2017 [cit. 2017-01-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

(51) Minimum reserves. *Deutsche Bundesbank* [online]. 2017 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Tasks/Monetary_policy/Minimum_reserves/minimum_reserves.html

(52) MONAGHAN, Angela a Greame WEARDEN. Bank of Japan to inject 80 trillion yen into its economy. *The Guardian* [online]. 2014 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://www.theguardian.com/business/2014/oct/31/bank-of-japan-80-trillion-yen-economy

(53) NELLIS, Daniel. Measuring the Change in Effectiveness of Quantitative Easing. *Issues in Political Economy* [online]. 2013, 119-120 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: www.elon.edu/docs/e-web/students/ipe/volumes/nellis%202013.pdf

(54) OECD Economic Outlook - May 2018. *OECD* [online]. 2018 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: http://www.oecd.org/eco/outlook/general-assessment-of-the-macroeconomic-situation-june-2018-OECD-economic-outlook.pdf

(55) OKINA, Kunio. Abenomics and the Japanese Economy. *Wall Street Journal* [online]. 2014 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: online.wsj.com/public/resources/documents/Abenomics.pdf

(56) Quantitative easing around the world: lessons from Japan, UK and US. The Guardian [online]. 2014 [cit. 2018-11-15]. Dostupné z: http://www.theguardian.com/business/2015/jan/22/quantitative-easing-around-the-world-lessons-fromjapan-uk-and-us

(57) RANDOW, Jana a Simon KENNEDY. Negative Interest Rates. *Bloomberg* [online]. 2017 [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.bloomberg.com/quicktake/negative-interest-rates

(58) RAPPEPORT, Alan a Emily FLITTER. Congress Approves First Big Dodd-Frank Rollback. *The New York Times* [online]. 2018 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.nytimes.com/2018/05/22/business/congress-passes-dodd-frank-rollback-for-smaller-banks.html

(59) Sborník článků a rozhovorů k oslabení kurzu koruny. *Česká národní banka* [online]. 2014, , s. 4 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf

(60) SHARF, Samantha. Fed ends QE, perks up labor market outlook. *Forbes* [online]. 2014 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.forbes.com/sites/samanthasharf/2014/10/29/fed-cuts-monthly-asset-purchases-to-0-as-qe-comes-to-long-awaited-end/#71d128f872c1

(61) SINGER, Miroslav. *Česká ekonomika na cestě k oživení a měnová politika ČNB* [online]. 2014 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20140526_ey.pdf

(62) The Distributional Effects of Asset Purchasing. *Bank of England* [online]. 2012 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/news/2012/nr073.pdf

(63) The Eurosystem's instruments. *European Central Bank* [online]. 2017 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html

(64) The Origins of Uncoventional monetary policy in the U.S. *Federal Reserve Bank of St. Louis* [online]. 2015 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: https://www.stlouisfed.org/annual-report/2015/the-origins-of-unconventional-monetary-policy-in-the-us

(65) The Tohoku Pacific earthquake: Economic consequences. *OECD* [online]. 2011 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: www.oecd.org/japan/thetohokupacificearthquakeeconomicconsequences.htm

(66) TOMŠÍK, Vladimír a Jan VLČEK. Účet za devizové intervence nám ekonomika již vystavila. Česká národní banka [online]. 2017 [cit. 2018-05-22]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2017/cl_17_171023_tomsik_vlcek_bankovnictvi.html

(67) Transmission mechanism of monetary policy. *European Central Bank* [online]. 2017 [cit. 2017-01-20]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html

(68) TRICHET, Jean Claude. Standards for Non-Standard Monetary Policy. *Project Syndicate* [online]. 2012 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: https://www.project-syndicate.org/commentary/standards-for-non-standard-monetary-policy-by-jean-claude-trichet

(69) VLKOVÁ, Jitka. Miroslav Singer: Slabší koruna alespoň na rok a půl. Mladá Fronta Dnes [online]. 2013 [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2013/cl_13_131113_singer_mfd.html

(70) WAKATSUKI, Yoko, James GRIFFITHS a Joshua BERLINGER. Japan's Shinzo Abe hails landslide victory in snap election. *CNN* [online]. 2015 [cit. 2018-11-12]. Dostupné z: https://edition.cnn.com/2017/10/22/asia/japan-election-results/index.html

(71) What is quantitative easing? Bank of England [online]. 2011 [cit. 2017-01-22]. Dostupné z: http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/qe/default.aspx

(72) YOUSUF, Hibah. Investors and economists agree: No QE3. *CNN* [online]. 2012 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://money.cnn.com/2012/08/26/news/economy/federal-reserve-qe3/index.html?iid=EL

(73) Záznam z jednání bankovní rady ČNB ze dne 7. listopadu 2013. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2013/cmom_131107.html

(74) Zeman: Intervence ČNB ještě nikdy ničemu neprospěly. E15 [online]. 2013 [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: http://zpravy.e15.cz/domaci/ekonomika/zeman-intervence-cnb-jeste-nikdy-nicemu-neprospely-1037114

Statistické zdroje

(75) Devizové obchody ČNB. Česká národní banka [online]. [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/DEVOP_EUR.HTML

(76) *Federal Reserve Data* [online]. [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/data.htm

(77) Inflace - druhy, definice, tabulky. Český statistický úřad [online]. [cit. 2018-05-14]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

(78) Monetary Base. *Bank of Japan Statistics.* Dostupné z: http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/mtshtml/md01_m_1_en.html

(79) National accounts: main tables. *Eurostat* [online]. [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/eurostat/web/national-accounts/data/main-tables

(80) *OECD statistics* [online]. [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://stats.oecd.org/

(81) Real GDP growth rate - volume. *Eurostat* [online]. [cit. 2018-05-14].

(82) RHEE, Dong-Eun. Effects of U.S. unconventional Monetary Policy and its implications for QE3. *KIEP World Economy update* [online]. 2014

(83) S&P 500 Index - 90 Year Historical Chart. *Macrotrends* [online]. 2018 [cit. 2018-10-30]. Dostupné z: https://www.macrotrends.net/2324/sp-500-historical-chart-data

(84) Unemployment Rate. *Bureau of Labor Statistics* [online]. 2018. Dostupné z: https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000

(85) Vybrané devizové kurzy. Česká národní banka [online]. [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/vybrane_form.jsp

(86) Zahraniční obchod se zbožím - přeshraniční pojetí. Český statistický úřad [online]. [cit. 2018-05-21]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/zo_se_zbozim_podle_pohybu_zbozi_preshranicni_statistika