

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Bakalářská práce

Měnová politika ECB

Martin Hrubý

© 2016 ČZU v Praze

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Martin Hrubý

Provoz a ekonomika

Název práce

Měnová politika ECB

Název anglicky

Monetary Policy of the ECB

Cíle práce

Primárním cílem bakalářské práce je vyhodnotit úspěšnost Evropské centrální banky v realizaci její měnové politiky. Dílčím cílem práce je vytvoření teoretického zázemí dané problematiky s ohledem na vymezení základních cílů ECB v oblasti měnové politiky a nástrojů, které k plnění těchto cílů využívá. Dalším dílčím cílem je identifikace klíčových determinantů, které ovlivňovaly velikost inflace v eurozóně ve sledovaném období.

Metodika

Teoretická část práce je vytvořena ve formě literární rešerše relevantní odborné literatury. V praktické části je provedena analýza vývoje inflace v EMU ve sledovaném období, která umožňuje identifikovat nejvýznamnější faktory, které ji ovlivňují. Po provedené analýze je určena úspěšnost měnové politiky Evropské centrální banky, která je vyjádřena procentně jako relativní počet období, kdy se podařilo ECB dosáhnout jejího inflačního cíle. Na základě praktické části jsou následně formulovány závěry práce.

Doporučený rozsah práce

30-40 stran

Klíčová slova

Euro, evropská centrální banka, harmonizovaný index spotřebitelských cen, inflace, měna, měnová politika, měnový kurz, míra inflace, operace na volném trhu.

Doporučené zdroje informací

JÍLEK, Josef. Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika. Grada Publishing, 2013. ISBN 978-80-247-4516-9.

KEŘKOVSKÝ, Martin; KEŘKOVSKÁ, Alena. Evropská unie: historie, instituce, ekonomika a politiky. Computer Press, 1999. ISBN 80-7226-196-7

MANDEL, Martin; TOMŠÍK, Vladimír. Monetární ekonomie: V malé otevřené ekonomice. 2. vyd. Management Press, 2009. ISBN 978-80-7261-185-0.

REVENDA, Zbyněk; KODERA, Jan; MUSÍLEK, Petr; DVOŘÁK, Petr; MANDEL, Martin. Peněžní ekonomie a bankovníctví. 5. vyd. Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-240-6.

TOMŠÍK, Vladimír; MICHAL, Aleš; JANÁČKOVÁ, Stanislava. Bankovní unie Morální hazard evropských rozměrů? 1. vyd. CEP, 2013. ISBN 978-80-87460-12-2.

Předběžný termín obhajoby

2015/16 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Stanislav Burian, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomických teorií

Elektronicky schváleno dne 3. 9. 2014

doc. Ing. Josef Brčák, CSc.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 11. 11. 2014

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 14. 03. 2016

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou bakalářskou práci "Měnová politika ECB" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího bakalářské práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autor uvedené bakalářské práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 14. 3. 2016

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval Ing. Stanislavu Burianovi, Ph.D., vedoucímu mé bakalářské práce, za odbornou pomoc, poskytování cenných rad, ochotu a trpělivost při řešení problémů souvisejících s tvorbou práce.

Měnová politika ECB

Monetary Policy of the ECB

Souhrn

Předmětem bakalářské práce je zhodnocení úspěšnosti Evropské centrální banky při udržování měnové stability v eurozóně. Teoretická část práce shrnuje poznatky o vzniku eurozóny, o organizační struktuře a kompetencích Evropské centrální banky. Identifikuje cíle a nástroje měnové politiky obecně s následným zaměřením na měnovou politiku samotné Evropské centrální banky. Analytická část práce je věnována vývoji inflace a hlavních úrokových sazeb v eurozóně s důrazem na období mezi lety 2007 a 2015 a krokům podniknutých ECB pro udržení cenové stability. V závěrečné části práce je provedeno srovnání reálného vývoje inflace ve sledovaném období s cíli ECB a jsou vyvozeny závěry o úspěšnosti implementace měnové politiky v eurozóně.

Klíčová slova: Euro, evropská centrální banka, harmonizovaný index spotřebitelských cen, inflace, měna, měnová politika, měnový kurz, míra inflace, operace na volném trhu.

Summary

The aim of this bachelor thesis is to evaluate the success rate of the European central bank in terms of keeping the monetary stability in the eurozone. The theoretical part of the thesis summarizes the knowledge about the formation of the eurozone, the structure and competences of the European central bank. It identifies aims and tools of the monetary policy in general and then focuses further on the monetary policy of the European central bank itself. The analytic part of the thesis is dedicated to the progression of the inflation and main interest rates in the eurozone with focus on the period between years 2007 and 2015 and to the approach of the ECB in terms of keeping the price stability. The final part of the thesis compares the progress of the inflation in the tracked period with aims of the ECB and the conclusions are formed about the eurozone's monetary policy success rate.

Keywords: Currency, euro, European Central Bank, exchange rate, harmonised index of consumer prices, inflation, inflation rate, monetary policy, open market operations.

Obsah

1. Úvod.....	9
2. Cíl práce a metodika	11
3. Obecná charakteristika Evropské centrální banky	12
3.1 Vznik měnové unie a Evropské centrální banky	12
3.2 Organizační struktura Evropské centrální banky	15
3.3 Evropský systém centrálních bank	16
4. Monetární politika.....	17
4.1 Cíle měnové politiky.....	17
4.2 Nástroje měnové politiky.....	18
4.3 Transmisní mechanismus.....	19
4.4 Měnová politika ECB	20
4.4.1 Cíle měnové politiky ECB	20
4.4.2 Nástroje měnové politiky ECB.....	21
4.4.3 Dva pilíře měnové strategie ECB	23
4.4.4 Nezávislost a odpovědnost ECB.....	25
5. Analýza inflace v eurozóně a užití nástrojů měnové politiky ECB	27
6. Zhodnocení úspěšnosti implementace měnové politiky ECB	39
7. Závěr	43

1. Úvod

Ekonomika je velice živý systém a udržet v něm stabilitu nemusí být zrovna snadným úkolem. Již dlouhá staletí se lidé snažící se překonat stejné obtíže spojují do větších uskupení a spolků, aby si boj s nepřízní osudu usnadnili. Nejinak je tomu i v ekonomikách všude na světě.

V Evropě postupem času vznikla Evropská unie, mající za cíl sjednotit evropské státy nejen v otázkách ekonomie, ale ve vnitro i vněpolitických záležitostech obecně. Členské státy Evropské unie se postupně snaží sjednocovat vše od názvů pomazánek přes zákony o zbraních, v dnešní době stále častěji zmiňovanou imigrační politiku až po společnou měnu - euro. Právě společná měna je jedním z důležitých cílů Evropské unie. Měla by pomoci ještě více stmelit ekonomickou spolupráci v Evropě a eliminovat vlivy vznikající na měnových trzích, které velkou měrou ovlivňují vývoj hospodářství a obchod mezi jednotlivými evropskými zeměmi. Tato iniciativa má, jak už to v lidské společnosti bývá zvykem, velké množství příznivců, ale i odpůrců.

První část této práce popisuje právě postupný vznik Evropské unie přes mnohá společenství, příkladem buď Evropské hospodářské společenství, vývoj dohod a pravidel týkajících se právě ekonomické spolupráce evropských zemí a podmínek pro postupné zavedení eura, přibližuje organizační strukturu a kompetence Evropské centrální banky či vznik a funkci Evropského systému centrálních bank.

Druhá část práce je pak věnována měnové politice. Zprvu je popisována všeobecně. Je přiblížena její funkce, popsány běžné cíle a nástroje užívané pro jejich dosažení a transmisní mechanismy pro implementaci měnové politiky nezbytné. Následně je téma rozvedeno na měnovou politiku Evropské centrální banky. Jsou definovány její cíle, specifika nástrojů Evropskou centrální bankou využívané, jsou přiblíženy zvláštní analýzy, takzvané pilíře, umožňující přesnější odhady rizik pro cenovou stabilitu a projekce budoucího hospodářského vývoje.

Další částí práce je pak analýza vývoje inflace a hlavních úrokových sazeb v eurozóně ve sledovaném období let 2007 až 2015, které, pro lepší pochopení kontextu, předchází krátké přiblížení let předcházejících. V této části jsou kromě inflace popsány také kroky, které Evropská centrální banka podnikala pro udržení míry inflace na akceptovatelných úrovních, včetně některých mimořádných opatření, která měla běžné kroky podpořit.

V závěrečné části práce je pak na základě vývoje inflace a hlavních úrokových sazeb eurozóny zhodnocena úspěšnost implementace měnové politiky Evropské centrální banky vzhledem k jí stanoveným cílům.

2. Cíl práce a metodika

Primárním cílem této bakalářské práce je zhodnotit úspěšnost implementace měnové politiky Evropské centrální banky v souvislosti s dodržováním jejího hlavního cíle, tedy udržování cenové stability v eurozóně. Na základě cíle Evropské centrální banky jsou vymezena kritéria pro hodnocení úspěšnosti implementace měnové politiky Evropské centrální banky ve sledovaném období let 2007 až 2015. Proti kritériím jsou následně postavena data ze statistik Eurostatu a Evropské unie a úspěšnost měnové politiky je posléze vyjádřena jako poměr úspěšných a neúspěšných období v procentuálním vyjádření.

Práce sleduje také dílčí cíle, které dosažení primárního cíle napomůžou. Prvním z nich je vytvoření teoretického zázemí pro přiblížení vzniku, struktury a funkce Evropské centrální banky, potažmo eurozóny. Tohoto dílčího cíle je dosaženo rešerší relevantní odborné literatury a jiných dostupných zdrojů.

Dalším dílčím cílem práce je přiblížení měnové politiky jako celku, jejích nástrojů a cílů. Následně je toto téma podrobněji rozvedeno v souvislosti s Evropskou centrální bankou a jsou uvedena specifika její monetární politiky, definice jejích cílů a uvedení přehledu nástrojů, které Evropská centrální banka pro dosažení cílů využívá. I pro dosažení tohoto dílčího cíle je provedena rešerše související odborné literatury a dalších relevantních zdrojů.

Posledním dílčím cílem je na základě údajů Evropské centrální banky a rešerše jejích výročních a měsíčních zpráv za sledované období vytvořit teoretické zázemí pro následné hodnocení měnové politiky. Je vytvořena analýza vývoje inflace a hlavních úrokových měr eurozóny a využívání mimořádných opatření pro udržení cenové stability v dlouhodobém horizontu.

3. Obecná charakteristika Evropské centrální banky

3.1 Vznik měnové unie a Evropské centrální banky

Bez existence měnové unie nemůže existovat ani unie politická a naopak (Jílek, 2013). Vznik eura a Evropské centrální banky byl proto nezbytným krokem k vytvoření evropské vlády, která by se mohla zabývat hospodářstvím. Dosud však neexistuje v eurozóně jednotná fiskální politika. Současně se souhlasnými postoji k měnové unii se však objevují i názory odmítavé, které měnovou unii označují za zbytečnou, ba přímo kontraproduktivní, jež povede k úpadku společnosti a ekonomickým potížím (Sarrazin, 2013).

Prvním významným krokem k evropské integraci byla série jednání ministrů Belgie, Francie, Itálie, Lucemburska, Německa a Nizozemí. Na jejich základě došlo v březnu roku 1957 k podpisu smluv o Evropském hospodářském společenství (EHS), Evropském společenství uhlí a oceli a o Evropském společenství pro atomovou energii Euratom, tzv. Římských smluv, s platností k 1. lednu 1958 (Keřkovský, Keřkovská, 1999; Neustupná, 1992).

V prosinci roku 1971 sjednaly země G10 tzv. Smithsonian agreement (Jílek, 2013). Dohoda ustanovila, že měnové kurzy vyspělých zemí měly zůstat v rozmezí $\pm 2,25\%$ od stanoveného středového kurzu dolaru. Tím byl vytvořen tzv. tunel $4,5\%$ pro pohyb měny. Znamenalo to, že by jedna měna, která by začala na dně onoho rozmezí a dostala se na jeho strop, mohla oproti jiné měně, která by se ze stropu dostala na dno, posílit až o 9% . Tato dohoda skončila v roce 1973 současně se zhroucením dosavadního světového měnového systému, tzv. Brettonwoodského systému, v důsledku vyvrcholení světové měnové krize (Keřkovský, Keřkovská, 1999), kdy země G10 oznámily, že přecházejí na plovoucí kurzy (Jílek, 2013).

V dubnu 1972 6 členů EHS sepsalo tzv. Basilejskou dohodu. Basilejská dohoda byla jakýmsi rozšířením Smithsonian agreement, jejíž devítiprocentní pásmo pro vzájemný pohyb dvou měn se Evropským zemím zdálo příliš velké. V dohodě byl kromě již zmíněného „tunelu“ ukotven ještě „had“, znamenající, že jakákoliv měna se může vůči kterékoliv jiné měně pohybovat v rozmezí $\pm 2,25\%$, tedy v pásmu $4,5\%$. Systém nebyl zcela stabilní, protože jej státy, které se obávaly oslabení své měny, mohly snadno opustit. Přestože system v EHS snížil fluktuace měn, nemohl překonat problémy způsobené nedostatečnou hospodářskou spoluprací zemí. Vzhledem k hospodářské síle byla rozhodující měnou německá marka,

i přes to, že žádná z měn nebyla stanovena jako kotva. Marka od 50. let do počátku 80. let stále posilovala a to i přes snahu Německé vlády restriktivní politikou měnu stabilizovat.

V roce 1979 byl tento system přeměněn na evropský měnový system (EMS). Motivace pro založení EMS byla zajistit oblast měnové stability v Evropě prostřednictvím stabilizace měnových kurzů a kontrola inflace. Oproti předchozím systémům měl být nový system efektivnější, protože byla dohodnuta symetrická odpovědnost za udržování měnových kurzů v paritních pásmech a volný pohyb kapitálu. Struktura dohodnutých měnových parit je známá jako mechanismus měnových kurzů (ERM). Cílem bylo přijetí jednotné měny dočasně označené jako evropská měnová jednotka (ECM).

Zásadní posun v hospodářské integraci Evropy představuje smlouva o Evropské unii, tzv. Maastrichtská smlouva, podepsaná 7. února 1992 s účinností od 1. listopadu 1993 (Tomášek, 2004; Evropská unie, 1994).

Tato smlouva poprvé zavádí pojem Evropská unie pro tři pilíře, pokračovatele předchozích struktur:

- Evropské společenství jako pokračovatele Evropského hospodářského společenství; v jeho rámci byly založeny nadnárodní instituce:
 - Evropská komise,
 - Evropský parlament,
 - Evropský soudní dvůr,
- společnou zahraniční a bezpečnostní politiku,
- soudní a vnitřní záležitosti.

Smlouva doplnila Římskou smlouvu a její cíle byly vytvořit hospodářskou a měnovou unii s jednotnou měnou pro členské země (Jílek, 2013). Stanovila podmínky pro vstup do třetí etapy Hospodářské a měnové unie (HMU) a přijetí společné měny – eura.

Hospodářská a měnová unie je uspořádání zemí, ve kterém dochází k harmonizaci hospodářských a měnových politik a zavedení jednotné měny (Tomášek, 2004). Podle Maastrichtské smlouvy se HMU realizovala ve třech etapách.

První etapa hospodářské a měnové unie probíhala od 1. července 1990 do 31. prosince 1993. Měla za úkol dokončit liberalizaci pohybu kapitálu, zavázat členské země k posilování nezávislosti centrálních bank a k uplatnění opatření potřebných pro harmonizaci právních

předpisů v oblasti postavení Evropské centrální banky (ECB) a její měnové politiky, což podle článku 56 Římské smlouvy znamená zákaz omezení pohybu peněz, zákaz omezení plateb mezi členskými zeměmi a mezi členskými zeměmi a třetími zeměmi.

Druhá etapa Hospodářské a měnové unie probíhala od 1. ledna 1994 do 31. prosince 1998 (Jílek, 2013). Měla za úkol dosáhnout výrazného pokroku ve fiskální oblasti na základě plnění maastrichtských kritérií. Podle článku 104 Římské smlouvy se země, které vstoupí do třetí etapy HMU, musejí vyvarovat nadměrných schodků veřejných rozpočtů. Vzhledem k absenci postihů za nesplnění této podmínky byl v roce 1997 v Amsterdamu na návrh Německa přijat pakt stability a růstu.

V roce 1994 byl na podporu vytvoření jednotné měnové politiky založen Evropský měnový institut (EMI), který měl za úkol připravit podmínky pro zavedení eura do ustavení Evropské centrální banky. 2. května 1998 Evropská rada rozhodla o splnění podmínek jedenácti členskými zeměmi a o zahájení činnosti ECB k 1. červnu 1998 a současném zániku EMI. Prvním prezidentem ECB byl Nizozemec Wim Duisenberg, dřívější ředitel EMI a nizozemské centrální banky. Druhým prezidentem se 1. listopadu 2003 stal Francouz Jean-Claude Trichet a 1. listopadu 2011 ho ve funkci nahradil Ital Mario Draghi.

Třetí etapa HMU znamená zavedení jednotné měny (Marková, 1992). 1. ledna 1999 byly na základě rozhodnutí členských zemí EU, které splnily podmínky pro vstup do třetí etapy HMU, dle pevně stanovených koeficientů fixovány kurzy jejich měn na euro a vznikla Evropská měnová unie (EMU), tzv. eurozóna. Euro bylo zprvu zavedeno v jedenácti členských státech EU v bezhotovostní formě.

Evropská centrální banka začala řídit jednotnou měnovou politiku eurosystému (ECB + národní centrální banky zúčastněných zemí), čímž přestal existovat měnový trh mezi zúčastněnými zeměmi. Část cizoměnových rezerv národních centrálních bank odpovídající jejich podílu na upsaném kapitálu ECB byla převedena na ECB, která má neomezené právo jejich spravování a využívání. ECB jako jediná měnová autorita eurozóny definuje a provádí měnovou politiku v eurech a soustřeďuje se v prvních letech svého působení na vnitřní stabilitu eura.

Mezibankovní, peněžní a kapitálové trhy brzy přešly na euro (Jílek, 2013). Od 1. ledna 1999 začaly banky a finanční instituce používat euro pro refinancování s ECB a na mezinárodním trhu a veřejný dluh byl taktéž převeden na eura. V okamžiku zahájení třetí etapy HMU byl

v rámci evropského měnového systému nahrazen původní kurzový mechanismus novým mechanismem měnových kurzů II (ERM II), ve kterém jsou měny členských zemí EU mimo eurozónu vázány na euro flukтуаčním pásmem 15%. Účast v ERM II je dobrovolná, nicméně dvouleté dodržení jeho flukтуаčního pásma je jednou z podmínek pro přijetí eura.

Od 1. ledna 2002 došlo k zahájení fyzického zavedení bankovek a mincí eura. Staré národní měny byly bezplatně vyměňovány za euro. Od tohoto data byly všechny ekonomické transakce a nové kontrakty sjednávány a realizovány pouze v euro.

1. března 2002 byly finálně staženy staré národní bankovky a mince a tyto ztratily status zákonného platidla, který má od této chvíle pouze euro.

3.2 Organizační struktura Evropské centrální banky

Evropská centrální banka je centrální bankou eurozóny, sídlí ve Frankfurtu nad Mohanem a byla založena 30. června 1998 (Vláda České republiky, 2015). Jejím hlavním úkolem je udržování cenové stability v zemích eurozóny.

Jejími hlavními orgány jsou Rada guvernérů, Výkonná rada a Generální rada.

Rada guvernérů je hlavním rozhodovacím orgánem ECB. Představují ji prezident Evropské centrální banky a guvernéři centrálních bank států eurozóny. Rada guvernérů má výhradní právo povolovat vydávání bankovek eura, dále se podílí na sběru statistických informací, na zprávách o aktivitách Evropského systému centrálních bank (ESCB), rozhoduje o měnové politice a schvaluje roční účetní uzávěrku ESCB.

Výkonná rada ECB se skládá z prezidenta a viceprezidenta Evropské centrální banky a dalších čtyř členů, kterými jsou jmenovány uznávané osobnosti s profesionální zkušeností v měnových nebo bankovních záležitostech (Evropská unie, 2004; Vláda České republiky, 2015). Členy výkonné rady mohou být pouze státní příslušníci členských států EU. Výkonná rada ECB zodpovídá za běžné záležitosti ECB a sestavuje roční uzávěrku ESCB.

Generální rada byla zřízena až dodatečně. Tvoří jí prezident a viceprezident Evropské centrální banky a guvernéři národních centrálních bank všech členských států Evropské unie. Generální rada plní úkoly převzaté od Evropského měnového institutu. Počítá se s tím, že bude generální rada rozpuštěna, jakmile všechny členské státy EU zavedou euro.

3.3 Evropský systém centrálních bank

Evropský systém centrálních bank je další trvalou institucí, která vznikla ve třetí etapě Hospodářské a měnové unie (Vláda České republiky, 2015). Tvoří jí Evropská centrální banka a národní centrální banky všech členských států Evropské unie. Jelikož některé členské státy EU nevstoupily do měnové unie, vznikl odlišný pojem „eurosystem“, který zahrnuje Evropskou centrální banku a podílející se národní centrální banky. ESCB je řízen orgány Evropské centrální banky, přičemž Rada guvernérů a Výkonná rada mají působnost jen pro eurosystem. Celý ESCB koordinuje Generální rada ECB.

Evropský systém centrálních bank je postaven na několika principech:

- zajištění stability cen,
- podpory základní ekonomické politiky EU,
- nedělitelnosti měnové politiky,
- federalismu a subsidiarity a
- nezávislosti a odpovědnosti.

Úkoly ESCB jsou následující (Jílek, 2013):

- definovat a vést měnovou politiku eurozóny,
- provádět měnové operace v souladu s příslušným ustanovením Maastrichtské smlouvy,
- držet a spravovat oficiální devizové rezervy,
- podporovat plynulé fungování platebních systémů,
- shromažďovat statistické informace,
- legislativní a konzultační činnost.

4. Monetární politika

Páni Černohorský a Teplý (2013) popisují měnovou politiku takto: „*Monetární politika je spolu s fiskální politikou součástí hospodářské politiky státu. Monetární politiku lze definovat jako používání monetárně politických nástrojů (především úrokových sazeb) k ovlivnění konečných cílů monetární politiky, a to zejména inflace.*“

Měnová politika v dnešní době spočívá především v regulaci krátkodobé úrokové míry domácí měny centrální bankou, což nakonec vede k změnám inflace, hrubého domácího produktu a zaměstnanosti. J. Jílek (2013) uvádí, že na inflaci, HDP a zaměstnanost však kromě krátkodobé úrokové míry mají vliv ještě další dva hlavní faktory.

- Krátkodobá úroková míra je primárním předmětem měnové politiky a působí jak přes rychlost oběhu peněz, tak přes objem peněžní zásoby; zvýšení krátkodobé úrokové míry způsobuje snížení inflace, HDP a zaměstnanosti,
- regulace a dohled nad bankami působí přes objem peněžní zásoby; regulace bank je obvykle zajišťována ministerstvy financí, bankovní dohled pak provádí některé instituce centrální vlády; mírnější regulace a dohled podporuje úvěrovou expanzi, což vede k vyšší koupěschopnosti domácností, podniků a veřejného sektoru a tím k růstu inflace, HDP a zaměstnanosti,
- objem a struktura příjmů a výdajů centrálních, státních a místních vlád působí přes rychlost oběhu peněz; příjmy a výdaje ovlivňují inflaci, HDP a zaměstnanost více než změna úrokové míry; vyšší objem příjmů a výdajů vlád zvyšuje koupěschopnost domácností, podniků a veřejného sektoru, což vede k růstu inflace, HDP a zaměstnanosti.

4.1 Cíle měnové politiky

Hlavním cílem měnové politiky je téměř vždy zajištění stability kupní síly domácí měny. Kromě něj si banky volí i další cíle, kterých chtějí při realizaci jejich měnové politiky dosáhnout. Zejména jsou to:

- rovnováha platební bilance,
- hospodářský růst,
- „plná“ zaměstnanost,
- stabilní měnový kurz.

Snaha o dosažení více cílů měnové politiky vede často k potížím s jejich vzájemnou nekompatibilitou, jelikož snaha o dosažení jednoho cíle alespoň krátkodobě ohrožuje dosažení těch ostatních.

Jako příklad M. Mandel (Revenda et al., 2014) uvádí protiinflační zvýšení úrokových sazeb, které může vést k přílivu zahraničního kapitálu a tlaku na zhodnocení kurzu domácí měny. Pokud se však bude centrální banka zároveň snažit udržet stabilní měnový kurz devizovými intervencemi, bude sama podrývat svou politiku v oblasti stabilní cenové hladiny.

Podle směru operačního cíle rozlišujeme expanzivní a restriktivní měnovou politiku (Jílek, 2013).

Expanzivní měnová politika spočívá ve snížení krátkodobé úrokové míry, což vede i ke snížení ostatních úrokových sazeb v hospodářství. Obchodní banky na to reagují vyšší ochotou poskytovat nové úvěry a klienti je zase raději přijímají. Dále se zrychluje oběh peněz, protože domácnosti a podniky více utrácí. Expanzivní měnová politika tedy stimuluje hospodářství. Centrální banky uplatňují expanzivní měnovou politiku tehdy, očekávají-li nízkou inflaci, slabé hospodářství a vysokou nezaměstnanost.

Restriktivní měnová politika je přesným opakem a spočívá ve zvýšení krátkodobé úrokové míry. Obchodní banky poskytují nové úvěry jen neochotně a klienti jsou v jejich přijímání zdrženlivější. Kromě toho podniky a domácnosti méně utrácí, čímž se zpomaluje oběh peněz. Restriktivní měnová politika tedy hospodářství tlumí. Centrální banky restriktivní měnovou politiku uplatňují, pokud očekávají vysokou inflaci, příliš rychlý růst hospodářství a nízkou nezaměstnanost.

4.2 Nástroje měnové politiky

Podle J. Jílka (2004) můžeme nástroje měnové politiky rozdělit na přímé a nepřímé.

Nepřímé nástroje se ve vyspělých ekonomikách využívají mnohem častěji. Jedná se především o:

- diskontní nástroje představující úrokové sazby a další podmínky úvěrů poskytovaných centrálními bankami bankám obchodním v domácí měně, což významně ovlivňuje úvěrovou kapacitu obchodních bank,

- operace na volném trhu znamenají nákup nebo prodej cenných papírů centrálními bankami komerčním bankám, čímž jsou upravovány jejich likvidní rezervy a zároveň jejich úvěrová kapacita,
- povinné minimální rezervy jsou stanoveny procentem z celkové sumy primárních vkladů obchodních bank; každá změna rezerv hýbe úvěrovou kapacitou obchodních bank, jelikož se mění objem prostředků, kterými daná komerční banka disponuje,
- konverze a swapy cizích měn; úvěrové kapacity obchodních bank jsou ovlivňovány také nákupem a prodejem cizích měn centrálními bankami těm komerčním,
- intervence ve prospěch či neprospěch devizového kurzu; tímto nástrojem centrální banky nejčastěji ovlivňují vývoj obchodní bilanci státu a míru inflace.

Přímé nástroje měnové politiky se ve vyspělých ekonomikách téměř nevyužívají a jejich použití svědčí o selhání nástrojů nepřímých. Jsou to především tyto nástroje:

- pravidla likvidity, která jsou určována stanovením struktury aktiv a pasiv obchodních bank nebo formou některých vzájemných vazeb mezi nimi. Slouží k zajištění likvidity obchodních bank,
- úvěrové kontingenty; spočívají v direktivním stanovování limitů úvěrů, rozlišují se relativní a absolutní úvěrový kontingent,
- úrokové limity; centrální banky stanoví obchodním bankám nejvyšší možné úrokové sazby, které mohou požadovat z jimi poskytovaných úvěrů, nebo naopak minimální úrokové sazby z přijatých depozit,
- povinné vklady; které se často týkají centrálních institucí nebo orgánů místních samospráv.

4.3 Transmisní mechanismus

Revenda et al. (2014, str. 324) přibližují transmisní mechanismus následovně: „*Transmisní mechanismus měnové politiky si můžeme představit jako řetězec kauzálních vztahů, kterého centrální banka využívá pro dosažení cílů své měnové politiky.*“

Po 2. světové válce již centrální banky vyzkoušely řadu transmisních mechanismů. Mezi základní a nejčastěji využívané patří:

- keynesovský úrokový transmisní mechanismus, kterým se centrální banky snaží podpořit hospodářský růst a zaměstnanost, pracují se vztahy mezi krátkodobou

a dlouhodobou úrokovou sazbou, agregátní poptávkou a reálným hrubým domácím produktem,

- monetaristický peněžní transmisní mechanismus; centrální banky se snaží držet nízkou průměrnou míru inflace, pracují se vztahy mezi přírůstkem měnové báze, přírůstkem peněžní zásoby a průměrnou změnou cenové hladiny v dlouhém období,
- politika pevného nominálního kurzu, kde se centrální banky snaží udržet pohyb nominálního měnového kursu v určitém pásmu, využívá devizových intervencí, úrokové politiky a vlivu pevného kurzu na kurzová očekávání,
- politika cílování inflace, při kterém se centrální banky snaží udržet inflaci v určitém pásmu, pracují prostřednictvím dvou kanálů - prostřednictvím inflačního cíle ovlivňují inflační očekávání a prostřednictvím krátkodobé úrokové sazby působí přes agregátní poptávku na produkční mezeru.

4.4 Měnová politika ECB

4.4.1 Cíle měnové politiky ECB

Za hlavní úkol Eurosystemu se dle Maastrichtské smlouvy považuje zaručení cenové stability. Smlouva o fungování Evropské unie (Evropská unie, 2008, čl. 127) definuje cíle měnové politiky ESCB následovně: „Prvořadým cílem Evropského systému centrálních bank (dále jen "ESCB") je udržovat cenovou stabilitu. Aniž je dotčen cíl cenové stability, podporuje ESCB obecné hospodářské politiky v Unii se záměrem přispět k dosažení cílů Unie“.

Cenová stabilita není smlouvou přesně definována, proto Řídící rada ECB vyhlásila v roce 1998 kvantitativní definici cenové stability jako meziroční zvýšení harmonizovaného indexu spotřebních cen pro eurozónu do 2%, přičemž cenová stabilita musí být udržena ve střednědobém období (ECB, 2016). V roce 2003 pak z obavy před rostoucí deflací odsouhlasila Rada guvernérů, že cílem bude udržet míry inflace ve střednědobém období pod, ale v blízkosti hranice 2%. Podle Baldwina a Wyplosze (2013) Eurozóna nemá na rozdíl od řady centrálních bank přesně stanovené přípustné rozpětí inflace, ale všeobecně se má za to, že je cílem udržet inflaci mezi 1,5 až 2 procenty.

4.4.2 Nástroje měnové politiky ECB

Eurozóna má pro dosahování svých cílů k dispozici řadu nástrojů (ECB, 2011a). Provádí operace na volném trhu, nabízí stálé facility či stanovuje minimální povinné rezervy, které musí úvěrové instituce držet na svých účtech.

Operace na volném trhu zaujímají v měnové politice Evropské centrální banky výsostné postavení. Jejich pomocí jsou řízeny úrokové sazby a likvidita na trhu a je naznačována orientace měnové politiky. Eurosystem využívá pro operace na volném trhu pět různých nástrojů. Nejdůležitějším z nich jsou reverzní transakce, dále se jedná o přímé transakce, vydávání dluhových cenných papírů ECB, měnové swapy a příjmy termínovaných vkladů. Operace na volném trhu jsou iniciovány Evropskou centrální bankou, kterou jsou zároveň určeny nástroje, kterých bude při operacích využito, a podmínky, za jakých se tak stane. Operace mohou být prováděny na základě standardních nabídkových řízení, rychlých nabídkových řízení nebo dvoustranných postupů. Operace na volném trhu, prováděné Eurosystemem, lze rozdělit takto:

- Hlavní refinanční operace jsou pravidelné reverzní operace, prováděné každý týden s obvyklou splatností jeden týden. Jsou prováděny národními centrálními bankami jako standardní nabídková řízení. Jsou to nejdůležitější a nejpoužívanější refinanční operace eurozóny.
- Dlouhodobější refinanční operace se provádějí každý měsíc a běžně mají splatnost tři měsíce. Cílem dlouhodobějších refinančních operací je poskytnutí protistranám dodatečné dlouhodobější financování a jsou prováděny na základě standardních nabídkových řízení národními centrálními bankami.
- Operace jemného doladění jsou prováděny s cílem řízení likvidity a úrokových sazeb, především pak pro zmírnění dopadů výkyvů likvidity na trhu na úrokové sazby. Provádějí se především jako reverzní transakce, ale mohou mít i podobu swapů měn či příjmů termínovaných vkladů. Nástroje a postupy při jejich provádění jsou přizpůsobovány jejich cílům a typům transakcí. Jsou běžně prováděny národními centrálními bankami na základě rychlých nabídkových řízení nebo dvoustranných postupů. V krizových situacích může ECB operace jemného doladění provádět sama.

- Vydáváním dluhových cenných papírů ECB a reverzními a přímými transakcemi může Eurosystem vykonávat strukturální operace. Využívají se k upravení strukturální pozice Eurosystemu proti finančnímu sektoru. Jsou prováděny národními centrálními bankami na základě běžných nabídkových řízení či dvoustranných postupů. Ve výjimečných případech může ECB strukturální operace provádět i sama.

Stálé facility poskytují a absorbují jednodenní likviditu, definují směr měnové politiky ECB a omezují jednodenní úrokové sazby. Jedná se o mezní zápůjční facilitu a vkladovou facilitu. Jejich užití pro ovlivňování jednodenní úrokové sazby bude popsáno dále.

Minimální rezervy mají za cíl stabilizovat úrokové sazby na peněžních trzích a vytvořit nedostatek strukturální likvidity. Povinnost minimálních rezerv každé instituce je určen ve vztahu k prvkům její rozvahy a určuje se na základě denních rezerv držených institucí v udržovacím období. Povinné rezervy jsou úročeny sazbou hlavních refinančních operací Eurosystemu.

Stejně jako většina ostatních centrálních bank i Eurosystem používá pro dosahování cílů krátkodobých úrokových sazeb, a to proto, že velmi krátkodobá aktiva jsou blízka hotovosti (Baldwin a Wyplosz, 2013). Centrální banky mají na nabídku hotovosti monopol, proto mohou velmi krátkodobé sazby upravovat s velkou přesností. Změny krátkodobých úrokových sazeb působí i na dlouhodobější úrokové sazby, na ceny aktiv a na měnový kurz. Tyto dopady však nejsou zcela přesně odhadnutelné, protože se odvíjejí také od tržních očekávání budoucí inflace a hospodářskopolitických kroků.

Eurosystem sleduje převážně jednodenní úrokovou sazbu EONIA (European Over Night Index Average – Evropský jednodenní průměrný index), to znamená vážený průměr jednodenních zápůjčních transakcí na mezibankovním trhu eurozóny (ECB, 2011). Sazba EONIA je upravována dvěma způsoby:

1. Eurosystem poskytováním otevřených zápůjčních a vkladových facilit vytváří pro sazbu horní a spodní hranici (Baldwin a Wyplosz, 2013). Banky si mohou za odpovídající sazbu půjčit prostředky rovnou od ECB a nikdy by nezaplatily více, proto je mezní zápůjční sazba horní hranicí. Na druhé straně si pak banky vždy mohou k ECB uložit hotovost za odpovídající úrokovou sazbu z vkladů a na trhu by proto nikdy nezapůjčovaly prostředky za sazbu nižší, tím se tato sazba stává spodní hranicí.

2. Eurosystem každý týden pořádá aukce za sazbu, kterou zvolí. Tyto aukce, nazývané hlavní refinanční operací, jsou nástrojem k dodání likvidity bankovnímu systému a zvolená úroková sazba slouží jako vodítko pro sazbu EONIA.

4.4.3 Dva pilíře měnové strategie ECB

Pro co nejlepší provedení měnové politiky užívá ECB zvláštní metodiku, která napomáhá určení podoby a rozsahu rizik ohrožujících cenovou stabilitu eurozóny v krátkém a středně dlouhém období (ECB, 2016). Pro určení těchto rizik je třeba pečlivě analyzovat vývoj hospodářství a měny. Pro usnadnění této analýzy a minimalizaci chyb vytvořila ECB systém dvou pilířů.

Prvním z nich je Hospodářská analýza. Ta je zaměřena na reálnou finanční situaci v ekonomice eurozóny. Vychází z předpokladu, že cenový vývoj je v krátkodobém a střednědobém horizontu ovlivňován z velké míry vztahem nabídky a poptávky na trzích služeb, zboží a výrobních faktorů.

ECB proto v rámci hospodářské analýzy pravidelně vyhodnocuje:

- vývoj celkové produkce,
- poptávku a situaci na trhu práce,
- množství ukazatelů cen a nákladů,
- fiskální politiku a
- platební bilanci eurozóny.

Jedním z hlavních prvků hospodářské analýzy jsou makroekonomické projekce odborníků Eurosystemu. Zpracování těchto projekcí náleží zaměstnancům ECB a jejich účelem je shromáždění a vyhodnocení velkého množství ekonomických údajů a zajištění spojitosti ekonomických údajů získaných z různých zdrojů. Projekce jsou tedy důležité pro jasnější vyhodnocení a přesnější předpověď hospodářského vývoje a krátkodobých až střednědobých výkyvů inflace od dlouhodobého trendu.

Druhým pilířem je pak Měnová analýza. Evropská centrální banka sleduje a analyzuje řadu vybraných ukazatelů, zejména pak měnové agregáty. Měnová analýza vychází ze skutečnosti, že ve střednědobém až dlouhodobém horizontu spolu souvisí růst peněžní

zásoby a inflace. Tato skutečnost je též důvodem pro střednědobou orientaci strategie měnové politiky ECB.

Pro zdůraznění významu měnové analýzy a poskytnutí měřítka pro posuzování měnového vývoje stanovila Evropská centrální banka referenční hodnotu pro peněžní agregát M3. Ten spolu s agregátem M1, tedy penězi v oběhu a vklady do druhého dne, a agregátem M2, který přidává ještě vklady s dohodnutou splatností do dvou let včetně a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců, zahrnuje ještě repo smlouvy, akcie a podílové listy fondů peněžního trhu a dluhové cenné papíry se splatností do dvou let včetně. Referenční hodnota agregátu vyjadřuje tempo růstu agregátu M3, které je slučitelné s cenovou stabilitou ve středně dlouhém období. Rada guvernérů v prosinci roku 1998 stanovila referenční hodnotu ECB pro růst peněžní zásoby na úroveň 4,5 %. Tato hodnota se od té doby nezměnila.

Stanovení referenční hodnoty vychází ze vztahu mezi změnami růstu peněžní zásoby (ΔM), inflace (ΔP), růstu reálného HDP (ΔYR) a rychlosti oběhu peněz (ΔV). Tento vztah, známý jako „kvantitativní rovnice“, určuje, že se změna objemu peněz rovná změně nominálního objemu transakcí zmenšené o změnu rychlosti oběhu peněz. Rychlost oběhu peněz můžeme definovat jako rychlost předávání peněz mezi jejich jednotlivými držiteli, která určuje celkové množství peněz potřebné pro určitou úroveň nominálních transakcí.

Růst peněžního agregátu M3 a dalších proměnných se pravidelně analyzuje. Sleduje se například vývoj jednotlivých složek M3, jejichž změny mohou napovědět celkový vývoj agregátu. Úzce vymezené peněžní agregáty mohou obsahovat některé údaje o reálné ekonomické aktivitě, stejně tak mohou změny v objemu úvěrů poskytovaných soukromému sektoru obsahovat informace o finanční situaci. Díky této analýze lze snáze pochopit vývoj agregátu M3 a jeho odchylku od referenční hodnoty a zároveň získat širší pohled na vývoj likvidity v ekonomice a rizika ohrožující cenovou stabilitu.

Díky analýze vývoje peněžní zásoby a úvěrů může také poskytovat informace o blížící se finanční nestabilitě, která může negativně ovlivnit stabilitu hospodářské aktivity a později také stabilitu cen ve střednědobém horizontu (ECB, 2016).

4.4.4 Nezávislost a odpovědnost ECB

Pro plnění svého hlavního úkolu, tzn. zachování cenové stability, je třeba, aby centrální banka fungovala bez vnějších zásahů a nebyla tak ovlivňována potřebami různých vlivných entit (Sůvová et al., 1997). Na druhou stranu však měnová politika ovlivňuje i občany měnové unie. Vzhledem k tomu, že občané částečně svěřují své osudy skupině nevolených jednotlivců, je třeba, aby tato skupina nesla jistou odpovědnost (Baldwin a Wyplosz, 2013).

Eurosystem sám je podle Baldwina a Wyplosze (2013) velice nezávislý a je to podle nich převděpodobně nejnezávislejší centrální banka na světě. Podle Smlouvy jsou centrální banky Eurosystemu zabezpečeny proti jakémukoliv politickému vlivu. Všechny členské země eurozóny museli před vstupem do ní upravit statuty svých centrálních bank, aby odpovídaly společným požadavkům specifikovaných Smlouvou o Evropské unii.

„Při výkonu pravomocí a plnění úkolů a povinností svěřených jim Smlouvami a statutem ESCB a ECB nesmějí Evropská centrální banka, žádná národní centrální banka ani žádný člen jejich rozhodovacích orgánů vyžadovat ani přijímat pokyny od orgánů, institucí nebo jiných subjektů Unie, od žádné vlády členského státu ani od jakéhokoli jiného subjektu. Orgány, instituce nebo jiné subjekty Unie a vlády členských států se zavazují zachovávat tuto zásadu a nesnažit se ovlivňovat členy rozhodovacích orgánů Evropské centrální banky či národních centrálních bank při plnění jejich úkolů“ (EU, 2008, čl. 130).

Členové výkonné rady jsou navíc jmenováni na období osmi let a nemohou být jmenováni vícekrát, což zmenšuje prostor pro jejich ovlivňování (Baldwin a Wyplosz, 2013). Podobný princip funguje i u národních centrálních bank, jejichž guvernéri obecně nesmí mít mandáty kratší než pět let. Představitelé centrálních bank nemohou být odvoláni, dokud jsou schopni vykonávat svou funkci a nejsou Soudním dvorem Evropských společenství shledáni vinnými z vážných pochybení.

Nezávislost Eurosystemu se vztahuje jak na volbu cílů měnové politiky, tak na volbu nástrojů pro jejich dosažení. Nekonkrétnost Smlouvy umožňuje Eurosystemu rozhodnout se, čeho se bude snažit dosáhnout, stejně tak se rozhodnout, které nástroje a jak k tomu využije. ECB je nezávislá také finančně. Má svůj vlastní rozpočet na EU nezávislý a jejich účty jsou kontrolovány nezávislými externími auditory (ECB, 2016).

Odpovědnost Eurosystemu je uplatňována podáváním zpráv a transparentností (Marková, 1992). Výroční zprávy jsou podávány Evropskému parlamentu, Radě i Komisi a jsou

Parlamentem projednávány. Parlament může také požadovat výpovědi prezidenta ECB a členů Výkonné rady před Výborem pro hospodářské a měnové záležitosti. Prezident Rady EU a člen Evropské komise se navíc mohou účastnit jednání Rady guvernérů, a to bez hlasovacích práv.

Transparentnost, tedy poskytování informací o strategii, rozhodnutích, postupech a závěrech týkajících se politiky centrálních bank veřejnosti, pomáhá široké veřejnosti do této problematiky proniknout (Baldwin a Wyplosz, 2013). To je důležité, neboť to napomáhá důvěryhodnosti centrální banky a tím jsou kladně ovlivněna cenová očekávání. Navíc transparentnost napomáhá tomu, aby byla rozhodnutí v otázkách měnové politiky centrální banky v delším horizontu konzistentní, a motivuje rozhodující orgány ke svědomitému plnění svých úkolů.

Mimo jiné je průhlednost zajišťována například tiskovými konferencemi, které prezident ECB pořádá bezprostředně po jednáních, která se konají každý měsíc, a na kterých prezident prezentuje svá rozhodnutí a hodnotí hospodářský vývoj. To napomáhá porozumění reakcím měnové politiky na hospodářský vývoj a její opatření jsou díky tomu předvídatelnější.

5. Analýza inflace v eurozóně a užití nástrojů měnové politiky ECB

Hospodářský vývoj v eurozóně na počátku třetího tisíciletí prokazoval rostoucí tendenci (ECB, 2000). Ceny ropy rostly a dynamika hospodářského růstu se zvyšovala spolu s nimi. Eurozóně se dařilo dobře, a protože s bujícím hospodářstvím rostla také inflační rizika, Rada guvernérů ECB začala zvyšovat základní úrokové sazby eurozóny v souladu s její strategií. Efekt těchto opatření byl snižován depreciací eura a oproti ECB v průběhu roku 2000 zvýšila úrokové sazby několikrát.

Po teroristických útocích na Spojené státy v září 2001 došlo k výraznému zhoršení hospodářského růstu (ECB, 2001). Na finančních trzích došlo v souvislosti s rozbouřenou geopolitickou situací k turbulencím a ceny ropy začaly, kvůli omezení její produkce, opět růst. Nepříznivý ekonomický vývoj vedl ke snížení hlavních úrokových sazeb ECB ve snaze hospodářský růst podpořit.

Jelikož se proinflační rizika jevila jako nízká, došlo během let 2002 a 2003 k dalšímu snížení úrokových sazeb pro hlavní refinanční operace ECB na dosud nejnižší hodnotu 2 %, kde zůstaly až do roku 2005 (ECB, 2002; ECB, 2003). Na konci roku 2003 se hospodářství eurozóny začalo opět zmáhat a později se hospodářský růst projevil jako velmi silný. Inflace v tomto období oscilovala kolem 2 %, což v dlouhodobějším horizontu odpovídalo cílům Evropské centrální banky.

Na přelomu let 2005 a 2006 se v návaznosti na dynamický vývoj hospodářství začala zvyšovat proinflační rizika (ECB, 2005; ECB, 2006). Rada guvernérů ECB proto začala zvyšovat hlavní úrokové sazby s cílem udržet inflaci na přijatelné úrovni a se zvyšováním sazeb pokračovala až do poloviny roku 2007 (ECB, 2007). V druhé polovině roku 2007 pak došlo k nepředvídaným turbulencím na finančních trzích a hospodářský růst výrazně poklesl. Rada guvernérů v tomto nestabilním prostředí odmítla bez důkladnější analýzy dále zvyšovat úrokové sazby a koncem roku pak i následkem rychlého vzrůstu cen ropy inflace vystřelila výrazně nad Radou cílenou hranici 2 %.

Rok 2008 navázal na rok 2007 prohlubující se nestabilitou na finančních trzích (ECB, 2008). Inflační tlaky v prvním pololetí v eurozóně vzrostly, a to zejména kvůli skokovému navýšení cen komodit na globálních trzích. Meziroční inflace měřená HICP se v tomto období, stejně

jako na konci roku 2007, pohybovala vysoko nad hranicí 2 %, kterou, jak již zmíněno, ECB cílí dosahovat. V lednu 2008 dosahovala inflace 3,2 procentních bodů, v červnu pak dosáhla maximální hodnoty 4%. V druhém pololetí naopak došlo zejména v důsledku poklesu cen komodit ke snížení inflace přes říjnová 3,2 %, zářijových 3,6 % a listopadové 2,1% až k prosincovým 1,6 %, tedy k hodnotám odpovídajícím definici cenové stability ECB. Průměrná meziroční inflace dosáhla 3,3 %, což je nejvyšší hodnota od zavedení eura.

Zatímco v prvním pololetí Rada guvernérů na rostoucí inflaci nereagovala, rozhodla se 3. července na vysoká proinflační rizika v eurozóně zareagovat zvýšením základní nabídkové sazby pro hlavní refinanční operace, od června 2007 nezměněné, o 25 bazických bodů na 4,25 % a to ve snaze udržet dlouhodobá inflační očekávání v souladu s definicí cenové stability.

Vzhledem ke snížení inflace v druhém pololetí a obecnému názoru, že inflační tlaky oslabují, ECB společně s dalšími významnými centrálními bankami – Bank of Canada, Bank of England, Federálním rezervním systémem, Sveriges Riksbank a Swiss National Bank - 8. října oznámila koordinované snížení měnověpolitických úrokových sazeb. V návaznosti na to pak Rada guvernérů ECB snížila sazbu pro hlavní refinanční operace o 50 bazických bodů na 3,75 %. Zároveň Rada rozhodla o zavedení dočasných opatření na podporu měnové politiky, a to zúžení koridoru tvořeného úrokovými sazbami stálých facilit a plné uspokojování poptávky po financování za pevné sazby.

Revize a analýzy proběhnuvší ke konci roku 2008 napověděly, že uvolnění měnové politiky nese kýžené výsledky, a tak na jejich základě Rada guvernérů 6. listopadu rozhodla o snížení základních úrokových měr ECB o dalších 50 bodů a 4. prosince, vzhledem k postupnému snížení proinflačních rizik v důsledku poklesu ekonomického růstu, o dalších 75 bazických bodů na konečných 2,50 %.

Graf č. 1 Vývoj inflace v eurozóně v letech 2007-2015



Zdroj: Eurostat

Rok 2009 představoval po zesílení finanční krize stále obtíže (ECB, 2009). Inflace v důsledku hlubokého propadu ekonomiky sleduje trend z konce roku 2008 a stále klesá. Zatímco v lednu 2009 dosahovala inflace 1,1 %, v červnu už se dostala do záporných čísel a v červenci dosáhla -0,7 %, přičemž záporná zůstala až do října. V listopadu 2009 se meziroční inflace měřená HICP opět přehoupla zpět do kladných čísel a v prosinci pak dosáhla 0,9 %. Průměrná roční míra inflace nabyła hodnoty 0,3 %, což je nejnižší úroveň od zavedení eura roku 1999, na rozdíl od 3,3% v roce 2008, kdy se, jak již zmíněno, jednalo o hodnotu dosud nejvyšší. Tento výkyv značně kontrastuje s předchozími léty, kdy mezi roky 1999 a 2007 dosahovala průměrná inflace měřená HICP 2,0 %. Výrazné posuny byly způsobeny převážně vývojem cen komodit, hlavně energií, na globálních trzích, kdy v roce 2008 vystoupaly na vysokou úroveň a následně prudce klesly pod dlouhodobý průměr, přičemž ke konci roku 2009 začaly opět růst. Nízkou inflaci má však na svědomí také výrazný propad ekonomické aktivity v eurozóně.

Na vývoj inflace se Rada guvernérů rozhodla zareagovat několika způsoby. V období od ledna do května 2009 snížila sazbu z hlavních refinančních operací ve čtyřech krocích o 150 bazických bodů na 1 %. V květnu navíc došlo ke snížení mezní zápůjční facility o 50 bazických bodů na 1,75 %, přičemž úroková sazba vkladové facility zůstala nezměněna na 0,25 %, čímž došlo k již zmíněnému zúžení koridoru mezi těmito facilitami z 200 na 150 bazických bodů. Úrokové míry pak zůstaly do konce roku nezměněny, Rada však rozhodla o zavedení několika dalších mimořádných opatření.

ECB v reakci na finanční krizi poskytovala zvýšenou podporu úvěrování, ta zahrnovala již zmíněná opatření, která měla doplnit snížení základních úrokových sazeb a tím podmínky podpořit ve vyšší míře, než by bez nich bylo kdy možné. Tato opatření, přizpůsobená ekonomice eurozóny a okolnostem globální finanční krize, byla cílena výhradně na banky.

Jednalo se o těchto pět složek:

- poskytování neomezeného množství likvidity bankám eurozóny za pevnou sazbu ve všech refinančních operacích proti přiměřenému zajištění,
- prodloužení maximální splatnosti refinančních operací ze tří měsíců z období před krizí na jeden rok,
- rozšíření seznamu aktiv přijímaných jako zajištění,
- poskytování likvidity v cizích měnách (především v amerických dolarech) a přímé nákupy na trhu krytých dluhopisů (ECB, 2009, str. 17).

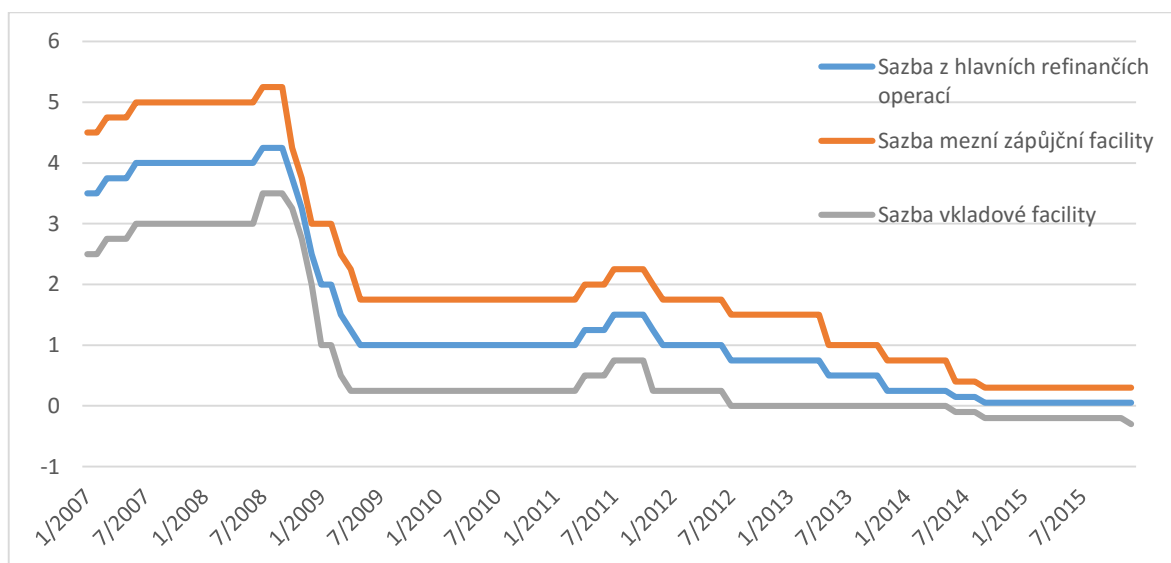
Tato opatření byla navíc navržena takovým způsobem, aby bylo možné jejich zrušení v případě normalizace situace. Jejich hlavním cílem bylo zmírnit nepříznivý vliv nefunkčních peněžních trhů na objem likvidity bank v eurozóně. Navíc měly podpořit tok úvěrů podnikům a domácnostem. Nákup krytých dluhopisů celkem za 60 mld. EUR pak měl podpořit trh dluhopisů, který je primárním zdrojem financování bank.

Důsledkem zvýšené podpory úvěrování a snížení úrokových sazeb došlo k významnému poklesu úrokových sazeb a spreadů peněžního trhu a úrokových sazeb z bankovních úvěrů. Podpora navíc přispěla ke zlepšení tržní likvidity.

Po zlepšení podmínek na finančních trzích Rada guvernérů ECB v prosinci 2009 rozhodla o postupném rušení mimořádných opatření, která již nebyla třeba, konkrétně pak mělo dojít k omezení dlouhodobějších refinančních operací, kdy poslední dvanáctiměsíční operace

byla provedena přímo v prosinci 2009. Zároveň Rada oznámila, že nejméně do října 2010 bude nadále provádět hlavní refinanční operace i refinanční operace se zvláštní dobou trvání se splatností jedno udržovací období jako nabídková řízení s pevnou sazbou s plným přidělením.

Graf č. 2 Vývoj základních úrokových sazeb ECB



Zdroj: Evropská centrální banka

Během druhého pololetí 2009 se, na rozdíl od pololetí prvního, začaly projevovat náznaky stabilizace hospodářské aktivity v eurozóně i ve světě, což se následně potvrdilo. Dále se očekávalo, že se světová ekonomika začne během roku 2010 zmáhat, zatímco inflační tlaky v eurozóně zůstanou nízké. Zároveň však panovaly obavy z opětovného zvýšení cen komodit a dalších negativních vlivů, například protekcionistických tlaků či nesourodé korekce globálních nerovnováh, které by mohly růst opět zpomalovat.

Napětí na finančních trzích se v roce 2010 obnovilo, především pak na trzích dluhopisů (ECB, 2010). Inflační tlaky zůstávaly v roce 2010 mírné. Meziroční inflace měřená HICP se postupně zvyšovala z únorové hodnoty 0,9 % na prosincová 2,2 %. Růst inflace byl způsoben především vývojem cen komodit na globálních trzích, především cen energií a potravin, který odrážel celkové ekonomické oživení oproti roku 2009 a který převážil vliv tlaků na růst cen služeb, které byly se zpožděním ovlivněny recesí a zhoršenou situací na trhu práce roku 2009. Průměrná meziroční inflace měřená HICP z 0,3 % roku 2009 vzrostla

na 1,6 %, čímž se přiblížila cílené hranici ECB a mnohaletému průměru. Prognózy navíc naznačovaly dlouhodobá inflační očekávání těsně pod hranicí 2 %.

Vzhledem k lepšímu vývoji ekonomiky, než se původně předpokládalo, považovala Rada guvernérů současnou měnovou politiku za odpovídající. Z toho důvodu také ponechala základní úrokové sazby ECB beze změny na historicky nejnižších hodnotách 1,00 % pro hlavní refinanční operace, 1,75 % pro mezní zápůjční facilitu a 0,25 % pro vkladovou facilitu. Vývoj v první polovině roku navíc upevňoval rozhodnutí rušit některá mimořádná opatření, nadále nepotřebná.

V březnu 2010 byla provedena poslední šestiměsíční refinanční operace a nadále měly být prováděny již jen doplňující tříměsíční operace. Ve spolupráci s ostatními centrálními bankami pak ECB přestala v únoru 2010 provádět dočasné operace na dodání likvidity v cizích měnách. V březnu 2010 Rada rozhodla o návratu k nabídkovým řízením s proměnlivou sazbou u tříměsíčních operací. V červnu pak byl ukončen také program nákupu krytých dluhopisů, a to po nákupu krytých dluhopisů v hodnotě celkem 60 mld. EUR. Další opatření zůstala v platnosti.

Po postupném vývoji od konce roku 2009 však došlo k dalším potížím, konkrétně pak na některých trzích státních dluhopisů. Od roku 2009 docházelo k rapidnímu nárustu poměru vládních dluhů k HDP některých zemí. V květnu 2010 pak dosáhly spready státních dluhopisů některých zemí vůči referenčním dluhopisům Německa nejvyšší úroveň od zavedení eura, hlavně se jednalo o dluhopisy řecké, které oproti těm německým dosahovaly velmi vysokých úrovní. Vzhledem k tomuto vývoji a důležitosti trhů dluhopisů pro transmissi měnové politiky zahájila ECB program, který umožnil Eurosystemu nakupovat veřejné a soukromé dluhopisy ve snaze tento vývoj zvrátit.

Na konci roku 2010 navíc Rada guvernérů rozhodla, že dlouhodobější refinanční operace s dobou splatnosti tří měsíců ve čtvrtém čtvrtletí 2010, prvním a druhém čtvrtletí 2011 budou opět prováděny jako nabídková řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením. Hlavní refinanční operace pak měly být i nadále prováděny jako nabídková řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením minimálně do 12. července 2011.

I rok 2011 byl pro Eurozónu náročný (ECB, 2011b). Meziroční inflace měřená HICP se, především v důsledku vývoje cen komodit na globálních trzích, z lednové hodnoty 2,3 % postupně vyšplhala na 3 % v září a říjnu, aby posléze klesla na 2,7 %. V průměru pak inflace

za rok 2011 dosáhla 2,7 %, ve srovnání s 1,6 % roku 2010. Střednědobá i dlouhodobá inflační očekávání zůstávala ukotvena těsně pod úrovní 2 %, což odpovídalo cíli Rady guvernérů ECB.

V prvních dvou měsících roku 2011 Rada guvernérů považovala rizika pro cenovou stabilitu víceméně za vyrovnaná, v březnu však rizika označila za proinflační. V důsledku toho se Rada guvernérů 7. dubna 2011 rozhodla po téměř dvou letech zvýšit základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů s cílem zajistit, aby nárůst inflace nevedl k sekundárním dopadům, které by mohly ve střednědobém horizontu plošně zvýšit inflační tlaky.

V druhém čtvrtletí silně rostl reálný HDP eurozóny a navzdory předpokladům, že růst zpomalí, v tomto trendu pokračoval a ceny komodit nadále rostly, což vedlo k úpravám projekcí pracovníků ECB ohledně inflace směrem nahoru. V tomto kontextu rozhodla Rada guvernérů 7. července 2011 zvýšit základní úrokové sazby ECB o dalších 25 bazických bodů.

V druhém pololetí roku se navíc prohlubovaly obavy ohledně trhů státních dluhopisů. Spready dluhopisů na některých dalších trzích výrazně vzrostly na nejvyšší úroveň od roku 1999. V kontextu toho v srpnu 2011 Rada guvernérů oznámila i nadále poskytování likvidity bankám prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením a to minimálně do začátku roku 2012. Dále došlo k obnovení programu pro trhy s cennými papíry, který nebyl od března roku 2011 využíván. Také Rada v září rozhodla o provedení tří operací na poskytnutí likvidity v amerických dolarech se splatností tří měsíců a v říjnu pak o dalších dvou se splatností zhruba 12, respektive 13 měsíců.

Tyto problémy, stejně jako zpomalení růstu ve světě, měly nepříznivý vliv na financování a hospodářský vývoj v eurozóně. Vzhledem k tomu došlo k přehodnocení projekcí pracovníků ECB, kteří očekávali nižší inflaci, než dříve. Na to Rada guvernérů 3. listopadu a 8. prosince 2011 zareagovala snížením základní úrokové sazby ECB v obou případech o 25 bazických bodů. Toto rozhodnutí považovala Rada za důležité pro ukotvení inflačních očekávání v eurozóně na přípustné úrovni.

Meziroční inflace měřená HICP se v průběhu roku 2012 držela nad úrovní 2 %, kdy z hodnoty 2,7 % na počátku roku postupně klesla na listopadová 2,2 % (ECB, 2012). Dlouhodobě vyšší inflace byla způsobena především vysokými cenami energií a růstem nepřímých daní. Průměrná inflace činila 2,5 %, tedy jen o něco méně, než 2,7 % roku 2011.

Rizika pro cenovou stabilitu v Eurozóně Rada guvernérů považovala, vzhledem ke slabému hospodářskému růstu a pevně ukotveným střednědobým inflačním očekáváním, za vyrovnaná.

V červenci 2012 Rada guvernérů rozhodla o snížení základní úrokové sazby ECB o 25 bazických bodů, a to hlavně s cílem zmírnit nepříznivé dopady problémů na finančních trzích na hospodářský a měnový vývoj. Snížení sazby proběhlo v kontextu zpomalení hospodářské aktivity. Po celou druhou polovinu roku 2012 zůstaly sazby nezměněny, tedy na historicky nejnižší úrovni 0,75 % pro hlavní refinanční operace, 0,00 % pro mezní vkladovou a 1,50 % pro zápůjční facilitu.

Snížování úrokových sazeb ECB se však částečně míjelo účinkem. Vedlo sice k poklesu bankovních úrokových sazeb pro domácnosti a nefinanční podniky v eurozóně, avšak ne celoplošně. Vzhledem k problémům finančních trhů na národních úrovních neprobíhala transmise měnové politiky hladce a v některých zemích zůstaly úrokové sazby z bankovních úvěrů beze změny či se dokonce zvýšily.

V důsledku toho pak ECB přijala další mimořádná opatření měnové politiky související s refinančními operacemi pro podpoření poskytování bankovních úvěrů a tržní likvidity. Jednalo se především o dlouhodobé refinanční operace s výjimečnými dobami splatnosti, konkrétně dvě operace s dobou splatnosti tři let. Všechny refinanční operace navíc měly být prováděny jako nabídková řízení s pevnou sazbou a plným přidělením, minimálně do poloviny roku 2013.

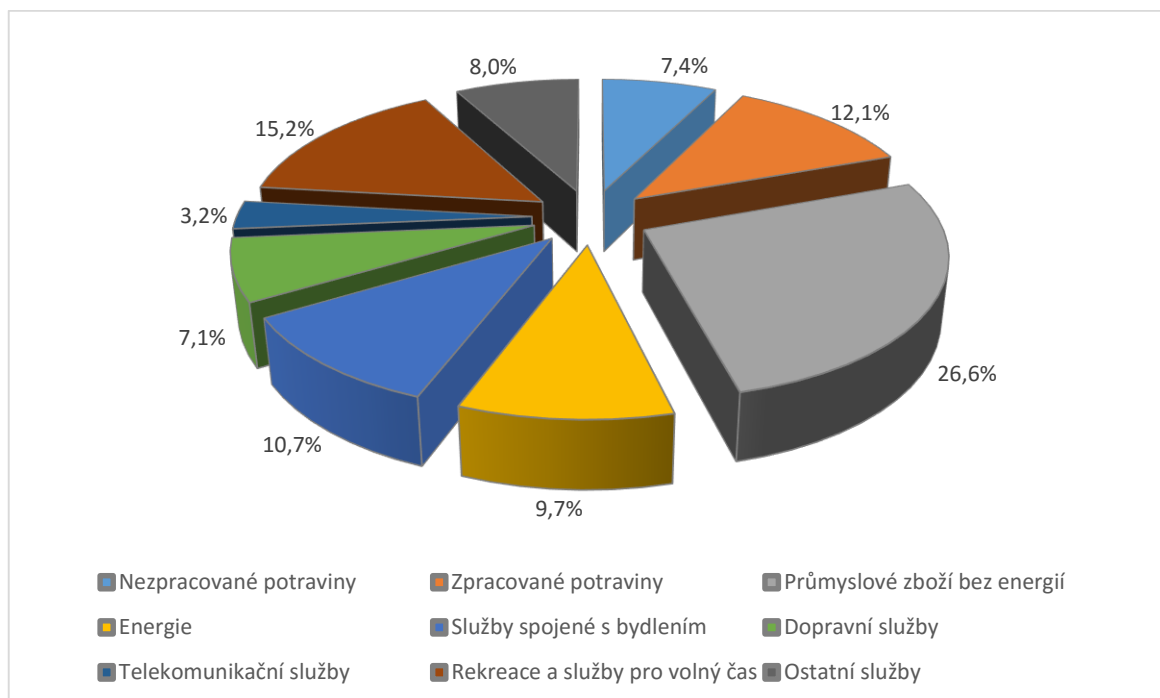
V druhém kvartálu roku 2012 se navíc opět zhoršila situace na trzích se státními dluhopisy, hlavně v kontextu obav u nerozhodnosti vlád přijmout kroky k řešení krize a realizovat dohody přijaté na evropské úrovni. Stejně jako v předchozích letech se jednalo hlavně o dluhopisech řeckých, španělských a italských. Tyto obavy vedly k mimořádně vysokým výnosům z dluhopisů, souvisejícím také s obavami investorů z možnosti zrušení eura v těchto zemích, podle ECB poněkud neodůvodněnými.

Na tuto situaci Rada guvernérů zareagovala ukončením programu pro trhy s cennými papíry, zavedeného roku 2010, a prohlášením o připravenosti provést přímé měnové transakce se státními dluhopisy v eurozóně, avšak prozatím jich nepoužila. Případné transakce by měly za cíl podpořit transmisní mechanismus v eurozóně a jednotnost měnové politiky. Samotné

prohlášení pomohlo uvolnit napětí na finančních trzích, snížit výnosy ze státních dluhopisů v postižených zemích a obecně zlepšit podmínky financování v eurozóně.

Meziroční inflace měřená HICP během roku 2013 znatelně klesla z 2,2 % prosince 2012 na 0,8 % v prosinci 2013 (ECB, 2013). Průměrná inflace činila 1,4 % oproti 2,5 % roku 2012. Nízká inflace byla způsobena především výrazným zpomalením růstu cen energií a potravin na globálních trzích. Střednědobá a dlouhodobá očekávání zůstávala ukotvena těsně pod úrovní 2 %, což odpovídá cíli Rady guvernérů ECB.

Graf č. 3 Hlavní složky HICP v eurozóně k březnu 2016



Zdroj: Eurostat

Reakcí Rady na nízkou inflaci bylo snížení základní úrokové sazby ECB, dvakrát během roku. V květnu 2013 snížila Rada úrokovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 25 bazických bodů a úrokovou sazbu mezní zápůjční facility o 50 bazických bodů. Následně, vzhledem k předpokladům dalšího snižování inflace v roce 2014, snížila Rada v listopadu úrokovou sazbu pro hlavní refinanční operace o dalších 25 bazických bodů, stejně tak i úrokovou sazbu mezní zápůjční facility. Tím se sazby opět dostaly na nejnižší hodnoty od zavedení eura, tedy na hodnoty 0,25 % pro hlavní refinanční operace, 0,00 % pro vkladovou

a 0,75 % pro mezní zápůjční facilitu. S cílem pevněji ukotvit tržní očekávání navíc ECB oznámila, že očekává stabilitu základních úrokových sazeb na stávající nebo i nižší úrovni po delší dobu.

I přes tyto snahy Rady guvernérů ECB však v roce 2013 probíhala transmise měnové politiky v eurozóně nerovnoměrně, i když oproti předchozímu roku došlo k jistému zlepšení. Snižování úrokových sazeb se, stejně jako v roce 2012 a ze stejných příčin, promítalo v jednotlivých zemích stále s různou intenzitou. Mimořádná měnověpolitická opatření se i nadále nesla v duchu předchozích let, lhůta pro dodávání likvidity bankám prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou a plným přidělením ve všech refinančních operacích se prodloužila minimálně do 7. července 2015.

I v roce 2014 inflace klesá (ECB, 2014). Oproti roku 2013, kdy průměrná inflace dosahovala 1,4 %, a roku 2014, kdy činila 2,5 %, klesla průměrná inflace v roce 2014 hluboko pod hranici dvou procent, tedy výrazně pod Radou guvernérů cílovanou hodnotu, na 0,4 %. Nejnižší hodnoty dosáhla inflace v prosinci, kdy klesla až na -0,2 %. K tomuto rapidnímu snížení inflace došlo v první řadě kvůli výraznému poklesu cen komodit, především energií a potravin, na globálních trzích. Vzhledem k tomuto vývoji začala klesat i inflační očekávání, zprvu krátkodobá, v druhé polovině roku však i střednědobá a dlouhodobá.

Postupné hospodářské oživení z druhé poloviny roku 2013 pokračovalo i na začátku roku 2014, následně však opět zpomalilo, z části také kvůli krizi na Ukrajině a jejím důsledkům na trh, například uvalení sankcí na Ruskou federaci, z části kvůli trvající nedůslednosti vlád v provádění strukturálních reforem, což narušovalo, stejně jako v předchozích letech, transmisi měnové politiky v eurozóně.

Vzhledem k vývoji inflace a jeho prognózám, rozhodla Rada guvernérů ve třetím kvartálu roku 2014 o dalším snížení základních úrokových sazeb ECB. Úroková sazba pro hlavní refinanční operace a sazba vkladové facility byly ve dvou krocích sníženy celkem o 20 bazických bodů na 0,05 % respektive -0,20 % a sazba mezní zápůjční facility celkem o 45 bazických bodů na 0,30 %, čímž byla opět pokořena rekordně nízká hodnota od zavedení eura a dosažena efektivní nula sazby pro hlavní refinanční operace. Záporná vkladová facilitu měla posílit dopad snížení sazby pro hlavní refinanční operace a pomoci zachovat šířku koridoru úrokových sazeb.

V trendu posledních let i v roce 2014 oznámila ECB 5. června sérii dlouhodobých refinančních operací za pevně stanovenou úrokovou sazbu s dobou splatnosti tří let ve snaze dále stlačit sazby z bankovních úvěrů, které i nadále v rámci jednotlivých zemí klesaly nerovnoměrně. Stejně tak eurosystém prováděl hlavní refinanční operace a tříměsíční dlouhodobější refinanční operace s plným přidělením, jehož lhůtu Rada opět prodloužila, nejméně do prosince 2016.

ECB navíc pro podporu uvolnění úvěrových podmínek v eurozóně vytvořila dva programy pro nákup aktiv soukromého sektoru – program nákupu cenných papírů krytých aktivy a program nákupu krytých dluhopisů. Tyto programy vznikly za účelem výběrových zásahů na trzích, kde bylo třeba zlepšit transmissi měnové politiky a doplnit dlouhodobé refinanční operace.

Na počátku roku 2015 dosahovala inflace dlouhodobě nejnižší hodnoty -0,6 %, načež se začala zvyšovat a v dubnu dosáhla hranice 0 %, okolo které pak do konce roku oscilovala a v průměru za celý rok tak činila 0 % (Eurostat, 2016).

V prvních měsících roku ekonomické ukazatele a průzkumy naznačovaly, že by v eurozóně mělo v krátkém období dojít k mírnému ekonomickému růstu a nedávný pokles cen ropy měl tento trend podpořit v období dlouhodobějším (ECB, 2015a).

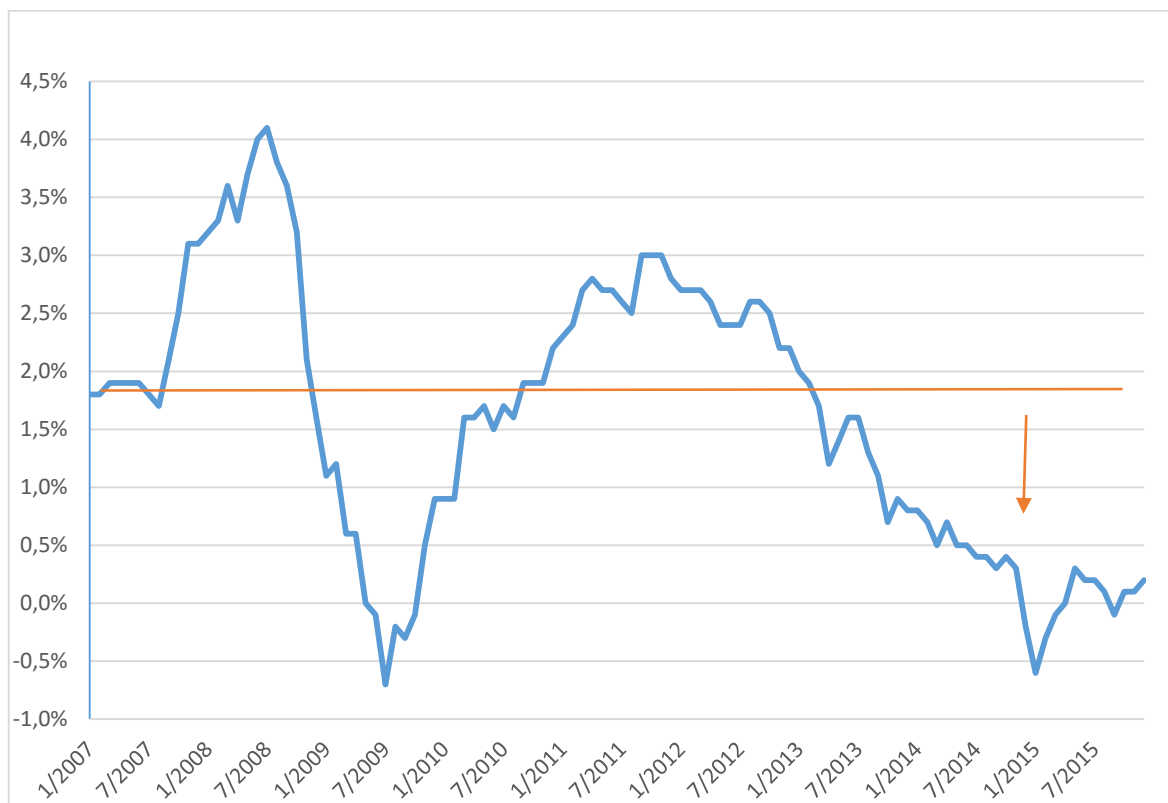
V lednu 2015 Rada guvernérů ECB rozhodla o rozšíření programu pro nákup krytých dluhopisů v hodnotě 60 miliard eur měsíčně a rozhodla o snížení úrokování dlouhodobých refinančních operací o 10 bazických bodů. Hlavní úrokové sazby ECB ponechala Rada beze změny. Předpokládalo se, že během roku, vzhledem k očekávanému růstu ropy, dojde k postupnému růstu inflace a to stabilně až do roku 2017, kdy by dle projekcí měla dosáhnout 1,8 % (ECB, 2015b). Také mělo dojít ke stále jistějšímu oživení hospodářství v návaznosti na Radou přijatá opatření. V průběhu času se pak ukázalo, že inflace měřená HICP bude během roku 2015 spíše stagnovat a to v návaznosti na vývoj cen ropy (ECB, 2015c).

V prosinci Rada guvernérů rozhodla o přijetí některých dalších opatření. Předně snížila úrokové míry vkladové facility o deset bazických bodů na -0,30 %, ostatní úrokové míry ponechala beze změny na 0,05 % pro hlavní refinanční operace a 0,30 % pro mezní zápůjční facilitu. Dále pak prodloužila program pro nákup krytých dluhopisů až do března 2017. V neposlední řadě pak Rada oznámila, že hlavní refinanční operace a tříměsíční

dlouhodobější refinanční operace budou i nadále, až do roku 2017, nabízeny jako nabídková řízení s pevnou úrokovou sazbou a plným přidělením.

6. Zhodnocení úspěšnosti implementace měnové politiky ECB

Graf č. 4 Porovnání inflace s Evropskou centrální bankou cílovanou hladinou



Zdroj: Eurostat

Graf č. 4 zobrazuje vývoj inflace v období od ledna roku 2007 do roku 2015 a dvouprocentní hladinu inflace, jejíž udržení je hlavním cílem Evropské centrální banky.

Již na první pohled je vidět, že se Evropské centrální bance ve sledovaném období její cíl plnit příliš nedařilo, ovšem pro jednoznačnější výsledek je třeba upřesnit některá pravidla měření.

Srovnání reálného vývoje inflace s cílem ECB je poněkud složité, protože, jak již bylo v práci několikrát zmíněno, Evropská centrální banka nemá cíl jasně specifikován. Za cíl ECB se obecně považuje udržet v dlouhodobém horizontu inflaci těsně pod úrovní dvou procent, ale blízko této hranice. Tento výklad je možno interpretovat různě, pro každého pozorovatele může být rozsah jiný. Porovnání bude proto provedeno z několika pohledů.

Úspěšnost měnové politiky ECB bude pro sledované období, vzhledem k neurčitosti cíle ECB, zhodnocena podle dvou kritérií. Nejdříve v hodnotách od nuly do dvou procent, tedy hodnotách nižších než dvě procenta, ale stále kladných, jelikož záporná hodnota inflace beze sporu cílem centrální banky není. Druhým, poněkud přesnějším a výkladu bližším, kritériem buď interval od 1,7 % včetně do 2 %.

Průměrná hodnota inflace od ledna 2007 do prosince 2015 dosáhla hodnoty 1,6 %, z čehož vyplývá, že v závislosti na zvolených kritériích lze hodnotit měnovou politiku Evropské centrální banky z dlouhodobého hlediska jako úspěšnou i neúspěšnou naráz. Už při pohledu na graf č. 4 je však vidět, že ve sledovaném období došlo k výrazným výkyvům inflace a proto je takovéto srovnání nepřesné a přinejmenším zavádějící.

Pro získání lepší představy o úspěšnosti měnové politiky ECB proto bude výše inflace se zvolenými měřítky porovnána po jednotlivých měsících. Pro přehlednost jsou průměrné hodnoty uvedeny v tabulce č. 1.

Tabulka č. 1 Inflace v eurozóně v jednotlivých měsících let 2007 - 2015

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Leden	1,8%	3,2%	1,1%	0,9%	2,3%	2,7%	2,0%	0,8%	-0,6%
Únor	1,8%	3,3%	1,2%	0,9%	2,4%	2,7%	1,9%	0,7%	-0,3%
Březen	1,9%	3,6%	0,6%	1,6%	2,7%	2,7%	1,7%	0,5%	-0,1%
Duben	1,9%	3,3%	0,6%	1,6%	2,8%	2,6%	1,2%	0,7%	0,0%
Květen	1,9%	3,7%	0,0%	1,7%	2,7%	2,4%	1,4%	0,5%	0,3%
Červen	1,9%	4,0%	-0,1%	1,5%	2,7%	2,4%	1,6%	0,5%	0,2%
Červenec	1,8%	4,1%	-0,7%	1,7%	2,6%	2,4%	1,6%	0,4%	0,2%
Srpen	1,7%	3,8%	-0,2%	1,6%	2,5%	2,6%	1,3%	0,4%	0,1%
Září	2,1%	3,6%	-0,3%	1,9%	3,0%	2,6%	1,1%	0,3%	-0,1%
Říjen	2,5%	3,2%	-0,1%	1,9%	3,0%	2,5%	0,7%	0,4%	0,1%
Listopad	3,1%	2,1%	0,5%	1,9%	3,0%	2,2%	0,9%	0,3%	0,1%
Prosinec	3,1%	1,6%	0,9%	2,2%	2,8%	2,2%	0,8%	-0,2%	0,2%

Zdroj: Eurostat

Tabulka poskytuje jasnější pohled na hladiny inflace v jednotlivých měsících. Nyní již stačí hodnoty pouze porovnat se zvolenými kritérii a vyvodit závěr, v kolika obdobích se Evropské centrální bance dařilo plnit její měnovou politiku a v kolika naopak selhala.

Vzhledem k jediné Evropskou centrální bankou jasně specifikované hranici, tedy dvěma procentům, která nelze překročit, lze rovnou vyřadit všechny měsíce, ve kterých se inflace pohybovala na nebo nad touto hranicí. Jedná se o celá léta 2011 a 2012, rok 2008 vyjma prosince, o období od října do prosince roku 2007, prosinec roku 2010 a leden 2013. Dohromady se jedná o 41 měsíců. Dále pak lze vyřadit měsíce, ve kterých se inflace pohybovala na nulové či záporné hodnotě. Zde se jedná o období od května do října 2009, od prosince 2014 do dubna 2015 a o září stejného roku, dohromady tedy o 11 měsících.

Protože sledované období má celkem 108 měsíců a protože již byly vyřazeny všechny záporné, nulové a vyšší než přípustné hodnoty, lze odpovědět na otázku úspěšnosti měnové politiky ECB podle prvního měřítka. Ze 108 měsíců let 2007 až 2015 prováděla Evropská centrální banka svou měnovou politiku v souladu s cílem držet míru inflace pod dvěma procenty správně v 56 měsících proti 52, ve kterých ve snažení selhala. V procentuálním vyjádření je to pak z 51,85 % úspěšná implementace měnové politiky.

Vzhledem k tomu, že druhé kritérium je mnohem přísnější, ale také se více blíží obecnému výkladu cíle měnové politiky ECB, lze už teď předem říci, že se implementace měnové politiky ECB během krize mýjela účinkem. Pro přesnější představu o situaci budou z předchozího výpočtu vyřazena také všechna období, kdy se inflace pohybovala pod hodnotou 1,7 %. Zvoleným kritériím nyní odpovídají pouze období od ledna do srpna roku 2007, tedy ještě před krizí, celkem pět měsíců roku 2010 a dva měsíce roku 2013.

Tabulka č. 2 Přehled úspěšných a neúspěšných období let 2007 - 2015

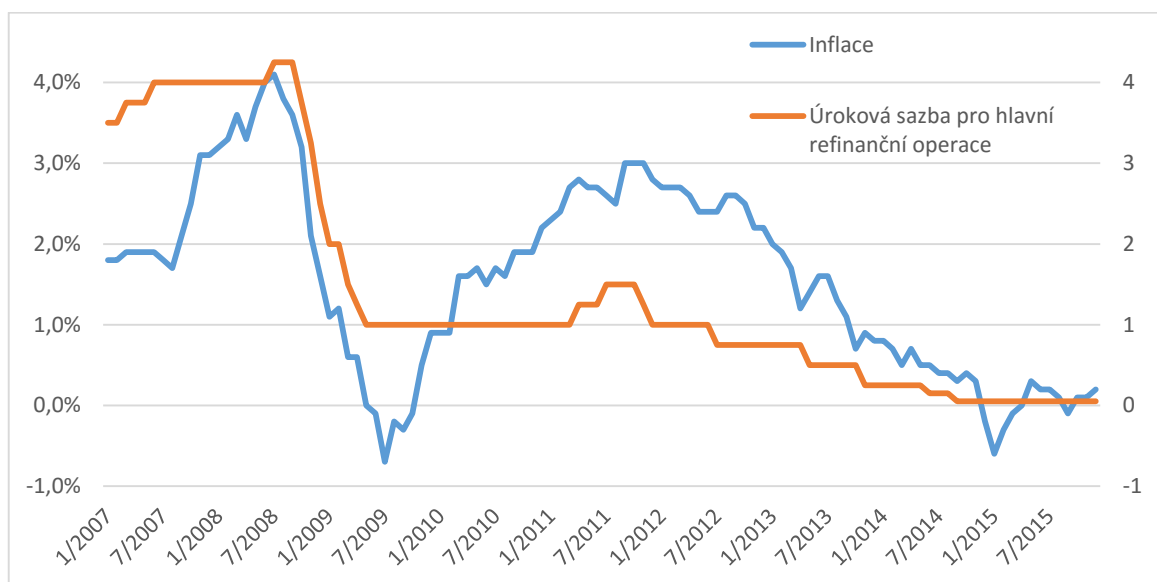
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Leden	1,8%	3,2%	1,1%	0,9%	2,3%	2,7%	2,0%	0,8%	-0,6%
Únor	1,8%	3,3%	1,2%	0,9%	2,4%	2,7%	1,9%	0,7%	-0,3%
Březen	1,9%	3,6%	0,6%	1,6%	2,7%	2,7%	1,7%	0,5%	-0,1%
Duben	1,9%	3,3%	0,6%	1,6%	2,8%	2,6%	1,2%	0,7%	0,0%
Květen	1,9%	3,7%	0,0%	1,7%	2,7%	2,4%	1,4%	0,5%	0,3%
Červen	1,9%	4,0%	-0,1%	1,5%	2,7%	2,4%	1,6%	0,5%	0,2%
Červenec	1,8%	4,1%	-0,7%	1,7%	2,6%	2,4%	1,6%	0,4%	0,2%
Srpen	1,7%	3,8%	-0,2%	1,6%	2,5%	2,6%	1,3%	0,4%	0,1%
Září	2,1%	3,6%	-0,3%	1,9%	3,0%	2,6%	1,1%	0,3%	-0,1%
Říjen	2,5%	3,2%	-0,1%	1,9%	3,0%	2,5%	0,7%	0,4%	0,1%
Listopad	3,1%	2,1%	0,5%	1,9%	3,0%	2,2%	0,9%	0,3%	0,1%
Prosinec	3,1%	1,6%	0,9%	2,2%	2,8%	2,2%	0,8%	-0,2%	0,2%

Zdroj: Eurostat

V těchto zpřísněných podmínkách tedy Evropská centrální banka uspěla pouze v 15 obdobích, což proti 93 neúspěšným představuje pouze 13,9 %. Je však nutno přihlídnout k faktu, že 8 z těchto úspěšných období, tedy více než polovina, náleží roku 2007, tedy době, kdy krize ve světě ještě nezuřila. Z tohoto lze usuzovat, že Evropská centrální banka při implementaci své měnové politiky v období krize pochybila.

Důvodů, proč se měnová politika Evropské centrální banky mívěla účinkem, může být několik. Stojí za to zmínit ten, že úrokové míry, hlavní prostředek ECB pro manipulaci s mírou inflace, nejsou jedinou hybnou silou inflace. Vzhledem k tomu, že inflace eurozóny, podle zpráv Evropské centrální banky, je z velké části ovlivňována změnami cen komodit na světových trzích, a to převážně výrazně se měnícími cenami energií a potravin, lze usuzovat, že jednou z hlavních složek ovlivňujících inflaci eurozóny je právě tento faktor. To, že úrokové sazby nejsou jedinou hybnou silou inflace, je patrné i z grafu č. 5, který srovnává vývoj inflace a úrokové sazby pro hlavní refinanční operace eurozóny v letech 2007 – 2015. V grafu je vidět, že přestože inflace v jisté míře sleduje vývoj úrokových sazeb, prodělává oproti nim podstatně výraznější výkyvy.

Graf č. 5 Srovnání vývoje inflace a úrokových sazeb eurozóny v letech 2007 - 2015



Zdroj: Eurostat

7. Závěr

Otázka měnové politiky je velice citlivé téma, protože se, ač se to na první pohled nemusí zdát, dotýká každého z nás. Pohledy různých lidí na zavádění měnové politiky a její směr se liší, stejně jako se liší názory na potřebnost Evropské unie a podobných společenství.

Evropská společnost se stále vyvíjí. Po druhé světové válce začaly sílit tendence k vytvoření jednotnějšího prostředí, které by zajistilo stabilnější hospodářský vzestup a posílilo evropskou pozici na světových trzích. Proto se některé evropské státy začaly sdružovat a vytvářet společenství, která jim k tomuto cíli měla dopomoci. Postupem času se společenství přetvářela a s přibývajícimi státy posilovala, což vedlo k zavedení sofistikovanějších systémů a pravidel a konečně k jednotné měně.

Jednotná měna je důležitým milníkem, neboť eliminuje vlivy jednotlivých měn na hospodářství v Evropě a usnadňuje zavádění jednotných ekonomických opatření. Protože však ne všechny státy v Evropské unii euro přijaly, je třeba se na EU stále dívat ze dvou různých pohledů – na země eurozóny, tedy ty, ve kterých je euro jediným zákonným platidlem, a na ty zbylé, které si dodnes drží své národní měny, ať už proto, že si nepřejí do eurozóny vstoupit, nebo proto, že pro přijetí eura ještě nejsou připraveny. Pro správu jednotné měny byla založena Evropská centrální banka, která společně s centrálními bankami eurozóny o měnu pečuje a její měnovou politikou se snaží zajistit dlouhodobou cenovou stabilitu.

Z provedené analýzy však vyplývá, že se Evropská centrální banka od roku 2008, kdy v plné síle vypukla globální krize, ocitá v obtížné situaci, kdy především rychlé a špatně předvídatelné výkyvy cen komodit výrazně ovlivňují inflaci v eurozóně. Na to sice ECB reaguje svou měnovou politikou, nicméně jistá nerovnoměrnost zavádění opatření napříč eurozónou z důvodu decentralizace v podobě národních centrálních bank tyto snahy částečně hatí. Vývoj cen na globálních trzích navíc probíhá takovým způsobem, že samotné úpravy hlavních úrokových měr nestačí k tomu, aby se inflace ocitla pod kontrolou. Z tohoto důvodu byla Evropská centrální banka během krize opakovaně nucena využít mimořádných opatření, aby urychlila transmisi měnové politiky a pokusila se tak zajistit cenovou stabilitu. Ani tato opatření však neměla plný účinek a proto se dosud ustálení cenové hladiny docílit nepodařilo.

Srovnání v závěrečné části práce indikuje, že měnová politika Evropské centrální banky, ač má jistý pozitivní vliv na vývoj inflace eurozóny, není tak efektivní, jak by bylo třeba. V letech 2008 až 2015 se Evropské centrální bance podařilo jen v naprosté menšině období udržet inflaci na jí cílované hodnotě pod dvěma procenty se značnými výkyvy jak nad tuto hodnotu, tak pod ní, s několikerými propady dokonce do záporných hodnot. K výkyvům dochází i přes zavádění mnohých mimořádných opatření. Už jen samotná potřeba takovýchto opatření vypovídá o nedostatečném vlivu běžných nástrojů měnové politiky na vývoj inflace v obdobích krize, provázených rychlými a napředvídatelnými změnami na globálních trzích.

Závěrem je vhodné ještě jednou zmínit, že vývoj inflace nezáleží čistě na úrokových sazbách, a přestože Evropská centrální banka využívá originálního systému dvou pilířů pro přesnější analýzu dat, lze jej predikovat jen obtížně. Vzhledem k opožděným efektům opatření měnové politiky a nesporné rozdrobenosti ekonomik v eurozóně je pak obtížné přesně předvídat i dopady samotné měnové politiky na cenovou stabilitu. Dojde-li navíc k extrémním abnormalitám na světových trzích, jako tomu bylo v roce 2008, stane se situace ještě nepředvídatelnější a zavádění opatření o to složitější. Vzhledem k tomu, že eurozóna podobně hlubokou a dlouhotrvající krizí ještě nikdy neprošla, není překvapivé, že se na podobné situace ještě nenaučila správně, přesně a efektivně reagovat.

Použité zdroje

Baldwin, R. et Wyplosz, C. *Ekonomie evropské integrace*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. 584 s. ISBN 978-80-247-4568-8.

Černohorský, J. Teplý, P. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. 304 s. ISBN 978-80-247-3669-3.

Evropská unie. *Evropská unie*. Praha: Victoria Publishing, 1994. 52 s. ISBN 80-85865-53-X.

Evropská unie. *Jak funguje Evropská unie: průvodce občana institucemi EU*. Brusel: Evropská komise, 2004. 46 s. ISBN 92-894-6364-3.

Jílek, J. *Peníze a měnová politika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2004. 742 s. ISBN 80-247-0769-1.

Jílek, J. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kursová politika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. 557 s. ISBN 978-80-247-4516-9.

Marková, J. *Mezinárodní měnové instituce*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, 1992. 78 s. ISBN 80-7079-422-4.

Neustupná, L. *Evropské společenství*. Praha: Prospektrum, 1992. 186 s. ISBN 80-85431-13-0.

Revenda, Z. Mandel, M. Kodera, J. Musílek, P. et Dvořák, P. *Pěněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2014. 423 s. ISBN 978-80-7261-279-6.

Sarrazin, T. *Evropa euro nepotřebuje: jak nás politické vizionářství zavedlo do krize*. 1. vyd. Praha: Academia, 2013. 376 s. ISBN 978-80-200-2314-8.

Sůvová, H et al. *Specializované bankovníctví*. 1. vyd. Praha: Bankovní institut, 1997. 398 s. ISBN 80-902243-2-6.

Tomášek, M. *Evropské měnové právo*. 2. vyd. Praha: Beck, 2007. 180 s. ISBN 978-80-7179-940-5.

European central bank. *Annual report 2000* [online]. 2001. [cit. 2016-3-5] Dostupný na WWW:

<<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2000en.pdf?281183da12d0e3b3930a542a4c628c64>>. ISSN 1561-4573.

European central bank. *Annual report 2001* [online]. 2002. [cit. 201-3-5] Dostupný na WWW:

<<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2001en.pdf?b5bab14a99eea3c1f52409203679d9ed>>. ISSN 1561-4573.

European central bank. *Annual report 2002* [online]. 2003. [cit. 2016-3-5] Dostupný na WWW:

<<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2002en.pdf?171cc2e65a4a42fb24af330950ad9d05>>. ISSN 1725-2865.

European central bank. *Annual report 2003* [online]. 2004. [cit. 2016-3-5] Dostupný na WWW:

<<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2003en.pdf?e5b86b9b1f51201e6b659931b84a2eeb>>. ISSN 1725-2865.

Evropská centrální banka. *Výroční zpráva 2005* [online]. 2006 [cit. 2016-3-5] Dostupný na WWW:

<<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2005cs.pdf?4cbcd624d66d5ba6e5bb4182a02ed26c>>. ISSN 1830-2947.

Evropská centrální banka. *Výroční zpráva 2006* [online]. 2007 [cit. 2016-3-5] Dostupný na WWW:

<<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2006cs.pdf?5cdd5db9c81178696f008659058d56f4>>. ISSN 1830-2947.

Evropská centrální banka. *Výroční zpráva 2007* [online]. 2008 [cit. 2016-3-5] Dostupný na WWW:

<<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2007cs.pdf?848f45fdf300a77a5bc4437758f2b688>>. ISSN 1830-2947.

Evropská centrální banka. *Výroční zpráva* 2008 [online]. 2009 [cit. 2015-12-20] Dostupný na WWW: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008cs.pdf?f5747a56dc6881ace00dd4eaa3f10fbd>>. ISSN 1830-2947.

Evropská centrální banka. *Výroční zpráva* 2009[online]. 2010 [cit. 2015-12-20] Dostupný na WWW: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009cs.pdf?38540e26a6db122daa7424847e3f221c>>. ISSN 1830-2947.

Evropská centrální banka. *Provádění měnové politiky v eurozóně* [online]. 2011a. [cit. 2016-02-24]. Dostupný na WWW: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc201109cs.pdf?cf2addc67dfe7bf1224c257944d3d3e4>>.

Evropská centrální banka. *Výroční zpráva* 2010[online]. 2011b [cit. 2015-12-22] Dostupný na WWW: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010cs.pdf?9a187a0dbc1f4f57bc472756dbfde64d>>. ISSN 1830-2947.

Evropská centrální banka. *Výroční zpráva* 2011[online]. 2012 [cit. 2015-12-22] Dostupný na WWW: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011cs.pdf?76d65d824a2f5513a907b4906fa61e1>>. ISSN 1830-2947.

Evropská centrální banka. *Výroční zpráva* 2012[online]. 2013 [cit. 2015-12-22] Dostupný na WWW: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012cs.pdf?aa6b32b3f15ba88b964beb86c04e4b21>>. ISSN 1830-2947.

Evropská centrální banka. *Výroční zpráva* 2013[online]. 2014 [cit. 2015-12-28] Dostupný na WWW: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013cs.pdf?66e306b3b6d2a164f2c52ce018c33612>>. ISSN 1830-2947.

Evropská centrální banka. *Výroční zpráva* 2014[online]. 2015 [cit. 2015-12-28] Dostupný na WWW:

<<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2014cs.pdf?f52252fb01c136deae950aa638df91f>>. ISSN 1830-2947.

European central bank. *Economic Bulletin* [online]. 2015a. [cit. 2016-3-10] Dostupný na WWW: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201501.en.pdf>>. ISSN 2363-3417.

European central bank. *Economic Bulletin* [online]. 2015b. [cit. 2016-3-10] Dostupný na WWW: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201505.en.pdf>>. ISSN 2363-3417.

European central bank. *Economic Bulletin* [online]. 2015c. [cit. 2016-3-10] Dostupný na WWW: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201508.en.pdf>>. ISSN 2363-3417.

European central bank. *European central bank* [online]. [cit. 2016-3-10] Dostupný na WWW: <<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>>.

European comission. *Eurostat* [online]. [cit. 2016-2-15] Dostupný na WWW: <<http://ec.europa.eu/eurostat>>.

Evropská unie. *Konsolidované znění smlouvy o fungování evropské unie* [online]. 2008. [cit. 2015-05-7]. Dostupný na WWW: <http://www.euroskop.cz/gallery/54/16334-fungovani_eu.pdf>.

Vláda české republiky. *Evropská centrální banka* [online]. [cit. 2015-11-10] Dostupný na WWW: <<https://www.euroskop.cz/82/sekce/evropska-centralni-banka/>>.

Seznam zkratek

ECB	Evropská centrální banka
ECM	Evropská měnová jednotka
EHS	Evropské hospodářské společenství
EMI	Evropský měnový institut
EMS	Evropský měnový systém
EMU	Evropská měnová unie
EONIA	European over night index average
ERM	Exchange rate mechanism
ESCB	Evropský systém centrálních bank
EU	Evropská unie
EURATOM	Evropském společenství pro atomovou energii
HDP	Hrubý domácí produkt
HICP	Harmonised index of customer prices
HMU	Hospodářská a měnová unie

Seznam grafů

Graf č. 6 Vývoj inflace v eurozóně v letech 2007-2015

Graf č. 7 Vývoj základních úrokových sazeb ECB

Graf č. 8 Hlavní složky HICP v eurozóně k březnu 2016

Graf č. 9 Porovnání inflace s Evropskou centrální bankou cílovanou hladinou

Graf č. 10 Srovnání vývoje inflace a úrokových sazeb eurozóny v letech 2007 - 2015

Seznam tabulek

Tabulka č. 3 Inflace v eurozóně v jednotlivých měsících let 2007 - 2015

Tabulka č. 4 Přehled úspěšných a neúspěšných období let 2007 - 2015