

UNIVERZITA PALACKÉHO V OLOMOUCI

FILOZOFICKÁ FAKULTA

Komparace činnosti Evropské centrální banky a Federálního
rezervního systému

Bakalářská práce

Autor: Marek Trčka

Vedoucí práce: Doc. Ing. Richard Pospíšil Ph.D.

Olomouc 2016

Univerzita Palackého v Olomouci
Filozofická fakulta
Akademický rok: 2015/2016

Studijní program: Humanitní studia
Forma: Prezenční
Obor/komb.: Anglická filologie - Aplikovaná ekonomická studia
(AF-AE)

Podklad pro zadání BAKALÁŘSKÉ práce studenta

PŘEDKLÁDÁ:	ADRESA	OSOBNÍ ČÍSLO
TRČKA Marek	Láz 2283, Rožnov pod Radhoštěm	F15818

TÉMA ČESKY:

Komparace činnosti Evropské centrální banky a Federálního rezervního systému ✓

TÉMA ANGLICKY:

Comparison of activities of the European central bank and the Federal reserve system

VEDOUcí PRÁCE:

doc. Ing. Richard Pospíšil, Ph.D. - KAE ✓

ZÁSADY PRO VYPRACOVÁNÍ:

Shromáždění dat vztahujících se k dané problematice.
Vyhodnocení získaných dat a jejich následná interpretace.

SEZNAM DOPORUČENÉ LITERATURY:

HUMPHRE, B. David. The U.S. Payment System: Efficiency, Risk and the Role of the Federal Reserve. Kluwer academic publishers, 1990, 301 pages. ISBN 0-7923-9020-2
HAAN, Jacob and Helge BERGER. The European Central Bank at Ten. Springer Science & Business Media - Publisher, 2010, 193 pages. ISBN 9783642142376
PŮLPANOVÁ, Stanislava. Komerční bankovníctví v České republice. Praha: Oeconomica, 2011, 338 stran. ISBN 978-80-245-1180-1
REVENDA, Zbyněk. Centrální bankovníctví. 3 vydání. Nakladatelství Management Press, 2015, 260 stran. ISBN 9788072612307
REVENDA, Zbyněk. Peněžní ekonomie a bankovníctví. 5 vydání. Nakladatelství Management Press, 2015, 423 stran. ISBN 9788072612406

Podpis studenta:



Datum: 24.09.2015

Podpis vedoucího práce:



Datum: 24.09.2015

Prohlášení

Místopřísežně prohlašuji, že jsem bakalářskou práci na téma „Komparace činnosti Evropské centrální banky a Federálního rezervního systému“ vypracoval samostatně a pod odborným dohledem vedoucího diplomové práce, a že jsem uvedl všechny použité podklady a literaturu.

V Olomouci dne

Podpis

Poděkování

Na tomto místě bych chtěl poděkovat panu Doc. Ing. Richardovi Pospíšilovi, Ph.D. za odborné a cenné rady, které mi pomohly při vypracování této práce.

Obsah

Úvod	7
1. Funkce centrálních bank na teoretické úrovni	8
2. Historie vzniku centrálních bank	11
2.1 Historie vzniku FED.....	11
2.2 Historie vzniku ECB.....	13
3. Úkoly a organizační struktura FED a ECB	17
3.1 Úkoly FED.....	17
3.2 Organizační struktura FED.....	18
3.3 Úkoly ECB	21
3.4 Organizační struktura ECB.....	22
4. Komparace činnosti FED A ECB	24
4.1 Úkoly a pravomoci	24
4.2 Nezávislost, odpovědnost a transparentnost.....	26
4.2.1 Shrnutí	28
4.3 Cíle monetární politiky.....	29
4.3.1 Cíle FED.....	29
4.3.2 Cíle ECB	30
4.3.3 Shrnutí	30
4.4 Nástroje monetární politiky	31
4.4.1 Nástroje FED.....	31
4.4.2 Nástroje ECB.....	33
4.4.3 Shrnutí	35
4.5 Strategie monetární politiky	35
4.5.1 Monetární strategie FED	36
4.5.2 Monetární strategie ECB.....	37
4.5.3 Shrnutí	40
4.6 Reakce na finanční krizi z roku 2008	40
4.6.1 Reakce FED.....	40
4.6.2 Reakce ECB	44
4.6.3 Shrnutí	46

5. Analýza srovnání ekonomického vývoje v USA a eurozóně.....	47
5.1 Míra inflace v letech 1999–2015	47
5.2 Míra nezaměstnanosti v letech 1999–2015	48
5.3 Růst HPD v letech 1999–2015	49
Závěr.....	51
Summary	53
Seznam použitých pramenů a literatury	54
Seznam zkratk	60
Seznam schémat	62
Seznam obrázků	62
Seznam tabulek	62
Seznam grafů.....	62

Úvod

Centrální banky představují jednu z hlavních součástí moderního bankovního systému. Jsou primárními bankami státu, představují vrcholnou instituci bankovního dozoru, emitují místní měny, a určují měnovou politiku v dané zemi.

Ve své práci jsem si za cíl stanovil seznámit čtenáře s činností dvou nejvýznamnějších centrálních bank na světě, a to s Federálním rezervním systémem a Evropskou centrální bankou. Toto téma jsem si zvolil z důvodu zvýšení transparentnosti těchto institucí u široké veřejnosti, neboť jsou to právě ony, kdo výrazně ovlivňuje ekonomický vývoj v daných zemích, a tím i každodenní život jejich občanů. V rámci své práce budu tyto dvě centrální banky komparovat vzhledem k jejich odlišnému postavení v plněných úkolech a k jejich odlišným pravomocem i historickým podmínkám.

Tato práce se skládá z pěti kapitol, kdy první tři jsou teoretického charakteru a zbývající dvě jsou praktické. V teoretické části práce seznámím čtenáře s obecnou problematikou centrálních bank a stručnou historií vzniku obou sledovaných institucí. Poté následuje popis hlavních úkolů, které si banky zvolily v rámci svých mandátů, spolu s popisem jejich organizačních struktur. V praktické části přistoupím k samotné komparaci činnosti obou sledovaných institucí. V první prakticky orientované kapitole budu porovnávat úkoly, pravomoci, nezávislost, transparentnost aj., ale především pak přístup obou bank k monetární politice. Součástí této kapitoly je i stručné shrnutí reakcí obou bank na finanční krizi z roku 2008, neboť je zde dle mého názoru dobře vidět odlišný přístup těchto institucí k danému jevu. Ve druhé kapitole praktické části se zaměřím na analýzu ekonomického vývoje ve Spojených státech amerických a v eurozóně.

Pro vypracování této práce jsem využil primárně analyticko-syntetické metody, a to s výjimkou poslední kapitoly, kde byla aplikována deduktivní metoda za použití makroekonomických dat.

1. Funkce centrálních bank na teoretické úrovni

Funkce centrálních bank prošla od jejich vzniku řadou změn. První centrální banky byly zakládány primárně za účelem financování válek, které panovníci vedli, a pro zajištění zdrojů ve státní pokladně. Postupným racionalizačním procesem se ale jejich úloha začala měnit. Nejprve vznikla potřeba centralizovat emisi peněz, která do té doby fungovala značně neefektivně. Protože měly centrální banky emisní monopol¹, mohly v dobách, kdy ještě nebylo rozšířeno používání bezhotovostních peněz, regulovat množství emitovaného oběživa, a tím poměrně přesně regulovat celkové množství peněz v oběhu.²

Funkcí dnešních centrálních bank, které většinou pracují na dvoustupňovém bankovním systému³, je především už zmiňovaná emise peněžních prostředků, dále funkce vrcholného subjektu monetární politiky a regulátoru bankovního systému. Za hlavní cíle centrálních bank pak lze označit podporu stabilního měnového vývoje a bezpečnosti, efektivnosti, spolehlivosti a důvěryhodnosti bankovního systému na daném území.⁴

V následující části této kapitoly se budu věnovat popisu jednotlivých funkcí, které centrální banky plní. Jsou jimi emisní činnost, realizace monetární politiky, devizová činnost, regulace a dohled, funkce „banka bank“ a banka státu.

Emisní činnost chápeme jako základní operaci s hotovostními penězi. Emise oběživa je základní charakteristikou a výsadním právem centrálních bank. Důležitým faktem je, že se emisní monopol vztahuje pouze na hotovostní peníze. Centrální banky také emitují bezhotovostní peníze, ale ty jsou primárně emitovány bankami obchodními.⁵

Pomocí **monetární politiky** centrální banky regulují množství peněz v ekonomice za účelem dosažení svých stanovených cílů. Ve vyspělých zemích provádějí tuto politiku především na mezibankovním trhu. K primárním cílům většiny centrálních bank pak patří především podpora cenové stability. Vzhledem k faktu, že tyto banky nemají vývoj množství peněz plně pod svou

¹ Výhradní právo k emisi bankovek, popřípadě i mincí na daném území.

² REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 213–215.

³ Ve dvoustupňovém bankovním systému působí centrální bankovníctví odděleně od komerčního bankovníctví.

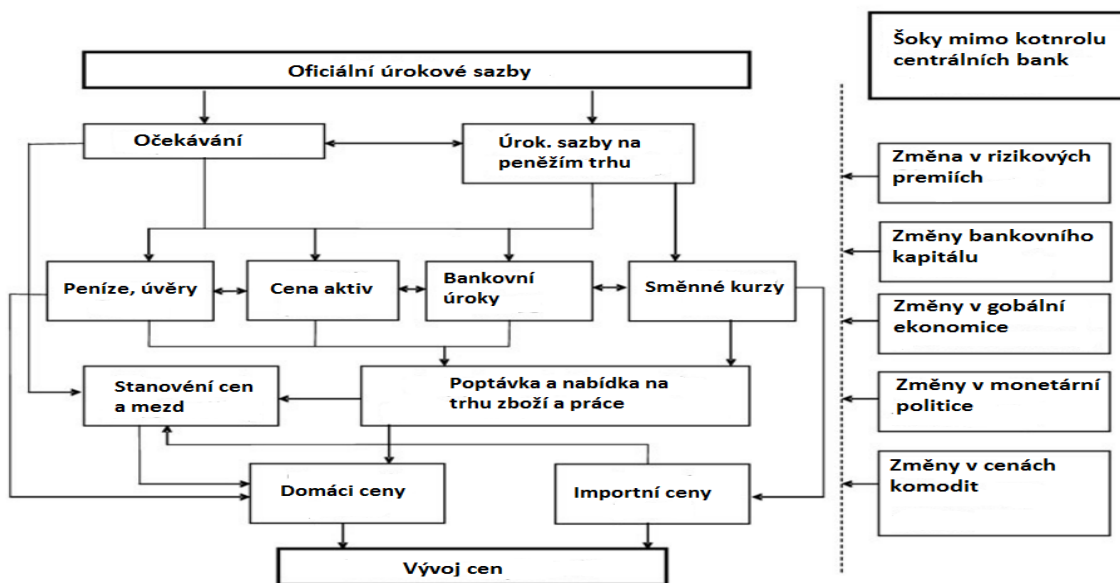
⁴ REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 33.

⁵ REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 215.

kontrolou, snaží se buď ovlivňovat vývoj tohoto množství pomocí měnových agregátů⁶, nebo se snaží ovlivňovat výši úrokových sazeb, resp. „cenu peněz“ v ekonomice.⁷ K dispozici mají i regulaci pomocí úvěrových agregátů.⁸

Regulace úvěrových agregátů a řízení monetární politiky jako celku je úzce spojeno s tzv. transitním mechanismem. Ten je široce využíván většinou centrálních bank. Transitní mechanismus představuje proces, kterým centrální banky na základě svých rozhodnutí ovlivňují cenovou hladinu. Tento proces začíná změnou v úrokových sazbách stanovených centrální bankou na její operace. Mezi ty patří například poskytování peněžních prostředků bankám, které pak v závislosti na sazbách stanovených centrální bankou upraví své sazby. Díky tomuto procesu je tedy možné, aby centrální banky ovlivňovaly podmínky na trhu s penězi, a řídily na něm úrokové sazby. Pro větší přehlednost tohoto systému následuje schéma transitního mechanismu.⁹

Schéma č. 1: Transitní mechanismus



Zdroj: Oficiální internetové stránky Evropské centrální banky

⁶ Měnové agregáty představují souhrn peněžních prostředků s určitým stupněm likvidity.

⁷ REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3.vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 34.

⁸ Úvěrové agregáty slouží ke kvantifikaci množství peněz v oběhu. Význam má především celkový stav úvěrů poskytnutých bankovním i nebankovním institucím a celkový stav úvěrů poskytnutých pouze bankovními institucemi.

⁹ SCHELLER, H. K. *Evropská centrální banka – historie, role a funkce*. [online]. [Cit. 12. 7. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006cs.pdf?817a6a5f66220cbe3dd701f516b41cef>

Devizová činnost centrální banky spočívá v držení devizových rezerv státu a v operacích s nimi na devizovém trhu. Dále k této funkci patří stanovování a prověřování rámcových pravidel dispozice se zahraničními měnami pro bankovní i nebankovní subjekty. Operace s devizovými rezervami lze rozčlenit na čtyři motivy:

- udržování hodnoty devizových rezerv;
- zabezpečování devizové likvidity země;
- zajišťování výnosnosti devizových rezerv;
- ovlivňování vývoje měnového kursu domácí měny.

Další důležitou funkcí v rámci dvoustupňového bankovního systému prováděnou centrálními bankami je **regulace a dohled** nad komerčními bankami. Regulace přitom spočívá v prosazování pravidel činností bankovních institucí.

Vůči ostatním bankám vystupují centrální banky jako „**banka bank**.“ Přijímají od bank vklady, poskytují jim úvěry, provádějí s nimi operace s cennými papíry, vedou jim účty a provádějí zúčtování mezi dílčími bankami. Vklady existují v podobě povinných rezerv, tj. prostředků uložených za účelem umožnění platebních a zúčtovacích operací a dalších „dobrovolných“ rezerv. Poskytované úvěry mají dvě základní podoby. V prvním případě je úroková sazba od centrální banky natolik nízká, že pro komerční banky představuje velice levný zdroj financí. Ve druhém případě mají komerční banky problém se zajištěním likvidity, a právě pro ně působí centrální banka jako „věřitel poslední instance;“ tzn. poskytne komerční bance úvěr jako poslední možnost k zajištění likvidity.

Poslední z hlavních funkcí centrálních bank je jejich role jako **bank státu**. Centrální banka pro vládu provádí operace spojené s pokladním plněním státního rozpočtu. Jedná se o vedení účtu, inkasa a další operace související s hospodařením státního rozpočtu. Rovněž může být pověřena správou státního dluhu. Sem patří poskytování a splácení úvěru státu, platba úroků, emise pokladničních poukázek a dluhopisů. Do této funkce již nelze zařadit přímé úvěrování státu, neboť je ze zákona zakázané.¹⁰

¹⁰ REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 34–36.

2. Historie vzniku centrálních bank

V této kapitole se budu zabývat historií mnou analyzovaných bank. V tomto bodě je na místě podotknout, že oficiální vznik těchto dvou institucí dělí téměř 90 let. Dalším důležitým faktem jsou okolnosti, za kterých tyto banky vznikaly – i ty se totiž diametrálně liší.

2.1 Historie vzniku FED

Historie vzniku Federálního rezervního systému (FED), což je v pořadí třetí centrální bankovní systém USA, může být vysledována do roku 1791, kdy tehdejší ministr financí Alexander Hamilton prosadil zákon o vzniku první centrální banky jménem First Bank of the United States. Ten vešel v platnost 25. února téhož roku; poté, co byl podepsán někdejší prezidentem Georgem Washingtonem. Cílem této nově vzniklé instituce bylo spravování finančních prostředků vlády, vytvoření spolehlivého bankovního systému a emise nové měny. Zároveň jí byl udělen dvacetiletý mandát k provozování činnosti. First Bank of the United States měla formu akciové společnosti s počátečním kapitálem 10 miliónů dolarů, z čehož 2 milióny byly upsány vládou Spojených států amerických a zbylých 8 miliónů dolarů bylo upsáno soukromými investory. Je nutné zmínit, že mezi její cíle zatím nepatřila monetární politika ani regulace bankovního sektoru. Konkurenční výhodu jí dávalo to, že jí emitované bankovky byly – na rozdíl od ostatních státních bank USA – kryty zlatem.

V roce 1811 kongres Spojených států amerických odmítl prodloužit First bank of the United States mandát. Důvodů pro toto rozhodnutí mohlo být hned několik. Za dvacetileté působení banky došlo k několika krizím a k výraznému zvýšení inflace. Mnozí argumentovali, že za to mohlo excesivní nakupování státních dluhopisů a špatné hospodaření banky. V kongresu rovněž došlo k jejímu nařknutí z upřednostňování zájmů akcionářů před zájmy státu.

V letech 1811 až 1816 nepodléhal bankovní sektor USA žádnému centralizovanému dohledu. Vypuknutí války o nezávislost Spojených států a nedůvěra veřejnosti v decentralizovaný bankovní systém zapříčinily vznik Second Bank of the United States. Zákon o vzniku druhé centrální banky byl podepsán 10. dubna 1816 prezidentem Jamesem Madisonem. Second Bank of the United States byla ve své podstatě velmi podobná první centrální bance – byla však mnohem větší. Její kapitál byl namísto původních 10 miliónů 35 miliónů dolarů. Stejně jako u první centrální

banky byla jedna pětina akcií druhé centrální banky vlastněna státem, a jedna pětina jejího představenstva byla dosazena prezidentem. I její mandát byl stanoven na dvacet let.

Druhá centrální banka byla tak vlivná, že byla mnohými vnímána jako přímé ohrožení demokratických principů státu. To zapříčinilo i neprodloužení jejího mandátu na popud prezidenta Andrewa Jacksona, a v roce 1836 tak jako centrální banka přestala fungovat. Ve Spojených státech amerických opět nastalo období, v němž neexistovala žádná centrální banka. Státní banky opět získaly volnost v emisi peněz a poskytování služeb. Tento chaotický systém, který trval až do roku 1862, je ekonomy nazýván „éra volného bankovníctví“ (Free banking era).

Zlomem ve strukturálním složení bankovníctví se staly nové zákony zvané National Banking Acts z roku 1863 a 1864, na jejichž základě byl ustanoven systém národních bank, které mohly emitovat národní bankovky, a daly vzniknout Národnímu bankovnímu systému Spojených států amerických. Dále byla přijata daňová politika, díky níž přestaly státní banky emitovat své bankovky a začaly být vytlačovány z oběhu, a jediným platidlem v zemi tak byly právě národní bankovky. Národní banky nevyměňovaly emitované bankovky za zlato nebo stříbro, ale jako zástavu držely vládní cenné papíry. Tato legislativa byla mířená k postupnému zániku státních bank a vytvoření centralizovaného systému bank národních. Tento krok se však nezdařil a pro následující období bez centralizovaného systému byla typická nepohyblivost rezerv a neelastická měna. V letech 1873, 1884, 1890 a 1907 se objevují finanční krize, z nichž ta, která proběhla v roce 1907, byla nejvážnější. Zapříčinila úpadek hned několika bank a spustila diskuzi o potřebě změny a vytvoření centralizovaného bankovníctví.

V roce 1908 Kongres odhlasoval přijetí Aldrich Vreeland Act a v něm zakotvené založení Národního finančního výboru (National Monetary Commission, NMC), jehož úkolem byla analýza bankovního sektoru a monetární politiky.

Zlom nastal koncem roku 1910 na ostrově Jekyll, kde došlo k tajné schůzce za účelem vytvoření návrhu zákona, který by založil instituci sloužící jako centrální banka. Návrh byl předložen Národnímu finančnímu výboru. Prošel řadou změn, ale nakonec byl přijat jako Federal Reserve Act dne 23. prosince 1913. Tímto byl oficiálně založen Federální rezervní systém.¹¹

¹¹ JOHNSON, R. T. *Historical beginnings... The Federal Reserve*. [online]. [Cit. 14. 7. 2016]. Dostupné z: <https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/education/pubs/begin.pdf>

2.2 Historie vzniku ECB

Než přistoupíme k samotné historii ECB, je nutné zmínit, že jejímu vzniku předcházelo mnoho událostí spojených s integračními procesy v Evropě. K těmto integračním procesům začalo docházet již po druhé světové válce, kdy byla primárním cílem poválečná obnova. Postupem času ale začala hrát roli hlavně nutnost vytvořit konkurenceschopné prostředí a snaha o vytvoření jednotného trhu. V této části práce se tudíž budu zabývat jenom událostmi, které přímo vedly k založení ECB.

V roce 1988 byl v Hannoveru Evropskou radou potvrzen záměr postupně zavést Hospodářskou a měnovou unii (HMU). Prvním krokem Evropské rady bylo založení Výboru pro studium hospodářské a měnové unie v Evropském společenství (ES) v čele s Jacquesem Delořem. Cílem tohoto výboru bylo vytvořit konkrétní podobu plánu pro měnovou unii (EMU). Výbor se skládal z dvanácti guvernérů národních centrálních bank a čtyř přizvaných expertů. Po deseti měsících došel výbor k závěrům, které předložil před Radu ECOFIN.¹² Výsledkem byla Zpráva o hospodářské a měnové unii v Evropském společenství; známější pod označením Deloresová zpráva. Tato zpráva navrhovala dosažení HMU ve třech samostatných, avšak na sebe navazujících krocích.¹³

Na základě Deloresovy zprávy bylo v červnu 1989 rozhodnuto o zahájení první etapy HMU, a to k 1. červenci 1990. K tomuto datu byla zrušena v podstatě všechna omezení pohybu kapitálu mezi členskými státy ES.¹⁴

V rámci první etapy HMU bylo nezbytné přijmout příslušnou legislativu a definovat mandáty stávajících podvýborů a pracovních skupin, které byly za tímto účelem ustanoveny. Nejvýznamnějším krokem bylo ustanovení Evropského systému centrálních bank (European System of Central Bank, ESCB). Ten měl být tvořen z národních centrálních bank a zaštitěn

¹² ECOFIN je rada odpovědná za politiku Evropské unie ve třech stěžejních oblastech, jimiž jsou regulace finančních služeb, daňové otázky a hospodářská politika.

¹³ DĚDEK, O. *Historie evropské měnové integrace. Od národních měn k euru*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008, s. 143.

¹⁴ ECB. *Hospodářská a měnová unie (HMU)* [online]. [Cit. 6. 7. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.cs.html>

jedinou organizací v podobě Evropské centrální banky (ECB). Úkolem ESCB bylo převzít společné monetární aktivity a angažovat se při koordinaci národních monetárních politik.¹⁵

Vzhledem ke krátkému časovému úseku, který měl Výbor guvernérů centrálních bank k dispozici, začaly už v tomto období přípravné práce na třetí etapě HMU. K realizaci druhé a třetí etapy bylo potřeba upravit Smlouvy o založení Evropského hospodářského společenství; známé také jako Římské smlouvy.¹⁶ Pro tyto potřeby se konala v roce 1991 mezivládní konference o HMU. V rámci těchto jednání dochází k podepsání Smlouvy o Evropské unii; tzv. Maastrichtské smlouvy. Na základě této smlouvy byla založena Evropská unie a její součástí byl i plán na zavedení jednotné měny v rámci HMU spolu s konvergenčními kritérii pro její přijetí jednotlivými členskými státy. Podle Maastrichtské smlouvy se přechod k jednotné měně měl uskutečnit ve třech etapách, z nichž první dvě byly přípravné, a třetí byla závěrečnou etapou zavedení jednotné měny.¹⁷

Druhá etapa HMU byla započata 1. ledna 1994 založením Evropského měnového institutu (EMI). Ten byl založen pouze na přechodnou dobu a později – v roce 1999 – nahrazen ESCB v čele s ECB. Dvě hlavní úlohy EMI představovalo:

- posílení spolupráce mezi centrálními bankami a koordinace měnových politik;
- provádění příprav potřebných k ustavení ESCB, k provádění jednotné monetární politiky a ke vzniku jednotné měny ve třetí etapě.¹⁸

V rámci druhé etapy EMI zasahoval do koordinace národních měnových politik a řešil technické záležitosti spojené s přechodem do třetí fáze HMU. K těm patřilo například jmenování rozhodovacích orgánů, příprava na pevné stanovení směnných kurzů a vybrání návrhu nových eurobankovek. Dne 2. května 1998 bylo Radou Evropské unie rozhodnuto o účasti jedenácti států, které splnily podmínky pro účast ve třetím kole HMU. Výsledkem bylo přijetí jednotné měny

¹⁵ DĚDEK, O. *Historie evropské měnové integrace. Od národních měn k euru*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008, s. 144.

¹⁶ Římské smlouvy je souhrnný název označující dvě smlouvy podepsané v Římě 25. března 1957. Konkrétně se jedná o smlouvu zakládající Evropské hospodářské společenství (EHS) a smlouvu zakládající Evropské společenství pro atomovou energii (Euroatom).

¹⁷ ČNB. *Hospodářská a měnová politika v EU* [online]. [Cit. 8. 7. 2016]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/#vznik

¹⁸ ECB. *Hospodářská a měnová unie (HMU)* [online]. [Cit. 9. 7. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.cs.html>

s názvem „euro“ k 1. lednu 1999. Tímto byl defacto úkol HMI splněn a podle článku 123 Smlouvy o založení Evropského společenství vstoupil do likvidace.¹⁹

Stanovením neodvolatelných směnných kurzů měn, které se účastnily Měnové unie, a prováděním jednotné monetární politiky započala 1. ledna 1999 třetí, závěrečná etapa HMU. V této době již vlády jedenácti členských států jmenovaly prezidenta, viceprezidenta a čtyři další členy Výkonné rady ECB, což znamenalo ustavení ECB. ECB spolu s národními bankami členských států vytvořili tzv. Eurosystem. Úkolem Eurosystemu je definovat a formulovat jednotnou monetární politiku. Existence dvou systémů – tedy ESCB a Eurosystemu – je nezbytná, dokud budou existovat členské státy EU, které nepřijaly euro jako svou národní měnu.²⁰

Země, které zavedly euro jako svoji oficiální měnu, tvoří tzv. eurozónu. V současnosti tato zóna sestává ze devatenácti členských zemí Evropské Unie. Pro vstup do eurozóny musí členské země splnit tzv. Maastrichtská ekonomická kritéria. Ta slouží k posouzení připravenosti uchazečské země pro členství v HMU. Tyto podmínky byly upraveny v již zmiňované Smlouvě o fungování EU, taktéž známé jako Maastrichtská smlouva.

Hodnocení uchazečských zemí probíhá na základě čtyř ekonomických a monetárních kritérií:

- kritérium cenové stability – od uchazečských zemí je vyžadováno, aby míra inflace nepřesahovala o 1,5 % míru inflace tří členských států, které dosáhly nejlepších výsledků v oblasti cenové stability;
- kritérium dlouhodobých úrokových sazeb – od uchazečských zemí je vyžadováno, aby v průběhu jednoho roku jejich průměrná dlouhodobá nominální úroková sazba nepřekračovala o více než 2 % úrokovou sazbu tří členských států, které dosáhly v oblasti cenové stability nejlepších výsledků;
- kritérium kurzové stability – od uchazečských zemí je vyžadováno, aby se v posledních dvou letech účastnily mechanismu ERM II;²¹

¹⁹ ECB. *Hospodářská a měnová unie (HMU)* [online]. [Cit. 6. 7. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.cs.html>

²⁰ Tamtéž.

²¹ ERM II je systém, který zajišťuje, aby výměnné sazby mezi eurem a měnami ostatních zemí EU nenarušily stabilitu trhu.

- kritérium udržitelnosti veřejných financí – plánovaný nebo skutečný schodek státního rozpočtu v poměru k hrubému domácímu produktu překračuje 3 %.²²

²² DĚDEK, O. *Maastrichtská kritéria*. [online]. [Cit. 26. 10. 2013]. Dostupné z: http://www.zavedenieura.cz/cs/euro/eurozona/maastrichtska-kriteria?EUR=1000000000&CZK=&submit=Přepočti&app=eukalkulacka&originalValueCzk=270250&originalValueEur=10000#MaKr_1

3. Úkoly a organizační struktura FED a ECB

V této části práce se zaměřím na hlavní úkoly a funkce obou centrálních bank, a rovněž se budu zabývat jejich organizační strukturou. Podíváme-li se na organizační strukturu obou těchto bank, zjistíme, že se od sebe diametrálně liší. FED je tvořen vícero centrálními bankami, zatímco ECB vystupuje jako nadnárodní autorita, která pouze spolupracuje s centrálními bankami států Evropské měnové unie. K samotné komparaci úkolů, jež tyto banky provádějí, přistoupím v následující kapitole.

3.1 Úkoly FED

„Federální rezervní systém byl kongresem vytvořen, aby poskytoval státu bezpečnější, flexibilnější a stabilnější monetární a finanční systém. Dnes úkoly Federálního rezervního systému spadají do čtyř kategorií (...):“²³

- provádění národní monetární politiky prostřednictvím ovlivňování monetárních nástrojů a úvěrových podmínek v ekonomice za účelem dosažení maximální zaměstnanosti a stabilní cenové hladiny;
- dohled a regulace nad bankovními institucemi a jinými důležitými finančními institucemi s cílem zajistit bezpečnost a spolehlivost národního bankovního a finančního systému a chránit práva spotřebitelů v oblasti úvěrů;
- udržování stability finančního systému a zadržování systematických rizik, které se mohou objevit na finančních trzích;
- poskytování finanční služby vládě Spojených Států, finančním institucím Spojených Států, a oficiálním zahraničním institucím, a zastávání důležité pozice v operacích a dohledu nad národním platebním systémem.²⁴

²³ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *What is the purpose of the Federal Reserve System?* [online]. [Cit. 9. 7. 2016]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/faqs/about_12594.htm

²⁴ Tamtéž.

3.2 Organizační struktura FED

Struktura FEDu je tvořena z Výboru guvernérů (Board of Governors), Federálního výboru volného trhu (Federal Open Market Committee, FOMC), dvanácti Federálních rezervních bank, jejich dvaceti čtyř poboček a čtyř poradních rad. Prakticky se však jedná o jedinou centralizovanou instituci řízenou Výborem guvernérů. Federální rezervní banky disponují určitým stupněm samostatnosti, ale v drtivé většině případů postupují jednotně.²⁵

Výbor guvernérů (Board of Governors) sídlí ve Washingtonu D.C., a je strategickým ústředím centrálního bankovníctví ve Spojených státech amerických a nejdůležitějším orgánem Federálního rezervního systému. Členové tohoto sedmičlenného výboru jsou nominováni prezidentem a schvalováni senátem. Schvalování jsou na období čtrnácti let a na základě rotačního principu²⁶ je každé dva roky zvolen nový člen. Předseda a místopředseda jsou vybíráni ze členů výboru, jmenováni prezidentem a opět potvrzeni senátem. Jejich funkční období jsou čtyři roky (s možností být zvolen/-a až třikrát). Mezi jejich hlavní úkoly patří nastavování monetární politiky, určování úrokových sazeb a stanovování povinných minimálních rezerv pro komerční banky.²⁷

Federální výbor volného trhu (Federal Open Market Committee, FOMC) tvoří všech sedm členů Rady guvernérů, prezident Federální rezervní banky, který je stálým členem, a čtyři prezidenti Federálních rezervních bank ze zbývajících jedenácti, jež jsou na základě rotačního systému voleni na období jednoho roku. Členové se osmkrát ročně scházejí a stanovují cíle a strategie monetární politiky, provádí operace na volném trhu s cennými papíry federální vlády a koordinují devizové intervence.²⁸

Federální rezervní banky (Federal Reserve Banks, FRB) představují síť dvanácti bank, kde každá z nich představuje jeden ze dvanácti měnových distriktů²⁹, jak je uvedeno na obrázku č.1. Tyto banky mají společnou odpovědnost v tom, že dohlíží na finanční instituce a regulují je. Taktéž

²⁵ REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 494. Zbyněk Revenda uvádí k roku 2012 pouze tři poradní rad, v této oblasti nicméně došlo k navýšení jejich počtu na čtyři.

²⁶ Rotační princip znamená, že se každé dva roky vymění jeden člen rady.

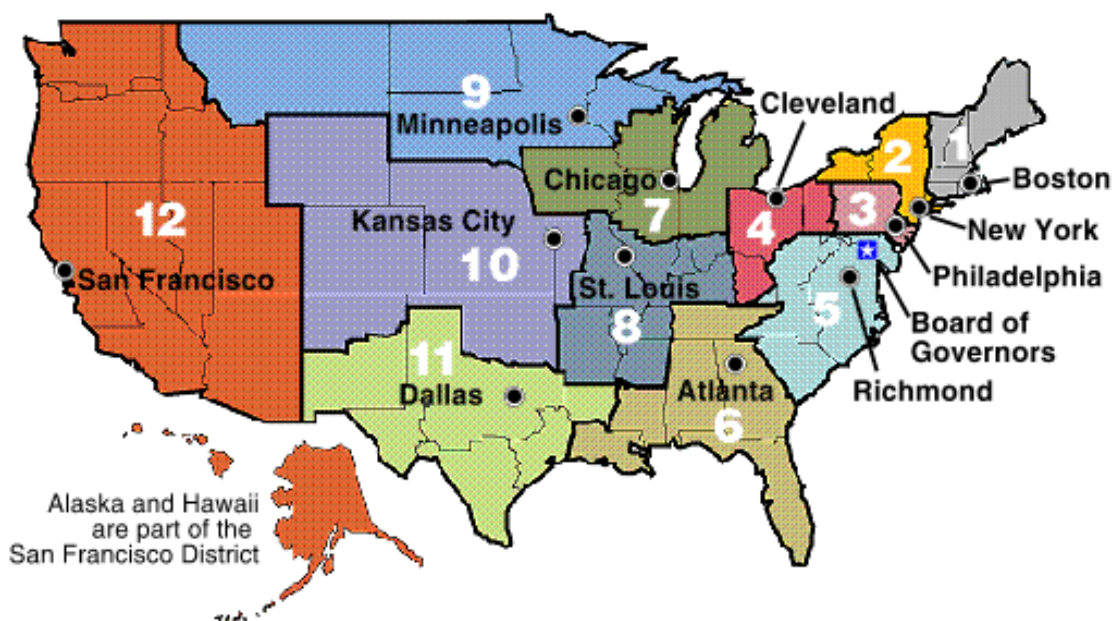
²⁷ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Structure of the Federal Reserve System* [online]. [Cit. 12. 7. 2016]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-board.htm>

²⁸ REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 495.

²⁹ Geografická část území.

přijímají vklady dalších bank a poskytují jim úvěry, emitují bankovky a drží a spravují státní dluh. Mají formu akciových společností ve vlastnictví členských bank. Každá federální rezervní banka má právo stanovit si vlastní diskontní sazbu odlišnou od jiných distriktů. V čele těchto bank je devět ředitelů, kteří si volí jednoho prezidenta. Mezi povinnosti každé z těchto dvanácti bank patří předkládání ročních rozpočtových zpráv ke schválení Radou guvernérů, se kterou jednou týdně musejí konzultovat navrhnoutou diskontní sazbu a základní úrokovou sazbu. Specifické postavení mezi nimi má banka New York, jejíž prezident je stálým členem Federálního výboru volného trhu, protože ta smí jako jediná obchodovat s cizími měnami.³⁰

Obrázek č. 1: Síť dvanácti Federálních rezervních bank



Zdroj: Oficiální internetové stránky Federálního rezervního systému

Poradní rady využívá Federální rezervní systém při plnění mnoha svých odpovědností. Tyto poradní rady, jejichž popis následuje, reprezentují požadavky některých zájmových skupin.³¹

³⁰ REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 495.

³¹ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Advisory Councils* [online]. [Cit. 12. 7. 2016]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/advisorydefault.htm>

- Komunitní poradní rada (Community Advisory Council) byla zformována v roce 2015 za účelem získání informací o rozličných ekonomických a finančních potřebách spotřebitelů. Zvláštní důraz pak byl kladen na potřeby nižší a střední třídy populace.³²
- Poradní rada pro komunitní depozitní instituce (Community Depository Institutions Advisory Council) byla zformována v roce 2010 za účelem poskytování informací Výboru guvernérů z oblasti ekonomiky, úvěrových podmínek a souvisejících záležitostí týkajících se depozitních institucí.³³
- Federální poradní komise (Federal Advisory Council) je složena ze dvanácti představitelů bankovního sektoru. Slouží ke konzultaci všech záležitostí spojených s mandátem Výboru guvernérů. Tato rada se na základě Federal Reserve Act schází minimálně čtyřikrát do roka ve Washingtonu D.C.³⁴
- Rada pro validaci modelů (Model Validation Council), založená v roce 2012 Výborem guvernérů, slouží jako expertní poradce pro posouzení modelů zátěžových testů bankovních institucí. Na základě Dodd-Frank Wall Street reformy a Consumer Protection Act musí Federální rezervní systém provádět zátěžové testy velkých bank a institucí, nad kterými drží dozor.³⁵

Členské banky jsou další složkou Federálního rezervního systému. Je důležité si uvědomit, že se americký bankovní systém od přijetí zákona National Banking Act v roce 1864 stal dvoustupňovým, tzn. že na jedné úrovni existují národní banky a na druhé úrovni banky státní. Banky, které obdržely licenci od Úřadu pro kontrolu oběhiva, se staly bankami národními s federální působností. Ty mají povinnost připojit se k Federálnímu rezervnímu systému. Banky, které mají licenci pouze od příslušné instituce daného státu, jsou označeny jako státní banky, a smí působit pouze na hranicích daného státu. Mají však právo připojit se k Federálnímu rezervnímu

³² BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Community Advisory Council* [online]. [Cit. 13. 7. 2016]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/cac.htm>

³³ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Community Depository Institutions Advisory Council* [online]. [Cit. 13. 7. 2016]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/cdiac.htm>

³⁴ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Federal Advisory Council* [online]. [Cit. 14. 7. 2016]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fac.htm>

³⁵ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Model Validation Council* [online]. [Cit. 15. 7. 2016]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/mvc.htm>

systemu. Členské banky drží akcie Federálních rezervních bank, mají nárok na výplatu dividend a mohou čerpat diskontní úvěry.³⁶

3.3 Úkoly ECB

Ve smlouvě o ES je výkonem funkcí centrální banky pověřen ESCB, a to vzhledem k již zmiňovanému faktu, že některé členské státy EU se doposud neúčastní HMU. Proto je třeba připomenout, že ESCB je řízen rozhodovacími orgány ECB.³⁷

ESCB plní následující úkoly:

- určuje a provádí monetární politiku eurozóny;
- provádí devizové operace;
- drží a spravuje oficiální devizové rezervy států eurozóny;
- podporuje plynulé fungování platebních systémů;
- emituje euro bankovky a mince;
- shromažďuje statistické informace nezbytné pro plnění úkolů Eurosystemu.³⁸

ECB pak plní následující úkoly:

- je rozhodovacím centrem ESCB a Eurosystemu;
- zajišťuje konzistentní provádění politiky ECB;
- vykonává regulatorní pravomoci a právo ukládat sankce;
- iniciuje legislativu Společenství, a v otázkách návrhů legislativy vykonává poradní funkci pro instituce Společenství a členské státy EU;
- plní ty úkoly dřívějšího Evropského měnového institutu, které je zatím třeba plnit ve třetí etapě HMU, neboť některé členské státy EU se HMU neúčastní.³⁹

³⁶ REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 5. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 495.

³⁷ *Smlouva o Evropském společenství*. [online]. [Cit. 7. 9. 2016]. Dostupné z: http://www.euroskop.cz/gallery/2/756-smlouva_o_es_nice.pdf

³⁸ SCHELLER, H. K. *Evropská centrální banka – historie, role a funkce*. [online]. [Cit. 12. 7. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006cs.pdf?817a6a5f66220cbe3dd701f516b41cef>

³⁹ Tamtéž.

3.4 Organizační struktura ECB

ECB je tvořena z celkem čtyř rozhodovacích orgánů. Rada Guvernérů (Governing Council) a Výkonná rada (Executive Board) jsou odpovědné za vývoj, implementaci a realizaci monetární politiky. Třetím rozhodovacím orgánem je Generální rada (General Council); její existence je ale podmíněna existencí členských států EU, které doposud nezavedly jednotnou měnu euro. V pořadí čtvrtým a nejnovějším rozhodovacím orgánem je Rada dohledu (Supervisory Board). Smlouva o Evropském společenství, Statut ESCB a příslušný jednací řád upravují fungování těchto rozhodovacích orgánů, které zastávají dvojí funkci. Na jedné straně řídí ECB, na straně druhé Eurosystem a ESCB.⁴⁰

Rada Guvernérů (Governing Council) je primárním řídicím orgánem ECB. Zasedá v ní šest členů Výkonné rady ECB (včetně jejího prezidenta) a guvernéři národních centrálních bank všech 19 států eurozóny. Ti se scházejí dvakrát měsíčně v sídle ECB ve Frankfurtu nad Mohanem. Tato rada každých šest týdnů vyhodnocuje vývoj hospodářské a měnové situace, a přijímá potřebná opatření. Ve zbylých zasedáních pak přijímá obecné zásady a rozhodnutí pro provádění úkolů, jimiž byly pověřeny ECB a Eurosystem. Všechna měnová rozhodnutí jsou jednou za šest měsíců zdůvodněna na tiskové konferenci.⁴¹

Výkonná rada (Executive Board) je provozním rozhodovacím orgánem ECB. Má šest členů v čele s prezidentem ECB, který je volen Evropským parlamentem na neobnovitelné osmileté období, viceprezidentem ECB a dalšími čtyřmi členy rady. Ti jsou jmenováni na základě svých profesionálních zkušeností v bankovních záležitostech z řad uznávaných odborníků. Primárním úkolem Výkonné rady je realizovat rozhodnutí Rady guvernérů. Mezi další úkoly pak patří příprava zasedání Rady guvernérů, zadávání pokynů národním centrálním bankám eurozóny ve věci provádění monetární politiky a řízení běžné činnosti ECB. Zasedá jednou týdně a její členové jsou obvykle voleni na osmileté období bez možnosti opakování.⁴²

⁴⁰ ECB. *Facts. The European Central Bank, the Eurosystem, the European system of central banks* [online]. [Cit. 16. 8. 2016]. Dostupné z: https://www.centralbank.ie/about-us/Documents/ECB_Facts_Presentation.pdf

⁴¹ ECB. *Rada guvernérů* [online]. [Cit. 16. 8. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.cs.html>

⁴² ECB. *Výkonná rada* [online]. [Cit. 17. 8. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/eb/html/index.cs.html>

Generální rada (General Council) je tvořena z prezidenta a viceprezidenta ECB a guvernérů národních centrálních bank všech členských zemí EU. Tento orgán byl vytvořen na přechodnou dobu, a to vzhledem k faktu, že některé země doposud nepřijaly jednotnou měnu euro. Hlavní náplní tohoto orgánu je plnit úkoly převzaté od Evropského měnového institutu v rámci třetí etapy HMU. Tato rada bude rozpuštěna, jakmile zbývající členské státy zavedou euro.⁴³

Rada dohledu (Supervisory Board) se schází dvakrát měsíčně aby projednala, naplánovala a vykonala všechny úkony ECB týkající se dohledu. Skládá se z předsedy jmenovaného na pět let bez možnosti znovuzvolení, místopředsedy vybraného z členů Výkonné rady ECB, čtyř zástupců ECB a zástupců vnitrostátních orgánů dohledu.⁴⁴

⁴³ ECB. *Generální rada* [online]. [Cit. 19. 8. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.cs.html>

⁴⁴ ECB. *Rada dohledu* [online]. [Cit. 20. 8. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/ssm/html/index.cs.html>

4. Komparace činnosti FED A ECB

V této části práce přistoupím k samotné komparaci činností obou centrálních bank. Budu porovnávat společné znaky a rozdíly mezi jejich fungováním. Zejména se zaměřím na primární úkol obou bank, jímž je definování a uskutečňování monetární politiky. V rámci porovnání přístupů k monetární politice budu rovněž analyzovat reakci obou centrálních bank na finanční krizi v roce 2007.

4.1 Úkoly a pravomoci

Pokud porovnáme úkoly a pravomoci FEDu a ECB zjistíme, že nejdůležitější formou činnosti je pro obě banky definování a provádění monetární politiky. To je velmi obtížné vzhledem k faktu, že obě banky fungují jako centralizované instituce mnoha jiných bankovních institucí, a musí tudíž sladit fungování monetární politiky na úrovni jak jednotlivých států, tak na úrovni unie jako celku. Samotným nastavením monetární politiky se budu zabývat v následující části této kapitoly. Nyní přistoupím ke srovnání dalších povinností těchto bank. Tyto povinnosti již byly zmíněny v podkapitolách 3.1 *Úkoly FED* a 3.3 *Úkoly ECB*. Pro větší přehlednost budu vycházet z tabulky č.1 znázorňující rozdílnosti v obecných povinnostech obou bank.

Tabulka č. 1: Úlohy FED a ECB

	FED	ECB
Definice a implementace monetární politiky	ANO	ANO
Emise bankovek	ANO	ANO
Provádění devizových operací	ANO	ANO
Držení a správa oficiálních rezerv	ANO	ANO
Vystupuje jako fiskální agent pro vládu	ANO	NCB
Podpora stability finančního systému	ANO	ANO
Dohled a regulace nad bankami	ANO	ANO
Implementuje zákony na ochranu spotřebitelů	ANO	Některé NCB
Podpora hladkého chodu platebního systému	ANO	ANO
Shromažďování statistických informací	ANO	ANO
Účast v mezinárodních měnových institucích	ANO	ANO

Zdroj: POLLARD, P.S. *A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve*

Obě banky jsou jediným emitentem peněz ve svých ekonomikách. ECB má stejně jako NCB právo vydávat eurové bankovky, v praxi však ECB jejich vydávání pouze povoluje. Co se týče mincí, jediným jejich legálním vydavatelem jsou NCB. Stejně tak jediným vydavatelem amerického dolaru je FED. Za výdej bankovek i mincí do oběhu jsou odpovědné Federální rezervní banky.⁴⁵

Obě banky také provádí devizové operace a mohou provádět devizové intervence, nicméně odpovědnost za nastavení směnných kurzů připadá v případě amerického dolaru do pravomoci ministerstva financí Spojených států, zatímco v případě eura spadá pod pravomoc ECOFIN.⁴⁶

⁴⁵ POLLARD, P.S. *A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve* [online]. [Cit. 25. 10. 2016]. Dostupné z: <https://m.research.stlouisfed.org/publications/review/03/01/Pollard.pdf>

⁴⁶ Vymezení ECOFINu viz výše (s. 13).

Stejně tak obě banky poskytují finanční služby vládě; vystupují v roli tzv. fiskálního agenta⁴⁷. V případě FEDu se jedná o Federální rezervní banku v St. Louis. V rámci eurozóny vystupuje každá banka zvlášť jako fiskální agent své vlády. Nutno dodat, že existují závazná pravidla, která musí být oběma bankami i státy respektována. Státy například nesmí využít svých fiskálních agentů k financování deficitů ve státním rozpočtu, a centrální banky nesmí mj. prodlužovat dobu splatnosti vládních půjček nebo přímo nakupovat státní dluhopisy.

Co se týče dohledu nad bankami a jejich regulace, byl zde ještě před dvěma lety podstatný rozdíl. FED provádí dohled a regulaci jako jednu ze svých primárních funkcí. ECB tuto povinnost neměla přímo definovanou – až do roku 2014 spadala na jednotlivé banky eurozóny, nicméně od té doby zavedla ECB tzv. mechanismus jednotného dohledu, a sama začala plnit dohlížecí funkci.⁴⁸

FED i ECB mezinárodně spolupracují, a to většinou skrze Banku pro mezinárodní vypořádání⁴⁹. Do mezinárodní spolupráce spadá i účast obou centrálních bank na mezinárodních fórech; obzvláště pak na téma finanční stability a monetární politiky.

Vzhledem k významnému přínosu statistiky v bankovním sektoru obě centrální banky shromažďují a publikují statistická data související s bankovníctvím, monetárními agregáty a vývojem v ekonomice.⁵⁰

4.2 Nezávislost, odpovědnost a transparentnost

V dnešní době jsou centrální banky a jejich rozhodnutí pod drobnohledem expertů i široké veřejnosti. Z historického pohledu se jedná o nový názor na místo a postavení centrálních bank. Důvodem pro jejich nezávislost je ochrana před nežádoucími vlivy, ke kterým by mohlo docházet ze strany politické moci. Mnozí experti argumentují, že přílišná nezávislost je proti demokratickým principům, neboť se by se mohla centrální banka vymknout kontrole a stát se neovlivnitelnou institucí. Takováto instituce nemá v demokratických zemích místo pro svou existenci. Aby došlo

⁴⁷ Pojem fiskální agent znamená, že centrální banka vede účty, inkasa, úhrady a další operace, které souvisejí s běžným hospodařením státního rozpočtu.

⁴⁸ ECB. *Bankovní dohled ECB stručně a jasně* [online]. [Cit. 27. 8. 2016]. Dostupné z: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/ssm.cs.html>

⁴⁹ Banka mezinárodního vypořádání je mezinárodní organizace a slouží jako banka pro centrální banky.

⁵⁰ POLLARD, P.S. *A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve* [online]. [Cit. 25. 10. 2016]. Dostupné z: <https://m.research.stlouisfed.org/publications/review/03/01/Pollard.pdf>

k vyvážení pomyslných vah nezávislosti, musí centrální banky v demokratických zemích vykazovat velký stupeň odpovědnosti a transparentnosti.

Při vzniku ECB byl formulován požadavek na vysokou nezávislost této instituce na vládách členských států EU. Rada guvernérů má naprostou kontrolu nad monetární politikou a má zakázáno přijímat jakékoliv rady od vlád členských států. Maastrichtská smlouva nejenom že garantuje nezávislost ECB, ale požaduje rovněž tu samou nezávislost i od NCB, které se chtějí stát členy Eurosystemu. Nezávislost ECB je definována ve čtyřech bodech.

- Institucionální nezávislost – v právním řádu EU je stanoveno, že ECB ani NCB nesmí přijímat či požadovat pokyny od orgánů Evropské unie ani od vlád členských států EU.
- Funkční nezávislost – ECB je svěřena kompletní kontrola nad monetární politikou a smí využívat rozličné prostředky k jejímu vykonávání, a to včetně nástrojů monetární politiky a vymahatelných sankcí. Aby nedocházelo k politickému vměšování, ECB i NCB nesmí poskytovat jakoukoli formu úvěrů veřejnému sektoru.
- Osobní nezávislost – všichni členové vrcholových orgánů ECB a NCB jsou zabezpečeni formou minimálně pětiletého funkčního období, a to z důvodu, aby nemohli být ovlivněni politickými cykly. Navíc jsou přesně stanoveny podmínky, za kterých mohou být jmenováni, ale i odvoláni.
- Finanční nezávislost – v rámci této nezávislosti nesmí vlády využívat ECB ani NCB k financování rozpočtových výdajů, a stejně tak nesmí ovlivňovat rozpočty centrálních bank. Z tohoto důvodu je ECB finančně autonomní.⁵¹ Základní kapitál je upisován NCB, které se defacto stávají jedinými podílňíky.⁵²

I když byl v roce 1913 FED zformován jako nezávislá instituce, nebyla jeho nezávislosti věnována přílišná pozornost. Důkazem o tom je, že z počátku byli členy Rady guvernérů i ministr financí (Secretary of Treasury) a zaměstnanec úřadu pro dohled nad měnou (Office of the

⁵¹ ECB je finančně nezávislá na EU a hospodaří s vlastním rozpočtem.

⁵² DĚDEK, O. *Historie evropské měnové integrace. Od národních měn k euru*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008, s. 71.

Comptroller of the Currency). S přijetím Banking Act z roku 1935 došlo k eliminaci těchto dvou pozic v radě a taktéž k prodloužení funkčních období členů rady z deseti na čtrnáct let.⁵³

Stejně jako ECB i FED má naprostou samostatnost v provádění monetární politiky a nesmí přímo financovat státní rozpočtové výdaje. Navíc je finančně nezávislý na vládě a členové jeho rady jsou voleni na období delší než pět let (vyjma předsedy Rady guvernérů).

Obě centrální banky musí v zájmu zachování transparentnosti a odpovědnosti podávat o své činnosti pravidelné zprávy, neboť jsou z demokratického pohledu na věc obě odpovědné především vůči široké veřejnosti. Na odpovědnost a transparentnost je nahlíženo jako na protiváhu samostatnosti centrálních bank.

FED musí dvakrát ročně podat zprávu americkému kongresu o stavu ekonomiky a o jeho rozhodnutích týkajících se monetární politiky. FOMC musí po každé schůzce vydat prohlášení o rozhodnutích, která přijal / nepřijal. V návaznosti na finanční krizi z roku 2007 začal i FED zvyšovat svou transparentnost co se netradičních nástrojů monetární politiky týče.⁵⁴

Ve smlouvě o fungování Evropské unie je stanoveno, že ECB je primárně odpovědná Evropskému parlamentu jako zástupci občanů, a rovněž musí podávat pravidelné zprávy radě EU. Aby ECB ještě zvýšila míru své transparentnosti, vydává každý týden rozvahu, která obsahuje informace o monetárních operacích, úrokových sazbách a investiční aktivitě. Zároveň po čtyřech týdnech od zasedání Rady guvernérů zveřejňuje záznamy z jednání, na nichž je přijímána monetární politika.⁵⁵

4.2.1 Shrnutí

Když jsem porovnal nezávislost, odpovědnost a transparentnost obou centrálních bank, zjistil jsem, že obě vykazují vysokou míru těchto vlastností. Nicméně rozdíl můžeme najít ve způsobu, jakým jsou voleni předsedové obou bank, kde prezident ECB je volen defacto hlavami státu (popř.

⁵³ BERNANKE, S.B.; proslov předsedy Rady guvernérů FEDu pronesen na mezinárodní konferenci Institutu pro monetární a ekonomická studia v Tokiu dne 25. května 2010 [online]. [Cit. 25. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100525a.htm?guid=ON>

⁵⁴ Tamtéž.

⁵⁵ ECB. *Odpovědnost* [online]. [Cit. 19. 8. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/accountability/html/index.cs.html>

předsedy vlády), tudíž je zde určitý prostor pro uplatňování politického vlivu. Dalším rozdílem vidím v době, na kterou jsou guvernéři jmenováni. Předseda FEDu je jmenován pouze na období čtyř let. Jak jsem již zmiňoval, pro zachování osobní samostatnosti je vhodné, aby byli členové vrcholového orgánu centrální banky jmenováni minimálně na pětileté období, a to z důvodu zabránění výskytu politických cyklů.

4.3 Cíle monetární politiky

Centrální banky regulují množství peněz v oběhu za účelem dosažení svých konečných cílů. V téměř všech vyspělých ekonomikách lze ve stále větší míře sledovat stanovení konečného cíle v podobě podpory cenové stability, resp. boje proti inflaci.⁵⁶ Avšak centrální banky mohou sledovat i další cíle. Například podporu cíle ekonomického, podporu zaměstnanosti apod. Tyto monetární cíle se mohou dostat do konfliktu, a to především v krátkodobém horizontu. V takovém případě musí centrální banka nastavit určitému cíli prioritu na úkor cílů ostatních.⁵⁷

Aby centrální banky dosáhly svých konečných cílů, musí si nejdříve zvolit cíle operativní. V současné době se téměř výhradně využívá krátkodobá tržní úroková míra. Centrální banky mohou díky snižování nebo zvyšování této míry ovlivnit za použití výše popsaného transmisního mechanismu svůj konečný cíl. V následujících dvou podkapitolách se budu věnovat cílům, které si mnou komparované banky zvolily.

4.3.1 Cíle FED

Kongres Spojených států amerických stanovil ve Federal Reserve Act jako hlavní úkoly monetární politiky FEDu maximální zaměstnanost, cenovou stabilitu a stabilitu dlouhodobých úrokových sazeb. Ve svém prohlášení z ledna 2012 FOMC upřesnil dlouhodobé cíle FEDu, kdy prohlásil, že míra inflace ve výši 2 % je nejvíce konzistentní právě s mandátem FEDu. FOMC přímo nedefinoval přesnou míru pro maximální zaměstnanost, neboť míra zaměstnanosti je ovlivňována značným množstvím neměřitelných faktorů. Uvedl ale, že musí být průběžně

⁵⁶ Inflace je definována jako nárůst všeobecné cenové hladiny, kdy dochází k poklesu kupní síly peněz.

⁵⁷ REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 79.

informován svými členy o odhadovaných vývoji této míry, aby mohlo docházet k operativnímu stanovení cílové míry. V roce 2016 byla tato odhadována na 4,5 – 5 %.⁵⁸

4.3.2 Cíle ECB

ECB má legislativně definován pouze jeden cíl monetární politiky, a ten je uveden v Maastrichtské smlouvě. „*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 (...).*“⁵⁹ Cenová stabilita byla přesněji definována Radou guvernérů v říjnu 1998 jako meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) pro eurozónu o méně než 2 % ve střednědobém časovém horizontu. Rada guvernérů tuto definici v květnu 2003 ještě upřesnila, když dodala, že „*při snaze zajistit cenovou stabilitu je jejím cílem udržet ve střednědobém horizontu míru inflace na úrovni, která bude pod 2 %, ale která se bude této hladině blížit.*“⁶⁰ Nicméně pokud není cenová hladina v ohrožení, smí ECB využívat svých monetárních nástrojů k podpoře jiných hospodářských politik EU. Těmi může být například ekonomický růst nebo vysoká úroveň zaměstnanosti.

4.3.3 Shrnutí

Při porovnání cílů monetární politiky FEDu a ECB jsem zjistil, že ECB má na rozdíl od FEDu jenom jeden primární cíl, a tím je cenová stabilita. Dále má – na rozdíl od FEDu – míru tohoto cíle kvantifikovanou. Oproti ECB působí cíle monetární politiky FEDu chaoticky. Žádný z cílů FEDu nemá prioritu a v krátkodobém časovém úseku se dokonce vylučují; možná právě z tohoto důvodu ze strany FEDu nikdy nedošlo k přímé kvantifikaci jednotlivých cílů. FED musí zcela určitě přiřazovat prioritu některému ze svých cílů, pokud si to situace žádá, ale jak tento proces probíhá, zůstává nejasné.

⁵⁸ FED. *What are the Federal Reserve's objectives in conducting monetary policy?* [online]. [Cit. 6. 9. 2016]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/faqs/money_12848.htm

⁵⁹ ČLENSKÉ STÁTY. *Konsolidované znění Smlouvy o fungování Evropské unie.* Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/cs/TXT/?uri=CELEX:12012E/TXT>

⁶⁰ GERDESMEIER, D., MONGELLI, F. P., ROFFIA, B. *The Eurosystem, The US Federal Reserve and the Bank of Japan* [online]. [Cit. 10. 9. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp742.pdf?232f502ba3fe5024bb67abd9d56393d0>

4.4 Nástroje monetární politiky

Jedna z nejdůležitějších činností centrálních bank je realizace monetární politiky. Prostřednictvím regulace množství peněz v oběhu, úrokových sazeb, popř. měnového kursu se centrální banky snaží plnit konečné cíle své monetární politiky. Tento komplikovaný proces začíná volbou vhodných nástrojů, za jejichž pomoci lze nejprve ovlivňovat operativní cíle monetární politiky, které následně přispívají k naplnění cílů konečných.⁶¹ V následujících dvou podkapitolách se budu věnovat nástrojům monetární politiky, které FED a ECB využívají.

4.4.1 Nástroje FED

Jak již bylo řečeno v předcházející kapitole o cílech monetární politiky, primárními cíli monetární politiky FEDu jsou maximální zaměstnanost, stabilní ceny a přiměřené dlouhodobé úrokové sazby. Důležitým faktorem při plnění těchto cílů je skutečnost, že inflace spolu se zaměstnaností a dlouhodobé úrokové sazby podléhají tržní fluktuaci. Přijatá rozhodnutí mají tedy spíše střednědobý až dlouhodobý charakter, neboť se mohou projevit až s odstupem času.

Odpovědnost za diskontní sazbu a povinné minimální rezervy spadají do pravomoci Rady guvernérů, a FOMC je odpovědný za operace na volném trhu. Využívající těchto tří nástrojů FED ovlivňuje poptávku po penězích a jejich nabídku, které mají depozitní instituce uložené ve Federálních rezervních bankách, a tímto způsobem ovlivňuje Federal funds rate (FFR). FFR je úroková míra, za kterou si depozitní instituce vzájemně půjčují prostředky na mezibankovním trhu, a pro FED slouží jako operativní cíl.⁶²

Tři hlavní cíle monetární politiky FEDu mají stejnou prioritu, a na základě mandátu od kongresu Spojených států používá FED k jejich dosažení následující nástroje:

- 1. Operace na volném trhu (Open Market Operations, OMO)** jsou nejdůležitějším a nejpoužívanějším nástrojem, kterým FED ovlivňuje monetární politiku. Princip tohoto nástroje spočívá v nákupu a prodeji cenných papírů federální vlády nebo federálních agentur na volném trhu. Ve své podstatě se jedná o ovlivňování výše bankovních rezerv,

⁶¹ REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 5. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 225–226.

⁶² FEDERAL RESERVE EDUCATION.ORG. *Monetary Policy Basics* [online]. [Cit. 10. 9. 2016]. Dostupné z: <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions/monetary-policy>

kteří mají depozitní instituce uložené ve federálních bankách, a tím přímo ovlivňují FFR. V praxi se pokles či růst FFR projeví snížením nebo zvýšením úrokových sazeb z poskytovaných úvěrů, což ovlivní ekonomiky na všech dalších podúrovních. Všechny operace provádí Federální centrální banka v New Yorku na denní bázi. Lze je rozdělit na dočasné a permanentní.

- Dočasné operace ovlivňují monetární politiku pomocí dohod o zpětném odkupu či prodeji. Krátkodobý zpětný odběr cenných papírů a refinanční operace jsou používány k dočasnému ovlivnění portfolia FEDu, což ovlivňuje FFR.
- Permanentní operace jsou přímé nákupy či prodej cenných papírů. Při nákupu cenných papírů FED navýší federální rezervy, a dojde tak k permanentnímu snížení FFR, a při prodeji dojde naopak ke snížení rezerv a zvýšení FFR.⁶³

2. Diskontní sazba (Discount Rate) je úroková míra, za kterou je možné si od Federálních rezervních bank vypůjčit prostředky. Slouží především k uvolnění tlaku na trhu s rezervami a pomáhá zajistit základní stabilitu platebního systému dodáním likvidity v dobách, kdy je systém vystaven zátěži. Pokud depozitní banky splní podmínky pro tuto půjčku, mají Federální rezervní banky pro tyto účely následující čtyři programy:

- Primární úvěr je krátkodobá půjčka, která slouží depozitním institucím spíše jako záloha k pokrytí likvidity, než jako stabilní zdroj financování. Rezervní banky vydávají prohlášení o výši úrokové sazby každých 14 dní.
- Sekundární úvěr je půjčka krátkodobého charakteru pro depozitní instituce, které nesplňují pravidla pro primární úvěr. Vzhledem k větší rizikovosti je i úroková sazba vyšší než u primárních úvěrů, a depozitní instituce prochází důkladnějším schvalovacím procesem.
- Sezonní úvěr slouží depozitním institucím ke zvládnutí významných sezónních výkyvů v jejich půjčkách a depozitech. Sezonní úvěr je dostupný institucím, které jsou schopny prokázat pravidelný výskyt těchto výkyvů ve svém systému financování. Výše úrokové sazby je stanovena průběžně v závislosti na trhu.⁶⁴

⁶³ FED. *Open market operations* [online]. [Cit. 16. 9. 2016]. Dostupné z: <https://apps.newyorkfed.org/markets/autorates/temp>

⁶⁴ FED. *The Discount Rate* [online]. [Cit. 18. 9. 2016]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/discountrate.htm>

- Nouzový úvěr může být schválen Radou guvernérů v neobvyklých až kritických situacích, a poskytnut účastníku v některém ze schválených programů nebo facilit. FED musí ale nejdříve získat důkaz, že účastník těchto programů nebo facilit nemá možnost získání úvěru u jiných bankovních institucí.⁶⁵

3. Povinné minimální rezervy (Minimum Reserve Requirements) jsou peněžité prostředky, které musí depozitní instituce složit ve federálních bankách k pokrytí případných rizik, která jim mohou vzniknout. V rámci limitů specifikovaných zákonem má Rada guvernérů pravomoc pro změny v těchto rezervách.⁶⁶ V případě potřeb může FED zvýšit nebo snížit velikost minimálních rezerv, a tak ovlivnit množství peněz v oběhu. Momentálně je sazba povinných minimálních rezerv nastavena na 10 %. Tento nástroj se však v praxi používá zřídka.⁶⁷

4.4.2 Nástroje ECB

ECB dodává za předem stanovenou úrokovou sazbu peněžní prostředky do celého systému ESCB, a vzhledem k jejímu monopolnímu postavení je jenom na ní, jakou sazbu nastaví. Díky transmittnímu mechanismu tak může ovlivňovat změny v sazbách na peněžních trzích a potažmo i cenovou hladinu. Jako operační kritérium zde vystupují krátkodobé úrokové sazby. Pokud chce například ECB snížit míru inflace, zvýší tyto úrokové sazby, a pokud chce naopak míru inflace zvýšit, úrokové sazby sníží.⁶⁸

Pro dosažení svých cílů ECB v rámci Euro systému využívá tři instrumentů. Jsou jimi operace na volném trhu, stálé facility a povinné minimální rezervy. Následuje popis jednotlivých instrumentů.

- **Operace na volném trhu (Open Market Operations, OMO)** jsou v rámci ECB rozděleny do čtyř skupin a signalizují postoj, který ECB zaujala ve své monetární politice.

⁶⁵ FED. Open market operations [online]. [Cit. 17. 9. 2016]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm

⁶⁶ FED. Reserve Requirements [online]. [Cit. 17. 9. 2016]. Dostupné z: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>

⁶⁷ FEINMAN, J. N. *Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform* [online]. [Cit. 27. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/0693lead.pdf>

⁶⁸ SCHELLER, H. K. *Evropská centrální banka – historie, role a funkce* [online]. [Cit. 12. 7. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006cs.pdf?817a6a5f66220cbe3dd701f516b41cef>

- Hlavní refinanční operace (Main Refinancing Operations, MRO) znamenají pro ECB možnost řídit likviditu v bankovním sektoru oběma směry. Tyto transakce k poskytnutí likvidity se uskutečňují v pravidelných týdenních intervalech a jejich úroková míra je stanovena Radou Guvernérů.
- Dlouhodobější refinanční operace (Longer-Term Refinancing Operations, LTRO) jsou obchody určené k poskytnutí dlouhodobější likvidity. Oproti MRO se tyto transakce uskutečňují jednou za měsíc, a doba splatnosti je tři měsíce.
- Operace jemného doladění (Fine-Tuning Operations) slouží k jemnému doladění ve výkyvech v likviditě. Lze je použít kdykoli.⁶⁹
- Strukturální operace (Structural Operations) mohou být prováděny v rámci Eurosystemu prostřednictvím reverzních transakcí, přímých transakcí a vydávání dluhopisů. Tyto operace se provádějí, pokud si ECB přeje upravit strukturální pozici Eurosystemu vůči finančnímu sektoru. Vzhledem k nízké četnosti jejich využití nemají pevně stanovenou dobu splatnosti.⁷⁰
- **Stálé facility (Standing facilities)** patří k často využívaným instrumentům ECB. Prostřednictvím dvou stálých facilit, které ECB nabízí, může opět ovlivňovat likviditu v bankovním sektoru. Oproti OMO, které probíhají formou výběrových řízení, je zde iniciativa v rukou ekonomických subjektů. O úrokových sazbách obou facilit rozhoduje Rada guvernérů. K dispozici jsou následující dvě stálé facility.
 - Mezní zápůjční facilit umožňuje při složení kolaterálu⁷¹ v podobě způsobilých aktiv získat od NCB likviditu do druhého dne.
 - Vkladová facilit slouží jako protiklad k mezní zápůjční facilitě. Banky si mohou přebytečnou likviditu do druhého dne uložit u ECB. Ta však bankám neposkytuje žádný kolaterál.⁷²
- **Povinné minimální rezervy (Minimum Reserve Requirements)** jsou posledním nástrojem monetární politiky ECB, a slouží ke stabilizaci úrokové sazby a k vytvoření nedostatku likvidity. Stejně tak jako FED i ECB vyžaduje, aby úvěrové instituce měly u

⁶⁹ DĚDEK, O. *Doba eura: Úspěchy i nezdary společné evropské měny*. 1. vyd. Praha: Linde Praha a. s., 2014, s. 54.

⁷⁰ ECB. *The Eurosystem's instruments* [online]. [Cit. 20. 9. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>

⁷¹ Kolaterál jsou peněžní prostředky nebo finanční nástroje, které jsou poskytnuty jako předmět finančního zajištění.

⁷² DĚDEK, O. *Doba eura: Úspěchy i nezdary společné evropské měny*. 1. vyd. Praha: Linde Praha a. s., 2014, s. 59.

centrální banky uložené minimální rezervy pro případ zvýšené frekvence výběru peněžních prostředků klienty. Výše podílu rezerv se odvíjí od počtu vkladů v těchto institucích, obecně ale platí 2% sazba. Úvěrové instituce musí požadovanou výši rezerv splňovat za udržovací období jednoho měsíce. Tyto vklady jsou následně úročeny krátkodobou úrokovou sazbou⁷³.

4.4.3 Shrnutí

Při porovnání nástrojů monetární politiky jsem zjistil následující podobnosti a rozdíly. Společné znaky můžeme vidět ve využití operací na volném trhu k provádění monetární politiky a ve skutečnosti, že obě centrální banky vyžadují, aby u nich měly komerční banky složené rezervy. Nicméně i v těchto nástrojích využívaných oběma bankami existují určité rozdíly. FED provádí majoritní část operací na volném trhu skrze Federální banku v New Yorku, a to na denní bázi. Lze tedy konstatovat, že svou monetární politiku provádí centralizovaně a s vysokou frekvencí. Oproti tomu ECB provádí operace na volném trhu jednou za týden skrze všechny NCB spadající do Eurosystemu, tudíž velice decentralizovaně a s nižší frekvencí. Rozdíl u povinných minimálních rezerv, které obě banky vyžadují od úvěrových institucí, je v jejich velikosti. V eurozóně mají úvěrové instituce povinnost složit 2 % a u FEDu až 10 % z vkladů. Rada guvernérů má ale oproti ECB pravomoc dočasně pozastavit minimální rezervy. Nejdůležitějším rozdílem mezi nástroji monetární politiky je ale systém jednodenních úvěrů. FED využívá diskontní sazby a ECB využívá dvě stálé facility. ECB skrze tyto stálé facility umožňuje investovat přebytečnou likviditu nebo si naopak zapůjčit likviditu potřebnou. Oproti tomu FED regulací diskontní sazby kontroluje bankovní rezervy, a tím i nabídku peněz.

4.5 Strategie monetární politiky

Ve své práci jsem již zmínil cíle i nástroje monetární politiky. Nyní budu komparovat její strategie, které si obě centrální banky zvolily. Tyto strategie musíme vnímat jako základní rámec

⁷³ ECB. *Evropská centrální banka, Eurosystem, Evropský systém centrálních bank* [online]. [Cit. 20. 9. 2016]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_cs_webcs.pdf

uvažování bank. Jejich cílem je opodstatnění rozhodnutí centrálních bank týkajících se monetární politiky, a vnesení určité konzistence a řádu do celé problematiky.

„...cesta od měnově-politických opatření ke konečnému cíli cenové stability bývá poměrně dlouhá, plná zákrut a nečekaných překvapení.“⁷⁴

Oldřich Dědek

4.5.1 Monetární strategie FED

FED se na počátku své existence zaměřoval spíše na poskytování likvidity, neboť do roku 1929 převládala deflační tendence. Změna nastala právě roku 1929, kdy 24. října došlo ke krachu na newyorské burze, a FED se zaměřil na podporu stability ekonomiky jako celku. Tento přístup udržoval až do 60. let, kdy započaly problémy s inflací. Stávající strategie monetární politiky opět musela být přehodnocena. FED se rozhodl pro nastolení agresivního přístupu k řízení peněžní zásoby místo volné monetární politiky, již uplatňoval doposud – to vše s cílem snížení míry inflace. Tento přístup vstoupil do historie pod názvem „čistý monetaristický experiment,“ a pod taktovkou Paula Volckera, který v té době předsedal Radě guvernérů, se FED snažil prosazovat omezení hospodářské politiky k usměrnění množství peněz v oběhu, a řídit rovněž nabídku peněz. Tento přístup vydržel až do roku 1987, kdy byl do čela FEDu jmenován nový předseda – Alan Greenspan. Ten začal upřednostňovat tzv. rizikový management, kdy řešil stávající problémy na základě aktuálního stavu ekonomiky. Tato strategie se záhy stala terčem kritiky, neboť zde hrál velkou roli subjektivní úsudek. Problémem byla i nízká míra transparentnosti celého procesu.⁷⁵ Po roce 2000 pak postupně dochází k přetransformování dosavadní strategie FEDu. Je uplatňována strategie, která by se dala označit jako „dívej se na vše.“ Ta je založená na sledování vývoje několika různých ekonomických indikátorů; jako jsou například údaje o nezaměstnanosti, výrobě, mzdách apod. V tomto kroku lze vidět posun směrem k cílování inflace, neboť informace z těchto indikátorů jako celku pomáhají utvářet směr monetární politiky.⁷⁶ V roce 2016 FED vydává prohlášení, v němž

⁷⁴ DĚDEK, O. *Doba eura: Úspěchy i nezdary společné evropské měny*. 1. vyd. Praha: Linde Praha a. s., 2014, s. 40.

⁷⁵ MEULENDYKE, A. *U.S. Monetary Policy & Financial Markets* [online]. [Cit. 22. 9. 2016]. Dostupné z: <https://research.stlouisfed.org/aggreg/meulendyke.pdf>

⁷⁶ GOODFRIENDS, M. *The Phases of U.S. Monetary Policy: 1987 to 2001* [online]. [Cit. 24. 9. 2016]. Dostupné z: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.203.1570&rep=rep1&type=pdf>

potvrzuje svou strategii cílování míry inflace, a definuje rámec této politiky jako zmírnění odchylek v inflaci v návaznosti na jeho dlouhodobé cíle.⁷⁷

4.5.2 Monetární strategie ECB

Monetární strategie ECB zůstala od jejího vzniku takřka beze změn. ECB se za použití transitního mechanismu snaží co nejlépe zachovat cenovou stabilitu ve střednědobém horizontu, čímž se snaží předcházet deflaci a zachovat nízkou kladnou míru inflace. Vzhledem ke zpoždění v transmisiím procesu ovlivní dnešní změny v monetární politice cenovou hladinu až po několika měsících, nebo dokonce letech. To znamená, že centrální banky potřebují vědět, jaká orientace monetární politiky je nutná dnes, aby byla udržena cenová stabilita v budoucnu. V tomto smyslu tedy musí monetární politika vycházet z předpokladů o budoucím vývoji.⁷⁸

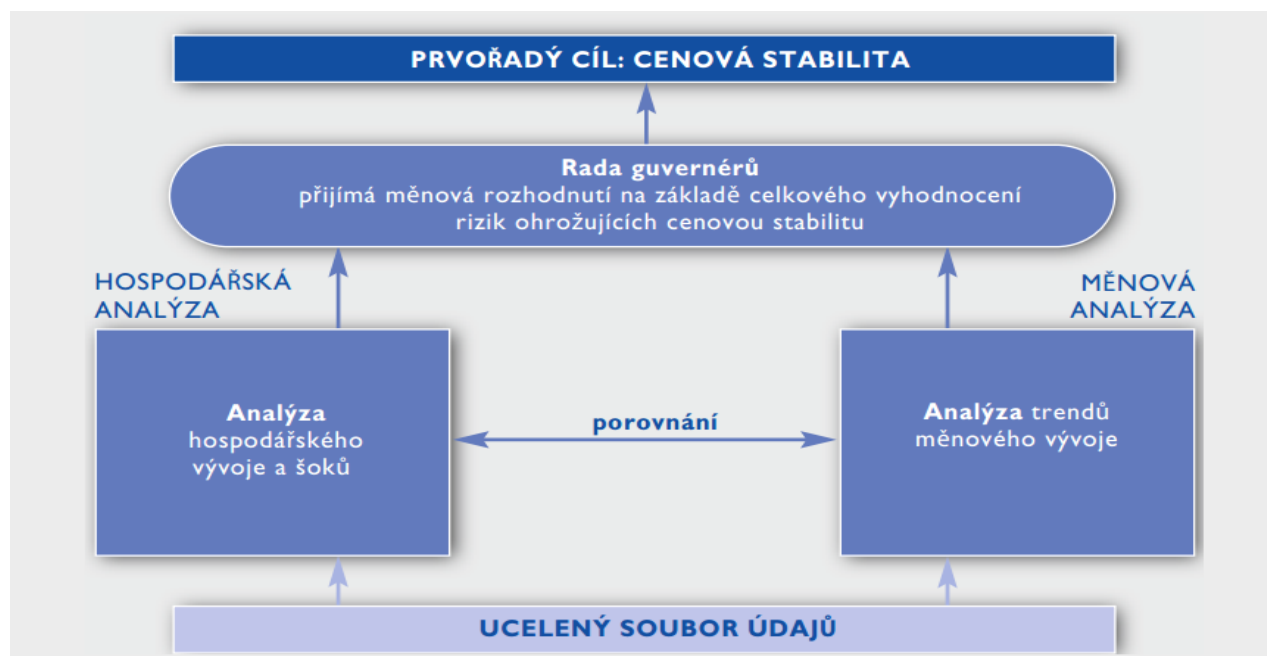
Od této skutečnosti se přímo odvíjí koncepce strategie monetární politiky ECB, která využívá dva analytické prvky, jejichž pomocí analyzuje případná rizika ohrožující její primární cíl cenové stability. Tato strategie je označována jako „dvoupilířová“, neboť se zaměřuje na dva hlavní typy analýzy, a to na hospodářskou a měnovou. Tuto strategii znázorňuje schéma č. 2.

Takto diverzifikovaný přístup slouží k omezení rizika špatných rozhodnutí a spoléhání se na jeden zdroj informací. Lze říci, že tento „dvoupilířový“ systém představuje nástroj na organizaci informací sloužící ECB k posouzení rizik vztahujících se k cenové stabilitě.

⁷⁷ FED. *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy* [online]. [Cit. 26. 9. 2016]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals_20160126.pdf

⁷⁸ SCHELLER, H. K. *Evropská centrální banka – historie, role a funkce* [online]. [Cit. 29. 9. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006cs.pdf?817a6a5f66220cbe3dd701f516b41cef>

Schéma č. 2: Strategie monetární politiky ECB



Zdroj: SCHELLER, H.K. Evropská centrální banka – historie, role a funkce.

Hospodářská analýza

V rámci této analýzy se ECB snaží posuzovat současný hospodářský a finanční stav ekonomiky. Tento takzvaný první pilíř slouží jako podklad pro odhalování rizik krátkodobého až střednědobého charakteru. Zaměřuje se na vliv proměnných, které by mohly ovlivnit vývoj cenové hladiny. Mezi veličiny, které ECB zkoumá, patří například působení nabídky a poptávky, sledování podmínek na trhu práce či sledování fiskální politiky a platební bilance členských zemí eurozóny. Nedílnou součástí je i analýza případných šoků, které ohrožují cenovou stabilitu. ECB sleduje rovněž vývoj na finančních trzích a ceny aktiv, neboť ty naznačují očekávání trhu, a to včetně očekávání vývoje cen do budoucna. Například koupí dluhopisu subjekty nepřímo naznačují, jaké je jejich očekávání ohledně budoucího vývoje na trzích. Na základě získaných údajů je pak dvakrát ročně vypracována makroekonomická projekce vývoje inflace, která je prezentována Radě guvernérů. Nutno dodat, že tyto projekce jsou velmi složité. Počítají s celou řadou proměnných, a slouží pouze jako jeden z nástrojů pro rozhodnutí rady.⁷⁹

⁷⁹ SCHELLER, H. K. *Evropská centrální banka – historie, role a funkce* [online]. [Cit. 29. 9. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006cs.pdf?817a6a5f66220cbe3dd701f516b41cef>

Měnová analýza

V rámci měnové analýzy využívá ECB ke všeobecnému vyhodnocení ve finančním systému měnové agregáty. Tento postup je založen na všeobecném faktu, že existuje úzká souvislost mezi růstem peněžní zásoby a inflací. Měnové agregáty jsou pak rozděleny do tří skupin – M1, M2 a M3. Tyto agregáty jsou pro větší přehlednost uvedeny v tabulce č. 2.

Tabulka č. 2: Definice peněžních agregátů

Pasiva ¹	M1	M2	M3
Emitované oběživo	X	X	X
Jednodenní vklady	X	X	X
Vklady s dohodnutou splatností do 2 let		X	X
Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců		X	X
Repo operace			X
Akcie/podílové listy fondů peněžního trhu a papíry peněžního trhu			X
Emitované dluhové cenné papíry do 2 let			X

Zdroj: Oficiální internetové stránky České národní banky

Rozdíl mezi měnovými agregáty je dán mírou jejich likvidity, kdy M1 představuje peněžní prostředky s nejvyšší mírou likvidity, M2 se střední mírou a M3 s nejnižší mírou likvidity. K hodnocení vývoje peněžní zásoby využívá ECB především měnový agregát M3. ECB vyhlásila referenční hodnotu pro tento agregát v podobě meziročního tempa růstu o 4,5 %. Tato referenční hodnota je měřítkem pro vyhodnocování vývoje peněžní zásoby eurozóny. Zde je nutné dodat, že se ECB nezaměřuje na agregát M3 jenom jako na celek, ale zaměřuje se i na jeho jednotlivé součásti, neboť devíce jednotlivých součástí mohou poskytnout lepší přehled nad agregátem M3 jako celkem.⁸⁰

⁸⁰ SCHELLER, H. K. *Evropská centrální banka – historie, role a funkce* [online]. [Cit. 1. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006cs.pdf?817a6a5f66220cbe3dd701f516b41cef>

4.5.3 Shrnutí

Za téměř sto let existence FED prošla jeho strategie monetární politiky značnou řadou změn. FED vystřídal mnoho přístupů k měnové politice v závislosti na ekonomické a politické situaci. Oproti tomu monetární strategie ECB se za poměrně krátkou dobu její existence některak významně nezměnila. FED uplatňuje strategii kontroly odchylek od cíle cenové stability a maximální zaměstnanosti, kde maximální možnou míru těchto cílů stanovuje na základě makroekonomických ukazatelů FOMC. Primární rozdíl mezi přístupy k monetární politice byl ještě do roku 2016 v názoru na cílování inflace. FED toto cílování do nedávna vehementně odmítal a taktéž ho nikterak nekvantifikoval. Nicméně v prohlášení FOMC z 26. ledna 2016 bylo stanoveno, že se stejně jako ECB bude snažit dosahovat maximálně 2 % míry roční inflace, která je sledována pomocí indexu HICP. ECB tuto strategii spolu se sledováním vývoje peněžního agregátu M3 prosazuje už od svého počátku. Strategie ECB je postavena na systému tzv. „dvou pilířů“, kde se první pilíř věnuje právě otázce cenové stability a druhý pilíř je postaven na sledování a analýze makroekonomických ukazatelů. Nicméně FED ve své strategii nadále nepřiradil prioritu žádnému ze svých cílů monetární politiky, takže mala míra transparentnosti je zde stále zjevná.

4.6 Reakce na finanční krizi z roku 2008

V následujících dvou podkapitolách se budu zabývat změnou v činnosti monetární politiky u sledovaných centrálních bank v reakci na finanční krizi. Budu porovnávat implementaci standardních i nestandardních nástrojů monetární politiky při boji proti krizi. Vzhledem k rozsahu tohoto tématu se zaměřím pouze na změny v letech 2008 až 2013 neboť je zde dle mého názoru nejlépe vidět rozdílný přístup obou centrálních bank k tomuto problému.

4.6.1 Reakce FED

V roce 2007 vypukla v Americe krize na hypotéčních trzích, která měla za následek obrovské propady na burzovních trzích. Tuto krizi vyvolaly rizikové obchody s hypotéčními úvěry a nedůslednost ochranných institucí, které měly na tyto obchody dohlížet. V důsledku toho 15. září 2008 vyhlásila jedna z největších amerických bank Lehman Brothers bankrot. Tím krize vyústila až do celosvětové finanční krize. Začal se rozpadat peněžní trh, banky si začaly úzkostlivě střežit svou likviditu, nebyly ochotné si navzájem půjčovat, a aktiva na finančních trzích zamrzla. V návaznosti na to přijala Rada guvernérů několik opatření, aby zabránila šíření krize a oživila

peněžní trhy. Mezi tato opatření patřilo snižování úrokových sazeb, vytvoření nových facilit a kvantitativní uvolňování.⁸¹ Ke každému z nich nyní uvedu několik charakteristik.

1. Snižování úrokových sazeb je tradičním nástrojem monetární politiky, schopným ovlivnit za pomoci transmisního mechanismu cenovou hladinu. FED v první řadě přistoupil ke snižování své operativní sazby FFR, aby pomohl oživit trh zasažený krizí. Od roku 2007, kdy se tato hodnota nacházela na 5,25 %, se postupně snižovala až téměř k nulové hodnotě, poblíž které se nachází i dnes. Bohužel se toto opatření začalo jevit jako nedostatečné, a FED přistoupil k více nekonvenčním metodám monetární politiky.
2. Nové facility byly různé programy na pomoc depozitním institucím, které měly problémy s likviditou. FED tím chtěl podpořit zájem bank o poskytování úvěrů. Dnes už se ale většina těchto programů nevyužívá. Patřily mezi ně například následující.
 - Term auction facility (TAF) – v rámci tohoto programu FED dražil v aukci půjčky depozitním institucím se splatností za 28 nebo 84 dní. Tyto půjčky měly širší rozsah, než půjčky poskytované přes operace na volném trhu. Přístup k nim měly pouze depozitní instituce, které měly oprávnění pro primární úvěr v rámci diskontní politiky. Půjčku získaly v první řadě instituce, které nabídly nejlepší úrokovou míru na zapůjčené prostředky. První aukce začala 12. prosince 2007, poslední proběhla 8. dubna 2010.⁸²
 - Primary dealer credit facility (PDCF) – tento program fungoval jako půjčky přes noc pro primární dealery v podobném smyslu, jako funguje diskontní sazba. Tím, že FED poskytl depozitním institucím zdroj likvidity, pomohl zlepšit situaci na finančních trzích.⁸³
 - Term securities lending facility (TSLF) – program TSLF sloužil jako nástroj pro výměnu státních dluhopisů za různé typy aktiv, která finanční instituce poskytly

⁸¹ FED. *The Federal Reserve's response to the financial crisis and actions to foster maximum employment and price stability* [online]. [Cit. 29. 9. 2016]. Dostupné z:

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm

⁸² FED. *Term Auction Facility (TAF)* [online]. [Cit. 4. 10. 2016]. Dostupné z:

https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_taf.htm

⁸³ FED. *Primary Dealer Credit Facility (PDCF)* [online]. [Cit. 4. 10. 2016]. Dostupné z:

https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_pdcf.htm

FEDu. Tato výměna měla maximální dobu trvání 28 dní. Program byl ukončen 1. února 2010.⁸⁴

3. Kvantitativní uvolňování (Quantitative Easing, QE) je nestandardním nástrojem monetární politiky, ke kterému se FED uchýlil v listopadu 2008 proto, že standardní nástroje monetární politiky byly neefektivní. Spočíval v odkupu dlouhodobějších finančních aktiv ze strany centrální banky od bank komerčních, popř. od jiných finančních institucí. V kombinaci s nízkou úrokovou mírou a QE mělo dojít ke zvýšení rezerv bank a následnému poskytování dalších úvěrů od komerčních bank pro ekonomické subjekty.⁸⁵ Celkem se jednalo o čtyři vlny QE s rozdílnými výsledky efektivity. Následuje popis jednotlivých fází QE a operace Twist, která byla jeho součástí.

- QE1 – V rámci první vlny QE, která trvala od listopadu 2008 do března 2010, bylo jako první krok vyhlášeno, že FED odkoupí cenné papíry zajištěné hypotékami v hodnotě 600 miliard dolarů a jiné typy dluhů od vládou podporovaných hypotečních agentur Fannie Mae a Freddie Mac v hodnotě dalších 100 miliard dolarů.⁸⁶ To podpořilo oživení realitního úvěrového trhu. Začátkem března 2009 FED oznámil další odkupování cenných papírů, a to včetně dlouhodobých státních dluhopisů. V této době držel FED aktiva v celkové hodnotě 1,75 biliónu dolarů. Bohužel ani takto razantní krok nestačil k zastavení recese, která se dále zhoršovala. V návaznosti na tyto skutečnosti vyhlásil FED odkoupení dalších MBS v hodnotě 750 miliard dolarů, dlouhodobých státních dluhopisů v hodnotě 300 miliard dolarů a 100 miliard dolarů v dlužích Fannie Mae a Freddie Mac. K červnu 2010 dosáhla hodnota aktiv odkoupených FED na neuvěřitelnou částku 2,1 biliónu dolarů. Tehdejší předseda FEDu Ben Bernanke v té době zastavil další nákupy, neboť se ekonomika začala pomalu zlepšovat.⁸⁷

⁸⁴ FED. *Term Securities Lending Facility (TSLF) and TSLF Options Program (TOP)* [online]. [Cit. 6. 10. 2016]. https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_tslf.htm

⁸⁵ KENNY, T. *What is Quantitative Easing?* [online]. [Cit. 26. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/what-is-quantitative-easing-416916>

⁸⁶ Mezi tyto agentury patřily především Fannie Mae a Freddie Mac.

⁸⁷ AMADEO, K. *What Is QE1? Definition, Overview, Did It Work* [online]. [Cit. 26. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/what-is-qe1-3305530>

- QE2 – V návaznosti na QE1 bylo rozhodnuto, že od listopadu 2010 do června 2011 proběhne další kolo QE. Důvodem tohoto dalšího kola byla celková neefektivita QE1, neboť banky, od kterých FED odkupoval cenné papíry, se stále bály půjčovat peníze ekonomickým subjektům. Za normálních okolností by tyto odkupy přiměly banky půjčovat více peněz, ale banky odpověděly, že po recesi není dost důvěryhodných klientů, kterým by mohly půjčovat. Odpovědí FEDu byl nákup aktiv, která měla dlouhodobý nominální charakter, jako například desetileté pokladniční poukázky. Každý měsíc tak v rámci QE2 odkoupil FED aktiva v hodnotě 30 miliard dolarů. Cílem bylo udržet úrokové míry tak nízko, aby došlo ke zlevnění bydlení.⁸⁸
- Operace Twist – V rámci této operace docházelo k nákupu dlouhodobých státních dluhopisů z výnosů, které FED získal z krátkodobých pokladničních poukázek. Byla spuštěna v září 2011 jako součást programu QE. Účelem operace Twist bylo snížení výnosů z dlouhodobých státních dluhopisů, a tedy i úrokové sazby. Vzrůstající cena dluhopisů byla v důsledku působení principu nabídky a poptávky vykompenzována nižšími výnosy pro investory. To vytvořilo tlak ke snižování dlouhodobé úrokové sazby – výše výnosu ze státních dluhopisů s desetiroční splatností se totiž využívá jako standard pro určování úrokové míry úvěrů s pevnou sazbou, a to včetně hypoték. FED využil operace Twist ke zvýšení zájmu o půjčky ze strany spotřebitelů.⁸⁹
- QE3 – V září 2012 došlo ke spuštění v pořadí již třetího kola QE. To spočívalo opět v nákupu MBS, a to v hodnotě 40 miliard dolarů. V kombinaci s operací Twist se tedy jednalo o likviditu v hodnotě 85 miliard dolarů, kterou FED vypustil do ekonomiky. Rozdílem oproti předešlým kolům QE byla především skutečnost, že FED oznámil, že tento program neskončí, dokud nedojde ke značnému zvýšení pracovních příležitostí. Poprvé v historii tak FED vyzdvihl cíl maximální zaměstnanosti před svůj hlavní cíl cenové stability.⁹⁰

⁸⁸ AMADEO, K. *QE2 (Quantitative Easing 2): Did It Work?* [online]. [Cit. 26. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/quantitative-easing-2-3305531>

⁸⁹ AMADEO, K. *Federal Reserve's Operation Twist: Did It Work?* [online]. [Cit. 28. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/federal-reserve-s-operation-twist-3305529>

⁹⁰ AMADEO, K. *What is QE3? Pros and Cons* [online]. [Cit. 28. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/what-is-qe3-pros-and-cons-3305533>

- QE4 – V pořadí již čtvrté kolo QE bylo spuštěno v lednu 2013. Navazovalo na QE3, a stejně jako jeho předchůdci bylo i toto kolo ve znamení nákupu MBS a státních dluhopisů. Konkrétně se jednalo o nákup v hodnotě 85 miliard dolarů každý měsíc.⁹¹ Pro QE4 byly stanoveny dvě podmínky jeho ukončení. Buď klesne nezaměstnanost pod 6,5 %, nebo míra inflace vzroste nad 2,5 %. FED dal tímto krokem jasně najevo, že jeho zájmem je především stimulovat ekonomický růst. Tento razantní postoj pomohl odstranit nejistotu, která panovala na finančních trzích, a zároveň pomohl pozitivně stimulovat ekonomický sektor.⁹²

4.6.2 Reakce ECB

Po pádu banky Lehman Brothers se ekonomická krize začala šířit do celého světa. Aby ECB zmírnila důsledky šířící se krize, přijala několik opatření ke zlepšení situace na mezibankovním trhu. Prvním opatřením bylo postupné snižování úrokové sazby u hlavních refinančních operací, a to až na historická minima blížící se k nulové hranici. Tento krok standardní monetární politiky se ale postupem času začal jevit jako nedostačující, proto ECB přistoupila k několika nestandardním opatřením. Patřila zde především implementace nestandardních nástrojů monetární politiky. Následuje popis jednotlivých nástrojů, které ECB využila při boji proti finanční krizi.⁹³

- Enhanced Credit Support Programme (ECSP) – Pod programem posílení úvěrové podpory, který byl přijat v říjnu 2008, se skrývalo hned několik opatření. Mezi ně patřilo především dodávání neomezené likvidity finančním institucím od ECB za hlavní refinanční sazbu, pokud byly schopné zaručit se adekvátním kolaterálem. Cílem bylo zajistit krátkodobé finanční potřeby bank proto, aby byly dále ochotny poskytovat úvěry společně a domácnostem. Dalším krokem bylo rozšíření možného kolaterálu, kterým se finanční instituce mohly zaručit. To umožnilo vícero finančním institucím přístup k operacím Eurosystemu. Třetím krokem v rámci programu ECSP bylo prodloužení maximální doby

⁹¹ V prosinci došlo ke snížení této hodnoty o 10 miliard dolarů.

⁹² AMADEO, K. *QE4: Explanation, Pros, and Cons* [online]. [Cit. 28. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/qa4-explanation-pros-and-cons-3305532>

⁹³ ECB. *The ECB's response to the financial crisis* [online]. [Cit. 30. 10. 2016]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf

splatnosti dlouhodobých refinančních operací z původních tří měsíců na šest měsíců. Posléze, v květnu 2009, došlo na rozšíření splatnosti až na dobu jednoho roku. V návaznosti na tato opatření ECB poskytovala likviditu především v amerických dolarech, aby podpořila banky financované převážně v této měně.⁹⁴ Tento mix byl v květnu 2009 rozšířen o další nástroj sloužící k dodávání likvidity, a to o program nákupu krytých obligací⁹⁵ (Covered Bond Purchase Programme, CBPP). Díky tomuto programu si mohly banky v eurozóně obstarávat dlouhodobější finanční zdroje.⁹⁶

- Securities Markets Programme (SMP) – Program pro trhy s cennými papíry byl třetím krokem, který ECB v reakci na finanční krizi implementovala. Tento program z května 2010 měl formu přímých intervencí na vybraných trzích s vládními dluhopisy. Aby ECB neporušila nařízení EU, směla tyto dluhopisy nakupovat pouze na sekundárním trhu, a tyto operace byly také plně sterilizovány.⁹⁷ Hlavním zdrojem nejistoty byla neschopnost dohodnout se, jak pomoci Řecku a Itálii. Intervenční zásahy ECB měly na situaci v těchto zemích pouze dočasný dopad, a napětí na trzích s dluhopisy neustoupilo. Aby bylo zabráněno systémovému kolapsu, ECB nejdříve snížila svou sazbu hlavních refinančních operací na 1 %. Poté následovalo obnovení již ukončených programů. Obnoven byl například program dlouhodobých refinančních operací (Longer-term refinancing operations, LTRO), který patří ke standardním nástrojům monetární politiky. Cílem bylo poskytnutí levné dlouhodobé likvidity bankám tak, aby nedošlo k zastavení jejich ochoty poskytovat úvěry.⁹⁸
- Outright Monetary Transactions (OMT) – Program přímých měnových transakcí, který byl schválen Radou guvernérů v září 2012, měl opět formu zásahů ECB do sekundárního trhu s vládními dluhopisy. Ve své podstatě byla ECB v případě potřeby ochotna odkoupit všechny dluhopisy konkrétních zemí eurozóny. Cílem bylo obnovit důvěru v trhy zemí, které byly finanční krizí postiženy nejvíce. Tento program se neobešel bez kontroverzí, neboť se jednalo o přímé intervence prováděné ECB. Zde je vhodné dodat, že tento program

⁹⁴ Tamtéž.

⁹⁵ Kryté obligace jsou cenné papíry s delší dobou splatnosti, které jsou zajištěné hotovostním tokem ze svazku bonitních podkladových aktiv.

⁹⁶ DĚDEK, O. *Doba eura: Úspěchy i nezdary společné evropské měny*. 1. vyd. Praha: Linde Praha a. s., 2014, s. 261.

⁹⁷ Likvidita poskytnuta v rámci programu SMP byla zpětně odčerpána pomocí jiných operací, aby bylo zabráněno riziku zvyšování inflace.

⁹⁸ DĚDEK, O. *Doba eura: Úspěchy i nezdary společné evropské měny*. 1. vyd. Praha: Linde Praha a. s., 2014, s. 262.

nebyl nikdy využit, protože už samotná jeho existence pomohla situaci na finančních trzích uklidnit.⁹⁹ Negativní postoje vůči programu OMT kulminovaly podáním stížnosti 37 tisíc německých občanů k německému ústavnímu soudu. Argumentem pro tuto stížnost byla skutečnost, že nakupováním dluhopisů v neomezené míře by mohlo dojít k porušení zákazu monetizace¹⁰⁰ státního dluhu. Nicméně německý ústavní soud dospěl k závěru, že ECB nepřekračuje své pravomoci.¹⁰¹

4.6.3 Shrnutí

Pokud srovnáme reakci obou bank na finanční krizi ve námi sledovaném období zjistíme, že obě banky se snažily bojovat proti krizi třemi základními způsoby. FED i ECB snižovali úrokové míry až na historická minima, obě dodávaly mimořádnou likviditu finančnímu systému a taktéž obě rozšířily záběr přijímaného kolaterálu.

FED reagoval oproti ECB již v roce 2007 kdy začal dramaticky snižovat FFR a zavedl první záchranná opatření. Reakce ECB se dostavila až na počátku roku 2008, kdy spustila první řadu záchranných opatření v podobě refinančních operací. ECB však nechtěla poskytovat velký objem likvidity z obav, že dojde ke zvýšení míry inflace. Oproti tomu FED prováděl daleko objemnější a kontroverznější operace, jako byl například program kvantitativního uvolňování, kdy se FED stal přímým věřitelem spotřebitelů. FED se v rámci QE uchýlil k nákupu státních dluhopisů, byl za to ale kritizován ze strany ECB. Nicméně od roku 2010 nezbylo ECB nic jiného než využít stejného kroku jako FED a v rámci programu SMP a OMT docházelo k odkupu státních dluhopisů na sekundárním trhu.

Lze konstatovat, že obě centrální banky přistoupily v reakci na krizi k odkupu aktiv od vlád i od soukromého sektoru, kde se od sebe lišily především v rychlosti reakce a v objemu poskytované pomoci.

⁹⁹ Tamtéž, s. 264.

¹⁰⁰ Monetizace dluhu je odkup cenných papírů vydaných státem, centrální bankou.

¹⁰¹ ČTK. *Německý soud k OMT: ECB může nakupovat dluhopisy členských zemí* [online]. [Cit. 1. 11. 2016].

Dostupné z: <http://roklen24.cz/a/w44QS/nemecky-soud-k-omt-ecb-muze-nakupovat-dluhopisy-clenskych-zemi>

5. Analýza srovnání ekonomického vývoje v USA a eurozóně

V této části práce budu srovnávat makroekonomické ukazatele v návaznosti na cíle, které si mnou sledované centrální banky zvolily. Jedná se o ukazatele míry inflace, míry nezaměstnanosti a hrubého domácího produktu (HDP). Obě banky budu analyzovat jako odlišné celky, jež se tyto ukazatele snaží ovlivnit, neboť lze dle mého názoru právě na těchto makroekonomických ukazatelích sledovaných odbornou veřejností posoudit, zda je vyvíjená činnost obou bank v souladu s jejich proklamovanými cíli a mandáty, které jim byly uděleny. Při této analýze se zaměřím na období od roku 1999 do roku 2015.

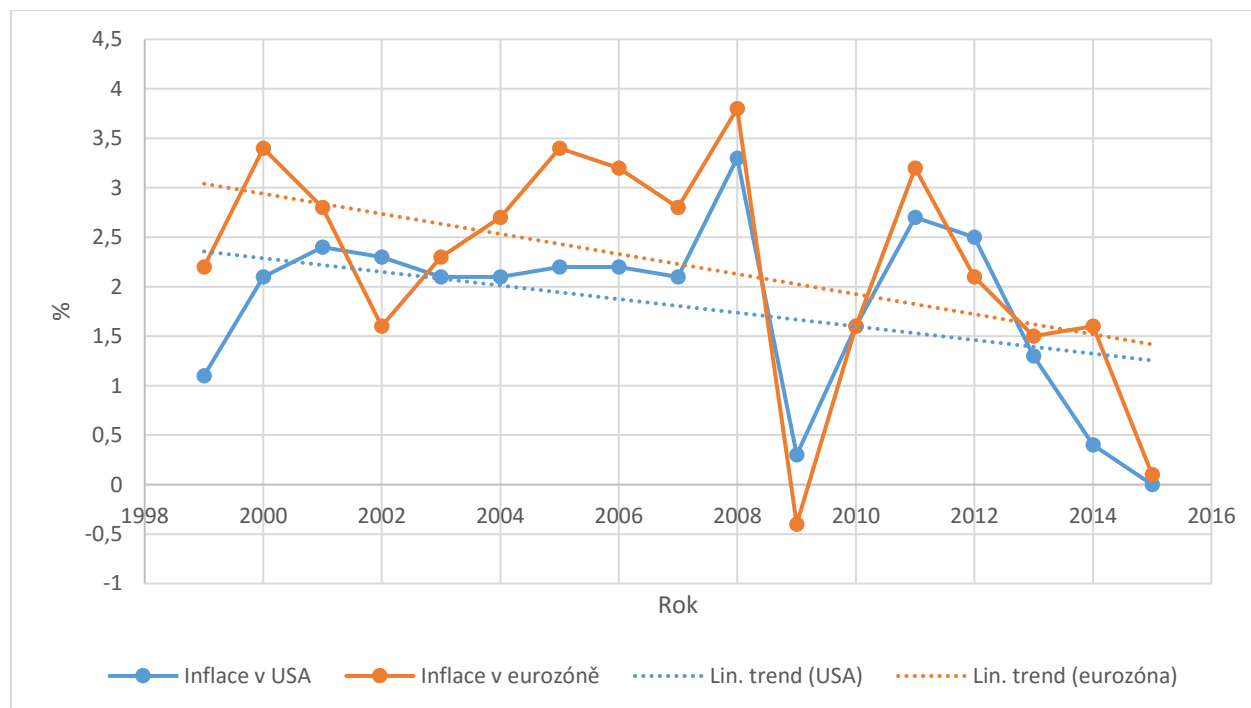
5.1 Míra inflace v letech 1999–2015

Inflace je významným problémem moderní doby, a odborníci z řad ekonomů se dodnes přou o tom, co je její pravou příčinou. Inflace nutně neznamená, že je něco v nepořádku s ekonomikou dané země – problém nastává v případě jejích nečekaných výkyvů. ECB se již od svého založení zaměřila především na cílování této hodnoty, kdy je v rámci její monetární politiky cílování inflace primárním úkolem. Jak jsem již uvedl v předchozích částech práce, ECB tuto hodnotu kvantifikovala jako meziroční růst inflace pro eurozónu o méně než 2 %. FED na druhou stranu toto cílování do roku 2016 odmítal, a rozhodoval se na základě stávající ekonomické situace. FOMC ale 24. ledna 2016 rozhodl, že v tomto případě bude následovat ECB, a přiměřenou míru inflace taktéž kvantifikoval v 2% pásmu. Míru inflace v USA a eurozóně znázorňuje graf č. 1.

Když srovnáme vývoj inflace v USA a eurozóně, zjistíme, že do roku 2008 se míra inflace pohybovala okolo 2–3 %, což je dle širokého spektra odborníků přijatelná míra. Zlom nastal po vypuknutí krize na amerických trzích, kdy došlo k prudkému poklesu. Tento pokles se zastavil až ke konci roku 2009, kdy obě centrální banky implementovaly řadu protikrizových opatření, a značně snižovaly úrokové sazby. Míra inflace se opět začala vracet ke stanoveným hranicím centrálních bank ze začátku roku 2011. Dle mého názoru však obě banky implementovaly programy, které jsou až příliš na hranici jejich mandátu, a jejichž důsledek se může negativně projevit v budoucím ekonomickém vývoji. Mezi tato opatření bych zařadil především programy, které sloužily k odkupu velkého množství toxických aktiv od finančních institucí, a programy na odkup státních dluhopisů na sekundárním trhu. Do grafu č. 1 jsem pro větší přehlednost zanesl

rovněž lineární spojnici trendu¹⁰², která ve sledovaném období naznačuje klesající tendenci v hladině inflace. Ta se momentálně v USA i eurozóně pohybuje okolo nulové hranice. Lze tedy spekulovat, zda centrální banky těmito kroky až příliš nezasáhly do vývoje míry inflace.

Graf č. 1: Míra inflace v USA a eurozóně



Zdroj: World DataBank; vlastní úprava

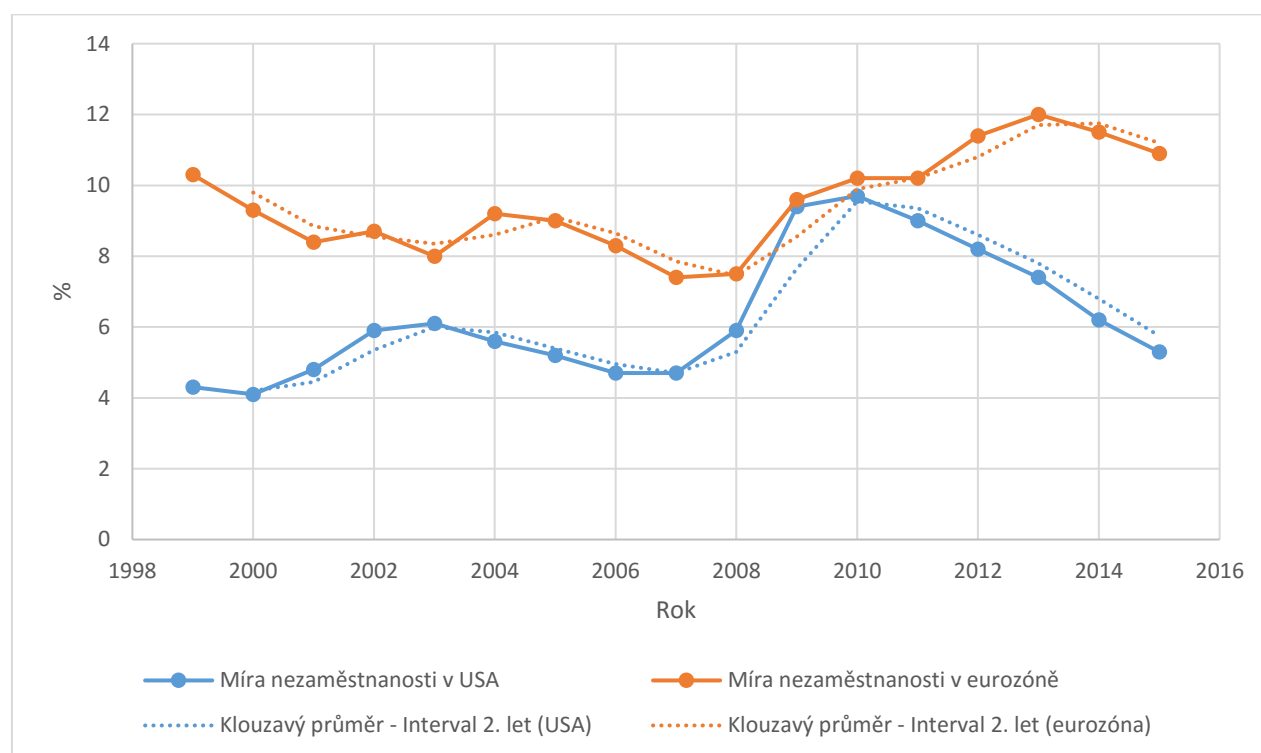
5.2 Míra nezaměstnanosti v letech 1999–2015

Míra nezaměstnanosti je ekonomy označována jako hlavní problém současného hospodářství. Důsledky nezaměstnanosti jsou zpomalení růstu HDP a sociální problémy. Aby ECB zabránila výskytu ekonomických cyklů, sleduje v rámci svého mandátu vývoj nezaměstnanosti i přesto, že se v tomto případě nejedná o její primární cíl. FED má oproti tomu dosahování maximální zaměstnanosti – neboli nízké nezaměstnanosti – přímo definováno ve svých cílech monetární politiky. Při pohledu na graf č. 2 můžeme vidět srovnání nezaměstnanosti v USA a eurozóně. Průměrná nezaměstnanost v mnou sledovaném období dosahovala v USA 6,2 % a v eurozóně 9,5 %. Je zde vidět, že od roku 2007, kdy vypukla finanční krize, začala nezaměstnanost

¹⁰² Lineární trend se používá pro proložení souboru bodů přímkou. Jeho vzorec je: $y = b_1 + b_2x$.

v USA i eurozóně stoupat. Pro větší přehlednost jsem v tomto případě využil klouzavých průměrů¹⁰³ s intervalem dva roky. Díky nim můžeme z grafu č. 2 vyčíst, že od roku 2010 dochází v USA k poklesu míry nezaměstnanosti, zatímco v případě eurozóny k poklesu nedochází až do roku 2013. To dle mého názoru naznačuje, že FED – aby dosáhl svého kvantifikovaného cíle průměrné nezaměstnanosti v rozsahu od 4,5 % do 5 % – reagoval rychleji, a z počátku implementoval nestandardní nástroje měnové politiky v daleko větším objemu než ECB. Ta se rozhodla významněji zakročit až v momentě, kdy finanční krize odhalila špatné hospodaření některých členských států eurozóny.

Graf č. 2: Míra nezaměstnanosti v USA a eurozóně



Zdroj: World DataBank; vlastní úprava

5.3 Růst HPD v letech 1999–2015

Průměrný přírůstek HDP byl do roku 2008 v USA i eurozóně 1,6 % (v některých případech dosahovala eurozóna i vyššího přírůstku než USA). Na grafu č. 3 lze však vidět, že v pozdějších letech – zejména po roce 2011 – se růst HDP v obou sledovaných případech začíná velmi lišit.

¹⁰³ Klouzavý průměr zachycuje podíl hodnot v určitém období. Jeho vzorec je: $MA = (C1 + C2 + \dots + Cn) / N$.

eurozóna se oproti USA dlouho vzpamatovávala z důsledků krize. Dle mého názoru je zde určitá propojenost s decentralizací celého Eurosystemu. Finanční krize odhalila špatné hospodaření některých členských států eurozóny, a ECB nezbylo nic jiného, než se v rámci programu OMT uchýlit k nákupu státních dluhopisů na sekundárním trhu. Nabízí se otázka, zda by ECB mohla reagovat rychleji a účinněji, pokud by byla zvýšena transparentnost jednotlivých národních centrálních bank, a tím i ECB jako celku.

Graf č. 3: Růst HDP v USA a eurozóně



Zdroj: World DataBank; vlastní úprava

Závěr

Cílem mé bakalářské práce bylo komparovat činnost Federálního rezervního systému a Evropské centrální banky. Tento cíl byl dle mého názoru – vzhledem k rozsahu tématu – splněn jen částečně, proto bych se této problematice rád věnoval i v budoucnu; například v rámci své diplomové práce.

Při komparaci základních úkolů, které centrální banky provádějí, jako je například emise oběživa nebo dohled nad finančním sektorem, jsem žádné podstatné rozdíly nezjistil. Nicméně na zásadní rozdíl jsem narazil při komparaci klíčových oblastí monetární politiky. Obě banky mají rozdílné cíle, jichž se snaží dlouhodobě dosáhnout. Této skutečnosti odpovídá i jejich vyvíjená činnost v oblasti monetární politiky. FED se zaměřuje na tři hlavní cíle, a to cenovou stabilitu, maximální možnou míru zaměstnanosti a stabilitu dlouhodobých úrokových sazeb. ECB má oproti tomu pouze jeden cíl, a tím je cenová stabilita.

Když jsem srovnával rozdíly mezi těmito institucemi, došel jsem k několika dalším důležitým poznatkům. Zatímco jádro FEDu je tvořeno centrálními bankami, ECB žádné centrální banky netvoří. Lze konstatovat, že obě banky mají podobnou strukturu s výjimkou způsobu, jakým je volen předseda. V případě FEDu je předseda schvalován Radou guvernérů, zatímco u ECB je volen zástupci národních vlád členských zemí. Výrazný rozdíl je i v přístupu obou centrálních bank k problematice monetární politiky. ECB od počátku své existence až do současnosti využívá strategii „dvoupilířového“ systému, na jehož základě se snaží docílit cenové stability. Tento systém se dle mého názoru jeví jako velmi účinný nástroj k cílování míry inflace. Oproti tomu FED přistupuje k měnové politice na základě analýzy makroekonomických veličin, což se jeví jako velmi problematický a málo transparentní přístup k vedení monetární politiky. K problematičnosti tohoto přístupu přispívá i skutečnost, že na rozdíl od ECB, která má jediný hlavní cíl, má FED tři základní cíle, a žádnému z nich nepřipisuje prioritní postavení. Nejdůležitějším rozdílem mezi nástroji monetární politiky je ale systém jednodenních úvěrů. V jeho rámci FED využívá diskontní sazby, zatímco ECB využívá dvě stálé facility. Poslední skutečností, na níž bych chtěl poukázat, je, že FED provádí majoritní část operací na volném trhu skrze Federální banku v New Yorku na denní bázi. Lze tedy konstatovat, že svou monetární politiku provádí centralizovaně a s vysokou frekvencí. ECB oproti tomu provádí operace na volném trhu jednou za týden skrze všechny NCB spadající do Eurosystemu, tudíž velice decentralizovaně a s frekvencí nižší.

V poslední části své práce jsem analyzoval makroekonomické ukazatele v USA a eurozóně. Zde jsem na základě dedukce za použití dostupných grafů konstatoval, že FED i ECB aplikovaly až přílišná opatření ke zmírnění následků finanční krize, a důsledky, které tyto kroky měly, by se mohly negativně projevit v budoucím ekonomickém vývoji. Taktéž jsem konstatoval, že reakce FEDu byla oproti ECB razantnější a rychlejší, což se pozitivně projevilo na vývoji HDP v USA.

Summary

This bachelor thesis is mainly focused on the comparison of activities of the Federal Reserve System and the European Central Bank. It consists of two parts. One theoretical and one practical part. In the theoretical part, which is divided into three chapters I describe the topic of central banking as whole, and a short history of both central banks. This part also contains the organizational structure of both banks. In the practical part, which consists of two chapters I compare the two banks against each other in terms of function, independency, transparency, monetary goals and monetary strategy. Also, part of this chapter is the reaction of both central banks to the financial crisis that erupted in 2008. In the second chapter of the practical part I focus on analysis of macroeconomic data. Every chapter in the practical part has a short summary at the end, that points out differences between the two central banks.

Seznam použitých pramenů a literatury

Knižní zdroje

DĚDEK, O. *Historie evropské měnové integrace. Od národních měn k euru*. 1.vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7400-076-8

DĚDEK, O. *Doba eura: Úspěchy i nezdary společné evropské měny*. 1. vyd. Praha: Linde Praha a. s., 2014. ISBN 978-80-7201-933-5

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

REVENDA, Z. MANDEL, M., KODERA, J., MUSÍLEK, P., DVOŘÁK, P. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6

Internetové zdroje

AMADEO, K. *What Is QE1? Definition, Overview, Did It Work* [online]. [Cit. 26. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/what-is-qe1-3305530>

AMADEO, K. *QE2 (Quantitative Easing 2): Did It Work?* [online]. [Cit. 26. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/qe2-quantitative-easing-2-3305531>

AMADEO, K. *Federal Reserve's Operation Twist: Did It Work?* [online]. [Cit. 28. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/federal-reserve-s-operation-twist-3305529>

AMADEO, K. *What is QE3? Pros and Cons* [online]. [Cit. 28. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/what-is-qe3-pros-and-cons-3305533>

AMADEO, K. *QE4: Explanation, Pros, and Cons* [online]. [Cit. 28. 10. 2016]. Dostupné z: <https://www.thebalance.com/qe4-explanation-pros-and-cons-3305532>

BERNANKE, S.B.; proslov předsedy Rady guvernérů FEDu pronesen na mezinárodní konferenci Institutu pro monetární a ekonomická studia v Tokiu dne 25. května 2010 [online].

[Cit. 25. 10. 2016]. Dostupné z:

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100525a.htm?guid=ON>

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *What is the purpose of the Federal Reserve System?* [online]. [Cit. 9. 7. 2016]. Dostupné z:

https://www.federalreserve.gov/faqs/about_12594.htm

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Structure of the Federal Reserve System* [online]. [Cit. 12. 7. 2016]. Dostupné z:

<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-board.htm>

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Advisory Councils* [online]. [Cit. 12. 7. 2016]. Dostupné z:

<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/advisorydefault.htm>

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Community Advisory Council* [online]. [Cit. 13. 7. 2016]. Dostupné z:

<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/cac.htm>

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Community Depository Institutions Advisory Council* [online]. [Cit. 13. 7. 2016]. Dostupné z:

<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/cdiac.htm>

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Federal Advisory Council* [online]. [Cit. 14. 7. 2016]. Dostupné z:

<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fac.htm>

BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Model Validation Council* [online]. [Cit. 15. 7. 2016]. Dostupné z:

<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/mvc.htm>

ČTK. *Německý soud k OMT: ECB může nakupovat dluhopisy členských zemí* [online]. [Cit. 1. 11. 2016]. Dostupné z: <http://roklen24.cz/a/w44QS/nemecky-soud-k-omt-ecb-muze-nakupovat-dluhopisy-clenskych-zemi>

ČLENSKÉ STÁTY. *Konsolidované znění Smlouvy o fungování Evropské unie*. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/cs/TXT/?uri=CELEX:12012E/TXT>

ČNB. *Hospodářská a měnová politika v EU* [online]. [Cit. 8. 7. 2016]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/cr_eu_integrace/#vznik

DĚDEK, O. *Maastrichtská kritéria*. [online]. [Cit. 26. 10. 2013]. Dostupné z: http://www.zavedenieura.cz/cs/euro/eurozona/maastrichtska-kriteria?EUR=1000000000&CZK=&submit=Přepočti&app=eukalkulacka&originalValueCzk=270250&originalValueEur=10000#MaKr_1

WORLD BANK. *World databank*. [online]. [Cit. 30. 10. 2016]. Dostupné z: <http://databank.worldbank.org/data/home.aspx>

ECB. *The ECB's response to the financial crisis* [online]. [Cit. 30. 10. 2016]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201010en_pp59-74en.pdf

ECB. *Hospodářská a měnová unie (HMU)* [online]. [Cit. 6. 7. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.cs.html>

ECB. *Hospodářská a měnová unie (HMU)* [online]. [Cit. 9. 7. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.cs.html>

ECB. *Facts. The European Central Bank, the Eurosystem, the European system of central banks* [online]. [Cit. 16. 8. 2016]. Dostupné z: https://www.centralbank.ie/about-us/Documents/ECB_Facts_Presentation.pdf

ECB. *Rada guvernérů* [online]. [Cit. 16. 8. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.cs.html>

ECB. *Výkonná rada* [online]. [Cit. 17. 8. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/eb/html/index.cs.html>

ECB. *The Eurosystem's instruments* [online]. [Cit. 20. 9. 2016]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html>

ECB. *Generální rada* [online]. [Cit. 19. 8. 2016]. Dostupné z:
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.cs.html>

ECB. *Rada dohledu* [online]. [Cit. 20. 8. 2016]. Dostupné z:
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/ssm/html/index.cs.html>

ECB. *Bankovní dohled ECB stručně a jasně* [online]. [Cit. 27. 8. 2016]. Dostupné z:
<https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/ssmexplained/html/ssm.cs.html>

ECB. *Odpovědnost* [online]. [Cit. 19. 8. 2016]. Dostupné z:
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/accountability/html/index.cs.html>

ECB. *Evropská centrální banka, Eurosystem, Evropský systém centrálních bank* [online]. [Cit. 20. 9. 2016]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_cs_webcs.pdf

FED. *Term Auction Facility (TAF)* [online]. [Cit. 4. 10. 2016]. Dostupné z:
https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_taf.htm

FED. *Open market operations* [online]. [Cit. 17. 9. 2016]. Dostupné z:
https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_openmarketops.htm

FED. *Primary Dealer Credit Facility (PDCF)* [online]. [Cit. 4. 10. 2016]. Dostupné z:
https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_pdcf.htm

FED. *Term Securities Lending Facility (TSLF) and TSLF Options Program (TOP)* [online]. [Cit. 6. 10. 2016]. https://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_tslf.htm

FED. *What are the Federal Reserve's objectives in conducting monetary policy?* [online]. [Cit. 6. 9. 2016]. Dostupné z: https://www.federalreserve.gov/faqs/money_12848.htm

FED. *Open market operations* [online]. [Cit. 16. 9. 2016]. Dostupné z:
<https://apps.newyorkfed.org/markets/autorates/temp>

FED. *The Discount Rate* [online]. [Cit. 18. 9. 2016]. Dostupné z:
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/discountrate.htm>

FEDERAL RESERVE EDUCATION.ORG. *Monetary Policy Basics* [online]. [Cit. 10. 9. 2016].
Dostupné z: <https://www.federalreserveeducation.org/about-the-fed/structure-and-functions/monetary-policy>

FED. *The Federal Reserves's response to the financial crisis and actions to foster maximum employment and price stability* [online]. [Cit. 29. 9. 2016]. Dostupné z:
https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm

FED. *Reserve Requirements* [online]. [Cit. 17. 9. 2016]. Dostupné z:
<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm>

FEINMAN, J. N. *Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform* [online]. [Cit. 27. 10. 2016]. Dostupné z:
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/0693lead.pdf>

FED. *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy* [online]. [Cit. 26. 9. 2016].
Dostupné z:
https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals_20160126.pdf

GERDESMEIER, D., MONGELLI, F. P., ROFFIA, B. *The Eurosystem, The US Federal Reserve and the Bank of Japan* [online]. [Cit. 10. 9. 2016]. Dostupné z:
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp742.pdf?232f502ba3fe5024bb67abd9d56393d0>

GOODFRIENDS, M. *The Phases of U.S. Monetary Policy: 1987 to 2001* [online]. [Cit. 24. 9. 2016]. Dostupné z:
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.203.1570&rep=rep1&type=pdf>

JOHNSON, R. T. *Historical beginnings... The Federal Reserve*. [online]. [Cit. 14. 7. 2016].
Dostupné z: <https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/education/pubs/begin.pdf>

KENNY, T. *What is Quantitative Easing?* [online]. [Cit. 26. 10. 2016]. Dostupné z:
<https://www.thebalance.com/what-is-quantitative-easing-416916>

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006cs.pdf?817a6a5f66220cbe3dd701f516b41cef>

MEULENDYKE, A. *U.S. Monetary Policy & Financial Markets* [online]. [Cit. 22. 9. 2016].

Dostupné z: <https://research.stlouisfed.org/aggreg/meulendyke.pdf>

POLLARD, P.S. *A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve* [online]. [Cit. 25. 10. 2016]. Dostupné z:

<https://m.research.stlouisfed.org/publications/review/03/01/Pollard.pdf>

SHELLER, H. K. *Evropská centrální banka – historie, role a funkce* [online]. [Cit. 12. 7. 2016].

Dostupné z:

Seznam zkratk

CBPP – Cover bond purchase program

CB – Centrální banka

ECB – Evropská centrální banka

ESCB – Evropský systém centrálních bank

ES – Evropské společenství

EU – Evropská unie

EMU – Evropská měnová unie

FED – Federální rezervní systém

FFR – Federal funds rate

FOMC – Federal open market committee

HMU – Hospodářská a měnová unie

HDP – Hrubý domácí produkt

HICP – Harmonised index of consumer prices

LTRO – Long term refinancing operations

MRO – Main refinancing operations

MBS – Mortgage backed securities

NMC – National monetary commission

NCB – Národní centrální banky

OMO – Open market operations

OMT – Outright money transactions

PDCF – Primary dealer credit facility

QE – Quantitative easing

SMP – Security markets program

TAF – Term auction facility

TSLF – Term securities lending facility

USA – United states of america

Seznam schémat

Schéma č. 1: Transitní mechanismus	9
Schéma č. 2: Strategie monetární politiky ECB.....	38

Seznam obrázků

Obrázek č. 1: Síť dvanácti Federálních rezervních bank	19
--	----

Seznam tabulek

Tabulka č. 1: Úlohy FED a ECB.....	25
Tabulka č. 2: Definice peněžních agregátů	39

Seznam grafů

Graf č. 1: Míra inflace v USA a eurozóně.....	48
Graf č. 2: Míra nezaměstnanosti v USA a eurozóně	49
Graf č. 3: Růst HDP v USA a eurozóně.....	50