

PENĚŽNÍ A ÚVĚROVÉ MULTIPLIKÁTORY
VE VYBRANÝCH EKONOMIKÁCH

DOI: 10.18267/j.polek.1085

Zbyněk Revenda*

Abstract

Money and Credit Multipliers in Selected Economies

The latest financial crisis has led to significant changes in the central bank's monetary policies. They have tried to respond by expansionary monetary policy in the different forms. We analyze if commercial and other banks use a higher quantity of reserves in order to increase granting of loans into the economy. Analysis is focused on the tendencies in money and credit multipliers. There are four analysed economics during the period 2008–2014: Czech Republic, European Monetary Union, Great Britain and the USA. No surprise that multipliers had tendencies to decline, especially from high values in the Great Britain and the USA. Development was quite surprising in the EMU, where all multipliers were very stable. We have observed the biggest exceptions in the USA, and the Czech Republic, respectively. Money multiplier of M1 is still less than 1 in the USA. Czech Republic is specific according to the values of credit multiplier. They are lower than values of money multiplier of M2, and even lower than multiplier of M1 since 2012. The most likely reasons for all trends are presented in the article.

Keywords: bank reserves, central bank, commercial bank, credit, monetary base, monetary aggregates, monetary policy, multiplier, quantitative easing, regulation, supervision

JEL Classification: E5, G01

Úvod

Centrální banky řady zemí začaly v posledních letech výrazně měnit svoje přístupy v několika oblastech, především v měnové politice a přístupu k problémovým bankám. Rovněž se mění jejich role v institucionálním uspořádání dohledu bank.

Článek je zaměřen na změny v měnové politice v souvislosti s kvantitativním uvolňováním a jeho dopady na vývoj množství peněz v ekonomice. Základním cílem této politiky bylo podle autora původně podpořit zdraví bank s tím, že cíl se postupně měnil směrem k podpoře úvěrové aktivity bank, která se měla příznivě projevit na ekonomickém vývoji a odvrácení hrozby deflace.

* **Zbyněk Revenda** (revy@vse.cz), Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví. Autor děkuje za pomoc se zpracováním dat Milanu Szaboovi. Článek je zpracován jako výstup v rámci institucionální podpory VŠEIP 100040 na Vysoké škole ekonomické.

Ve skutečnosti se dopady na ekonomický růst projeví pozitivně ve Spojených státech amerických a v Evropě s určitým zpožděním především ve Velké Británii. Jiné země Evropské unie se stále potýkají s chabým ekonomickým vývojem. Nejednoznačná je situace v členských zemích Evropské měnové unie (EMU), kde ovšem finanční a ekonomická krize byla a je u některých zemí doprovázena rozpočtovou a dlužnickou krizí. Zdaleka nejhorší je situace v Řecku. Evropská centrální banka navíc přistoupila ke kvantitativnímu uvolňování o přibližně šest let později než v obou výše uvedených zemích.

Zejména se spuštěním kvantitativního uvolňování ve Spojených státech amerických se mnozí ekonomové domnívali, že hlavním důsledkem bude dramatický růst míry inflace.¹ Obavy se stále nenaplnily, přičemž vysvětlení této „záhady“ je relativně snadné a je spojeno primárně s ochotou obchodních bank poskytovat bezhotovostní úvěry nebankovním subjektům. Toto lze popisovat na vývoji peněžních multiplikátorů a úvěrového multiplikátoru.

Hlavním cílem článku je analyzovat vývoj tvorby peněz druhým stupněm bankovního systému v období charakteristickým uvolněnou měnovou politikou ve vybraných ekonomikách. Prioritním bude vývoj rezerv bank, resp. měnové báze. Promítnutí do tvorby peněz lze pak dokumentovat na vývoji peněžních multiplikátorů a hlavního způsobu emise peněz v podobě úvěrového multiplikátoru. Jde o srovnání České republiky, Evropské měnové unie, Velké Británie a Spojených států amerických v období let 2008–2014.²

1. Nové přístupy centrálních bank

1.1 Měnová politika

Centrální banky přistoupily ke kvantitativnímu uvolňování v podobě snižování vlastních úrokových sazeb k nulovým a někdy i záporným hodnotám a rozsáhlým nakupováním dluhových cenných papírů, nejčastěji státních, od bank. Jako první v poválečné historii je uváděna Bank of Japan na počátku tohoto tisíciletí.³

Do širšího povědomí se kvantitativní uvolňování začalo dostávat až v letech 2007 a 2008 v souvislosti s finanční a ekonomickou krizí v řadě vyspělých zemí.⁴ Především politika extrémně nízkých úrokových sazeb je fenoménem, který je jako relativně nový zpracováván teoretickými studiemi.

V některých zemích, spíše s cílem povzbudit inflační tlaky než ozdravovat finanční systém a popř. pomáhat ekonomice novými penězi, se přistoupilo k záměrnému znehodnocení domácí měny. Pro nás nejznámější je samozřejmě devizová intervence České národní banky počátkem listopadu 2013. Znehodnocení domácí měny lze považovat za specifickou podobu kvantitativního uvolňování. Je na místě dodat, že nešlo o devalvací měny či dokonce kursu. V režimu nelimitovaného měnového kursu, který byl u nás zaveden koncem května 1997, je termín devalvace irelevantní.⁵

1 Zhodnocení viz např. Clark, Bednar (2015), Bullard (2012) a El-Erian (2012).

2 Podrobná analýza včetně vývoje dalších veličin v české ekonomice viz Revenda (2014).

3 Srov. Spiegel (2001).

4 Autor nesouhlasí s tím, že šlo o globální krizi, neboť zdaleka nezasáhla všechny vyspělé země.

5 Podrobně k možnostem kvantitativního uvolňování viz Revenda (2014).

1.2 Přístup k problémovým bankám

Jednou z běžných aktivit centrální banky je úvěrování obchodních bank. Jde buď o součást měnové politiky, kdy úrokové sazby a objemy úvěrů vyjadřují záměry centrální banky při ovlivňování operativního kritéria – krátkodobé úrokové míry nebo rezerv bank, nebo jde o pomoc problémovým bankám. U druhého důvodu jsou poměrně jasné základní zásady pomoci.

Jako první je popsal Henry Thornton, známější je pozdější rozpracování Walterem Bagehotem.⁶ Předem je nutné upozornit na jeden významný rozdíl oproti současnosti – šlo o období výsadního oběhu hotovostních peněz, které – až na výjimky – mohla emitovat pouze centrální banka. Multiplikace bezhotovostních peněz v podobě běžných vkladů obchodními bankami neexistovala.

Bagehot formuloval pět na sebe navazujících zásad. Úvěrovou pomoc by mohla poskytovat pouze centrální banka, nouzový úvěr nelikvidní bance by měl být krátkodobý a krytý kvalitními cennými papíry, měl by být úročen sankční sazbou, zásady by měly být striktně dodržovány i během bankovní krize a nesolventní banky by měly být odprodány za tržní cenu, nebo likvidovány s tím, že ztráty by měli v první řadě nést akcionáři.

Skutečností je, že každá z těchto zásad byla často porušována, jako příklad uveďme nákupy akcií nesolventních bank centrální bankou a později i státem ve Velké Británii nebo Spojených státech amerických (zejm. v letech 2007–2010). Podobným příkladem je kvantitativní uvolňování cestou rozsáhlých úvěrů poskytovaných centrální bankou za extrémně nízké úrokové sazby, které bylo motivováno zajištěním likvidity bankovního systému jako celku.⁷

Ačkoli trendy je vždy obtížné odhadovat, právní úpravy ve Spojených státech amerických a Velké Británii vedou k posílení centrální banky jako věřitele poslední instance pouze pro dočasně nelikvidní banky.⁸ Nesolventní banky mají být buď likvidovány, nebo mohou dostat pomoc výhradně od státu či státních specializovaných institucí.

V Evropské unii se po dlouhých diskusích přistoupilo k modelu záchranného fondu.⁹ Situace je samozřejmě komplikována tím, že zatímco v zemích bez společné měny mohou jako věřitelé poslední instance vystupovat národní centrální banky, v eurozóně je to pouze společná Evropská centrální banka se zcela zřejmým nebezpečím konfliktu zájmů členských zemí.

1.3 Institucionální uspořádání dohledu bank

V oblasti dohledu bank je vhodné rozlišovat dva základní způsoby – dohled na dálku a dohled na místě.¹⁰ Dohled na dálku je jednoznačně spojen s centrálními bankami a patří mezi základní podmínky smysluplné měnové politiky. Dohled na místě je zaměřen na detailní posouzení kvality každé jednotlivé banky a jako celek tak souvisí zejména

6 Thornton – viz Hicks (1967). Bagehot: „Lombard Street“, 1873, viz Revenda (2011), s. 410–411.

7 Nejde o bankovní systém v České republice, kde mají banky dostatečnou likviditu. Snižování úrokových sazeb a devizové intervence jsou motivovány povzbuzením inflačních tlaků.

8 Např. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (USA, 2010), Financial Services Act (UK, 2012).

9 European Stability Mechanism.

10 Blíže Revenda (2011), s. 101–102.

s finanční stabilitou. Tento druhý způsob je institucionálně řešen v různých zemích různě.

Ve Spojených státech amerických došlo k posílení role Federálního rezervního systému (centrální bank), významnou roli dále hrají u federálně působících bank ještě Federální korporace pojištění vkladů (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) a vládní Úřad pro kontrolu oběživa (Office of the Comptroller of the Currency, OCC).¹¹ U bank působících pouze v jednotlivých amerických státech dohled zabezpečují také Státní bankovní autority (State Banking Authorities), naopak zde nepůsobí OCC.

K 1. dubnu 2013 došlo k reformě dohledu bank ve Velké Británii. Dříve hlavní Financial Services Authority byla zrušena a její činnosti kromě centrální banky převzaly další dvě instituce. Jedna z nich, Financial Conduct Authority, je zaměřena na dohled na místě.

Komplexní reforma je v běhu v Evropské měnové unii. Dochází k výraznému posílení role Evropské centrální banky, především u tzv. systémově významných bank.

V České republice je jedinou institucí dohledu, a to nad celým finančním trhem, od dubna 2006 Česká národní banka. Dohled provádí oběma způsoby.

2. Teoretické základy multiplikace peněz

Oběživo mohou emitovat (až na výjimky u mincí) výhradně centrální banky, a to pouze obchodním bankám. Bezhotovostní peníze emitují jak centrální banka bankám v podobě rezerv bank, tak i obchodní banky nebankovním subjektům v podobě prostředků na běžných účtech. Znamená to, že bezhotovostní peníze *do ekonomiky* emitují pouze obchodní banky a nikoli také centrální banka.

Emise bezhotovostních peněz je standardně popisována *multiplikátory běžných vkladů* a *peněžními multiplikátory*. Multiplikátor běžných vkladů v jednoduché verzi je dán poměrem běžných vkladů a rezerv bank.

Jeho odvození je spojeno s několika teoretickými podmínkami, které v bankovní praxi neplatí. Jde o nulový pohyb oběživa do nebo z bank v průběhu multiplikačního procesu, neexistující limity typu kapitálové přiměřenosti a půjčování bezhotovostních prostředků bankami v maximální výši dobrovolných rezerv. Multiplikace může být zahájena více způsoby, nejčastěji „prvotním vkladem“ v hotovosti na běžný účet klienta.

Činí-li tento vklad například 100 jednotek, při splnění výše uvedených podmínek je výsledný multiplikátor závislý výhradně na sazbě povinných minimálních rezerv.¹² Předpokládejme sazbu 2 % z vkladů platnou v České republice. Příjem 100 jednotek znamená, že na aktivech banky se zvýší rezervy ve stejné výši. Povinné minimální rezervy jsou 2 jednotky a zbývajících 98 jednotek „je použito“ na nový úvěr, který je připsán na běžný účet nebankovního klienta. Dlužník prostředky převede ve prospěch běžného účtu u stejné či jiné banky. Budeme-li se dívat na bankovní systém jako celek, nemusíme obě možnosti rozlišovat. Znamená to tedy, že na aktivech jsou rezervy stále 100 jednotek a úvěry 98 jednotek, zatímco běžné vklady na pasivech jsou 198 jednotek. Povinné minimální rezervy činí 2 % ze 198, tj. 3,96, a dobrovolné rezervy 96,04. Další úvěr by byl poskytnut ve výši dobrovolných rezerv, tj. 96,04, a celkové běžné vklady

11 OCC je nejstarší institucí dohledu na světě, byl pod stejným a již dlouho zavádějícím názvem založen v roce 1863.

12 Další aktiva a pasiva bank neuvažujeme, resp. jsou pro nás nula. Jde tedy o multiplikátor v dynamické verzi.

by činily $198 + 96,04$, tj. $294,04$. Celkové rezervy 100 jednotek se skládají z povinných minimálních rezerv ve výši 2 % z $294,04$ (5,88), dobrovolné rezervy a další úvěr by představovaly 94,12.

Když bude proces pokračovat za nezměněných podmínek až do konce, výsledná bilance bank bude mít na aktivech rezervy 100, úvěry 4 900 a na pasivech běžné vklady 5 000. Za této situace se celkové rezervy rovnají povinným minimálním rezervám, tj. 2 % z 5 000.

Jednoduchý multiplikátor běžných vkladů je $5000 / 100 = 50$. Současně se rovná převrácené hodnotě sazby povinných minimálních rezerv, $1 / 0,02$. Pokud bychom chtěli spočítat „jednoduchý úvěrový multiplikátor“, který se v teorii téměř neuvádí, je o 1 nižší než vkladový. Rovná se podílu úvěrů na rezervách, $4\,900 / 100 = 49$. V našem příkladu to znamená, že z přírůstku vkladů 100 jednotek banky poskytly 4 900 jednotek nových bezhotovostních peněz nebankovním subjektům, tedy „do ekonomiky“, a celkové běžné vklady dosáhly 5 000 jednotek.

Připomeňme omezující podmínky a také to, že jde o *maximální* hodnoty.¹³ Pokud bychom vzali do úvahy pohyb oběživa, došli bychom k rozvinuté verzi vkladového multiplikátoru v podobě podílu běžných vkladů na součtu oběživa a rezerv bank, tj. na měnové bázi. Jeho hodnota by už samozřejmě byla nižší.

K analýzám chování bank a klientů v oblasti emise bezhotovostních peněz je nutné používat peněžní multiplikátory. Samozřejmě opět lze konstruovat jejich teoretické hodnoty, ale smysluplnější jsou skutečné hodnoty.

Peněžní multiplikátory představují poměr mezi měnovými agregáty a měnovou bází. Jejich výše je determinována především poměry oběživa, jiných než běžných vkladů a dobrovolných rezerv na běžných vkladech a sazbami povinných minimálních rezerv.¹⁴ Hlavní vliv na poměry oběživa a jiných vkladů na běžných vkladech má chování klientů bank, třetí poměr je závislý na rozhodování bank a pouze sazby rezerv má pod kontrolou centrální banka. Z toho plyne, že vliv centrální banky na vývoj množství peněz v ekonomice v podobě měnových agregátů může být značně omezený. Ani dramatické zvyšování rezerv bank ze strany centrální banky se nemusí významně projevit v ekonomice.¹⁵ Banky jsou opatrnější při poskytování úvěrů, což znamená, že se snižují hodnoty multiplikátorů, jak peněžních, tak úvěrového.

Multiplikátory různých měnových agregátů se mohou měnit rozdílně, ale v delším časovém období jsou jejich vývojové tendence velmi podobné. Protože nejlikvidnější měnový agregát M1 obsahuje oběživo mimo bankovní systém a běžné vklady, jakýkoli nový bezhotovostní úvěr automaticky vede ke zvýšení i dalších měnových agregátů, které v sobě vždy obsahují předchozí měnový agregát, tedy i M1 a navíc další položky, především termínované vklady. V dalším kroku jsou změny měnových agregátů spojeny přesuny mezi různými vklady klientů bank.¹⁶

13 Například v ČR ke konci roku 2014 byla skutečná hodnota jednoduchého multiplikátoru běžných vkladů 3,22.

14 Podrobný popis např. Revenda (2011), kap. 10.3.

15 V USA se v roce 2008 ve srovnání s předchozím rokem zvýšily rezervy bank téměř dvacetinásobně.

16 Pokud se agregát M2 skládá ze součtu M1 a všech dalších vkladů v bankách, přesuny mezi vklady mění jen jeho strukturu. Hodnota se mění pouze u M1.

3. Možnosti centrálních bank a vývoj multiplikátorů

Centrální banky mohou vývoj množství peněz v ekonomice ovlivňovat regulací rezerv bank, a to různými způsoby s různou účinností. Nejúčinnější jsou operace na volném trhu v podobě nákupů či prodejů dluhových cenných papírů mezi centrální bankou a obchodními bankami. Nákupy cenných papírů ve velkém objemu a na delší dobu jsou jednou z forem kvantitativního uvolňování. Jde-li o státní cenné papíry, autor připomíná nyní už méně frekventovaný termín *monetizace státního dluhu*. Operace na volném trhu mají přímý vliv na rezervy bank.¹⁷

Hlavním nepřímým nástrojem jsou změny úrokových sazeb centrální banky.¹⁸ V širším pojetí lze hovořit o ovlivňování *ceny* peněz. Snižování či zvyšování úrokových sazeb centrální banky by mělo vést ke stejnému pohybu dalších úrokových sazeb v ekonomice a zprostředkovaně přes poptávku po bankovních úvěrech se projevit na vývoji měnových agregátů. Některé analýzy prokazovaly určitou asymetrii – banky rychleji reagovaly zvyšováním úrokových sazeb než jejich snižováním.¹⁹ Krizový vývoj a analýza reakce centrálních bank cestou snižování úrokových sazeb na nulové, či v některých zemích dokonce záporné hodnoty nejsou předmětem článku.²⁰ Autor rovněž nezkoumá vliv úvěrové aktivity bank na ekonomický vývoj – srov. zajímavou analýzu v Mandel, Tomšík (2015), ani dopady růstu rezerv bank na akciové trhy, viz např. Musílek, Jeřábek (2015).

Vykazování úvěrového agregátu v podobě úvěrů poskytnutých bankami nebankovním subjektům je plně srovnatelné. Složení měnových agregátů je stejné u obou evropských zemí i EMU, v USA je mírně odlišné. Měnový agregát M1 zde kromě oběživa v rukách nebankovních subjektů a jednodenních vkladů obsahuje také cestovní šeky, jejichž podíl však nepřesahuje 0,5 %. Měnový agregát M2 je v Evropě složen z M1, vkladů se splatností do 2 let a vkladů s výpovědní lhůtou do 3 měsíců. M2 v USA zahrnuje M1, úsporné vklady, termínované vklady do 100 000 USD a prostředky ve fondech peněžního trhu. Vzhledem k analýze multiplikátorů je vhodné ještě dodat, že náplň měnové báze je stejná, jde o součet oběživa a rezerv bank.

Protože půjde o analýzu vývojových trendů, rozdíly v měnových agregátech nehrají roli. Všechny použité údaje jsou sezonně neočištěné.

3.1 Česká republika

Údaje potřebné k analýze jsou uvedeny v tabulce 1; s výjimkami řetězových indexů a hodnot multiplikátorů jsou v mil. CZK. Vývojové trendy multiplikátorů zachycuje obrázek 1.

Je zřejmé, že nejvyšší, téměř čtvrtinový nárůst zaznamenala položka měnová báze v posledním čtvrtletí roku 2013, a to v důsledku nesterilizované devizové intervence Českou národní bankou proti koruně. Intervence vedla během jediného dne, kdy proběhla, ke zvýšení měnové báze o 200 mld. korun. Samozřejmě šlo o bezhotovostní transakce, a v měnové bázi se tedy změnila rezervy bank.

17 Jde samozřejmě a výhradně o bezhotovostní transakce. V této souvislosti používaný termín tištění peněz je zavádějící.

18 Podrobně např. Rasche a Williams (2007).

19 Srov. Brůna (2007).

20 Analýza vlivu úrokových sazeb viz např. Williamson (2015) a Thornton (2011).

Tabulka 1 | Měnové agregáty, měnová báze, úvěry a multiplikátory v České republice

Období	M1	Řetězový index	M2	Řetězový index	MB	Řetězový index	M1/MB	M2/MB	Úvěry	Řetězový index	Úvěry /MB
2008 4. Q	1 674 998	-	2 633 894	-	669 091	-	2,50	3,94	1 944 126	-	2,91
2009 1. Q	1 692 863	101,07%	2 630 719	99,88%	780 305	116,62%	2,17	3,37	1 949 469	100,3%	2,50
2009 2. Q	1 723 631	101,82%	2 623 408	99,72%	776 230	99,48%	2,22	3,38	1 964 814	100,8%	2,53
2009 3. Q	1 722 259	99,92%	2 564 931	97,77%	777 132	100,12%	2,22	3,30	1 971 172	100,3%	2,54
2009 4. Q	1 771 845	102,88%	2 649 475	103,30%	768 240	98,86%	2,31	3,45	1 972 750	100,1%	2,57
2010 1. Q	1 803 884	101,81%	2 615 430	98,72%	795 484	103,55%	2,27	3,29	1 959 900	99,3%	2,46
2010 2. Q	1 913 452	106,07%	2 699 721	103,22%	800 866	100,68%	2,39	3,37	1 980 614	101,1%	2,47
2010 3. Q	1 982 337	103,60%	2 672 468	98,99%	801 261	100,05%	2,47	3,34	2 002 439	101,1%	2,50
2010 4. Q	2 021 727	101,99%	2 707 986	101,33%	784 469	97,90%	2,58	3,45	2 027 179	101,2%	2,58
2011 1. Q	2 027 364	100,28%	2 673 813	98,74%	807 181	102,90%	2,51	3,31	2 040 338	100,6%	2,53
2011 2. Q	2 044 383	100,84%	2 690 131	100,61%	805 428	99,78%	2,54	3,34	2 074 545	101,7%	2,58
2011 3. Q	2 084 181	101,95%	2 739 668	101,84%	800 312	99,36%	2,60	3,42	2 106 708	101,6%	2,63
2011 4. Q	2 149 765	103,15%	2 818 680	102,88%	797 973	99,71%	2,69	3,53	2 133 920	101,3%	2,67
2012 1. Q	2 164 177	100,67%	2 830 756	100,43%	813 617	101,96%	2,66	3,48	2 138 381	100,2%	2,63
2012 2. Q	2 217 190	102,45%	2 869 554	101,37%	813 589	100,00%	2,73	3,53	2 167 522	101,4%	2,66
2012 3. Q	2 236 235	100,86%	2 868 038	99,95%	809 100	99,45%	2,76	3,54	2 169 531	100,1%	2,68
2012 4. Q	2 336 272	104,47%	2 949 574	102,84%	806 349	99,66%	2,90	3,66	2 185 293	100,7%	2,71
2013 1. Q	2 355 591	100,83%	2 968 085	100,63%	866 563	107,47%	2,72	3,43	2 211 940	101,2%	2,55
2013 2. Q	2 394 310	101,64%	2 981 373	100,45%	883 623	101,97%	2,71	3,37	2 205 251	99,7%	2,50
2013 3. Q	2 428 474	101,43%	3 012 468	101,04%	889 287	100,64%	2,73	3,39	2 229 268	101,1%	2,51
2013 4. Q	2 514 304	103,53%	3 097 920	102,84%	1 105 924	124,36%	2,27	2,80	2 260 711	101,4%	2,04
2014 1. Q	2 546 996	101,30%	3 126 445	100,92%	1 147 479	103,76%	2,22	2,72	2 260 720	100,0%	1,97
2014 2. Q	2 600 991	102,12%	3 142 214	100,50%	1 166 805	101,68%	2,23	2,69	2 294 141	101,5%	1,97
2014 3. Q	2 669 747	102,64%	3 171 521	100,93%	1 158 564	99,29%	2,30	2,74	2 304 114	100,4%	1,99
2014 4. Q	2 803 157	105,00%	3 301 027	104,08%	1 159 911	100,12%	2,42	2,85	2 342 960	101,7%	2,02

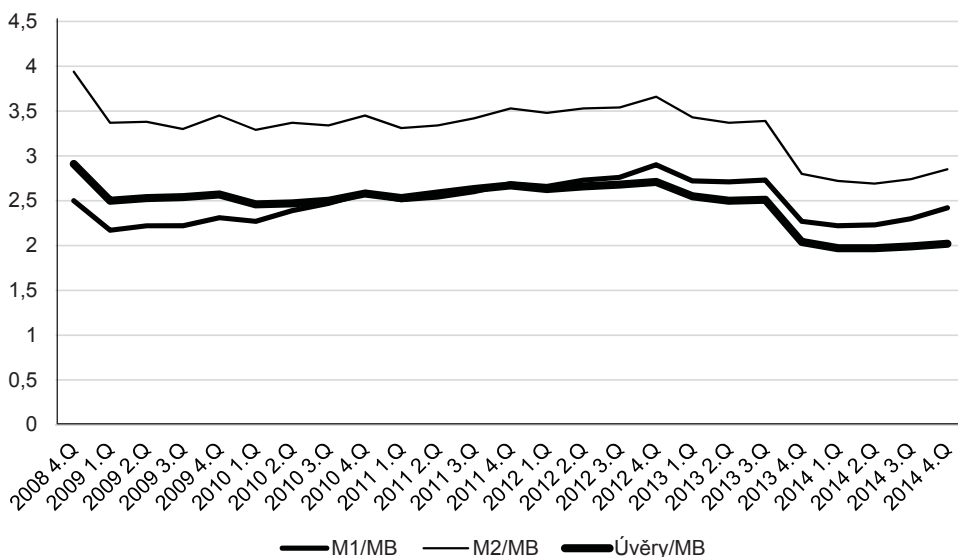
Zdroj: ARAD, vlastní výpočty

Z konstrukce multiplikátorů je zřejmé, že když v tomto období nedošlo k enormnímu růstu bankami poskytovaných úvěrů, všechny sledované multiplikátory se musely významně snížit. Zvýšené rezervy bank s určitým časovým zpožděním ale mohou vést k výraznějšímu růstu bankovních úvěrů v ekonomice. Úvěrová aktivita bank má ovšem limity nejen v měnové politice, ale také a zejména v pravidlech obezřetného podnikání

bank. Přes relativně značný kapitálový polštář se úvěrová aktivita bank nijak významně neměnila.²¹

Ve srovnání s dalšími sledovanými ekonomikami – viz další text – je český bankovní systém mimo jiné atypický vyššími hodnotami peněžních multiplikátorů, než jsou hodnoty úvěrového multiplikátoru. Vysvětlení je spojeno s vyšším stavem vkladů v bankách, než je objem poskytnutých úvěrů. To také znamená, že objem rezerv bank na účtech v centrální bance je relativně značně vysoký, koncem roku 2014 se pohyboval kolem 13 % aktiv bank, resp. 55 % pasiv České národní banky.²² V této situaci není nijak překvapivé, že banky prakticky nečerpají úvěry od centrální banky, která tak vystupuje k bankám v pozici dlužníka.

Obrázek 1 | Multiplikátory v České republice



Zdroj: údaje z tabulky 1

3.2 Evropská měnová unie

Jak rozlišné jsou politicky a ekonomicky jednotlivé země oficiálně platící eurem, tak rozdílné jsou primární příčiny a typy krizí. Zatímco Španělsko, Portugalsko a Irsko si prošly především bankovní krizí, kterou v zásadě zvládly, Řecko a pobaltské země zažily spíše krizi v oblasti státních financí. Již zmíněné Řecko je samostatným případem. Těžce neefektivní ekonomika si roky žila nad poměry, což vyústilo nejen v bankovní, ale především finanční krizi s důsledkem extrémního růstu zadlužování vůči zahraničí. Pobaltské

21 „Z pohledu kapitálové přiměřenosti je český bankovní sektor dobře vybaven. V průběhu roku 2013 kapitálová přiměřenost sektoru Tier 1 (CAR Tier 1) vzrostla na 16,9 % a všechny banky dosahují minimálních hodnot 8 % CAR Tier 1. ... Ke konci roku 2013 měly kapitálovou přiměřenost Tier 1 vyšší než 15 % banky reprezentující více než 83 % aktiv sektoru.“ Pramen: Česká národní banka (2014), s. 57.

22 Viz bilance ČNB a ARAD.

země za cenu drastického omezování rozpočtových výdajů mají vytvořeny předpoklady pro budoucí zdravý ekonomický vývoj. Řecko takové kroky nečiní.²³

Při vědomí těchto komplikací heterogenní měnové zóny bez fiskální unie nám následná data v tabulce 2 a na obrázku 2 ukazují očekávaný vývoj zpomalení multiplikace vkladů a úvěrové aktivity bank. Měnové agregáty M1 a M2, měnová báze a úvěry jsou v mil. EUR.

Tabulka 2 | Měnové agregáty, měnová báze, úvěry a multiplikátory v Evropské měnové unii

Období	M1	Řetězový index	M2	Řetězový index	MB	Řetězový index	M1/MB	M2/MB	Úvěry celkem	Řetězový index	Úvěry /MB
2008 4. Q	4 035 742	-	8 103 057	-	2 549 667	-	1,58	3,18	10 774 833	-	4,23
2009 1. Q	4 130 772	102,35%	8 094 023	99,89%	2 544 887	99,81%	1,62	3,18	10 817 608	100,4%	4,25
2009 2. Q	4 311 633	104,38%	8 186 153	101,14%	2 623 539	103,09%	1,64	3,12	10 838 463	100,2%	4,13
2009 3. Q	4 379 347	101,57%	8 153 645	99,60%	2 674 257	101,93%	1,64	3,05	10 771 252	99,4%	4,03
2009 4. Q	4 556 171	104,04%	8 275 091	101,49%	2 747 933	102,76%	1,66	3,01	10 783 909	100,1%	3,92
2010 1. Q	4 544 318	99,74%	8 209 452	99,21%	2 747 616	99,99%	1,65	2,99	10 799 795	100,1%	3,93
2010 2. Q	4 713 441	103,72%	8 333 155	101,51%	2 839 623	103,35%	1,66	2,93	10 991 564	101,8%	3,87
2010 3. Q	4 664 407	98,96%	8 344 373	100,13%	2 851 955	100,43%	1,64	2,93	10 985 422	99,9%	3,85
2010 4. Q	4 754 390	101,93%	8 472 295	101,53%	2 907 489	101,95%	1,64	2,91	11 031 955	100,4%	3,79
2011 1. Q	4 692 935	98,71%	8 441 079	99,63%	2 926 365	100,65%	1,60	2,88	11 119 255	100,8%	3,80
2011 2. Q	4 769 347	101,63%	8 517 983	100,91%	3 025 827	103,40%	1,58	2,82	11 229 197	101,0%	3,71
2011 3. Q	4 758 479	99,77%	8 568 031	100,59%	3 083 902	101,92%	1,54	2,78	11 298 427	100,6%	3,66
2011 4. Q	4 866 628	102,27%	8 671 193	101,20%	3 142 718	101,91%	1,55	2,76	11 165 263	98,8%	3,55
2012 1. Q	4 831 829	99,28%	8 718 691	100,55%	3 153 341	100,34%	1,53	2,76	11 164 299	100,0%	3,54
2012 2. Q	4 958 228	102,62%	8 810 858	101,06%	3 201 936	101,54%	1,55	2,75	11 192 865	100,3%	3,50
2012 3. Q	5 022 850	101,30%	8 868 061	100,65%	3 241 293	101,23%	1,55	2,74	11 195 635	100,0%	3,45
2012 4. Q	5 168 711	102,90%	9 045 672	102,00%	3 282 171	101,26%	1,57	2,76	11 043 360	98,6%	3,36
2013 1. Q	5 170 370	100,03%	9 081 939	100,40%	3 269 783	99,62%	1,58	2,78	11 043 374	100,0%	3,38
2013 2. Q	5 309 080	102,68%	9 165 392	100,92%	3 328 734	101,80%	1,59	2,75	10 974 016	99,4%	3,30
2013 3. Q	5 347 616	100,73%	9 181 391	100,17%	3 337 324	100,26%	1,60	2,75	10 780 410	98,2%	3,23
2013 4. Q	5 445 106	101,82%	9 249 983	100,75%	3 381 006	101,31%	1,61	2,74	10 648 396	98,8%	3,15
2014 1. Q	5 461 555	100,30%	9 274 335	100,26%	3 417 804	101,09%	1,60	2,71	10 637 539	99,9%	3,11
2014 2. Q	5 601 384	102,56%	9 386 494	101,21%	3 441 184	100,68%	1,63	2,73	10 605 518	99,7%	3,08
2014 3. Q	5 688 685	101,56%	9 469 487	100,88%	3 488 448	101,37%	1,63	2,71	10 579 416	99,8%	3,03
2014 4. Q	5 948 845	104,57%	9 665 687	102,07%	3 448 040	98,84%	1,73	2,80	10 634 662	100,5%	3,08

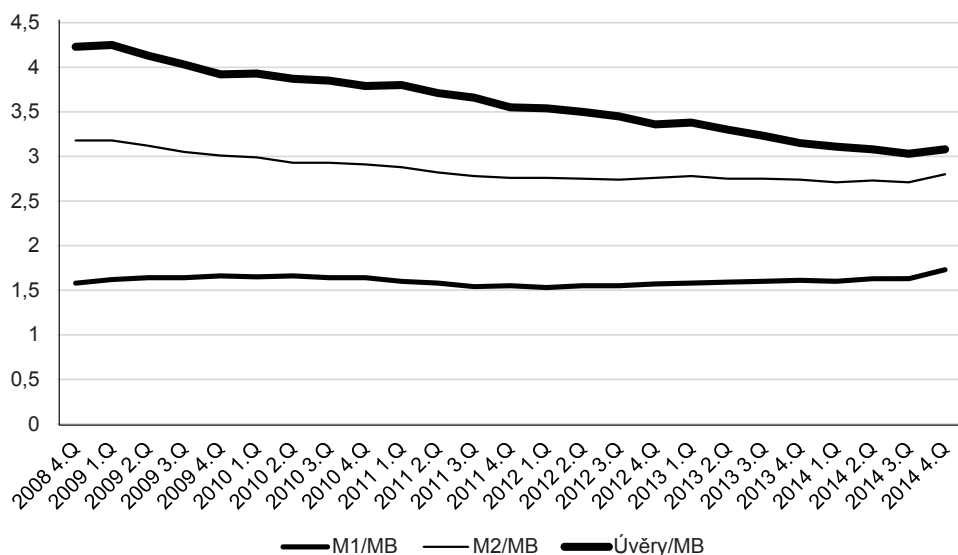
Zdroj: ECB – MFI balance sheets - www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/md/html/index.en.html, vlastní výpočty

23 Vývoj se začal opět zhoršovat od nástupu nové vlády v lednu 2015. Jednání s „trojkou věřitelů“ – Evropskou centrální bankou, Evropskou komisí a Mezinárodním měnovým fondem – již připomínají nekončící příběh „marného hledání světla na konci tunelu“.

Prakticky permanentní pokles úvěrového multiplikátoru má jednoznačné příčiny v ekonomických problémech eurozóny. Jeho hodnoty však stále převyšují hodnoty peněžních multiplikátorů – objem poskytnutých bankovních úvěrů je vyšší než vklady v bankách. Evropská centrální banka je ve vztahu k bankám ve věřitelském postavení. Stav bankovních vkladů na konci roku 2014 byl proti konci roku 2008 dokonce nižší o 1,3 %. Na rozdíl od rozsáhlých záchranných akcí na podporu bank ve Velké Británii a Spojených státech amerických, které vyústily ve výrazný růst měnové báze (viz další text), se v Evropské měnové unii měnová báze zvyšovala jen pozvolně.

Ve srovnání s Českou republikou i – viz dále – s Velkou Británií postupuje Evropská centrální banka nejen přes cílování inflace, ale rovněž se snaží regulovat peněžní zásobu (M3). Bez kritických výhrad je vhodné dodat, že její měnově politický cílový mandát v podobě stanovené míry inflace je poněkud rozšířen (či deformován) sice mírně skryvanou, přesto však zřejmou podporou ekonomického růstu. Významnými nákupy – především řeckých – státních dluhopisů na evropském bankovním trhu se výrazně podílí na pomoci Řecku.

Obrázek 2 | Multiplikátory v Evropské měnové unii



Zdroj: údaje z tabulky 2

Nová pravidla obezřetného podnikání bank vypracovaná Basilejským výborem bankovního dohledu, známá jako Basel III, působí v Evropské měnové unii rozporuplně. Například zpřísnění kapitálových požadavků je určitě krok správným směrem vzhledem k nutné podpoře bezpečnosti bank.²⁴ Na druhou stranu rozhodně nepodpoří úvěrovou aktivitu bank.

²⁴ Viz např. Blahová (2015).

3.3 Velká Británie

O jeden rok a jeden den dříve než úpadek americké investiční banky Lehman Brothers, který definitivně odkryl těžkou finanční krizi ve Spojených státech amerických, požádala britská Northern Rock 14. září 2007 o nouzový úvěr Bank of England, a stala se tak symbolem začínající bankovní krize v řadě evropských zemí.

Sanace britského bankovního systému byla spojena s již zmíněnými novými přístupy centrálních bank. Podobně jako ve Spojených státech amerických přistoupila Bank of England k nákupu akcií nesolventních bank. Přes přetrvávající problémy některých významných bank, např. Royal Bank of Scotland, jejíž 73 % akcií drží britská vláda, je britská ekonomika od roku 2014 již ve významně vzestupné fázi.²⁵

Tabulka 3 | Měnové agregáty, měnová báze, úvěry a multiplikátory ve Velké Británii

Období	M1	Řetězový index	M2	Řetězový index	MB	Řetězový index	M1/MB	M2/MB	Úvěry celkem	Řetězový index	Úvěry /MB
2008 4. Q	1 029 337	-	1 839 383	-	95 348	-	10,80	19,29	2 630 295	-	27,59
2009 1. Q	1 045 546	101,57%	1 850 481	100,60%	94 374	98,98%	11,08	19,61	2 600 125	98,9%	27,55
2009 2. Q	1 010 407	96,64%	1 817 692	98,23%	179 604	190,31%	5,63	10,12	2 526 093	97,2%	14,06
2009 3. Q	1 052 694	104,19%	1 863 466	102,52%	192 265	107,05%	5,48	9,69	2 506 150	99,2%	13,03
2009 4. Q	1 061 435	100,83%	1 902 318	102,08%	201 505	104,81%	5,27	9,44	2 511 479	100,2%	12,46
2010 1. Q	1 114 740	105,02%	2 100 420	110,41%	208 637	103,54%	5,34	10,07	2 672 773	106,4%	12,81
2010 2. Q	1 119 374	100,42%	2 097 824	99,88%	206 890	99,16%	5,41	10,14	2 624 045	98,2%	12,68
2010 3. Q	1 088 836	97,27%	2 084 489	99,36%	201 736	97,51%	5,40	10,33	2 591 581	98,8%	12,85
2010 4. Q	1 080 420	99,23%	2 088 249	100,18%	197 795	98,05%	5,46	10,56	2 541 566	98,1%	12,85
2011 1. Q	1 096 387	101,48%	2 079 826	99,60%	193 970	98,07%	5,65	10,72	2 523 775	99,3%	13,01
2011 2. Q	1 081 126	98,61%	2 086 463	100,32%	188 361	97,11%	5,74	11,08	2 528 302	100,2%	13,42
2011 3. Q	1 104 666	102,18%	2 096 208	100,47%	185 139	98,29%	5,97	11,32	2 509 795	99,3%	13,56
2011 4. Q	1 081 391	97,89%	2 043 328	97,48%	224 802	121,42%	4,81	9,09	2 428 786	96,8%	10,80
2012 1. Q	1 100 771	101,79%	2 021 130	98,91%	264 115	117,49%	4,17	7,65	2 446 702	100,7%	9,26
2012 2. Q	1 113 721	101,18%	2 030 231	100,45%	290 763	110,09%	3,83	6,98	2 438 166	99,7%	8,39
2012 3. Q	1 132 112	101,65%	2 027 720	99,88%	325 609	111,98%	3,48	6,23	2 432 677	99,8%	7,47
2012 4. Q	1 155 220	102,04%	2 053 773	101,28%	339 174	104,17%	3,41	6,06	2 439 177	100,3%	7,19
2013 1. Q	1 196 485	103,57%	2 071 810	100,88%	343 315	101,22%	3,49	6,03	2 472 958	101,4%	7,20
2013 2. Q	1 227 156	102,56%	2 090 725	100,91%	355 283	103,49%	3,45	5,88	2 440 258	98,7%	6,87
2013 3. Q	1 240 177	101,06%	2 093 592	100,14%	361 286	101,69%	3,43	5,79	2 422 866	99,3%	6,71
2013 4. Q	1 279 712	103,19%	2 083 410	99,51%	365 358	101,13%	3,50	5,70	2 378 205	98,2%	6,51
2014 1. Q	1 318 604	103,04%	2 082 689	99,97%	367 578	100,61%	3,59	5,67	2 319 200	97,5%	6,31
2014 2. Q	1 336 451	101,35%	2 069 896	99,39%	372 114	101,23%	3,59	5,56	2 298 935	99,1%	6,18
2014 3. Q	1 345 355	100,67%	2 070 977	100,05%	361 470	97,14%	3,72	5,73	2 307 563	100,4%	6,38
2014 4. Q	1 370 398	101,86%	2 080 276	100,45%	370 786	102,58%	3,70	5,61	2 266 603	98,2%	6,11

Zdroj: Bank of England – Statistics – www.bankofengland.co.uk/statistics/Pages/default.aspx, vlastní výpočty

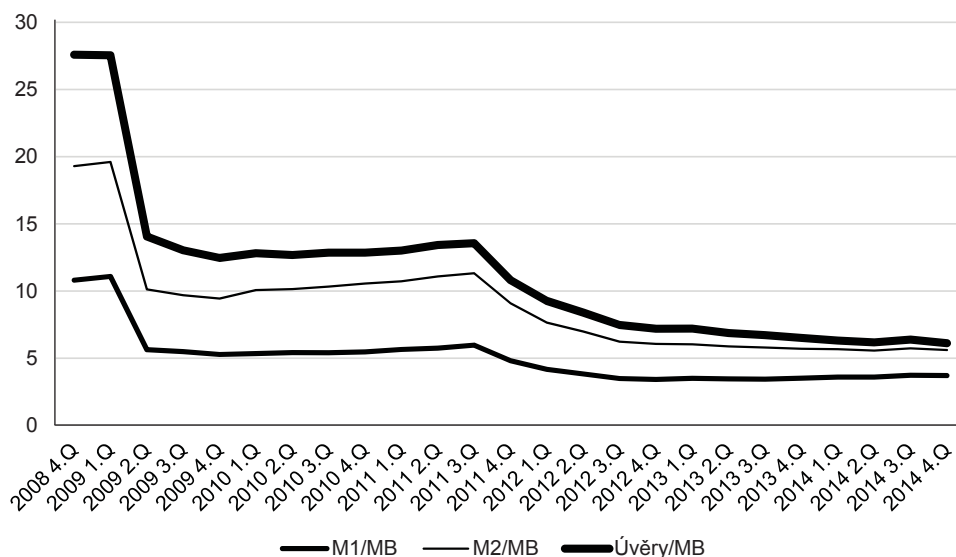
²⁵ Roční míra růstu reálného HDP v roce 2014 dosáhla 3,2 % (Eurostat).

Údaje o měnových a úvěrových veličinách jsou zachyceny v tabulce 3 a na obrázku 3. Měnové agregáty, měnová báze a úvěry jsou v mil. GBP.

Na první pohled jsou patrné vysoké hodnoty všech tří multiplikátorů a jejich dramatický pokles v nejtěžším období krize (2. čtvrtletí 2009). Došlo jednak k poklesu absolutního stavu úvěrů, ale především k masivní podpoře britského bankovního systému centrální bankou. Měnová báze se zvýšila o 90 %.²⁶ Tehdejší vysoké hodnoty svědčily o rozsáhlé úvěrové aktivitě bank, značném předlužení britských domácností a firem a schopnostech bank poskytovat úvěry z mnoha zdrojů. To také znamená nízkou závislost bank na měnové politice Bank of England, pokud jde o dodávání likvidity bankám. Autor zde připomíná, že Londýn je podle objemu transakcí na devizovém trhu zdaleka nejvýznamnějším světovým centrem, připadá na něj asi třetina transakcí.²⁷

Hodnoty multiplikátorů v roce 2014 byly i přesto přibližně dvakrát až třikrát vyšší než v České republice a Evropské měnové unii. Významně se snižuje kladný rozdíl mezi hodnotami úvěrového multiplikátoru a peněžních multiplikátorů. Vysvětlení najdeme v rozlišném vývoji měnových agregátů, které ve sledovaném období měly růstovou tendenci, a úvěrů, jejichž stav na konci období byl o téměř 14 % nižší než na začátku.

Obrázek 3 | Multiplikátory ve Velké Británii



Zdroj: údaje z tabulky 3

26 Oběživo se zvýšilo o zanedbatelné 1,1 %, rezervy bank však vzrostly více než trojnásobně, ze 41 na 125 mld. GBP.

27 Roli hraje i to, že banky nemají stanovené žádné povinné minimální rezervy. Autor si je vědom, že jde o obecnější zdůvodnění. Fenomén dřívějších vysokých hodnot multiplikátorů by vyžadoval samostatnou analýzu.

3.4 Spojené státy americké

Na rozdíl od České republiky, Evropské měnové unie i Velké Británie má americký Federální rezervní systém dvojí cílový mandát – cenovou stabilitu a podporu zaměstnanosti a ekonomického růstu.²⁸

Tabulka 4 | Měnové agregáty, měnová báze, úvěry a multiplikátory v USA

Období	M1	Řetězový index	M2	Řetězový index	MB	Řetězový index	M1/MB	M2/MB	Úvěry celkem	Řetězový index	Úvěry /MB
2008 4. Q	1 631,9	–	8 207,5	–	1 661 954	–	0,98	4,94	27 271 405	–	16,41
2009 1. Q	1 594,4	97,70 %	8 416,5	102,55 %	1 642 437	98,83 %	0,97	5,12	26 533 533	97,3 %	16,15
2009 2. Q	1 661,2	104,19 %	8 417,0	100,01 %	1 679 476	102,26 %	0,99	5,01	25 932 263	97,7 %	15,44
2009 3. Q	1 640,5	98,75 %	8 371,1	99,45 %	1 797 408	107,02 %	0,91	4,66	25 462 129	98,2 %	14,17
2009 4. Q	1 723,8	105,08 %	8 520,6	101,79 %	2 024 257	112,62 %	0,85	4,21	24 708 405	97,0 %	12,21
2010 1. Q	1 729,0	100,30 %	8 552,4	100,37 %	2 076 524	102,58 %	0,83	4,12	24 531 093	99,3 %	11,81
2010 2. Q	1 731,8	100,16 %	8 581,0	100,33 %	1 999 642	96,30 %	0,87	4,29	24 313 152	99,1 %	12,16
2010 3. Q	1 740,8	100,52 %	8 623,9	100,50 %	1 958 794	97,96 %	0,89	4,40	24 153 648	99,3 %	12,33
2010 4. Q	1 870,8	107,47 %	8 831,4	102,41 %	2 014 737	102,86 %	0,93	4,38	24 000 561	99,4 %	11,91
2011 1. Q	1 908,8	102,03 %	8 974,8	101,62 %	2 392 919	118,77 %	0,80	3,75	23 978 550	99,9 %	10,02
2011 2. Q	1 953,6	102,35 %	9 088,4	101,27 %	2 645 924	110,57 %	0,74	3,43	24 009 079	100,1 %	9,07
2011 3. Q	2 098,5	107,42 %	9 473,5	104,24 %	2 635 045	99,59 %	0,80	3,60	24 096 258	100,4 %	9,14
2011 4. Q	2 207,5	105,19 %	9 699,5	102,39 %	2 617 057	99,32 %	0,84	3,71	24 082 684	99,9 %	9,20
2012 1. Q	2 245,3	101,71 %	9 873,5	101,79 %	2 653 230	101,38 %	0,85	3,72	24 068 282	99,9 %	9,07
2012 2. Q	2 265,9	100,92 %	9 930,0	100,57 %	2 616 824	98,63 %	0,87	3,79	24 173 251	100,4 %	9,24
2012 3. Q	2 351,8	103,79 %	10 133,8	102,05 %	2 594 909	99,16 %	0,91	3,91	24 318 748	100,6 %	9,37
2012 4. Q	2 505,4	106,53 %	10 499,5	103,61 %	2 675 945	103,12 %	0,94	3,92	24 532 480	100,9 %	9,17
2013 1. Q	2 493,0	99,51 %	10 593,6	100,90 %	2 935 036	109,68 %	0,85	3,61	24 312 834	99,1 %	8,28
2013 2. Q	2 519,7	101,07 %	10 609,2	100,15 %	3 201 473	109,08 %	0,79	3,31	24 427 005	100,5 %	7,63
2013 3. Q	2 549,2	101,17 %	10 764,0	101,46 %	3 486 920	108,92 %	0,73	3,09	24 522 566	100,4 %	7,03
2013 4. Q	2 711,2	106,35 %	11 068,1	102,83 %	3 717 450	106,61 %	0,73	2,98	24 690 168	100,7 %	6,64
2014 1. Q	2 766,4	102,04 %	11 239,7	101,55 %	3 885 878	104,53 %	0,71	2,89	24 791 816	100,4 %	6,38
2014 2. Q	2 818,3	101,88 %	11 297,0	100,51 %	3 948 691	101,62 %	0,71	2,86	25 148 664	101,4 %	6,37
2014 3. Q	2 827,9	100,34 %	11 433,2	101,21 %	4 049 181	102,54 %	0,70	2,82	25 272 580	100,5 %	6,24
2014 4. Q	2 973,4	105,15 %	11 714,2	102,46 %	3 934 491	97,17 %	0,76	2,98	25 567 273	101,2 %	6,50

Zdroj: Federal Reserve Statistical Release – www.federalreserve.gov/releases/ – h3, h6, z1, vlastní výpočty

28 Full Employment and Balanced Growth Act (Humphrey-Hawkins Act), 1978. Striktně vzato, jde o tři základní cíle s tím, že druhý a třetí cíl se v literatuře běžně spojují v jeden. Od konce ledna 2012 lze v USA hovořit o „měkké verzi“ cílování inflace. Tehdy FRS poprvé v historii konkretizoval hodnotu cenové stability (kolem 2 %, index výdajů na osobní spotřebu, PCE).

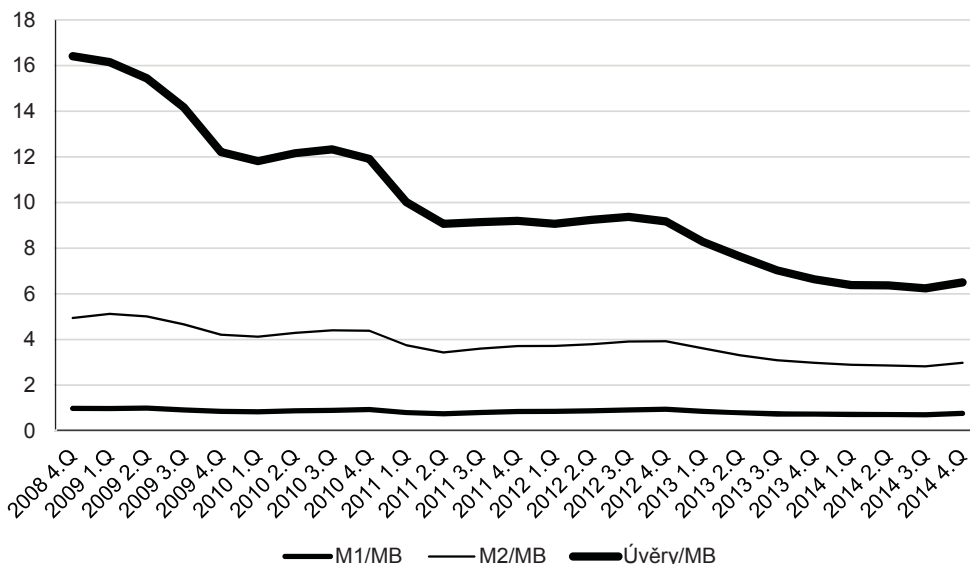
Finanční krize, spojovaná s nejznámějším případem Lehman Brothers v polovině září 2008, odstartovala rozsáhlé záchranné akce, kdy Federální rezervní systém začal poskytovat rozsáhlou pomoc nejen bankovním, ale také dalším finančním institucím. Záchranné akce u nesolventních institucí postupně převzala federální vláda a Federální rezervní systém se zaměřil na podporu likvidity. Důsledkem byl dramatický růst rezerv.²⁹ Údaje v tabulce 4 jsou uvedeny v mld. USD (M1 a M2), resp. v mil. USD (měnová báze a úvěry).

Růst rezerv bez adekvátního růstu poskytovaných úvěrů samozřejmě opět vedl k výraznému snížení multiplikátorů.³⁰ Bliže viz graf 4.

Dojdeme k téměř shodným závěrům jako u Velké Británie. Předchozí vysoké hodnoty úvěrového multiplikátoru výrazně poklesly z důvodu uvolnění měnové politiky v podobě výrazného zvyšování rezerv bank. Stav úvěrů se ve sledovaném období snížil o 6,25 %, a protože objemy měnových agregátů rostly, kladný rozdíl mezi hodnotami úvěrového a měnových agregátů klesal.

Významným specifickým amerického bankovního sektoru jsou hodnoty multiplikátoru měnového agregátu M1, které jsou nižší než 1, s rekordem 0,7 ve 3. čtvrtletí 2014. Rezervy bank jsou tedy za systém jako celek vyšší než jednodenní vklady. Kritici frakčního bankovníctví, resp. bankovníctví částečných rezerv, by to mohli ocenit.³¹ Jistěže to ale neplatí pro každou jednotlivou banku.

Obrázek 4 | Multiplikátory v USA



Zdroj: údaje z tabulky 4

29 Dvacetinasobné zvýšení rezerv bank v roce 2008 vedlo ke zvýšení měnové báze téměř přesně na dvojnásobek. Analýza viz Gavin (2009).

30 Protože k násobně nejvyššímu zvýšení rezerv bank došlo v roce 2008, je zajímavé uvést hodnoty multiplikátorů na konci roku 2007: pro M1 1,67, pro M2 8,97 a u úvěrů 32,7.

31 Bliže Koderová, Sojka, Havel (2011).

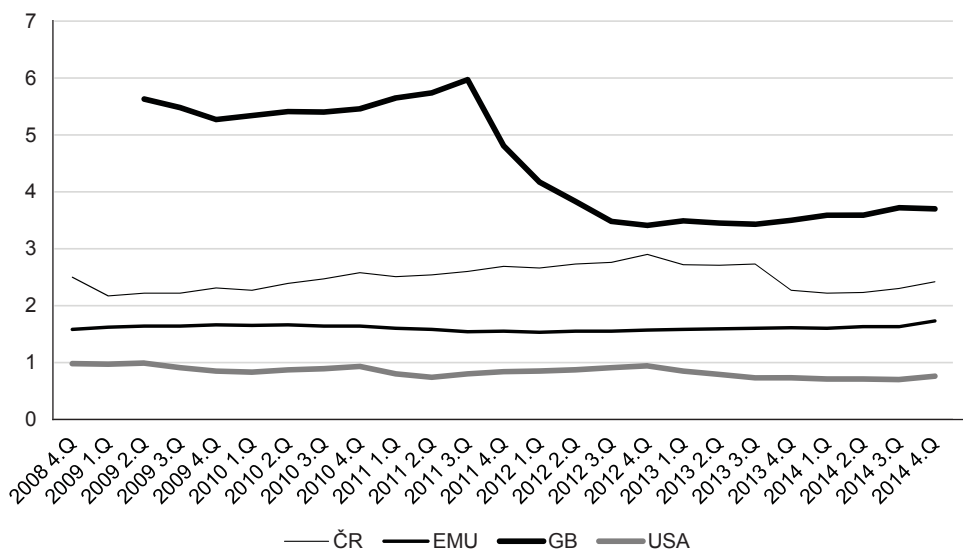
3.5 Srovnání ekonomik

Vývoj peněžních a úvěrových multiplikátorů je pro srovnání příslušných ekonomik znázorněn v následujících třech grafech. Ve všech případech jde o sledované období 2008–2014 s výjimkou Velké Británie. Vysoké hodnoty v posledním čtvrtletí 2008 a prvním čtvrtletí 2009 by v použitém měřítku značně ovlivnily přehlednost – výrazně by „zploštily“ křivky s hodnotami dalších ekonomik, a proto nejsou do grafů zahrnuty.

I tak má Velká Británie ze všech ekonomik jednoznačně nejméně stabilní hodnoty se začínajícím druhým propadem v posledním čtvrtletí 2011. Hlavní důvodem bylo jednoznačně kvantitativní uvolňování, resp. jeho druhé kolo, zahájené v říjnu 2011. První kolo bylo spuštěno v březnu 2009 – srov. již zmíněný devadesátiprocentní růst měnové báze. Výrazný sestupný trend v roce 2012 byl opět ovlivněn pokračováním této politiky centrální banky.

Nejstabilnější byl možná překvapivě vývoj v Evropské měnové unii. U multiplikátoru pro M2 a úvěrového multiplikátoru šlo o setrvalý pokles, ale multiplikátor pro M1 sice nepatrně, ale přesto od roku 2012 rostl. Absolutní pokles stavu úvěrů a naopak zvýšení M1 a M2 snižovalo rozdíly mezi úvěrovým a peněžními multiplikátory.

Obrázek 5 | Peněžní multiplikátory pro M1

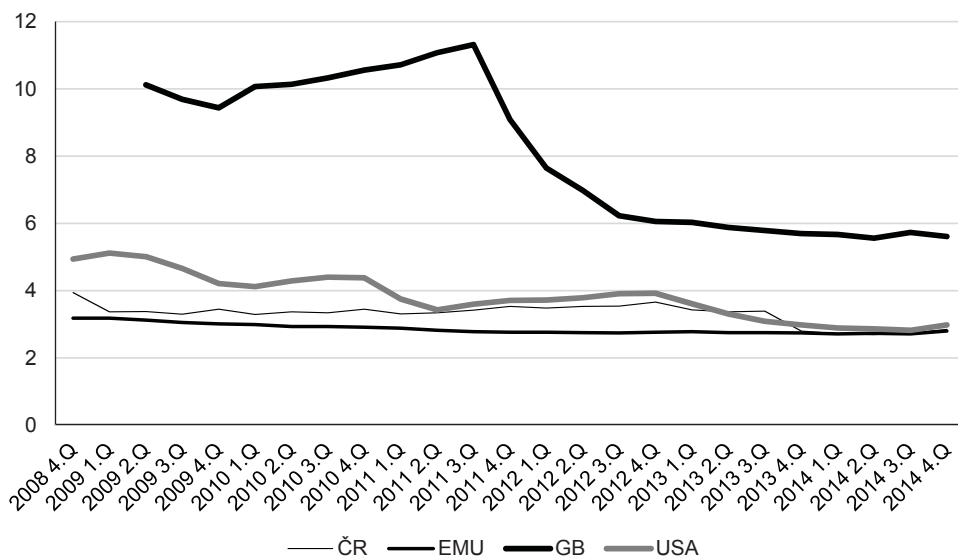


Zdroj: údaje z tabulek 1–4

Možným vysvětlením vysoké stability zejména peněžních multiplikátorů je právě měnová politika Evropské centrální banky, kdy peněžní zásoba v podobě M3 je kritériální veličinou, kterou se banka snaží regulovat v podobě stabilního růstu.³²

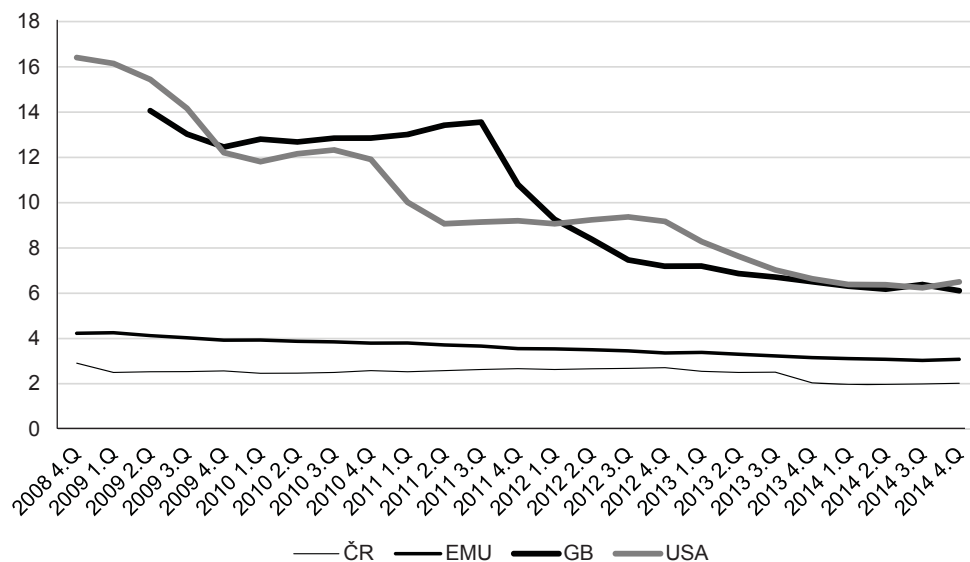
³² M3 = M2 + repo operace + prostředky v akciích a podílových listech fondů peněžního trhu + prostředky v dluhových cenných papírech se lhůtou splatnosti do 2 let. M3 je o 6–8 % větší než M2.

Obrázek 6 | Peněžní multiplikátory pro M2



Zdroj: údaje z tabulek 1–4

Obrázek 7 | Úvěrové multiplikátory



Zdroj: údaje z tabulek 1–4

To může stabilizovat i M1 a M2. Navíc, přes „mírné“ kvantitativní uvolňování nedošlo k žádnému náhlému a výraznému zvýšení rezerv bank – maximální čtvrtletní zvýšení nepřevýšilo 3,4 %, což je s Velkou Británií a USA naprosto zanedbatelné. V tomto smyslu

lze politiku Evropské centrální banky považovat za vzorově stabilizující.³³ Jiné hodnocení – ve smyslu až příliš opatrné politiky – by si banka zasloužila při vědomí pokračujících těžkostí eurozóny včetně deflačních tlaků.

Shrnutí a závěry

Centrální banky mohou ovlivňovat vývoj množství peněz v oběhu, resp. vývoj úvěrů, poskytovaných obchodními a dalšími bankami bezhotovostně nebankovním subjektům jen omezeně. V článku je tato problematika rozebrána pomocí multiplikátorů měnových agregátů M1 a M2 a úvěrového agregátu v České republice, Evropské měnové unii, Velké Británii a Spojených státech amerických.

Ve sledovaném období let 2008–2014 se v měnové politice začaly objevovat nové přístupy v podobě několika forem kvantitativního uvolňování. Šlo primárně o cíl obnovení likvidity bankovního systému, především ve Spojených státech amerických a Velké Británii. S určitým zpožděním reagovala Evropská centrální banka. V České republice byly banky zdravé a uvolněná měnová politika České národní banky byla zaměřena především na podporu inflačních tlaků v (téměř) deflačním prostředí.

Údaje potvrdily intuitivní závěr, že v krizovém období mají multiplikátory tendenci klesat, a to zejména úvěrový multiplikátor. Obchodní banky jsou opatrnější, bonita dlužníků se spíše zhoršuje a/nebo předchozí nadměrné půjčky nemusejí být spláceny, což snižuje likviditu a solventnost bank.

Hodnoty multiplikátorů jako poměrů měnových agregátů a úvěrů k měnové bázi byly ovlivněny především významnými objemy poskytované likvidity do bankovního systému. To znamenalo výrazné zvýšení rezerv bank jako složky měnové báze a výrazné snížení multiplikátorů. Další vývoj – a úspěšnost takové politiky – závisí na tom, jakým způsobem budou zvýšené rezervy bankami využity.

Specifickými charakteristikami situace a vývoje v České republice byla jednorázová intervence centrální banky proti domácí měně a dlouhodobý převis vkladů v bankách nad poskytnutými úvěry. Pro multiplikátory to znamená, že úvěrový je nižší než peněžní u M2 a od roku 2012 i než multiplikátor u M1. Ve všech dalších zkoumaných zemích byl úvěrový multiplikátor, i přes výrazné propady, stále vyšší než oba peněžní multiplikátory.

Překvapivým může být vývoj v Evropské měnové unii. Hodnoty multiplikátorů se sice snižovaly (nejrychleji opět v případě úvěrového multiplikátoru, u M1 platí jen do konce 2011), ale pokles byl relativně pomalý. Ze všech zkoumaných ekonomik zde hodnoty navíc vykazují nejvyšší stabilitu.

Naopak ve Velké Británii byl vývoj vysoce nestabilní. Ekonomika také stále vykazuje výrazně vyšší hodnoty peněžních multiplikátorů – což signalizuje nižší závislost bank na rezervách u centrální banky –, než je tomu v dalších ekonomikách. Úvěrový multiplikátor až do druhé poloviny roku 2011 byl zdaleka nejvyšší. Kvantitativní uvolňování (růst rezerv bank) sice hodnotu významně snížilo, přesto je však ve srovnání s Českou republikou a Evropskou měnovou unií násobně vyšší.

33 Stabilita multiplikátoru kritériálního měnového agregátu je jednou z klíčových podmínek účinnosti měnového transmisního mechanismu v základní verzi, kde operativním kritériem regulovaným nástroji centrální banky je měnová báze. Blíže např. Friedman (1960). Kritika stability peněžních multiplikátorů viz Chrystal, Mizen (2001). Autor připomíná, že operativním kritériem měnové politiky ECB je krátkodobá úroková míra.

Ve Spojených státech amerických je úvěrový multiplikátor rovněž vysoký. Jednoznačnou výjimkou jsou hodnoty multiplikátoru měnového agregátu M1, které se už sedm let drží pod hraniční hodnotou 1. V souvislosti s tendencí poklesu úvěrového multiplikátoru (až do posledního čtvrtletí 2014) to svědčí o stále vysoké opatrnosti bank při poskytování úvěrů.

Literatura

- Blahová, N. (2015). Analysis of the Relation between Macroprudential and Microprudential Policy. *European Financial and Accounting Journal*, 8(1), 33–47, <http://dx.doi.org/10.18267/j.efaj.136>
- Brůna, K. (2007). Úrokový transmisní mechanismus a řízení úrokové marže bank v kontextu dezinflační politiky České národní banky. *Politická ekonomie*, 55(6), 829–851, <http://dx.doi.org/10.18267/j.polek.626>
- Bullard, J. (2012). Death of a Theory. *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 94(2), 83–102. Dostupné z: <https://www.stlouisfed.org/~media/Files/PDFs/Bullard/remarks/DeathOfaTheory2012January12.pdf>
- Clark, T. E.; Bednar, W. (2015). Recent Inflation Trends. *Economic Trends*, Federal Reserve Bank of Cleveland, 1–5. Dostupné z: <https://www.clevelandfed.org/newsroom-and-events/publications/economic-trends/2015-economic-trends/et-20150716-recent-inflation-trends.aspx>
- Chrystal, K. A; Mizen, P. D. (2001). Goodhart's Law: Its Origins, Meaning and Implications for Monetary Policy. *Central Banking, Monetary Theory and Practice*, <http://dx.doi.org/10.4337/9781781950777.00022>
- El-Erian, M. A. (2012). Evolution, Impact, and Limitations of Unusual Central Bank Policy Activism. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 94(4), 243–264. Dostupné z: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/12/07/243-264El-Erian.pdf>
- Friedman, M. (1960). *A Program for Monetary Stability*. New York: Fordham University Press.
- Gavin, W. T. (2009). More Money: Understanding Recent Changes in the Monetary Base. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 91(2), 49–59. Dostupné z: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/09/03/Gavin.pdf>
- Hicks, J. (1967b). *Critical Essays in Monetary Theory*. Oxford: Clarendon Press.
- Koderová, J.; Sojka, M.; Havel, J. (2011). *Teorie peněz*. Praha: Wolters Kluwer. ISBN: 978-80-7357-640-0.
- Mandel, M.; Tomšík, V. (2015). Dynamika a rovnováha úspor, investic a úvěru v hospodářském cyklu: příklad České republiky. *Politická ekonomie*, 63(1), 32–56, <http://dx.doi.org/10.18267/j.polek.987>
- Musílek, P.; Jeřábek, T. (2015). Hedgeové trhy a akciové fondy. *Politická ekonomie*, 63(1), 91–107, <http://dx.doi.org/10.18267/j.polek.990>
- Rasche, R. H.; Williams, M. M. (2007). The Effectiveness of Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 89(5), 447–489.
- Revenda, Z. (2014). Vliv České národní banky na množství peněz v ekonomice. *Acta Oeconomica Pragensia*, 24(5), 3–17, <http://dx.doi.org/10.18267/j.aop.449>
- Revenda, Z. (2011). *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press. ISBN: 9788072612307.
- Spiegel, M. (2001). Quantitative Easing by the Bank of Japan. *FRBSF Economic Letter*, 31 (2, November). Dostupné z: <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2001/november/quantitative-easing-by-the-bank-of-japan/>

- Thornton, D. L. (2011). The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy: The Term Auction Facility. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 93(6), 439–454. Dostupné z: <https://core.ac.uk/download/files/153/6323264.pdf>
- Williamson, S. (2015). Monetary Policy Normalization in the United States. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 97(2), 87–108. Dostupné z: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/2015/q2/Williamson.pdf>
- Česká národní banka (2014). *Zpráva o finanční stabilitě 2013/2014*. Praha: Česká národní banka. ISBN 978-80-87225-52-3.
- Zdroje číselných údajů: ARAD, ECB – MFI balance sheets, Bank of England – Statistics, Federal Reserve Statistical Release.