PROMĚNY KONCEPTU MĚNOVÉ POLITIKY V KONTEXTU HOSPODÁŘSKÉHO CYKLU

Slavoj Czesaný[1]

[1] *Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta, Nám. W. Churchilla 4,130 67 Praha 3*
Email:czesany.slavoj@volny.cz

Abstract: A brief look in the history shows that there were many different concepts for monetary policy making that have got asserted in the past. Among the features that distinguished one from another were mainly the settings of the main target of the monetary policy and the selection of instruments for their fulfilment. Different approaches of the central banks to the definition of the main target or the anchor of the monetary policy were applied. In the post-war decades, the most common approach used was making the monetary policy not public and application of the fixed exchange rate. In the following decades it was at first targeting of monetary aggregates that got well established, later followed by targeting of inflation. The main goal of this article is to analyze the role and function of monetary policy in smoothing of the economic cycle. Among the partial targets of the article is assessment of strong and weak points of alternative monetary policy concepts and reasoning of the possible changes in monetary policy settings in the following era.

Keywords: business cycle, financial crises, gross domestic product, inflation, macroeconomic balance, monetary policy, recession.

JEL classification: D10, E24, E30, N14, O11

Doručeno redakci: 23.3.2011; Recenzováno: 22.2.2012; 17.2.2012; Schváleno k publikování: 13.3.2013

Úvod

Pohled do historie ukazuje, že konceptů měnové politiky je možno vyjmenovat více. K jejich odlišnostem patří především charakter vymezení hlavního cíle měnové politiky a akcentu položeného na způsob a hlavní nástroje jeho naplňování. K hlavním příčinám proměn v metodologii přístupů k formování měnové politiky patřily nejen empirické poznatky o efektech měnové politiky, dále pak změny v povaze vnitřních a vnějších podmínek makroekonomického vývoje, v neposlední řadě pak disponibilita jiných konceptů jak napomáhat pokroku v efektech z nastavení měnové politiky. Při posuzování souvislostí a efektů základních typů měnové politiky byla dána přednost utřídění pomocí chronologického přístupu. Ten umožňuje přihlédnout k realitě a souvislostem období, v kterém jednotlivé přístupy k utváření měnové politiky vznikaly a byly, anebo teprve budou uplatněny. V přístupech centrálních bank k vymezení hlavního cíle či kotvy měnové politiky se vystřídaly tyto záměry: (i) nezveřejňování cílů měnové politiky (ii) cílování měnových agregátů, (iii) cílování inflace. Lze si představit i nastavení jiných hlavních cílů v budoucnosti. Uvažovat lze jednak o širším pojetí cenové stability a o kombinaci peněžní a finanční stability. Záměrem analýzy je přispět k poznání silných a slabých stránek alternativních konceptů měnové politiky.

Metodický přístup k vyjádření kontextů a efektů měnové politiky je založen na identifikaci těch složek systému monitorování a makroekonomické analýzy hospodářského cyklu, které mají schopnost prozkoumat a vysvětlit souvislosti mezi pohyby v cenovém a finančním vývoji, dynamikou výkonu ekonomiky a nastavením měnové politiky. K východiskům analýzy souvislostí mezi měnovou politikou a hospodářským cyklem patří nejen principy měnové teorie, ale i vymezení tezí obezřetné stabilizační politiky. K věcné podstatě obezřetné stabilizační politiky patří vytváření takových podmínek, aby vývoj u čtyř hlavních makroekonomických cílů, tj. na úseku ekonomického růstu, inflace, makroekonomické

rovnováhy a zaměstnanosti se vyvíjel pokud možno konsistentně a proticyklicky. Jde o to, aby se:

- omezily negativní důsledky hospodářských cyklů na výkonnostní potenciál ekonomiky;
- některé makroekonomické cíle nevyvíjely na úkor cílů jiných, které by se ve střednědobém či dlouhodobém horizontu staly úzkým hrdlem, respektive omezením udržitelného ekonomického růstu;
- udržovala přiměřená vnitřní a vnější ekonomická rovnováha ekonomiky bez nadměrné inflace a deficitu obchodní a platební bilance, jež pak jsou zdrojem prohloubení hospodářských cyklů
- tempo ekonomického růstu nemaximalizovalo do podob, která nejsou dlouhodobě udržitelné.

Jak uvádějí Mandel a Tomšík (2008) jsou cíle hospodářské politiky ve vyspělých zemích zpravidla zaměřovány na dosahování trvalého a přiměřeného ekonomického růstu, přirozené míry nezaměstnanosti, stabilní a nízké inflace a rovnováhy platební bilance. Rámec analýzy k posouzení souvislosti mezi záměry měnové politiky a vývojem cen, makroekonomické stability a výkonem ekonomiky je nastaven tak, aby výsledky mohly přispět k prohloubení stupně poznání několika otázek. Jaké trendy v makroekonomickém vývoji se prosazovaly v podmínkách nastavení odlišných cílů měnové politiky, tj při nezveřejňování cílů, při cílování měnových agregátů a při cílování inflace? Zda hlavní příčinou nadměrných výkyvů hospodářského cyklu a růstu zadluženosti hospodářských subjektů a státu nebyla přílišná uvolněnost složek měnové a fiskální politiky v expanzní fázi hospodářského cyklu? V rámci posouzení odlišných cílů měnové politiky je nejprve věnovaná pozornost důvodům jejich zavedení, charakteristice uplatněných cílů a nástrojů měnové politiky, analýze vybraných souvislostí měnového a hospodářského vývoje a shrnutí silných a slabých stránek posuzovaného konceptu.

1 Nezveřejňování cílů měnové politiky

Nezveřejňování cílů a nástrojů měnové politiky patřilo k běžným praktickým postupům centrálních bank až do 70. let předchozího století, ve výjimečných případech je uplatňováno dosud. Podle Barroa (1983) má tento postup své přednosti i nevýhody. Přednost tohoto přístupu spočívá v tom, že měnová politika má větší manévrovací prostor pro řešení aktuálního problému makroekonomického vývoje, ať již to byla vysoká inflace, či nízká míra zaměstnanosti, anebo některá ze složek vnitřní či vnější nerovnováhy. K výhodám patří i to, že hlavní hospodářské subjekty na trhu, tj. výrobci, vývozci, investoři a spotřebitelé by měli svá rozhodnutí korigovat směrem k větší obezřetnosti a menší rizikovosti, protože není zřejmé, jak se budou hlavní parametry měnových složek ekonomického prostředí vyvíjet.

Nezveřejňování cílů a postupových kroků centrálních bank se však v praxi i podle názorů řady ekonomů ukázalo jako sporné. Kritika byla založena právě na asymetrii informací, že měnové autority vědí, kdy a za jakých podmínek dojde ke změnám měnových podmínek na trhu, zatímco hospodářské subjekty tuto informaci nemají a může tak docházet k neracionálním rozhodnutím. Měnová politika předem nezveřejňovaná, je ve své podstatě typem politiky netransparentní, neboť nemá předem vymezena pravidla.

K příkladovému posouzení souvislostí a efektů měnové politiky v podmínkách nezveřejňování cílů měnové politiky byla vybrána americká ekonomika, v které tento typ

politiky v řadě dekád dominoval[1]. Evidence a analýza hlavních trendů makroekonomického vývoje americké ekonomiky je věnována jak dekádám příznivého makroekonomického vývoje, tj. v 60. a zejména v 90. letech minulého století, tak i předkrizovým a krizovým letům v období Velké deprese a finanční krizi a recesi v letech 2007 až 2010.

Časové řady vývoje výkyvů ekonomické aktivity ukazují na podstatné snížení nestability vývoje v poválečné éře v porovnání s vývojem v první polovině dvacátého století. Evidován byl nárůst průměrné amplitudy hospodářského cyklu, který v předválečném období činil 50 měsíců, v poválečném 60 měsíců. Nejdelší recese minulého století trvala 43 měsíců (1929-1933). Expanze tak byla zhruba 5x delší než období kontrakce. K potlačení cyklického vývoje cen i reálné ekonomiky přispěl vývoj v sektoru služeb, který byl méně citlivý vůči cyklickým pohybům v porovnání se zbožím a prodlužoval tak expanzní fázi hospodářského cyklu. Období snížené cenové nestability bylo nahrazeno obdobím zvýšené rigidity cen v pohybu směrem dolů, které se stalo jednou z příčin stabilnějšího vývoje reálné ekonomiky. Nejdelší kontrakce trvala 16 měsíců a byla způsobena ropným embargem v roce 1975. Dvě nejdelší expanze byly v 60. a 90. letech. První trvala 106 měsíců, druhá 120 měsíců.

Poměrně značný vliv měla měnová politika na vznik, hloubku a délku průběhu Velké deprese v letech 1929 až 1933. K projevům nadměrné uvolněnosti měnové politiky v předkrizovém období patřil výrazný růst cen aktiv. Ceny nemovitostí vzrostly v průběhu posledních pěti let před počátkem krize o polovinu, hodnota indexu akciového trhu se v téže periodě navýšila na dvojnásobek a úvěry rostly o třetinu rychleji než hrubý domácí produkt, což jsou odhady Boria a Whitea (2003). V průběhu krize pak byly chybně nastaveny, respektive nebyly uvolněny ani měnová, ani fiskální politika. Rovněž setrvávání na předchozím režimu kurzové politiky v podobě zlatého standardu neumožnilo podpořit zahraniční obchod a tak oživit ekonomiku. Hlavní stabilizační politiky tak selhaly, jejich působení prodlužovalo a prohlubovalo depresi, bylo procyklické a nepřispělo tak k vyhlazování hospodářského cyklu. Neexistence pravidel měnové politiky pro vzestupnou a sestupnou fázi hospodářského cyklu se tak ukázala být slabým článkem hospodářské politiky.

Náklady krize spjaté s dopady do reálné ekonomiky byly obrovské. Kumulované ztráty na hrubém domácím produktu činily v některých zemích přes 30 % a dosažení předchozí ekonomické úrovně se již v dekádě 30. let nepodařilo dosáhnout. Míra nezaměstnanosti vzrostla na 25 % a rovněž cenová hladina poklesla o 25 %. Svědčí to o dlouhodobém roztočení spirály deflačních tlaků generovaných výrazným poklesem poptávky po spotřebitelském zboží, doprovázené podstatným snížením životní úrovně. Značné finanční ztráty pocítil zejména bankovní sektor, v kterém zbankrotovala více než třetina z celkového počtu bank před krizí. K nákladům krize lze počítat i opožděnou sanaci části ztrát v průmyslovém a zemědělském sektoru, realizovanou formou pomoci v rámci programu New Deal uskutečněné až v rámci pokrizového oživení ekonomiky.

V prvních poválečných dekádách sehrálo důležitou roli v rámci měnové politiky nastavení kurzové politiky, v podobě pevných, ale přizpůsobitelných měnových kurzů. Toto nastavení uplatňované na základě brettonwoodských dohod bylo určitou kotvou mezinárodního měnového systému. V nejistých poválečných podmínkách měl tento kurzový režim pozitivní

[1] Otázkou je, zda měnová politika podporovala převážně ekonomický růst, anebo sloužila ke stabilitě cenové. Některé literární zdroje uvádějí, že nezveřejňování cílů měnové politiky bylo v závěru 70. let opuštěno. Určitou dobu byla aplikována orientace na cílování a později pouhé monitorování měnových agregátů, ale na počátku tohoto století se k nezveřejňování cílové politiky FED opět vrátil (Borio, White 2003).

vliv na ekonomický růst v tom, že vytvářel stabilnější podmínky pro růst intenzity zahraničního obchodu, kde tak byly eliminovány rizika změn směnného kurzu. Stabilita směnného kurzu měla též pozitivní vliv na kapitálové transfery přes hranice státu a tím i na růst investiční aktivity, jež byla doprovázena růstem produktivity práce. Analytické poznatky z tohoto období se opírající o analýzu Dalsgarda (2002) ukázaly, že recese byly mírné zejména v období platnosti dohod z Bretton-Woods, kdy průměrný pokles produkce v recesi byl 2,1 %, délka recese pouze 1,1 let, a podíl let v recesi na celkovém počtu let činil pouze 5,2 %. V tomto období byly též nejpříznivější parametry expanze, když průměrné tempo ekonomického růstu bylo 5,3 % ročně, průměrná délka expanze docílila dvojciferné číslo (10,3 let) a podíl let v expanzi dosáhl 95 % z celkového počtu let tohoto období. O prorůstovém nastavení měnové politiky USA v 60. letech svědčí průměrné tempo růstu HDP o 3,8 %. Příznivým jevem byl i pokles výkyvů ve vývoji hrubého domácího produktu v porovnání s dlouhodobými tendencemi vývoje ekonomického růstu. Dosažení nízkých inflačních tlaků a stabilizované inflace v průměrné výši 3,1 % napomohlo i věší stabilitě v nastavení politiky úrokových sazeb.

Tabulka 1: Dlouhodobé tendence vývoje HDP: dynamika a variabilita

	1961-1970	1971-1980	1981-1990	1991-2000	2001-2010
Variabilita temp (průměrné odchylky)					
Evropská unie	1,0	1,9	0,6	1,1	2,3
USA	1,6	2,2	2,1	0,9	2,1
Průměrná tempa růstu HDP (s.c. 1990)					
Evropská unie	4,8	3,0	2,4	2,0	1,4
USA	3,8	2,8	2,6	3,4	1,6

Zdroj: European Economy, OECD, 2002, 2011, vlastní propočty

V 70. a 80. letech po opuštění brettonwoodských dohod trpěla měnová politika hledáním jiné kotvy měnového systému, avšak bez zjevného úspěchu, neboť inflace v 70. letech byla vysoká a pohybovala se v blízkosti dvouciferných čísel. V posuzované dekádě zpomalil i růst HDP a byl to i jeden z důvodů, proč se v 80. letech prorůstového nastavení dočkala i orientace fiskální politiky. Jejím věcným obsahem byla podpora nabídkové strany ekonomiky cestou snížení daňové zátěže na příjmové straně veřejných rozpočtů a zvýšená stimulace vzdělanostního a výzkumného potenciálu ekonomiky na výdajové straně rozpočtové politiky. Strategií bylo vytváření komparativních výhod v konkurenceschopnosti zdrojů ekonomického růstu americké ekonomiky, jejichž pozitivní výsledky se dostavily v 90. letech.

V poslední dekádě minulého století se na zrychlení růstu výkonu ekonomiky podílela opět ve zvýšené míře měnová politika. Příznivou konstelaci makroekonomického vývoje vytvářel souběh stabilní a rekordně snížené míry inflace s nízkou mírou nezaměstnanosti pohybující se v rozmezí 4 % až 5 %. Snížení průměrného růstu inflace pod 3 % umožnilo relativně nízké nastavení úrokové sazby doprovázené uvolněním dostupnosti úvěrových zdrojů pro všechny kategorie podniků, zejména pak pro malé a střední podniky. V této dekádě se řízení měnové politiky opíralo především o poznatky z monitorování stability indikátorů měnového vývoje (Borio, White 2003).

Na prosazení rychlého průměrného tempa růstu americké ekonomiky ve výši 3,4 %, se podílely nejen příznivé finanční podmínky. Výrazný pokrok byl evidován ve vědě, výzkumu a inovacích a to v podobě pozitivního nabídkového šoku. Ten byl umožněn efekty počítačových a telekomunikačních technologii, které se promítly nejen do ekonomického růstu, ale i do zvýšení jeho efektivnosti v podobě zrychlení růstu produktivity práce a kapitálu. Síla a stabilita dolaru v kombinaci s růstem výkonnosti ekonomiky se ukázala být

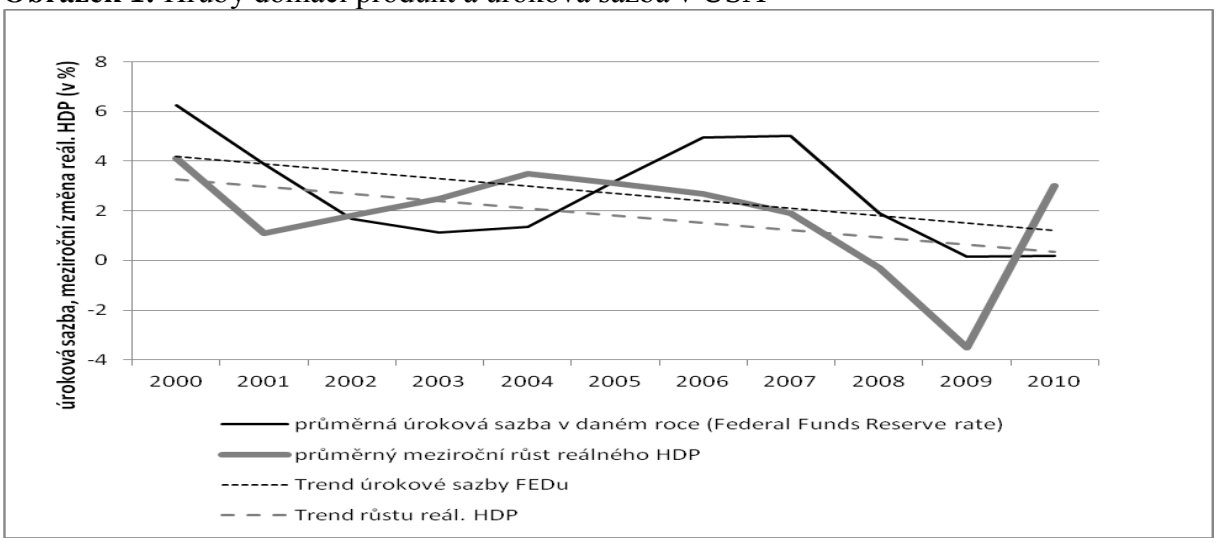
rozhodující pro dynamický nárůst přímých zahraničních investic, jejichž objem se ve 2. polovině 90. let ztrojnásobil. Nemalou atraktivitou se vyznačoval akciový trh, na jehož růstu participovali investoři z celého světa, ve zvýšené míře i sektor domácností. Důležitým jevem byl i bezprecedentní vzestup objemu financování pomocí fondů rizikového kapitálu, jehož objem se v průběhu 90. let zvýšil o 90 mld. USD. Došlo k potlačení makroekonomických nerovnováh, do přebytkových pozic se dostaly jak veřejné finance, tak běžný účet platební bilance.

V podstatně jiném makroekonomickém rámci se vyvíjela americká ekonomika jak v předkrizovém období, tak i v průběhu finanční a hospodářské krize let 2007-2009. Podle Singera (2009) byla tato hospodářská krize mimořádná dlouhodobým souběhem mnoha faktorů a to ekonomických, finančních, institucionálních i politických a svou globální povahou. Za hlavní příčiny recese lze považovat souběžný výskyt nestabilit cenových a finančních, které se vzájemně ovlivňovaly. Evidence cenové nestability byly prokázány u ceny peněz vyjádřené úrokovými sazbami a směnným kurzem, u cen komodit na světových trzích, dále u cen nemovitostí, akcií, dluhopisů a ostatních cenných papírů. Finanční nestability byly evidovány ve vývoji deficitu veřejných financí, v míře zadlužení státu, v míře vychýlení úvěrových emisí od trendu, v rozsahu nesplacených úvěrů a u indikací nedostatečné likvidity. Příčin vzniků cenových a finančních nestabilit v makrosféře bylo více. Za nejdůležitější faktory kontrakční fáze hospodářského cyklu největší světové ekonomiky pokládá Janáček (2008) vývoj dvojího deficitu, tj. deficitu veřejných rozpočtů a deficitu běžného účtu platební bilance doprovázený nárůstem ztrát amerických finančních společností.

Centrální úrokové sazby byly v předkrizovém období let 2001 až 2003 nastaveny nestandardně dlouho na rekordně nízké výši 1 %. Charakter nastavení úrokových měr zdůvodnil tehdejší guvernér FEDu A. Greenspan (2008) obavami z recese po šocích způsobených propadem akciových trhů v roce 2000 a po teroristickém útoku na USA v roce 2001. Důvod tudíž byl, ale ne takový, aby byla uplatněna politika tak laciných peněz a trvala tak dlouho. O nadměrném aktivismu v utváření centrální úrokové politiky svědčí značný rozptyl úrokových sazeb ve výši 1 % při minimu a 6,5 % na vrcholu úrokového cyklu, na který upozorňuje Holman (2008). Výrazná nestandardní polarizace úrokových sazeb nastartovala strmou expanzní fázi investičního a úvěrového cyklu podpořenou optimistickými představami hospodářských subjektů. Nízká úroveň úrokových sazeb nezvýšila inflační tlaky na spotřebitelském trhu, což lze vysvětlit velmi konkurenčním prostředím tohoto trhu. Jinak tomu však bylo na nemovitostním trhu, který se vyznačuje nepříliš konkurenčním prostředím, jež podpořilo velmi výrazný růst cen.

Záměr měnové politiky podpořit ekonomický růst a zaměstnanost se sice podařil v krátkém horizontu let 2003 až 2006, ale na druhé straně přispěl k měnovým turbulencím, bankovní krizi a výraznému nárůstu zadluženosti hospodářských subjektů, které byly zdrojem hospodářské kontrakce v letech 2007 - 2009. Působení hospodářské politiky bylo procyklické, podílel se na něm návrat k režimu nezveřejňování hlavních cílů měnové politiky, ke kterému došlo po roce 2000.

Obrázek 1: Hrubý domácí produkt a úroková sazba v USA



Poznámky: K vyjádření základního směru vývoje časových řad byla vybrána konstrukce lineárního trendu. Zjištěné parametry jsou následující: průměrná úroková sazba FED ve sledovaném období = 2,96%; průměrný meziroční růst reálného HDP ve sledovaném období = 1,8%; korelace úrokové sazby a růstu reálného HDP = 0,43. *Zdroj:* Fed, vlastní propočty

K další cenové nestabilitě došlo ve vývoji hodnoty dolaru, jež v předkrizovém období výrazně oslabil, a to vůči euru o více než 50 %. Příčinou bylo prohloubení vnitřní a vnější nerovnováhy americké ekonomiky. Deficit veřejných rozpočtů vznikl v důsledku stagnace rozpočtových příjmů při přetrvávajícím růstu výdajů a převýšil standardní normu 3 % HDP. Obdobně tomu bylo u deficitu běžného účtu platební bilance, jež převýšil 6 % HDP, což signalizovalo nadhodnocení kurzu dolaru a vedlo k odlivu peněz z USA do míst s větší makroekonomickou a růstovou stabilitou. Třetí výraznější cenový výkyv se odehrál u cen nemovitostí. Byl vyvolán nesouladem nabídky a poptávky po nových domech motivovaný nejen nízkou cenou zápůjčních peněz, ale i růstem zájmu obyvatelstva o vlastní bydlení, jež byl podporován garancemi státu a příslušným nastavením sociální politiky. Růst ceny bydlení vybočil z dlouhodobé trendové linie, pohyboval se v blízkosti dvojciferného čísla a současně se odklonil od vývoje hlavních fundamentálních veličin ekonomiky, jež představuje vývoj HDP a inflace.

K výrazným cenovým posunům docházelo na světových trzích komodit. Největší vychýlení ceny od trendové linie, jež přesáhlo 100 %, bylo dosaženo u ropy. Větší cenová nestabilita byla evidována i u cen kovů a zemědělských surovin. Zatímco trh ropy a částečně i kovů byl ovlivněn nárůstem světové poptávky po surovinách zejména ze strany méně rozvinutých zemí, pak výkyvy u cen zemědělských surovin byly ovlivněny zpravidla proměnami klimatických podmínek. O rozsáhlé finanční nestabilitě, jež se prosadila v bankovním sektoru a dosáhla rozměru bankovní krize, referují v analýzách Eichengreen (2008) a IMF (2009). Finanční nestabilita v bankovním sektoru vznikla nejen příliš nízkým nastavením centrálních úrokových sazeb, které vygenerovaly silnou vlnu úvěrové emise, ale i souběhem s méně obezřetným nastavením aktivit u útvarů řízení rizik bank, s nedostatečnou kontrolní funkcí bankovního dohledu a s opožděnou reakcí ratingových institucí na hodnocení bonity bankovních produktů. Úvěrová náročnost HDP enormně vzrostla, u domácností ze 60 % na počátku dekády na 90 % ve vrcholu úvěrového cyklu v roce 2007, u nefinančních podniků došlo ke zvýšení ze 65 % na 80 % (IMF 2010).

Ukázalo se, že došlo k značnému přeúvěrování nemovitostního trhu s bydlením, na kterém v situaci sestupné fáze hospodářského cyklu začal poměrně rychle růst počet a hodnota

nesplácených úvěrů. Ztráty amerických bank byly na konci roku 2009 vyčísleny ve výši 830 mld. USD a dále narůstaly. K hlavním příčinám patřil nedostatek depozit či jiných finančních prostředků pro krytí závazků. Finanční krize se šířila v důsledku propojenosti finančních trhů a jejím vyvrcholením byla zástava úvěrových aktivit a ztráta důvěry ve funkčnost bank. Protože šlo o náběh na systémový kolaps bankovního sektoru, zbývala jako poslední instance záchranná činnost státu. Protikrizová opatření měla podobu nadstandardního uvolnění měnové a fiskální politiky k zabezpečení rekapitalizace bankovní sféry.

Empirická data ukázala, že míra dluhu v roce 2008 činila 499 % národního důchodu a z dlouhodobého hlediska měla tendenci se zvyšovat (FED 2009). V roce 2007 na jednotku výstupu (1dolar GNI) připadlo 6,28 USD dluhu a účinnost přírůstku jednotky dluhu vykázala zápornou hodnotu. Na růstu GNI se ve stále větším měřítku podílejí zahraniční investoři, v roce 2008 na dluhovém financování participovaly zahraniční zdroje ve výši 13,6 bilionů USD, což je téměř čtvrtina z celkového dluhu. USA postupně ztrácela část kontroly nad vývojem své ekonomiky. Obnovení bankovní činnosti bylo pro stát velmi nákladné a zadluženost státu enormně narostla, když v roce 2009 deficit převýšil 11 % HDP. Vývoj reálné ekonomiky v recesi se vyznačoval odklonem HDP od potenciálního produktu ve výši 5 %, poklesem míry zaměstnanosti a podstatným vzrůstem míry nezaměstnanosti, a to nad 10 %. Za jednu z hlavních příčin vzniku nadměrné zadluženosti státu lze považovat nedostatečné vymezení pravidel fiskální politiky. Prvotní impuls ke vzniku dluhových rizik vznikl za situace, kdy expanzní fáze hospodářského cyklu byla doprovázena expanzivní fiskální politikou, která generovala roční rozpočtové deficity, jež navýšily kumulativní dluh země i v čase prosperity, což by racionálně stanovená pravidla neměla připouštět.

Tabulka 2: Přehled institucí a jejich aktivit podílejících se na finanční a hospodářské krizi let 2007 až 2010

Instituce	**Aktivity**	**Pochybení**	**Dopady**
Měnové autority	Měnová politika	Procyklické působení	Nadměrný růst dluhů firem a obyvatelstva
Vládní autority	Fiskální politika	Procyklické působení	Růst dluhů státu
Mezinárodní instituce	Rámce finanční stability	Nedostatky v bankovní evidenci	Rozpad finančních trhů
Banky	Finanční služby	Chyby v ocenění rizik, společenská nezodpovědnost	Past likvidity, zmrazení úvěrů
Finanční instituce	Audit, bankovní dozor	Asymetrie informací	Morální hazard
Firmy, korporace	Strategie firem	Přeúvěrovanost	Přeinvestovanost
Obyvatelstvo	Investiční aktivity	Nesoulad příjmů a přijatých úvěrů	Neschopnost splácet úvěry

Zdroj: utříděno autorem

Měnová politika aplikovaná v USA nejčastěji v podobě nezveřejnění cílů a pravidel, kdy byly střídány její hlavní záměry podle aktuální makroekonomické situace měla své úspěšné dekády, v kterých se její efekt projevil jak v podpoře ekonomického růstu tak v účinku cenově stabilizačním. Bylo tomu tak především v období 50., 60. a 90. let. V části 70. a 80. let, kdy byl použit režim cílování měnových agregátů nebylo stabilizačních ani růstových efektů dosaženo. Ve 30. letech a v 1. dekádě současného století došlo s přispěním měnové politiky ke krizím jejichž náklady byly poměrně vysoké.

Analýza vývoje americké ekonomiky ukázala, že makroekonomické politiky pomohly snížit volatilitu, ale zvýšily zranitelnost ekonomiky. Bankovní sektor se stal více procyklický. Podle analytických poznatků OECD (2010), poměr bankovních aktiv k HDP se vyvíjel do značné míry souběžně s cyklickým vývojem ekonomiky a byl doprovázen větším počtem finančních

krizí. Banky začaly ve větší míře riskovat, narůstaly spekulace na zisk s vypůjčeným kapitálem a v jejich zdrojové finanční struktuře se začal snižovat podíl depozit. Měnová politika v USA měla na rozdíl od jiných zemí mandát na orientaci měnově politiky, a to jak na stabilitu inflace, tak i u výkonu ekonomiky. Lepší výsledky byly dosaženy u stability inflace, efekt na stabilitu produkční byl nižší, což bylo způsobeno poklesem účinnosti měnové politiky v pozměněných vnějších ekonomických podmínkách.

2 Cílování měnových agregátů

Jednu z alternativ utváření měnové politiky představuje koncept, jehož základy tvoří měnové agregáty, které působí jako zprostředkovací a operační cíle požadovaného směřování měnového vývoje. Praktické použití tohoto konceptu začalo být aktuální po období, kdy v rámci měnové politiky sehrávalo hlavní roli ukotvení vnější hodnoty měny pomocí fixního kurzu a začala být hledána náhrada, která by napomáhala vnitřnímu ukotvení makroekonomického vývoje. Důvodem odklonu od zlatého standardu bylo, že ke konci 60. let se v podmínkách nárůstu vnější nerovnováhy v USA prosadily nadměrné deficity platební bilance. Stále složitější směnitelnost amerického dolaru za zlato vedla nakonec po dvou poválečných dekádách ke zrušení konvertibility dolaru za zlato. K doprovodným důvodům patřilo zvyšování tlaků jednotlivých zemí na devalvaci či revalvaci měny, což si vynutilo potřebu korekce měnových politik. Výzvou začala být orientace na vytváření podmínek nejen pro krátkodobou perspektivu, ale i pro perspektivu dlouhodobou v podobě stabilizace cenového vývoje. K odůvodnění výběru cenové stability jako hlavního cíle měnové politiky patřila teze o přednostech cenové stability, jež snižuje nejistoty v rozhodování, přispívá k efektivní alokaci zdrojů, zvyšuje účinnost cenového systému. V případě rozkolísanosti cenového vývoje pozbývají cenové informace z trhů potřebnou čitelnost a tím i vypovídací schopnost využitelnou v rozhodovacích procesech výrobců, vývozců, investorů i spotřebitelů.

Podstatou konceptu utváření měnové politiky v části 70. a 80. let se stal přístup založený na interakcích měnové báze, peněžní zásoby a cenové stability. Přenos měnových impulsů do ekonomiky zprostředkovávají komponenty měnových agregátů. Operativním kriteriem se stává měnová báze, což je ta část celkové peněžní zásoby, kterou je centrální banka schopna ovlivnit, tzn. oběživo a rezervy bank. Zprostředkujícím kriteriem pro posouzení efektů měnové politiky je peněžní zásoba. Jestliže peněžní zásoba za předpokladu neměnnosti rychlosti oběhu peněz v ekonomice roste rychleji než hrubý domácí produkt v běžných cenách, pak jde o expanzivní, uvolněnou měnovou politiku. Jestliže je tomu naopak, pak lze politiku vyhodnotit jako restriktivní. V zásadě neutrální politika vzniká, jestliže dynamiky produktu a peněžní zásoby jsou obdobné, pak lze efekt měnové politiky vyhodnotit jako acyklický, znamenající vyváženost mezi hmotnými a peněžními toky.

Poměrně značnou komplikací přístupu k cenové stabilitě s pomocí měnových agregátů se v pozdějších etapách ekonomického rozvoje začaly stávat potíže s rozvolněním vztahů mezi jejími pohyby a vývojem inflace. Tyto změny souvisely především s průběhem liberalizace bankovního sektoru, která probíhala zejména v 70. a 80. letech. Deregulace bankovního sektoru vedla ke změnám v povaze transmisního měnového mechanismu. Vývojovou tendencí, která snížila užitečnost měnových agregátů jako zprostředkovacího cíle měnové politiky, se stala větší konkurence mezi bankami a nebankovními institucemi. Tím, jak nebankovní finanční instituce začaly nabízet vysoce konkurenční depozitní instrumenty, byla oslabena výpověď predikcí založených na vazbách měnových agregátů.

Efekt finančních reforem a finančních inovací spočíval v tom, že tradiční peněžní agregáty začaly být méně užitečnými jako zprostředkovací cíle. K těmto závěrům docházela řada studií

včetně těch, které upozorňovaly na to, že korelace mezi tempem růstu peněžní zásoby a inflací se snižuje v podmínkách nízké inflace a nízké úrokové míry, protože penalizace za držení peněz je nízká. Následně pak je větší nabídka peněz absorbována spíše držením peněz než inflací. Tato zjištění se promítala do takového přístupu centrálních bank, při kterém se dále monitorují změny peněžních agregátů, ale mění se jejich úloha. Nemají již pozici cíle, který jednoznačně předurčuje změny úrokových sazeb, a stávají se pouze jedním z širšího souboru indikátorů. Přesto některé země jako Švýcarsko, Německo a později i Evropská hospodářská a měnová unie využívaly měnové agregáty k formování svých měnových rámců (Borio, White, 2003).

Tabulka 3: Vývoj měnových podmínek a inflace v USA (průměry meziročních změn v %)

INDIKÁTOR	1970-1973	1973-1979	1979-1989	1989-2000	1970-2000
Peněžní zásoba, M3	13,9	10,7	8,7	5,0	8,2
Krátkodobé úvěrové sazby	6,4	7,8	9,9	5,4	7,5
Úvěry	13,5	9,8	9,0	6,5	8,7
Inflace	4,6	8,5	5,5	3,0	5,1

Zdroj: OECD Historical Statistics, 2001

Jedním z důsledků změn v ekonomickém prostředí měnového vývoje bylo, že vedl ke komplikované implementaci domácí měnové politiky. Měnová báze ztratila svou zprostředkovací schopnost v ovlivňování cenového vývoje v ekonomice a důsledky se promítly i do reálného cenového vývoje. Nešlo však o jediný cenotvorný faktor, důležitou roli sehrály zejména ropné šoky. Ropné šoky se prosadily zejména v 1. polovině 70. let, počátkem 80. let, v zeslabené formě na konci 90. let, v zesílené dimenzi pak v letech 2004 až 2007. Dlouhodobá empirická data ukazují, že nejvyšší míry vzestupu cen bylo docíleno v 70. letech, kdy pod vlivem ropných šoků dosahoval deflátor HDP v EU dvojciferných hodnot. Prohloubila se rovněž variabilita cenového vývoje, která výrazně vybočila z předchozích i pozdějších trendů.

Náklady vzniklých recesí v letech 1974/1975 a v letech 1982/1983 nebyly malé. Z pohledu průměru zemí OECD trvala recese v prvém případě kontrakce téměř 2 roky, reálný hrubý domácí produkt poklesl v kumulované podobě o 5 %, což byla výrazná odchylka od dlouhodobého průměru, míra inflace dosahovala dvouciferných hodnot, obdobných hodnot dosáhl růst peněžní zásoby v širším vyjádření (M3), růst cen energií činil 14 %. Vzhledem k tomu, že příčinou šoku byly vnější ekonomické podmínky, byla reakce měnové, respektive úrokové politiky na cenový ropný šok méně účinná a tak státy v některých případech centrální úrokové míry neměnily a vyčkávaly na návrat ceny do předchozí trendové linie. Důležitá byla připravenost ekonomik na zvládnutí cenového šoku. Záleželo zejména na tom, zda se daná ekonomika vyznačovala vysokým podílem služeb a odlehčenou výrobní strukturou s vysokým zastoupením úsporných technologií a výrob s vysokou přidanou hodnotou. Míra dopadu ropného šoku na vývoj hospodářského cyklu byla v jednotlivých zemích rozdílná, přičemž rozhodovala výše závislosti ekonomického růstu na vstupech ropy do ekonomiky. Vzhledem k tomu, že tato závislost se v zemích OECD v průběhu let 1972-1999 snížila o 40 %, snížila se i zranitelnost vyspělých ekonomik (OECD 2002).

3 Cílování inflace

Hlavní cíl měnově politiky v podobě cenové stabilizace prošel na počátku 80. let 20. století určitou modifikací, a to do podoby cílené inflace. Primárním důvodem byla skutečnost, že vývoj inflace v 70. letech vybočil z předchozích vývojových trendů směrem nahoru a často se spolupodílel na stagflaci. Tvůrci měnové politiky hledali koncept, jak významným cenovým výkyvům bránit. Bernanke (2004) uvádí, že základním posláním cílování inflace je sledování

dlouhodobého cíle v podobě nízké a stabilní inflace a přitom zdůrazňuje důležitost veřejného závazku k dosažení inflačního cíle. Podpůrných důvodů pro cílování inflace bylo více. Jedním z nich byla potřeba přesněji vymezit míru inflace, aby nebyla ani příliš nízká s hrozbou prosazení nežádoucích nadměrných deflačních tlaků, ani příliš vysoká, aby neznehodnocovala úspory obyvatelstva a byla nápomocná k racionalitě dlouhodobě orientovaných investičních procesů.

Stěžejním záměrem tohoto nového konceptu stabilizace cen bylo ukotvit očekávané představy o vývoji inflace. Hlavním operačním nástrojem se stalo nastavení úrokových sazeb tak, aby skutečně naměřená míra inflace byla co nejblíže cílené hodnotě. Hlavním argumentem pro stanovení mírné inflaci pohybující se v blízkosti 2 % bylo počítat s převažující nepružností mezd a cen směrem dolů, ale i s obavami z deflačního vývoje a ze záporných reálných depozitních úrokových sazeb. Případný deflační vývoj v podobě absolutního meziročního poklesu cenové hladiny může totiž generovat deflační spirálu, kdy dochází ke snižování tržeb firem, spotřebitelé odkládají nákupy, v důsledku očekávání dalšího poklesu cen a domácí poptávka tak klesá. Rizikem je, že deflace může vyvolat recesi, jež bude mít dlouhodobý charakter. Nebezpečí deflačního vývoje lze doložit dlouhodobým deflačním vývojem v průběhu Velké deprese, kdy maloobchodní ceny během tří let klesly o 25 %. Dlouhodobě trvající deflační tlaky se prosadily v průběhu 90. let v Japonsku, kdy HDP v podstatě stagnoval a zadluženost státu narůstala.

Deflace a deflační očekávání mohou do ekonomiky vstoupit překvapivě rychle. V případě, že deflaci způsobují poptávkové šoky, pak negativní důsledky mohou být značné. Jsou totiž evidovány ztráty dlužníků, které nebývají vyrovnány zisky věřitelů, a to zejména z důvodu ztráty hodnoty zástav (IMF, 2001). Náklady deflace a inflace – zvláště neočekávané – nejsou symetrické. Náklady spočívají ve ztrátě efektivnosti alokace zdrojů a zvýšení nejistoty v budoucím vývoji. Negativní důsledky na výkon ekonomiky se zvyšují s délkou a hloubkou deflace. Hlavní brzdou růstu ekonomické výkonnosti se stává zmenšení či uzavření prostoru pro ziskovost firem. Rozbor snížené účinnosti měnové politiky v podmínkách velmi nízké inflace je předmětem statě Fraita (2003).

Úspěšnost naplňování záměrů měnové politiky při cílování inflace je závislá na několika předpokladech. Patří k nim především potřeba vhodné míry nezávislosti centrální banky, aby byla schopna bránit střednědobou a dlouhodobou udržitelnost cenové stability, aby byly navrhované rámce měnové politiky vysvětlovány veřejnosti a v dohodnutých režimech prezentovány efekty měnové politiky. Neméně důležitá je schopnost centrální banky kvalifikovaně odhadnout očekávané vlivy cenových faktorů a sestavit kvalitní inflační i ekonomickou prognózu. Významná je rovněž schopnost koordinace postupů v nastavení vhodného mixu měnové a fiskální politiky, který by eliminoval nežádoucí interakce stabilizačních složek těchto dvou makroekonomických politik. Empirická data vývoje inflace v poslední dekádě minulého století a v první dekádě současného století ukázala, že efekt ukotvení inflace se daří naplňovat a má pozitivní přínosy. Inflační tlaky se omezily a průměrná výše inflace se dostala do blízkosti inflačního cíle, který v eurozóně od roku 2003 je stanoven v úrovni pod 2 % meziročního růstu.

Při posuzování efektu nastavené monetární politiky je třeba vycházet z diference míry inflace v dekádách před a po zavedení cílování inflace, přičemž je třeba vzít v úvahu i pozitivní vliv růstu konkurenceschopnosti na spotřebitelském trhu, který rovněž omezoval inflační tlaky. Podstatné bylo, že průměrná výše cenového vzestupu činila v EU v 90.letech 3,2 % a v letech 2000 – 2010 pak 2,1 %. Tyto nízké hodnoty znamenaly podstatné zpomalení průměrného

růstu cen v porovnání s vývojem v 70. a 80. letech, kdy meziroční přírůstky činily 10,8 %, respektive 3,2 %. Výsledným efektem bylo snížení tempa růstu inflace v porovnání s předchozími dvěma dekádami o zhruba dvě třetiny.

Vzhledem k tomu, že k hlavním cílům centrálních bank patří zpravidla cenová stabilita, pak je na místě nejen posouzení vývoje na úrovni spotřebitelských cen, ale i v širším pojetí v dalších cenových okruzích. Standardně vykazovaná inflace se totiž vztahuje pouze na spotřebitelský trh a představuje tak pouze cca 50 až 60 % hrubého domácího produktu, přičemž nezahrnuje tak další složky cenového vývoje. Mezi ně patří především ceny aktiv v podobě investičních statků, jejichž významnou složkou jsou ceny nemovitostí a dále pak finanční aktiva hospodářských subjektů jako jsou např. bankovní depozita či cenné papíry.

Empirické poznatky ukázaly, že cenový vývoj se v podmínkách cílování inflace na spotřebitelském trhu může vyvíjet značně diferencovaně. Svědčí o tom souběh nízké a stabilní inflace s velkou fluktuací a nestabilitou cenového vývoje na trzích aktiv, a to bez ohledu na vývoj hlavních makroekonomických fundamentů, zejména vývoje výkonu ekonomiky. Důsledkem obou typů finančních krizí byla neudržitelnost předchozích finančních toků s následnými dopady do reálné ekonomiky. Výskyt finančních krizí nebyl v posledních dvou dekádách malý. V průběhu 80. let měl problémy americký bankovní sektor, na počátku 90. let skandinávské země, především Finsko, v polovině 90. let Mexiko, v 2. polovině 90. let pak Rusko, Česká republika, asijské země, Brazílie, téměř po celá 90. léta Japonsko, na počátku roku 2001Turecko a v druhé polovině 1. dekády současného století pak finanční nestabilita se vyskytla i v globálním rozměru.

Při posuzování příčin vzniku finanční nestability po roce 2000 sehrála klíčovou roli tvorba bubliny na trhu s bydlením. Na jejím vzniku se podílely zejména motivační faktory v podobě investičních a obchodních rozhodnutí obyvatelstva i bank. Obyvatelstvo pravděpodobně podlehlo dvěma iluzím v očekávání budoucích trendů, a to že bude pokračovat nízká a stabilní inflace a s ní spjaté nízké úrokové sazby, které nezatíží tolik rodinné rozpočty, a že je tudíž správný čas pro investice do bydlení. Vedení bank na druhé straně vyhodnotilo zřejmě situaci rekordně nízkých úrokových sazeb jako mimořádně příznivou situaci pro strategii cílenou na maximalizaci emise hypotečních úvěrů, a to i za cenu značného rozvolnění podmínek obezřetnosti bank při ověřování kvality klienta. Druhou možnou motivací bank pro zvýšenou aktivitu v poskytování hypotečních úvěrů obyvatelstvu bylo pokračování globalizačních procesů, kdy příležitosti pro firemní investování a s ním spjatého úvěrování jsou spíše v Asii a poptávka podnikatelského sektoru po investičních úvěrech se tak ve vyspělých zemích začala snižovat.

Studie Mezinárodního měnového fondu (IMF 2008) ukázala, že největší růst cen bytů byl v letech 1996-2006 zaznamenán v zemích, v kterých probíhal souběh dynamického demografického růstu doprovázeného výraznými změnami preferencí ve prospěch vlastnického bydlení s rychle se rozvíjejícím hypotečním financováním. K těmto zemím patřilo především Španělsko, Irsko a Británie. Ceny bytů měly obzvláště rychlou dynamiku v letech 2000-2006, kdy vzrostly o 60 až 80 %. Strmost růstu cen nemovitostí prokazují rovněž indikace poměru, v jakém se vyvíjely průměrné ceny nemovitostí k průměrným příjmům domácností. Tento indikátor vypovídá o tom, za kolik ročních příjmů si mohla domácnost dovolit koupit průměrný byt. Kupní síla se přitom v tomto období velmi zhoršila, neboť na začátku sledované období stačily na koupi bytu výdělky ze čtyř let, na konci sledovaného období bylo potřeba odpracovat na koupi bytu již 7-8 let. V ČR je kupní síla podstatně slabší a počet let se blíží dvojnásobku. Od roku 2007 začaly ceny bytů ve světě

rasantně klesat a vracet se k původnímu trendu, což prokázalo značné cyklické nadhodnocení cen bydlení.

Vycházeje z empirických poznatků o tom, že nízká a stabilní inflace zrcadlí jen část cenového vývoje a navíc má nepřímé efekty na procykličnost vývoje aktiv, a to jak nemovitostí, tak cenných papírů, otevírá se otázka, zda se nepokusit o širší pojetí cílování cenové stability zaměřené nejen na spotřebitelské ceny, ale i na ceny hmotných a nehmotných aktiv. Komplexnější pojetí objektů cílování cenové stability včetně nemovitostí by vytvářelo předpoklady pro méně aktivistické pohyby základní úrokové sazby. Tato více stabilizovaná cena peněz by omezovala cykličnost v pohybech cen v jednotlivých cenových okruzích s pozitivním proticyklickým účinkem na vývoj reálné ekonomiky.

Implementaci tohoto typu nastavení měnové politiky je možno uplatnit za pomoci pozměněného souboru klíčových indikátorů pro monitorování a analýzu hospodářského cyklu. Do širšího souboru ukazatelů by patřily indexy cen na trhu spotřebního zboží, nemovitostí a i některých cenných papírů. Dalším postupovým krokem by byla konstrukce kompozitního cenového indexu, který by byl sestaven za pomoci adekvátních metodologických postupů. Metodologická východiska ke konstrukci kompozitních indexů jsou již do určité míry rozpracována a rovněž i využívána, např. u indexu lidského rozvoje, či souhrnného indexu důvěry aj. Bude potřebné experimentální sestavení kompozitního cenového indexu a ověření charakteru jeho souvislostí s vývojem centrálně stanovených úrokových sazeb, objemem úvěrů k HDP, případně k jiným parametrům makroekonomického vývoje.

Závěr

Článek se pokusil načrtnout dvě alternativy úprav záměrů měnové politiky ve výhledovém období. Jednu z nich představuje širší pojetí cenové stability, kdy k cílované hodnotě indexu spotřebitelských cen by byl pomocí kompozitního indexu přiřazen i cíl v pohybech cen nemovitostí. Argumentem podporujícím tento záměr je, že k výskytu bublin na nemovitostním trhu docházelo častěji v porovnání s výskytem nerovnováhy mezi nabídkou a poptávkou na spotřebitelském trhu. Příčinou těchto zjištění je, že k přehřátí ekonomiky v podobě růstu inflace je bráněno průchodem spotřebního zboží mezinárodním trhem, který cenový vzestup omezuje vlivem značné konkurence obchodních řetězců, v nichž často dominuje dovoz levného asijského zboží. Naopak, na trhu nemovitostí je cenová nestabilita či krize způsobena také nízkou konkurencí a tím i nízkou citlivostí nabídky stavebnictví na vzedmutí poptávky po jeho produktech. Přitom náklady spjaté s dopady cenové bubliny vzniklé v sektoru nemovitostí na hospodářské subjekty, tj. firemní sektor, obyvatelstvo i stát, bývají zpravidla vysoké.

Druhá alternativa v zaměření měnové politiky spočívá v orientaci na dosahování finanční stability. Argumentů je opět více. Větší počet nejistot a hloubky rizik v současném ekonomickém rozvoji vyžaduje rozšířit schopnost orientace centrálních bank na dva cíle, a to nejen na peněžní, respektive cenovou stabilitu, ale i na finanční stabilitu. Rychlost růstu a úrovně zastoupení finančního sektoru ve struktuře ekonomiky rychle vzrůstá, přitom jeho podpora ekonomickému růstu má mimořádně sílící vliv. Dalším důvodem k přiřazení cíle finanční stability k hlavním cílům měnové politiky je skutečnost, že dopady výskytu finanční nestability v bankovním sektoru a v dluzích vlády, obyvatelstva i firem značně oslabují investiční poptávku a přispívají k poklesu výkonnosti i vývozu průmyslu na nabídkové straně ekonomiky. Je též třeba počítat s tím, že finanční sektor se bude muset více podílet na restrukturalizaci ekonomiky, která souvisí s procesy globalizace, stárnutí obyvatelstva a s

potřebou pokračovat v dalších krocích reforem, a to zdravotní, důchodové, daňové, vysokoškolské a státní správy.

Literatura

[1] BARRO, R. and D. GORDON, 1983. *Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy*. Journal of Monetary Economics, No. 12. pp. 101-122.

[2] BERNANKE, B., 2004. *Inflation targeting.* Federal Reserve Bank of St. Louis Review, No 86, pp. 165-168.

[3] BORIO, C. and V. WHITE, August 2003. *Whither monetary and financial stability?* Přednáška pro symposium Monetary policy and uncertainty, Jackson Hole.

[4] BURNS, F. and W. MITCHELL, 1946. *Measuring Business Cycles.* NBER, New York.

[5] CZESANY, S., 2006. *Hospodářský cyklus – teorie, monitorování, analýza, prognóza.* Praha, Linde, 199 s. ISBN 80-7201-576-1.

[6] DALSGARD,T. and J. ELMESKOV, 2002. *Ongoing Changes in the Business Cycle – evidence and causes.* OECD, ECO/WKP, No.1.

[7] DAVIS, E., 2004. *Macroprudential analysis and financial soundness indicators.* Brunel University.

[8] EICHENGREEN, B. and K. ROURKE, June 2009. *A Tale of Two Depressions*. VoxEu.

[9] FRAIT, J., 2003. *Měnová politika v období velmi nízké inflace.* Česká národní banka.

[10] GREENSPAN, A., August 2002. *Economic volatility in rethinking stabilization policy*. Přednáška na symposiu Jackson Hole, Wyoming.

[11] JANÁČEK, K. *Zpomalení americké ekonomiky je přirozené.* CEP č. 71/2008.

[12] KYDLAND, F. and E. PRESCOTT, 1977. Rules rather than discretion. Journal of Political Economy, 85, 473-492.

[13] MANDEL, M. a V. TOMŠÍK, 2009. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice.* Management Press.

[14] NERB, G., 2008. *Detection of Financial Vulnerability and Policy Implications*. CIRET, 29th Conference 2008 – Santiago, Chile.

[15] ROMER, CH., 1998. *Changes in Business Cycles.* Chicago, NBER.

[16] SINGER, M., květen 2009. *Dopad hospodářské krize na českou ekonomiku a její finanční sektor*. Přednáška pro seminář Partners for Life Planning. Praha.

[17] ECONOMIC OUTLOOK. OECD 2002, 2008, 2010, 2011, 2012. Special chapters and statistical annex.

[18] IMF. 2001, 2010, Datové báze.

[19] IMF. *Global financial stability report - Financial stress and deleveraging*. IMF, 2008.

[20] IMF. *Initial Lessons of the Crises.* IMF, Research department, 2009.

[21] IMF. *IMF urges rethink of how to manage global systemic risk.* IMF, March 2009.

[22] OECD. *Counter-cyclical economic policy.* Economic Outlook, OECD, May 2010, pp.309-330.