

# MONITORING CENTRÁLNÍCH BANK – BŘEZEN

Sekce měnová  
Odbor měnové politiky a fiskálních analýz

2019

## V TOMTO ČÍSLE

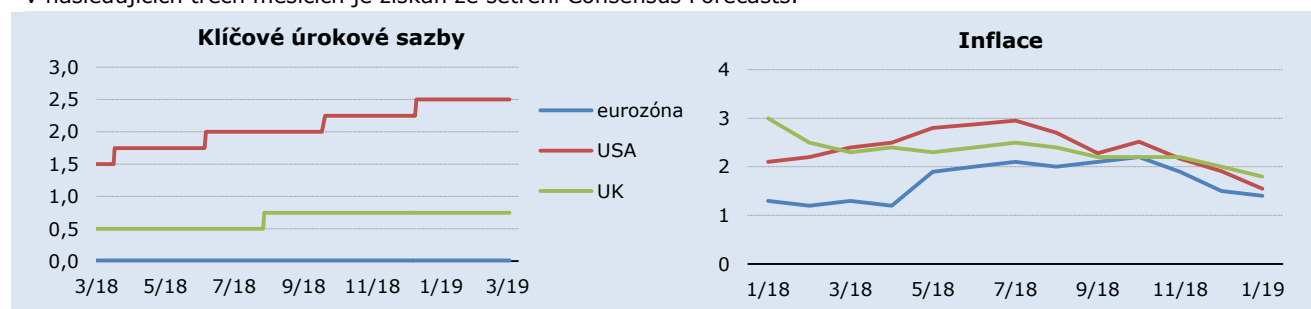
*Ekonomický růst napříč sledovanými ekonomikami zpomaluje a výhledy jednotlivých centrálních bank indikují jeho zpomalování i v následujících čtvrtletích. Inflace se ve většině sledovaných ekonomik pohybuje kolem inflačního cíle příslušné centrální banky, vyjma Norska, Kanady a Švýcarska. Trh práce většiny zemí zůstává poměrně napjatý a promítá se do svižného mzdového růstu. Klíčové úrokové sazby centrálních bank (kromě Fedu) se nacházejí pod 2 %, což stále poskytuje daným ekonomikám měnověpolitický stimul a nabízí současně značný prostor pro postupnou normalizaci měnové politiky. K tomu ovšem v následujících třech měsících pravděpodobně přistoupí formou zvýšení úrokových sazeb pouze Fed a Riksbank. ECB naopak posunula dále do budoucnosti termín zvýšení svých sazeb a oznámila zahájení nového kola cílených dlouhodobých refinančních operací. Téma pod lupou se věnuje dvacátému výročí vzniku eurozóny. Ve vybraném projevu místopředseda Rady guvernérů Fedu Richard H. Clarida přibližuje revizi strategie měnové politiky, kterou Fed v letošním roce provede.*

## 1. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

### Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru

	eurozóna (ECB)	USA (Fed)	Velká Británie (BoE)
<b>inflační cíl</b>	<2 % <sup>1</sup>	2 % <sup>2</sup>	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	24. ledna (0,00) 7. března (0,00)	18.–19. prosince <sup>5</sup> (+ 0,25) 29.–30. ledna (0,00)	20. prosince (0,00) 7. února (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	0,00 %; -0,40 % <sup>3</sup>	2,25 – 2,50 %	0,75 %
<b>poslední inflace</b>	1,5 % (únor 2019) <sup>4</sup>	1,6 % (leden 2019)	1,8 % (leden 2019)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	10. dubna 6. června	19.–20. března <sup>5</sup> 30. 4. – 1. května	21. března 2. května
<b>další očekávané události</b>	6. června zveřejnění prognózy eurosystému	červenec 2019 zveřejnění Monetary Policy Report	2. května zveřejnění Monetary Policy Summary
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>6</sup></b>	→	↑	→

<sup>1</sup> definice cenové stability dle ECB „pod ale blízko 2%“; <sup>2</sup> definice cíle pro inflaci z ledna 2012; <sup>3</sup> depozitní sazba; <sup>4</sup> tzv. Flash odhad; <sup>5</sup> zasedání spojeno se souhrnem ekonomický prognóz FOMC; <sup>6</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts.



**ECB** nastavení svých měnověpolitických sazeb nezměnila, ale posunula dále výhled jejich zvýšení. Nyní očekává, že na současných úrovních zůstanou alespoň do konce tohoto roku. Jistiny splatných cenných papírů v rámci programu nákupu aktiv bude i nadále reinvestovat. ECB dále vyhlásila zahájení nové série TLTRO (více v Zajímavých událostech). Výhled růstu HDP byl v březnu oproti prosincové prognóze snížen pro letošní rok, kdy ECB očekává růst HDP tempem pouze 1,1 % (oproti 1,7 %), i pro rok 2020 na 1,6 % (oproti 1,7 %); pro rok 2021 očekává stále růst 1,5 %. Prognóza inflace byla přehodnocena na celém horizontu směrem dolů. ECB předpokládá inflaci na úrovni 1,2 % v letošním roce (oproti 1,8 %), v roce 2020 na úrovni 1,5 % (oproti 1,6 %) a v roce 2021 na úrovni 1,6 % (oproti 1,7 %).

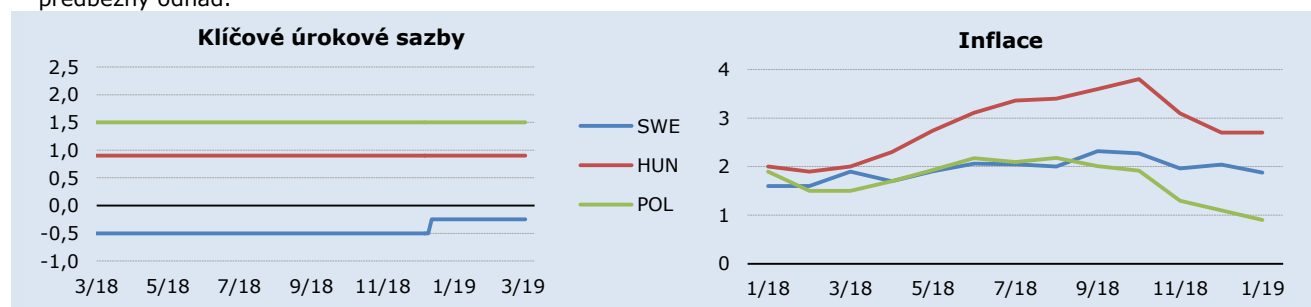
V prosinci loňského roku **Fed** v souladu s očekáváními zvýšil svou klíčovou úrokovou sazbu o 0,25 p. b. na 2,25–2,50 %. Na lednovém zasedání již ke změně úrovně sazby nepřistoupil a zavázal se k „trpělivému přístupu v budoucím pohybu sazeb“. Podle makroekonomických projekcí členů FOMC z prosince 2018 lze v letošním roce očekávat dvě zvýšení klíčové sazby o 0,25 p. b. (v zářijové predikci se očekávala tři taková zvýšení). V roce 2020 pak lze očekávat jedno zvýšení úrokových sazeb. FOMC očekává mírně slabší růst HDP za loňský i letošní rok oproti zářijové prognóze, tj. 3 % oproti 3,1 % v 2018 a 2,3 % oproti 2,5 % v 2019. Pro rok 2020 shodně se zářijovou prognózou očekává 2% ekonomický růst. Prognóza inflace pro následující tři roky je na úrovni 2 % a výhled míry nezaměstnanosti se pohybuje mezi 3,5 % a 3,8 %. Začátkem roku Fed vydal prohlášení ohledně strategie vývoje své bilance (více v Zajímavých událostech).

**BoE** ponechala jak svou hlavní úrokovou sazbu (na úrovni 0,75 %), tak objem nakoupených vládních a firemních dluhopisů (435 mld. GBP a 10 mld. GBP) beze změny. Růst HDP koncem roku 2018 zpomalil a očekává se jeho zpomalování i v letošním roce, což odráží jak slabší ekonomický růst v zahraničí, tak zejména nejistotu související s brexitem. Oproti minulé prognóze BoE snížila výhled růstu HDP v letošním roce na 1,2 % (z 1,7 %), 1,5 % v 2020 a 1,9 % v 2021. Výhled sazeb BoE také přehodnotila směrem dolů. Původně očekávala jejich pozvolný růst na 1,4 % koncem roku 2021, v aktuální prognóze očekává dosažení hladiny 1,1 %. Inflace v lednu poklesla pod cíl centrální banky (1,8 %), a to vlivem dočasných zpomalení růstu cen energií. V roce 2020 BoE očekává inflaci na cíli a dále po zbytek tříletého predikčního období její pohyb mírně nad cílem, s tím jak porostou domácí inflační tlaky.

## Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci

	<u>Švédsko (Riksbank)</u>	<u>Maďarsko (MNB)</u>	<u>Polsko (NBP)</u>
<b>inflační cíl</b>	2 % <sup>3</sup>	3 %	2,5 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	19. prosince (+0,25) 12. února (0,00)	18. prosince (0,00) 29. ledna (0,00) 26. února (0,00)	8.–9. ledna (0,00) 5.–6. února (0,00) 5.–6. března (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	-0,25 %; -1,00 % <sup>2</sup>	0,9 %; -0,15 % <sup>2</sup>	1,50 %
<b>poslední inflace</b>	1,9 % (leden 2019)	2,7 % (leden 2019)	0,9 % <sup>4</sup> (leden 2019)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	24. dubna	26. března 30. dubna 28. května	2.–3. dubna 14.–15. května 4.–5. června
<b>další očekávané události</b>	25. dubna zveřejnění Monetary Policy Report	26. března zveřejnění Inflation Report	10. června zveřejnění Inflation Report
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>1</sup></b>	→	↑	→

<sup>1</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán ze šetření Consensus Forecasts, <sup>2</sup> depozitní sazba, <sup>3</sup> Inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím CPIF – index spotřebitelských cen zahrnující fixní úrokovou sazbu; <sup>4</sup> předběžný odhad.



Na prosincovém zasedání **Riksbank** v souladu s očekáváním zvýšila základní úrokovou sazbu o 0,25 p.b. na -0,25 %, na únorovém zasedání ke změně sazeb nepřistoupila. Další zvýšení sazeb je podle prognózy Riksbank možno očekávat v druhé polovině tohoto roku. Mandát intervenovat na devizovém trhu vypršel 12. února (trval od ledna 2016) a Riksbank se rozhodla jej dále neprodlužovat. Inflace v lednu dosáhla 1,9 %. V aktuální prognóze Riksbank ponechala výhled inflace v následujících třech letech bez velkých změn a očekává růst cen tempem poblíž 2 %. Za loňský rok HDP vzrostl o 2,2 %. Prognózu růstu HDP pro letošní rok Riksbank snížila na 1,3 % (z 1,5 %), pro příští rok očekává 1,9 % (2 %), a v roce 2021 pak 1,8 %. Nezaměstnanost očekává Riksbank v následujících třech letech stále mezi 6,3 % a 6,6 %.

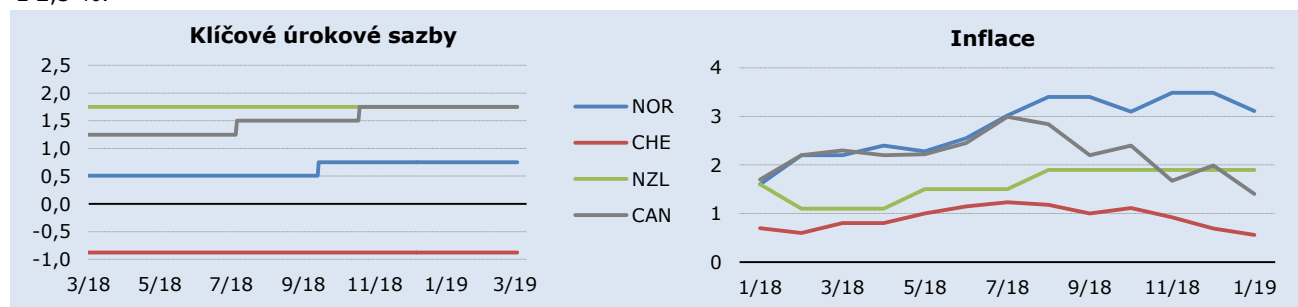
**MNB** ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 0,9 % a depozitní sazbu na -0,15 % a je připravena k pozvolné normalizaci měnové politiky. Bude využívat kombinaci dvou nástrojů: jednak tradičně koridor úrokových sazeb a také swapové nástroje k poskytování likvidity v domácí měně. V lednu MNB spustila Funding for Growth FIX schéma a volnou likviditu sterilizuje prostřednictvím tzv. preferenční depozitní facility s úrokovou sazbou na úrovni klíčové úrokové sazby. Inflace v lednu dosáhla 2,7 %, jádrová inflace pak dosáhla 3,2 %. Maďarská ekonomika rostla podle předběžného odhadu ve čtvrtém čtvrtletí 5% tempem, za loňský rok tak celkově dosáhne růstu 4,8 %. Tomu napomohl zejména růst spotřeby domácností a investice, podporované úvěrovým financováním. Nicméně v tomto roce růst HDP podle prognózy MNB zvolní.

**NBP** ponechala v uplynulých třech měsících úrokovou sazbu na úrovni 1,5 %. Růst HDP zůstal i ve čtvrtém čtvrtletí svižný (5,1 %) a byl tažen i nadále silnou spotřebitelskou poptávkou podporovanou zvyšující se zaměstnaností, rychlým mzdovým růstem a také investicemi. I přes tento vývoj zůstává spotřebitelská inflace umírněná. V březnové prognóze centrální banka zohlednila prorůstový fiskální balíček a pro letošní rok zvýšila očekávané tempo růstu HDP z 3,6 % na 4 %, v roce 2020 poroste ekonomika tempem 3,7 % (z původních 3,4 %) a v roce 2021 tempem 3,4 %. NBP snížila prognózu inflace pro letošní rok z 3,2 % na 1,7 % a pro rok 2020 z původních 2,9 % na 2,7 %; v roce 2021 by měla být inflace poblíž inflačního cíle. Do nové prognózy inflace se promítlo i zákonné zmrazení růstu cen elektrické energie.

## Další vybrané země s režimem cílování inflace

	Norsko (NB)	Švýcarsko (SNB)	Nový Zéland (RBNZ)	Kanada (BoC)
<b>inflační cíl</b>	2 % <sup>5</sup>	0–2 %	2 %	2 %
<b>MP zasedání (změny sazeb)</b>	24. ledna (0,00)	13. prosince (0,00)	13. února (0,00)	9. ledna (0,00) 6. března (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	0,75 %; -0,25 % <sup>1</sup>	od -1,25 do -0,25 % <sup>2</sup> ; -0,75 % <sup>3</sup>	1,75 %	1,75 %
<b>poslední inflace</b>	3,1 % (leden 2019)	0,6 % (leden 2019)	1,9 % (Q4 2019)	1,4 % (leden 2019)
<b>očekávaná MP zasedání</b>	21. března 9. května	21. března	27. března 8. května	24. dubna 29. května
<b>další očekávané události</b>	21. 3. zveřejnění Monetary Policy Report	27. 3. zveřejnění Quarterly Bulletin	8. 5. zveřejnění Monetary Policy Statement	24. 4. zveřejnění Monetary Policy Report
<b>očekávaný vývoj sazeb<sup>4</sup></b>	↑	→	→	→

<sup>1</sup> pouze na rezervy překračující kvótu (tzv. reserve rate); <sup>2</sup> v grafu znázorněn střed pásma; <sup>3</sup> záporná depozitní sazba, již se odstupňovaně dle objemu úročí zůstatky bank u SNB; <sup>4</sup> směr očekávání změny sazeb v následujících třech měsících je získán z šetření Consensus Forecasts, v případě Nového Zélandu ze šetření RBNZ; <sup>5</sup> inflační cíl snížen z 2,5 %.



**NB** v lednu ponechala své úrokové sazby nezměněny na úrovni 0,75 % a sazbu na rezervy nad individuálními kvótami bank na -0,25 %. Na základě prognózy z prosince 2018 NB očekává růst klíčové sazby na 1 % již v březnu a pozvolný růst na 2 % koncem roku 2021, což představuje v tomto roce pozvolnější nárůst sazeb oproti podzimní prognóze. Norská ekonomika vzrostla v roce 2018 o 2,3 % a v roce 2019 o 2,2 %. Na prognóze se kladná produkční mezera oproti podzimní prognóze přivírá dříve, zůstává však i nadále otevřená na celém horizontu prognózy. Napjatější trh práce indikuje, že mzdy porostou i nadále. Inflace se na prognóze blíží shora 2% inflačnímu cíli, když v lednu dosáhla 3,1 % zejména vlivem rychlejšího růstu cen elektřiny.

**SNB** od posledního vydání MCB nezasedala a interval její měnověpolitické sazby (3M LIBOR) tak zůstal v záporných hodnotách (tj. -1,25 % až -0,25 %), stejně jako sazba pro úročení zůstatků bank u SNB (-0,75 %). SNB si i nadále vyhraduje možnost v případě nutnosti intervenovat na devizovém trhu. V roce 2018 očekává SNB růst HDP na úrovni 2,5 %, pro rok 2019 očekává zpomalení růstu na 1,5 %. Prognózu inflace pro rok 2018 banka ponechala na 0,9 %, pro rok 2019 očekává 0,5 % a pro rok 2020 je výhled inflace 1 %. SNB oznámila, že za rok 2018 očekává [ztrátu ve výši 15 mld. CHF](#).

**RBNZ** ponechala svou hlavní úrokovou sazbu na úrovni 1,75 % a předpokládá, že tuto úroveň bude udržovat až do roku 2020. Inflace za čtvrté čtvrtletí 2018 dosáhla úrovně 1,9 % a ve střednědobém období se s růstem nákladových tlaků dostane nad inflační cíl. Zaměstnanost se nachází v blízkosti úrovně, kterou lze považovat za udržitelnou, za čtvrté čtvrtletí 2018 činila 2,3 %. Ekonomický růst ve třetím čtvrtletí loňského roku zpomalil na 2,6 % a podle prognózy RBNZ ekonomika v letošním roce poroste necelými 3 % a v roce 2020 dále zpomalí ke 2 %. RBNZ vnímá riziko ještě silnějšího zpomalení.

**BoC** ponechala svou klíčovou sazbu na úrovni 1,75 %. Růst HDP za loňský rok dosáhl necelých 2 % a v letošním roce poroste tempem 1,7 %, které je mírně nižší, než předpokládala říjnová prognóza (2,1 %). Je to dáno zejména nižšími cenami ropy, které poklesly natolik (od října 2018 o 25 %), že nepříznivě ovlivňují růst HDP. Ekonomické podmínky jsou ovlivněny nejistotou související s obchodní „válkou“ vedenou USA. Aktuální březnová data naznačují výraznější zpomalení růstu HDP počátkem letošního roku, než BoC očekávala v lednu. Inflace za leden dosáhla 1,4 % a v tomto roce pozvolna poroste k 2% inflačnímu cíli, který dosáhne na konci roku.

## 2. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

### Fed vydal komentář k cílové výši své bilance

Ve své únorové [Zprávě o měnové politice](#) předložené americkému Kongresu Fed uvedl, že cílová výše jeho bilance bude vyšší, než předkrizová úroveň. [Odůvodnil](#) to zejména prognózovaným růstem oběživa, rozhodnutím FOMC pokračovat v současném způsobu měnové politiky s přebytkem rezervních zůstatků bank v systému a růstem úrovně jiných pasiv v rezervách (konkrétně státní pokladny, zahraničních repo účtů a dalších povinných pasiv). Ke konci roku 2018 dosahovala bilance Fedu výše 4,1 bil. USD, tj. přibližně 20 % HDP. Konkrétní cílovou výši bilance však Fed nezveřejnil, ve Zprávě však uvedl, že oproti jiným centrálním bankám vyspělých zemí (např. ECB, BoE či BoJ) je jeho bilance v poměru k HDP relativně nízká. Toto oznámení navazuje na lednové [prohlášení](#) přijaté po zasedání FOMC, v němž FOMC vyjadřuje svou připravenost změnit tempo snižování bilance v závislosti na hospodářském a finančním vývoji a v diskuzi zmiňuje možnost zpomalení tohoto snižování. K tématu snižování bilance viz také MCB z [prosince](#), [září](#) a [června](#) 2017.

### Jediným kandidátem na hlavního ekonoma ECB je Ir Philip Lane

Guvernér Irské centrální banky Philip Lane bude hlavním ekonomem ECB a nahradit tak Petera Praeta, jehož mandát končí na konci května. P. Lane byl jediným kandidátem, nominovaným evropskými vládami, a v únoru byl na tuto pozici nominován i ministry financí eurozóny. Na pozici hlavního ekonoma ECB bude Lane zastávat i funkci člena výkonného výboru ECB se stálým hlasovacím právem. Na pozici ho musí ještě formálně potvrdit evropský summit v květnu po konzultacích s Evropským parlamentem a ECB.

### ECB oznámila novou sérii dlouhodobých půjček bankám (TLTRO III)

Rada guvernérů ECB na svém březnovém [zasedání](#) jednomyslně rozhodla o zavedení nového kola operací na poskytování dlouhodobé likvidity bankám (tj. cílených dlouhodobých refinančních operací, TLTRO). Tyto nové čtvrtletní TLTRO III operace s dvouletou splatností budou vypisovány od září 2019 do března 2021. V rámci TLTRO III budou banky oprávněny si vypůjčit až 30 % objemu způsobilých úvěrů k 28. únoru 2019 za úrokovou sazbu indexově vázanou na úrokovou sazbu hlavních refinančních operací po dobu jednotlivých operací.

### 3. TÉMA POD LUPOU: 20 LET EUROZÓNY A EVROPSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY

*Letos v lednu uplynulo dvacet let od zavedení eura a od počátku fungování společné měnové politiky pod vedením Evropské centrální banky. Nyní je součástí eurozóny celkem 19 států, eurem platí celkem 340 milionů obyvatel Evropské unie a euro se stalo po americkém dolaru druhou nejpoužívanější světovou měnou. V uplynulých letech přitom eurozóna prošla obdobím krizí, které odhalily značné mezery ve schopnosti měnové unie čelit výrazným ekonomickým šokům. Přesto dnes v zemích platících eurem podporuje společnou měnu 75 % obyvatel, což je nejvíce v historii. Tento článek stručně popisuje historii jednotné evropské měny a na závěr shrnuje cesty, které jsou v literatuře navrhovány ke zvýšení efektivnosti fungování hospodářské a měnové unie.*

Před dvaceti lety, v lednu 1999 zavedlo jedenáct členských zemí Evropské unie společnou měnu euro a začalo provádět společnou měnovou politiku pod vedením Evropské centrální banky (ECB). Byla tak zrealizována třetí fáze Hospodářské a měnové unie (HMU), projektu evropské ekonomické integrace, jehož prvopočátky byly vytvořeny již krátce po 2. světové válce.<sup>1</sup> K dnešnímu dni je členem eurozóny devatenáct zemí. ECB tak v současnosti určuje měnovou politiku pro 340 milionů obyvatel (pro srovnání: americký Fed pro 325 mil. obyvatel). Ekonomika eurozóny generuje přibližně 11 % světového HDP a je tak srovnatelná s ekonomikou USA (16 %) nebo Číny (18 %, vše v PPP).

#### Dvacet let eurozóny – nedokonalé sblížení<sup>2</sup>

*„Euro je jako čmelák. Je to záhada přírody, která by neměla být schopna létat, a přece létá.“*  
Prezident ECB Mario Draghi v [projevu](#) 26. 7. 2012

Eurozóna byla od počátku diskutovaným projektem, v jehož úspěšnost všichni ekonomové nevěřili, neboť měl za cíl nastolit jednotnou měnovou politiku pro ekonomicky, kulturně i jazykově rozdílné země se samostatnými fiskálními politikami. Vzhledem k pozorovaným odlišnostem tak podle mnoha z nich eurozóna nebyla optimální měnovou zónou (optimal currency area, OCA).<sup>3</sup> Existovala však i očekávání, že příznivé efekty na vzájemný obchod přispějí k synchronizaci hospodářských cyklů a eurozóna parametry optimální měnové zóny postupně začne splňovat.<sup>4</sup>

Země eurozóny od vzniku měnové unie profitovaly z konvergence nominálních veličin, tj. inflace a úrokových sazeb, a dále také ze stability měnového kurzu. Inflace v jednotlivých zemích poklesla k nízkým úrovním již před vstupem do měnové unie vzhledem k nutnosti splnit maastrichtská konvergenční kritéria. Po zavedení eura pak docházelo napříč zeměmi k jejímu dalšímu sblížení, které bylo přerušeno až nástupem krize.<sup>5</sup> Před přijetím eura k nízkým hodnotám konvergovaly i nominální dlouhodobé úrokové sazby. Ty v předkrizovém období u všech členských států dosahovaly podobných úrovní, což ukazovalo, že trhy přestaly rozlišovat mezi úvěrovými riziky jednotlivých členských států. Tato skutečnost mimo jiné přispěla k nízké motivaci vlád některých členských zemí provádět nezbytné fiskální a strukturální reformy pro zvýšení jejich potenciálního růstu. Po roce 2009 došlo mezi členskými zeměmi k výrazné divergenci dlouhodobých úrokových sazeb, což odráželo rozdílně silné ekonomické a dluhové problémy jednotlivých zemí.<sup>6</sup> Dnes se sice rozdíl ve výnosech napříč zeměmi nacházejí na nejnižších hodnotách zaznamenaných po finanční krizi, míra konvergence sazeb z doby před příchodem krize se však neobnovila.

<sup>1</sup> Stručnou historii evropských integračních snah uvádí Box na konci tohoto článku.

<sup>2</sup> Podrobný pohled na vývoj eurozóny, včetně analýz a doprovodných grafů poskytují např. Analýzy sladění ČR s eurozónou 2011–2018, [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/strategicke\\_dokumenty/pristoupeni\\_emu.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/pristoupeni_emu.html).

<sup>3</sup> Viz např. Eichengreen, B. (1991): „Is Europe an Optimum Currency Area?“, NBER Working Paper No. 3579.

<sup>4</sup> Viz např. Frankel, J. A., Rose, A. K. (1997): „Is EMU more justifiable ex post than ex ante?“, *European Economic Review*, Vol. 41, pp. 753–760, nebo Frankel, J. A., Rose, A. K. (1998): „The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria“, *The Economic Journal*, pp. 1009–1025.

<sup>5</sup> Průměrná inflace v eurozóně činila za celých dvacet let její existence (tj. za roky 1999–2018) cca 1,7 %. Odpovídala tak definici cenové stability podle ECB, která vymezila cenovou stabilitu jako takovou míru spotřebitelské inflace (HICP), která se ve střednědobém horizontu pohybuje pod 2 %; v roce 2003 pak tuto definici zpřesnila na „pod, ale blízko 2 %“. Celkový průměr však zakrývá rozdíly mezi obdobím relativně stabilní inflace před světovou hospodářskou a finanční krizí (průměrná inflace za roky 1999–2008 byla 2,2 %) a obdobím mnohem volatilnější a v průměru nižší inflace v letech následujících (průměr za roky 2009–2018 činil 1,2 %).

<sup>6</sup> Ke snížení nesouladu došlo až ke konci roku 2012 zejména po spuštění řady nekonvenčních programů ze strany ECB, nicméně v roce 2015 rozdíly mezi výnosy opět vzrostly.

V ekonomické úrovni (měřené např. výší reálného HDP na hlavu) se členské země měnové unie před jejím vznikem lišily a po vzniku eurozóny se tyto rozdíly dále zvyšovaly. K mírnému snížení rozdílů došlo pouze v období finanční krize, což však bylo dáno relativně větším poklesem reálného HDP u bohatších států. I dnes zůstává ekonomická vyspělost zemí eurozóny různorodá.

Ve většině zemí eurozóny byla již od počátku fungování měnové unie patrná nízká fiskální disciplína. I když v eurozóně existují mechanismy, které by měly udržitelnost veřejných financí zaručit (maastrichtské konvergenční kritérium vládního deficitu a dluhu před vstupem do měnové unie, resp. Pakt stability a růstu), docházelo často k jejich nedodržování. Problémy pak eskalovaly po vypuknutí globální finanční a hospodářské krize, kdy zadlužení některých zemí skokově vzrostlo mj. z důvodu záchrany bankovních sektorů z veřejných rozpočtů. Fiskálními problémy trpěly zejména státy jižního křídla eurozóny, kde byly rozpočtové nerovnováhy spojeny s celkovou makroekonomickou a finanční nestabilitou. V posledních letech sice došlo ke zlepšení či alespoň stabilizaci situace především u kritéria deficitu díky fiskální konsolidaci a obnovení ekonomického růstu, přesto pravidly vyžadované hodnoty vládního deficitu a dluhu splňuje méně než polovina zemí eurozóny.

### Prověření krizí

*„Euro mělo snadné dětství, ale obtížné dospívání.“*

Prezident DBB Jens Weidmann v [projevu](#) 30. 1. 2019

Soudržnost měnové unie byla otestována světovou finanční krizí a následně dluhovou krizí v eurozóně. Světová finanční krize propukla v roce 2008 ve Spojených státech a vzhledem ke globální povaze finančních trhů se rychle rozšířila i mimo USA. Evropu silně zasáhla v roce 2009, kdy HDP v EU poklesl v průměru o 4 %. V roce 2010 pak v Evropě propukla dluhová krize. Její příčinou byla vysoká úroveň zadluženosti některých zemí (zejména zemí tzv. jižního křídla), která vedla k obavám finančních trhů o udržitelnost veřejných financí v těchto zemích. Na prohlubování dluhové krize a zpomalování v eurozóně svými opatřeními zareagovala jak ECB, tak unijní instituce.

### 1) Reakce ECB

Na prohloubení dluhové krize zareagovala ECB opatřeními mířícími zejména na zmírnění nákladů financování vlád zemí jižního křídla.<sup>7</sup> V situaci fragmentovaného finančního trhu eurozóny a absence jednotných nápravných nástrojů, což neumožňovalo dostatečnou efektivitu jednotné měnové politiky, musela ECB volit netradiční měnové nástroje. V květnu 2010 zahájila první program nákupu vládních dluhopisů (SMP). Zároveň však v dubnu a v červenci 2011 ECB zpřísnila měnovou politiku dvojnásobným zvýšením hlavní úrokové sazby, čímž reagovala na vývoj v reálné ekonomice eurozóny jako celku a zejména v jejích rychle se oživujících ekonomikách v čele s Německem. Tyto protisměrné kroky ECB byly projevem ekonomické nejednotnosti eurozóny.

Ke konci roku 2011 začala ekonomika eurozóny silně zpomalovat zejména z důvodu snah o fiskální konsolidaci v zemích jižního křídla a obecně procyklické fiskální politice členských zemí. Ve 4. čtvrtletí 2011 vstoupila do recese, na což ECB zareagovala uvolňováním měnové politiky. Rada guvernérů snížila úrokové sazby na konci roku 2011 na úroveň dosaženou před předchozím zvýšením; dále je pak snížila v roce 2012 na nulovou úroveň. Byly také provedeny kroky ke zvýšení likvidity v bankovním sektoru prostřednictvím dvou mimořádných dlouhodobých refinančních operací. V neposlední řadě došlo ke snížení požadavků na povinné minimální rezervy.

Ke konci roku 2011 a zejména v roce 2012 se v souvislosti s nárůstem nejistoty ohledně dalšího hospodářského vývoje zastavil tok kapitálu do zemí jižního křídla. Investoři se začali zbavovat aktiv v těchto zemích, jejichž výpůjční náklady dosáhly historicky maximálních hodnot. Faktorem nejistoty se navíc stalo další setrvání některých zemí v eurozóně (zejména Řecka) a z toho plynoucí riziko znehodnocení původně eurových investic tím, že by tyto země přešly na vlastní devalvovanou měnu. Hlavním rizikem eurozóny se tak stala možnost jejího kolapsu. V této situaci pronesl v červenci 2012 prezident ECB Mario Draghi projev na Globální investiční konferenci v Londýně, v němž prohlásil, že ECB

<sup>7</sup> Vzhledem k zákazu měnového financování se ECB nemohla podílet ani na financování potřebných vlád, ani na rekapitalizaci bank. K tomu účelu byly vytvořeny záchranné mechanismy na unijní úrovni (EFSF, EFSM, ESM – viz dále).



udělá vše v rámci svého mandátu, aby zachovala euro, a následně dodal: "Věřte mi, bude to stačit."<sup>8</sup> Tento projev je považován za zlomový bod, který přispěl k záchraně eura. V září pak ECB rozhodla o novém programu nákupů vládních dluhopisů na sekundárních trzích (OMT).

Od poloviny roku 2013 se v eurozóně začal obnovovat hospodářský růst. Inflace však ve většině členských zemí dosahovala velmi nízkých hodnot,<sup>9</sup> což v prostředí nezměněných nominálních sazeb představovalo dva problémy: nárůst reálných sazeb jednak působil proti růstu investic, utlumenému vlivem nízkého hospodářského růstu a vlivem vysoké nejistoty, a nízká inflace zároveň ztěžovala řešení dluhových problémů zemí jižního křídla eurozóny.

V souvislosti s rizikem propadu zemí eurozóny do deflace, návratem recese a poklesem inflačních očekávání přistoupila ECB od června 2014 ke třem strategiím měnového uvolňování: 1) snížila sazby do negativního teritoria, 2) zavedla další cílené dlouhodobé refinanční operace (TLTRO) a 3) zahájila kvantitativní uvolňování formou rozšířeného programu pro nákup aktiv (EAPP).<sup>10</sup> Čisté nákupy aktiv byly ukončeny v prosinci 2018, nicméně reinvestice jistín splatných cenných papírů nadále probíhají.<sup>11</sup>

Komplexní měnová politika si ze strany ECB vyžadovala také větší důraz na komunikaci. V červenci 2013 začala ECB ovlivňovat tržní očekávání formou tzv. „forward guidance“, tj. poskytováním informací o svých záměrech v oblasti budoucí měnové politiky. V případě ECB šlo o oblasti očekávaného budoucího vývoje základních úrokových sazeb a později také o horizont jejího programu nákupu aktiv. V lednu 2015 rozhodla Rada guvernérů ECB o zveřejňování zápisu (minutes) z měnověpolitických zasedání (s čtyřtýdenním odstupem), a zároveň byla snížena frekvence těchto zasedání z původní měsíční periodicity na osm zasedání ročně.

## 2) Reakce EU

Rostoucí tržní tlak na zranitelnější členské státy vyvolal potřebu reakce také na unijní úrovni. Za účelem pomoci členským státům byly přepracovány parametry dočasných záchranných mechanismů EFSF a EFSM a v roce 2012 byl spuštěn trvalý Evropský stabilizační mechanismus (ESM) se schopností rekapitalizace bank. Vzhledem k rostoucí důležitosti dodržování fiskálních pravidel byl již v roce 2011 zahájen tzv. evropský semestr.<sup>12</sup> Zároveň se zlepšením záchranných finančních mechanismů byl přijat tzv. Six pack (2011), soubor šesti legislativních opatření k posílení Paktu stability a růstu, který vešel v účinnost roku 2012 a jehož součástí je také dohled nad makroekonomickými nerovnováhami (MIP).<sup>13</sup> Začala také příprava plánů na vytvoření bankovní unie, která by zastřešovala dohled nad finančními trhy na nadnárodní úrovni.

Vzhledem k neplnění pravidel Paktu stability a růstu se ukázala potřeba posílit ho právními závazky na vnitrostátní úrovni. Snahy zakotvit takové požadavky přímo do úpravy Smlouvy o fungování EU však neuspěly. V reakci na to se některé členské státy rozhodly pokračovat ve snahách mezivládní formou a

<sup>8</sup> "Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough." Celý projev viz <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

<sup>9</sup> V roce 2013 byla celková inflace v eurozóně pod 1 %, od roku 2015 pak dokonce pod 0 %. Ještě v roce 2016 se inflace v celé eurozóně nacházela hluboko pod definicí cenové stability ECB a více než třetina zemí eurozóny čelila deflaci. V roce 2017 se celková inflace zvýšila a v průměru dosahovala 1,5 %, v roce 2018 se pak celková inflace zvýšila v průměru na 1,7 %. V lednu 2019 pak inflace dosáhla pouze 1,4 %, v únoru pak 1,5 %.

<sup>10</sup> Programy kvantitativního uvolňování pak byly ze strany ECB v závislosti na potřebě vícekrát prodlužovány a doplňovány, např. došlo k jejich rozšíření na nákup aktiv soukromého sektoru (CSPP), nákup cenných papírů krytých aktivy (ABSPP), nákup krytých dluhopisů (CBPP3) nebo nákup vládních dluhopisů (PSPP). Úhrn měsíčních nákupů činil od zahájení v březnu 2015 60 mld. EUR, od dubna 2016 80 mld. EUR, od dubna 2017 byl snížen na 60 mld. EUR, od ledna 2018 na 30 mld. EUR a od října 2018 na 15 mld. EUR.

<sup>11</sup> Podle posledního rozhodnutí Rady guvernérů ECB z ledna 2019 bude reinvestování probíhat „po delší dobu po začátku zvyšování úrokových sazeb a v každém případě tak dlouho, jak to bude nezbytné k udržení příznivých podmínek likvidity a výrazné míry měnového uvolnění“.

<sup>12</sup> Evropský semestr je cyklus koordinace hospodářských a fiskálních politik v rámci EU. Národní státy podle něj předkládají návrhy státních rozpočtů Evropské komisi již v březnu, aby byla případná doporučení EK zemím k dispozici včas. Hlavním problémem efektivit však zůstává nízká míra naplňování doporučení, která nejsou právně závazná, neboť spadají mimo rámec pravomocí svěřených EU.

<sup>13</sup> Dohled nad makroekonomickými nerovnováhami (Macroeconomic Imbalances Procedure, MIP) pomáhá identifikovat a řešit makroekonomické nerovnováhy, které mohou nepříznivě ovlivnit ekonomickou stabilitu jak v dané členské zemi, tak v eurozóně jako celku. Indikátory jsou používány Evropskou komisí k identifikaci zemí, u kterých je následně proveden hlubší přezkum (In-depth review) a přijaty případné další kroky dle legislativy EU.

v březnu 2012 přijaly Smlouvu o stabilitě, koordinaci a správě v hospodářské a měnové unii (TSCG, označovanou ve zkratce jako tzv. Fiskální pakt). Smlouva vstoupila v platnost počátkem roku 2013 a ukládá povinnost přijmout do vnitrostátního práva závazná rozpočtová pravidla, mj. vyrovnané či přebytkové rozpočty a tzv. dluhovou brzdu. K začlenění alespoň některých prvků TSCG do unijního práva byl následně vypracován balíček dvou legislativních opatření (tzv. Two pack), který posiloval pravomoci unijních institucí při výkonu rozpočtového a makroekonomického dohledu; k jeho schválení došlo v roce 2013.

Jako součást vytvářené bankovní unie byl v listopadu 2014 spuštěn Jednotný mechanismus dohledu (SSM), v jehož rámci ECB přebrala dohledové pravomoci nad systémově významnými finančními institucemi v eurozóně. Od ledna 2016 je funkční Jednotný mechanismus pro řešení krizí (SRM).<sup>14</sup> Třetí součást bankovní unie představují jednotná pravidla dohledu nad úvěrovými institucemi. O zřízení čtvrté součásti, jíž by měl být Evropský systém pojištění vkladů (EDIS), stále probíhají diskuze.

V červnu 2015 pak byla publikována tzv. zpráva čtyř, resp. pěti předsedů snažící se znovu oživit ideu hlubší reformy HMU. Snahami o prohlubování integrace však v roce 2016 otrásl výsledek britského referenda o vystoupení z EU, v němž se britští občané vyslovili pro tzv. brexit.

### Návrhy na zlepšení HMU

Představitelé Evropské unie, analytici i odborná veřejnost se vesměs shodují, že stávající podoba eurozóny (a celé HMU) není zcela vyhovující. Na jedné straně existují návrhy euroskeptiků na její úplnou či částečnou destrukci. Vzhledem k podpoře veřejnosti (kdy si euro v posledním šetření Eurobarometru z podzimu 2018 získalo průměrnou podporu 62 % obyvatel EU a dokonce 75 % obyvatel eurozóny), a také vzhledem k vysokým nákladům vystoupení z eurozóny a znovuzavedení vlastní měny takové radikální řešení zřejmě není na pořadu dne.

Na druhou stranu představitelé EU přicházejí s návrhy na další prohloubení HMU. Předseda Evropské komise v roce 2017 například navrhl zavedení funkce evropského ministra hospodářství a financí, zavedení speciální rozpočtové linky pro eurozónu v rámci rozpočtu EU či transformaci ESM v Evropský měnový fond. Evropská komise v roce 2018 předložila návrhy na vznik tzv. evropské funkce investiční stabilizace (EISF)<sup>15</sup> a programu na podporu reforem. Dalším dlouhodobě diskutovaným konceptem v EU je myšlenka společných dluhopisů eurozóny (tzv. evropských bezpečných aktiv, European Safe Bonds).

Většina návrhů na zlepšení fungování HMU však zejména zdůrazňuje potřebu dokončení projektu bankovní unie a také projektu unie kapitálových trhů (tzv. kapitálové unie),<sup>16</sup> což by pomohlo k vytvoření integrovaného finančního trhu eurozóny. Dalším návrhem je vytvoření centrální fiskální kapacity na úrovni eurozóny, která by v případě nutnosti dokázala dočasně podpořit a doplnit národní rozpočty v jejich stabilizační funkci. Tento směr zatím jen naznačila dohoda o společném rozpočtu eurozóny, dosažená na konci roku 2018.

### Závěr

Eurozóna jako měnová unie suverénních států EU s vlastními fiskálními i dohledovými politikami nebyla zpočátku samozřejmým projektem „odsouzeným k úspěchu“. Během prvních let fungování se v příznivém ekonomickém klimatu a pod vedením Evropské centrální banky rychle dostavily přínosy měnové unie. Rozdíly v ekonomikách i v hospodářské politice jednotlivých členských států však nezmizely a problémové oblasti se plně ukázaly během finanční krize, která prověřila funkčnost i soudržnost eurozóny. Prokázalo se však, že v případě skutečného ohrožení eurozóny mají politici a další aktéři odvahu provádět rázná, nekonvenční a mnohdy nepopulární opatření. Projekt eurozóny tím osvědčil vnitřní odolnost a ukázal, že zřejmě dokáže odolat i dalším případným budoucím nesnázím.

<sup>14</sup> Pro SRM nicméně stále není zřízen záchraný jistící mechanismus, tzv. backstop, který by měl být financovaný z veřejných zdrojů.

<sup>15</sup> Účelem EISF má být podpora členských států eurozóny a států účastnících se mechanismu směnných kurzů ERM II prostřednictvím úvěrů na financování veřejných investic se zvýhodněným úročením, pokud by tyto státy byly zasaženy výraznými asymetrickými šoky projevujícími se zvýšením nezaměstnanosti a zároveň by splňovaly určitá kvalifikační kritéria. Cílem EISF je udržení výše veřejných investic, které směřují do předem definovaných projektů.

<sup>16</sup> Unie kapitálových trhů (kapitálová unie) je dlouhodobá iniciativa Evropské komise, vyhlášená v roce 2015, jejímž cílem je prohloubit a integrovat kapitálové trhy členských států EU a rozvíjet finanční systém, který by doplnil financování z bankovního sektoru a nabídl investorům alternativní příležitosti.

**Box: Kroky k hospodářské a měnové integraci v Evropě**

**1951** – šest evropských států (Belgie, Francie, Itálie, Lucembursko, Nizozemsko a Spolková republika Německo) zakládá **Evropské společenství uhlí a oceli** (ESUO) jako prostředek dohledu nad dalším případným německým zbrojením

**1957** – podpis tzv. Římských smluv, zakládajících **Evropské hospodářské společenství** (EHS) jako společný trh s volným pohybem osob, zboží a služeb.

**1970** – **Wernerův plán**, navrhuje přetvořit EHS na hospodářskou a měnovou unii, zřídit Evropskou centrální banku a přenést na evropskou úroveň mnohé fiskální pravomoci. Plán byl po vzájemné dohodě opuštěn, některé jeho myšlenky však byly využity později.

**1979** – ustanoven **Evropský měnový systém** (EMS), jehož základním prvkem byl mechanismus směnných kurzů (ERM) mezi měnami zúčastněných zemí. Vzájemné kurzy měly vymezeno pásmo povolených fluktuací se standardní šířkou  $\pm 2,25\%$  od stanovené centrální parity (dočasná povolená výjimka byla  $\pm 6\%$ ). Při přiblížení kurzu k okraji flukтуаčního pásma měly dané dvě centrální banky povinnost zahájit devizové intervence. V rámci EMS byla také zavedena umělá košová měnová jednotka **ECU**. V prvních letech fungování ERM docházelo k poměrně častým změnám centrálních parit, později došlo k přeměně ERM na „markovou zónu“ (udržování kurzové stability vůči německé marce). To na jednu stranu podporovalo užší konvergenci hospodářských politik, na druhou stranu učinilo z německé centrální banky jakéhosi měnového vůdce EHS. Oba tyto důvody znovuoživily myšlenku projektu hospodářské a měnové unie.

**1989** – **Delorova zpráva** navrhuje tři kroky k hospodářské a měnové unii (HMU): první etapa (1990–1994) zahrnovala mj. úplnou liberalizaci kapitálových obchodů; druhá etapa (1994–1998) založení dočasněho Evropského měnového institutu (EMI), poté jeho nahrazení Evropskou centrální bankou (ECB) a ustavení Evropského systému centrálních bank (ESCB); třetí etapa (od 1. 1. 1999) neodvolatelné stanovení směnných kurzů, zavedení eura a začátek jednotné měnové politiky; účinnost by měl nabýt mechanismus směnných kurzů v rámci EU (ERM II) a Pakt stability a růstu.

**1993** – Smlouva o Evropské unii (Treaty on European Union, TEU), nazývaná **Maastrichtská smlouva**. Zároveň byla zformulována **konvergenční kritéria**, jejichž splněním byla podmíněna účast v měnové unii, a vyjasněna byla institucionální podoba budoucí měnové unie v čele s nově zřízenou ECB s cílem pečovat o cenovou stabilitu. Kroky k HMU byly odsouhlaseny v souladu s Delorovou zprávou.

**1995** – schválen **název „euro“** a symbol „€“, inspirovaný řeckým písmenem epsilon (€).

**1998** – rozhodnuto, že **jedenáct členských států EU** splnilo podmínky nezbytné pro účast ve třetí etapě HMU a pro přijetí jednotné měny: Belgie, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Lucembursko, Německo, Nizozemsko, Portugalsko, Rakousko a Španělsko. V červnu zahájila činnost **ECB** a ukončil činnost Evropský měnový institut. K 31. prosinci byly kurzy měn jedenácti zemí budoucí eurozóny trvale navázány na euro.

**1999** – 1. ledna bylo zavedeno **euro**, které bylo první tři roky pouze bezhotovostní a používalo se pro účely účetnictví a elektronických plateb. Zároveň začala ECB provádět jednotnou měnovou politiku pro státy eurozóny.

**2001** – do eurozóny vstoupilo **Řecko**. ECB zveřejnila ochranné prvky eurobankovek. Od září probíhal tzv. frontloading (předzásobení obchodních bank eurem), od prosince tzv. subfrontloading (předzásobení obchodů eurem) a byl zahájen prodej tzv. startovních sad euromincí veřejnosti.

**2002** – **bankovky a mince v euru** se staly oficiálním platidlem ve 12 zemích EU. Do konce února v těchto zemích koexistovaly národní měny a eura, poté byla platnost národních měn ukončena.

Další členové eurozóny: **2007 Slovinsko, 2008 Kypr a Malta, 2009 Slovensko, 2011 Estonsko, 2014 Lotyšsko a 2015 Litva**. Dnem, kdy tyto země vstoupily do eurozóny, se automaticky stala jejich centrální banka součástí Eurosystemu.

#### 4. VYBRANÝ PROJEV: REVIZE STRATEGIE, NÁSTROJŮ A KOMUNIKACE MĚNOVÉ POLITIKY FEDU

*Americký Fed v listopadu 2018 oznámil, že v letošním roce provede revizi strategie, nástrojů a komunikačních postupů, které používá k plnění svého mandátu. Místopředseda Rady guvernérů Fedu Richard H. Clarida ve svém [projevu](#) na Fóru měnové politiky USA v únoru v New Yorku přiblížil motivaci, rozsah a časový harmonogram této revize.*

Skutečnost, že Fed provádí revizi své měnové politiky, podle místopředsedy Claridy neznamena nespokojenost se stávajícím měnověpolitickým rámcem. S ohledem na mimořádné události uplynulého desetiletí však nastává vhodný čas na posouzení, zda by nebylo možné ještě vylepšit strategii, nástroje a komunikaci Fedu tak, aby napomáhaly dosahování stanovených cílů i v budoucnu.

Motivací pro hodnocení měnové politiky jsou také změny chování ekonomik v posledních letech. Nejvýznamnější z nich je pravděpodobné snížení neutrální úrokové sazby odrážející mimo jiné stárnutí populace, změny ve vnímání rizika a zpomalení technologického pokroku. Snížení neutrální sazby má závažné důsledky, neboť zvyšuje pravděpodobnost, že při poklesu ekonomiky měnová politika narazí na efektivní dolní hranici sazeb a bude pro ni složitější dosahovat stanovených cílů. Další klíčovou změnou v chování ekonomik je, že zřejmě došlo ke zploštění krátkodobé Phillipsovy křivky, tedy ke změně vztahu vývoje inflace a zaměstnanosti. To na jedné straně dovoluje Fedu v době ekonomického poklesu výrazněji podporovat zaměstnanost bez rizika zvýšení inflace nad udržitelnou úroveň, na druhé straně to zvyšuje náklady na zastavení případného nevídaného růstu dlouhodobých inflačních očekávání. Jejich ukotvení v souladu s inflačním cílem tak nabývá na důležitosti.

Letošní revize bude podle Claridy respektovat zákonný mandát, podle něž má Fed odpovědnost za provádění měnové politiky „efektivně prosazovat maximální zaměstnanost, stabilní ceny a mírné dlouhodobé úrokové sazby“ (tzv. duální mandát). Nadále bude také za nejvíce konzistentní s tímto mandátem považována 2% inflace. Plánovaná revize měnové politiky bude mít dle Claridy široký rozsah a Fed nechce předjímat, kam až jej přivede. Události poslední dekadý však zdůrazňují tři okruhy otázek.

První otázkou je, zda může Fed dosahovat svých cílů s dosavadní měnověpolitickou strategií, či zda by měl zvažovat takovou, která by napravovala minulé odchylky od inflačního cíle. Vzhledem k dolní hranici sazeb je pravděpodobnější spíše podstřelování než přestřelování inflace, což může vést ke slabšímu ukotvení inflačních očekávání, či jejich ukotvení pod cílem. Někteří ekonomové vidí řešení v cílování průměrné inflace v několikaletém období, nebo v cílování cenové hladiny, při němž se tvůrci měnové politiky snaží stabilizovat cenovou hladinu kolem rostoucí trajektorie, ať už trvale, nebo dočasně. Tyto strategie mohou být úspěšné, pouze pokud jsou veřejností chápány jako věrohodný závazek. Výzvou pro Fed by tak bylo skutečně dosáhnout přínosů, kterých tyto strategie dosahují v teoretických modelech.

Druhou otázkou je, zda jsou současné nástroje měnové politiky dostatečné k dosažení cílů maximální zaměstnanosti a cenové stability, nebo zda by měly být rozšířeny, případně jak. V současnosti jsou primárním měnověpolitickým nástrojem Fedu úrokové sazby. Po dosažení jejich dolní hranice však bylo nutno použít další nástroje, v případě Fedu nákup aktiv a „forward guidance“. Nyní je čas zhodnotit jejich účinnost a zvážit, jaké další nástroje by bylo možno použít k uvolnění měnové politiky svázané dolní hranicí sazeb. Inspirací by mohla být měnová politika Japonska, která nastavila strop na výnosy státních dluhopisů s delší splatností tím, že byla připravena k jejich nákupu při předem ohlášené ceně.

Třetí okruh otázek, kterým by se revize měla zabývat, se týká komunikace Fedu. Ta v posledním desetiletí prošla řadou změn ve snaze přiblížit veřejnosti cíle, strategii a jednání Fedu. V rámci revize budou tyto změny zhodnoceny a zároveň budou zvažovány další formy komunikace.

Místopředseda Clarida nastínil i časový rámec revize. Její první část „Fed naslouchá“ bude zahrnovat setkávání se zainteresovanými skupinami, vyslechnutí jejich názorů a námětů. Z této části Fed zveřejní shrnutí. V červnu proběhne konference v Chicagu, na niž jsou pozváni přednášející mimo Fed. Přibližně v polovině roku začne Fed provádět vlastní hodnocení svého měnověpolitického rámce, jehož závěry pak zveřejní v první polovině roku 2020. Představitelé Fedu nechtějí předjímat konečné rozhodnutí, všechny případné změny měnověpolitického rámce však budou zaměřeny výhradně na posílení schopnosti Fedu dosáhnout a udržovat mandátem dané cíle.

Tento materiál sestavuje sekce měnová České národní banky a lze ho volně šířit. Uzávěrka čísla je 7. března 2019. Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z [www stránek ČNB](http://www.cnb.cz), oddíl Měnová politika. Kontakt: <http://www.cnb.cz> nebo [podatelna@cnb.cz](mailto:podatelna@cnb.cz).