

# Monitoring centrálních bank

---

## II/2023



# V tomto čísle

Inflace ve většině sledovaných zemí postupně – zejména vlivem cen energií – klesá, stále se však nachází na vysokých hodnotách značně přesahujících inflační cíle. Centrální banky ve střední Evropě (NBP, MNB, ČNB) držely své úrokové sazby stabilní, zatímco ostatní sledované centrální banky své úrokové sazby během posledních tří měsíců ještě zvyšovaly. Na svém posledním jednání v červnu se však ke stabilitě sazeb připojil i americký Fed, byť zároveň avizoval, že jejich další růst na příštích zasedáních je pravděpodobný. Předchozí turbulentní vývoj v bankovním sektoru se alespoň prozatím zklidnil a Fed vyhodnocuje příčiny pádu SVB.

Téma pod lupou se věnuje měnověpolitickým revizím a zaměřuje se zejména na revize uskutečněné během posledního roku či v současnosti probíhající – jedná se o australskou RBA, novozélandskou RBNZ, japonskou BoJ a britskou BoE. Ve vybraném projevu hovoří prezidentka ECB Christine Lagarde o dělení světové ekonomiky do soupeřících bloků a jeho dopadu na prostředí centrálních bank.

Cílem této publikace je seznámit odbornou veřejnost s posledním vývojem měnové politiky, její strategie a komunikace ve vybraných centrálních bankách.

Aktuální i předchozí vydání lze volně stáhnout z webových stránek ČNB, oddíl Měnová politika: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/monitoring-centralnich-bank/>, kde je ke stažení i seznam všech tematických článků a projevů.

Publikaci zpracovává odbor měnové politiky a fiskálních analýz sekce měnové České národní banky a lze ji volně šířit. Kolektiv autorů: Vojtěch Molnár (editor), Kamila Kulhavá a Josef Simpartl.

Uzávěrka tohoto čísla je 15. června 2023.

# Obsah

<b>I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK</b>	<b>4</b>
I.1 Klíčové centrální banky euroatlantického prostoru	4
I.2 Vybrané centrální banky zemí mimo EU s režimem cílování inflace	5
I.3 Vybrané centrální banky zemí EU cílující inflaci	6
<b>II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ</b>	<b>7</b>
<b>III. TÉMA POD LUPOU: MĚNOVĚPOLITICKÉ REVIZE POSLEDNÍHO ROKU</b>	<b>9</b>
<b>IV. VYBRANÝ PROJEV: CHRISTINE LAGARDE: CENTRÁLNÍ BANKY VE FRAGMENTUJÍCÍM SE SVĚTĚ</b>	<b>13</b>

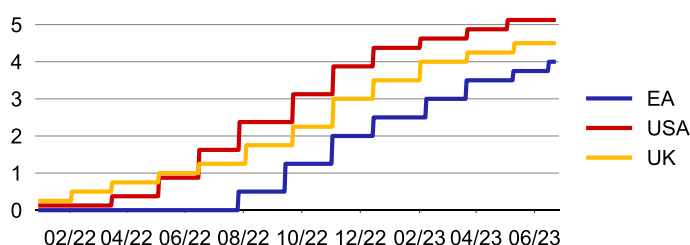
## I. POSLEDNÍ VÝVOJ MĚNOVÉ POLITIKY VYBRANÝCH CENTRÁLNÍCH BANK

### I.1 KLÍČOVÉ CENTRÁLNÍ BANKY EUROATLANTICKÉHO PROSTORU

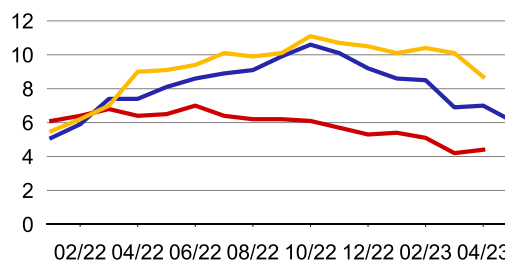
	<b>eurozóna (ECB)</b>	<b>USA (Fed)</b>	<b>Velká Británie (BoE)</b>
<b>inflační cíl</b>	2 %	2 % <sup>1</sup>	2 %
<b>zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)</b>	4. května (+0,25) 15. června (+0,25)	22. března (+0,25) 3. května (+0,25) 14. června (0,00)	23. března (+0,25) 11. května (+0,25)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	4,00 %	5,0 – 5,25 % <sup>2</sup>	4,50 %
<b>poslední inflace</b>	6,1 % (květen 2023) <sup>3</sup>	4,4 % (duben 2023) <sup>4</sup>	8,7 % (duben 2023)
<b>očekávaná MP rozhodnutí</b>	27. července 14. září	26. července	22. června 3. srpna

Poznámka: <sup>1</sup> měřeno indexem PCE (Personal Consumption Expenditures); <sup>2</sup> v grafu je zobrazen střed pásma; <sup>3</sup> tzv. flash odhad; <sup>4</sup> index PCE.

#### Klíčové úrokové sazby



#### Inflace



**ECB** zvýšila na květnovém i červnovém zasedání sazby pokaždé o 25 b. b. Celková inflace dosáhne podle červnové prognózy v roce 2023 v průměru 5,4 %, přičemž se bude postupně snižovat na 2,2 % v roce 2025. Inflační tlaky jsou stále silné, i když lze pozorovat předběžné známky jejich slábnutí. Prognóza jádrové inflace byla revidována pro letošní i příští rok směrem vzhůru, naopak prognóza růstu HDP eurozóny byla revidována lehce směrem dolů. Minulá zvýšení sazeb se podle ECB již výrazným způsobem promítají do podmínek financování a postupně se projevují v celé ekonomice. Výpůjční náklady se prudce zvýšily, což mělo vliv na zpomalení dynamiky úvěrů. Přísné podmínky financování považuje ECB za klíčový faktor pro pokles inflace k cíli, neboť výrazně tlumí agregátní poptávku. Objem držených aktiv z programu APP se v souladu s předchozím plánem snižuje, přičemž od července 2023 dojde k úplnému zastavení reinvestic splatných aktiv z APP. Co se týká programu PEPP, ECB hodlá reinvestovat splátky jistiny ze splatných cenných papírů nakoupených v rámci tohoto programu nejméně do konce roku 2024.

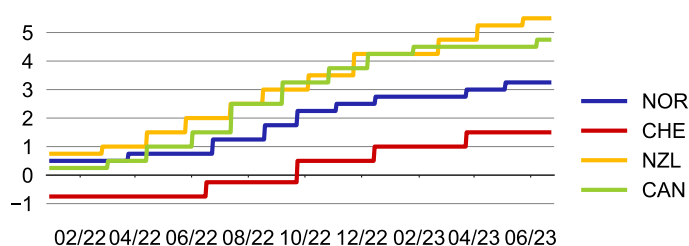
**Fed** po dvou zvýšeních o 25 b. b. ponechal v červnu pásmo pro hlavní úrokovou sazbu na úrovni 5,0–5,25 %. Poslední ukazatele naznačují, že hospodářská aktivita se nadále zvyšuje mírným tempem, přičemž přírůstek pracovních míst byl v posledních měsících výrazný a míra nezaměstnanosti zůstala nízká. Bankovní systém USA je zdravý a odolný. Ačkoli se inflace oproti loňskému roku zmírnila, je stále zvýšená a její cesta k cíli ještě chvíli potrvá. V ekonomice přetrvávají vysoké inflační tlaky, dlouhodobá inflační očekávání se nicméně zdají být ukotvená. Rozhodnutí ponechat v červnu sazbu na stávající úrovni bylo jednomyslné, téměř všichni členové FOMC však [dle svých červnových prognóz](#) očekávají, že další zvýšení sazeb do konce letošního roku (v mediánu o 50 b. b.) bude potřebné k dosažení 2% inflace. Vzhledem ke zpoždění v transmisi měnové politiky se předchozí zpříšňování v ekonomice projevují postupně, přičemž čím blíže se inflace vrací k cíli, tím obezřetněji je třeba přistupovat k úpravám úrokové sazby. Kvantitativní utahování pokračuje podle dříve zveřejněného plánu.

**BoE** v březnu i květnu pokračovala ve zpříšňování měnové politiky, když zvýšila své úrokové sazby vždy o 25 b. b. Dynamika poptávky se zvýšila, ve srovnání s historickými daty však zůstává utlumená. Zlepšený ekonomický výhled odráží silnější globální růst, nižší ceny energií, fiskální podporu v novém rozpočtu a možnost, že napjatý trh práce povede k menší tvorbě opatrnostních úspor domácností. Dynamika nominálních mezd v soukromém sektoru i růst cen v sektoru služeb zůstávají zvýšené. Celková spotřebitelská inflace se začala od dubna výrazně snižovat, mimo jiné vlivem efektu srovnávací základny. Ve snižující se inflaci se projevují také prodloužené garance cen energií i pokles jejich velkoobchodních cen. Naopak růst cen potravin se snižuje pomaleji, než BoE dříve očekávala. Rizika spojená s aktuální prognózou inflace vyhodnotila BoE jako výrazně vychýlená směrem nahoru. BoE také v červnu ukončila prodej korporátních dluhopisů ze své rozvahy (viz Zajímavé události).

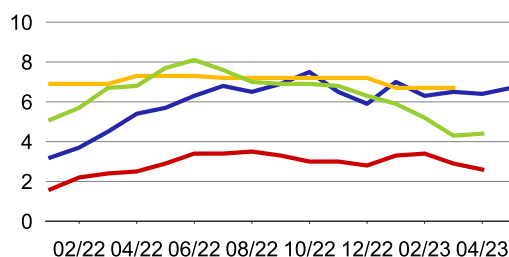
## I.2 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ MIMO EU S REŽIMEM CÍLOVÁNÍ INFLACE

	<b>Norsko (NB)</b>	<b>Švýcarsko (SNB)</b>	<b>Nový Zéland (RBNZ)</b>	<b>Kanada (BoC)</b>
<b>inflační cíl</b>	2 %	0–2 %	2 %	2 %
<b>zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)</b>	23. března (+0,25) 4. května (+0,25)	23. března (+0,50)	5. dubna (+0,50) 24. května (+0,25)	12. dubna (0,00) 7. června (+0,25)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	3,25 %	1,50 %	5,5 %	4,75 %
<b>poslední inflace</b>	6,7 % (květen 2023)	2,6 % (duben 2023)	6,7 % (1Q 2023)	4,4 % (duben 2023)
<b>očekávaná MP rozhodnutí</b>	22. června 17. srpna	22. června	12. července 16. srpna	12. července 6. září

Klíčové úrokové sazby



Inflace



**NB** na svém březnovém i květnovém zasedání zvýšila úrokové sazby pokaždé o 25 b. b. Zároveň avizovala vysokou pravděpodobnost dalšího nárůstu základní úrokové sazby na 3,5 % v červnu. Inflace se nachází stále vysoko, a to jak v Norsku, tak u hlavních obchodních partnerů, byť se již začala snižovat. Norská koruna v posledních měsících oslabil na nejslabší úroveň od začátku pandemie na jaře 2020 a nachází se na slabší úrovni, než NB očekávala v březnu. Ekonomický růst zpomaluje, zůstává však svižný. Spotřeba domácností roste navzdory vysoké inflaci i úrokovým sazbám. Trh práce je napjatý, přičemž růst mezd převyšuje tempo z loňského roku. Budoucí pohyb úrokových sazeb bude záviset na ekonomickém vývoji. Pokud zůstane koruna na slabší než prognózované úrovni a inflační tlaky budou přetrvávat, není vyloučeno, že NB přistoupí k ještě razantnějšímu zvýšení sazeb, než dříve avizovala.

**SNB** přikročila na březnovém zasedání k dalšímu zpřísnění měnové politiky, přičemž zvýšila svou sazbu o 50 b. b. Reagovala tak na opětovný nárůst inflačních tlaků v ekonomice, resp. zvyšující se inflaci, kterou živily zejména vysoké ceny elektřiny, turismu a potravin. SNB komunikovala, že zajištění cenové stability ve střednědobém horizontu může vyžadovat další zvýšení sazeb. Nad rámec úpravy základní sazby je SNB aktivní také na devizovém trhu, kde prodejem cizích měn působí proti oslabení kurzu švýcarského franku. K zpřísnění měnové politiky přistoupila SNB navzdory turbulencím na finančních trzích po pádu americké Silicon Valley Bank, po kterých se do významných problémů dostala také druhá největší švýcarská banka Credit Suisse (viz Zajímavé události a [minulé vydání MCB](#)), které SNB poskytla podporu v podobě dodání likvidity. SNB se rovněž podílela na následné dohodě o převzetí Credit Suisse největší švýcarskou bankou UBS.

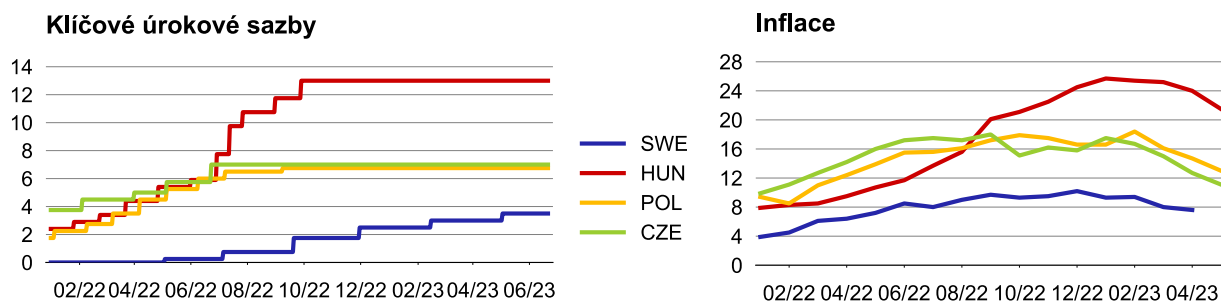
**RBNZ** pokračovala ve zpřísnování měnové politiky v dubnu i květnu, kdy zvýšila svou základní úrokovou sazbu o 50, resp. 25 b. b. RBNZ přitom upozornila, že základní sazbu bude držet restriktivní také na výhledu, aby zajistila návrat inflace do cílového pásma 1–3 %. Ačkoli inflace na Novém Zélandu postupně klesá ze svého vrcholu, tlaky na jádrovou inflaci budou přetrvávat, dokud se kapacitní omezení ekonomiky dále nezmiří. Zaměstnanost je stále nad svou maximální udržitelnou úroveň, již se však objevují známky zmírňování nedostatku pracovních sil a poklesu počtu volných pracovních míst. Podniky hlásí zpomalení poptávky po zboží a službách a slabé investiční záměry. Zmírnit tlak na trhu práce napomáhá obnovený příliv imigrantů po znovuotevření mezinárodních hranic. Poptávka je mimo jiné podporována oživením turismu i rozsáhlými opravami a rekonstrukcemi na Severním ostrově, který byl v únoru zasažen ničivým cyklonem Gabrielle.

**BoC** po dubnovém ponechání sazeb beze změny přikročila v červnu k jejich zvýšení o 25 b. b. a dále pokračuje v kvantitativním utahování. Reagovala tak mimo jiné na nová data, která ukázala překvapivě silný ekonomický růst. V prvním čtvrtletí pokračovalo oživení poptávky po službách spolu se zvyšujícími se výdaji na zboží citlivého na úroky. Nedávno se navíc zvýšila aktivita na trhu s bydlením. Nadále napjatý zůstává trh práce, a to i přes vyšší imigraci. Celkově se zdá, že nadměrná poptávka v ekonomice je trvalejšího charakteru. Inflace v dubnu vzrostla na 4,4 %, což je po deseti měsících její první zvýšení, přičemž ceny zboží a služeb byly vyšší, než BoC očekávala, a to navzdory nižším nákladům na energie. Vzhledem k přetrvávající nadměrné poptávce se jádrová inflace již několik měsíců pohybuje mezi 3,5–4 %. Důvodem k zpřísnění měnové politiky byl také nárůst obav, že by se inflace mohla ustálit výrazně nad 2% cílem.

## I.3 VYBRANÉ CENTRÁLNÍ BANKY ZEMÍ EU CÍLUJÍCÍ INFLACI

	<b>Švédsko (Riksbank)</b>	<b>Maďarsko (MNB)</b>	<b>Polsko (NBP)</b>	<b>Česko (ČNB)</b>
<b>inflační cíl</b>	2 % <sup>1</sup>	3 %	2,5 %	2 %
<b>zveřejnění MP rozhodnutí (změny sazeb)</b>	26. dubna (+0,50)	28. března (0,00) 25. dubna (0,00) 23. května (0,00)	5. dubna (0,00) 10. května (0,00) 6. června (0,00)	29. března (0,00) 3. května (0,00)
<b>aktuální klíčová sazba</b>	3,50 %	13,00 %	6,75 %	7,00 %
<b>poslední inflace</b>	7,6 % (duben 2023) <sup>2</sup>	21,5 % (květen 2023)	13,0 % (květen 2023) <sup>3</sup>	11,1 % (květen 2023)
<b>očekávaná MP rozhodnutí</b>	29. června	20. června 25. července 29. srpna	6. července 6. září	21. června 3. srpna

Poznámka: <sup>1</sup>inflační cíl je vyjádřen prostřednictvím CPIF – indexu spotřebitelských cen zahrnujícího fixní úrokovou sazbu; <sup>2</sup>index CPIF; <sup>3</sup> tzv. flash odhad.



**Riksbank** v dubnu dále zvýšila základní úrokovou sazbu o 50 b. b. Inflace je i přes svůj mírný pokles v posledních měsících stále příliš vysoko. Pokles inflace byl navíc tažen vývojem cen energií, zatímco inflace očištěná o ceny energií se v prvních měsících letošního roku pohybovala výrazně nad očekáváním. Ačkoli nebyla švédská koruna rozhodujícím faktorem za významným nárůstem inflace, její posílení by v současné situaci bylo podle centrální banky žádoucí. Za příznivý faktor v boji proti inflaci označila Riksbank uzavření dvouleté kolektivní smlouvy mezi zástupci zaměstnavatelů a odborů. Ta přináší větší předvídatelnost, pokud jde o mzdové náklady podniků, což přispívá ke snížení rizika mzdově-inflační spirály. Tato dohoda je však založena na jasném očekávání, že Riksbank bude v blízké budoucnosti pokračovat v úpravách měnové politiky s cílem snížit inflaci, aby se reálné mzdy mohly opět začít zvyšovat. Riksbank upozornila, že dle aktuální prognózy lze očekávat další mírné zvýšení základní sazby na červnovém nebo zářijovém zasedání. Budoucí vývoj je nicméně obestřen značnými nejistotami, záleží proto bude na vyhodnocení nových informací.

**MNB** ponechala měnověpolitickou sazbu beze změny na 13 %, přičemž avizovala její setrvání na zvýšené úrovni po delší dobu se záměrem zajistit ukotvenost inflačních očekávání u cíle. Maďarská inflace je mezi sledovanými zeměmi nejvyšší. Podle prognózy MNB v průměru letos dosáhne 15–19,5 % a do tolerančního pásma se vrátí příští rok. K posílení měnověpolitické transmise MNB nyní používá úpravy dalších sazeb a vzhledem k zlepšujícímu se vnímání rizik přikročila k zahájení jejich normalizace. V dubnu i květnu proto postupně snížila O/N kolateralizovanou výpůjční sazbu kumulativně o 5,5 p. b. na současných 19,5 %, přičemž O/N depozitní sazbu ponechala na 12,5 %. Na výhledu plánuje koridor sazeb dále zužovat. Dalším opatřením bylo v květnu snížení úrokové sazby u dobrovolných vkladů z 18 % na 17 %.

**NBP** ponechala na dubnovém, květnovém i červnovém zasedání měnověpolitickou sazbu beze změny na úrovni 6,75 %. NBP se domnívá, že oslabování vnějších ekonomických podmínek spolu s poklesem cen komodit bude dále omezovat globální růst cen, což přispěje ke snížení inflace i v Polsku. To bude zároveň podpořeno útlumem domácí poptávky při výrazném poklesu dynamiky úvěrů. Vzhledem k síle a perzistenci dřívějších šoků však bude návrat inflace k cíli postupný. K rychlejšímu návratu inflace k cíli by pomohlo posílení kurzu zlotého v souladu s fundamenty. NBP konstatovala, že je připravena intervenovat proti nadměrným výkyvům kurzu zlotého, které by byly v rozporu se současným směřováním měnové politiky.

**ČNB** ponechala na březnovém i květnovém zasedání 2T repo sazbu beze změny. Úrokové sazby se nachází na úrovni, která tlumí domácí poptávkové tlaky. Brzdí růst korunových bankovních úvěrů pro domácnosti i firmy, což tlumí růst množství peněz v ekonomice. Doznívají silné nákladové inflační tlaky, které mají původ v externím prostředí, i poptávkové tlaky plynoucí z domácí ekonomiky, a podle prognózy bude inflace i nadále klesat. Dosud utlumená hospodářská aktivita se postupně vrací k růstu. Reálné úrokové sazby se při zohlednění výhledu inflace v ročním horizontu po řadě let pohybují na zřetelně kladných úrovních. Měnové podmínky byly v posledních čtvrtletích přísné i vlivem zhodnocení koruny vůči euru. Česká národní banka je i nadále připravena bránit nadměrným výkyvům kurzu koruny.

## II. ZAJÍMAVÉ UDÁLOSTI POSLEDNÍCH TŘÍ MĚSÍCŮ

### Situace v bankovním sektoru se zklidnila, Fed vyhodnocuje pád SVB

Bankovní krizi z března 2023, jejímiž klíčovými událostmi byly zejména pády několika amerických bank v čele se Silicon Valley Bank (SVB) a pád švýcarské Credit Suisse a její převzetí konkurenční UBS (blíže viz [minulé vydání Monitoringu centrálních bank](#)), se podařilo uklidnit. 1. května sice ještě bylo oznámeno, že došlo k uzavření další americké banky First Republic Bank a jejímu odprodeji JPMorgan Chase, dopady turbulencí okolo těchto bank na celý bankovní systém se však povedlo udržet pod kontrolou. Z hlediska měnověpolitických implikací bylo pro Fed toho času otázkou, do jaké míry dojde v důsledku těchto událostí k autonomnímu zpřísnění měnových podmínek skrze přísnější úvěrové podmínky bank, které by mohlo snížit potřebu dalšího zvyšování úrokových sazeb.

Fed rovněž v dubnu [schválil](#) převzetí amerických dceřiných společností Credit Suisse bankou UBS. Kromě toho Fed pod vedením svého vicepředsedy pro bankovní dohled M. Barrem analyzoval příčiny pádu SVB a roli dohledu a regulace. Podle [výsledků této analýzy](#) nezvládlo vedení SVB řízení úrokového a likviditního rizika. Fed ale připouští i pochybení na vlastní straně – pracovníci jeho dohledu si nebyli plně vědomi rozsahu zranitelnosti SVB, které vyvstávaly s tím, jak banka rostla ve své velikosti a složitosti. Zároveň v těch oblastech, v nichž si Fed zranitelnosti SVB uvědomoval, nepřistoupil k dostatečným krokům nutným pro rychlé vyřešení těchto záležitostí. Negativní roli rovněž sehrál zákon schválený v roce 2018, který zmínil regulaci bankovního sektoru a mimo jiné zvýšil hranici velikosti bilance bank, od níž banky spadaly pod přísnější regulační pravidla. Právě kvůli zvýšení této hranice se přísnější pravidla SVB netýkala. V návaznosti na bankovní krizi a zjištění této její analýzy bude Fed nadále pracovat na posílení svého regulačního a dohledového rámce.

### Dolarové likviditní operace rozšířené během bankovní krize byly omezeny

V reakci na turbulence v bankovním sektoru v březnu uzavřely významné centrální banky dohodu s Fedem o denní frekvenci operací v rámci likviditních dolarových linek (viz [minulé vydání MCB](#)) ve snaze o zvýšení dostupnosti dolarové likvidity. Vzhledem k následnému zklidnění situace a nízké poptávce po těchto operacích však později vydaly ECB, BoJ, BoE a SNB [prohlášení](#), že po konzultaci s Fedem společně rozhodly o návratu k týdenní frekvenci těchto operací počínaje květnem.

### Nová guvernérka turecké centrální banky

Znovuzvolený turecký prezident Erdogan jmenoval novou guvernérku turecké centrální banky, kterou se stala Hafize Gaye Erkan. Ta má za sebou zkušenosti z americké investiční banky Goldman Sachs a rovněž z nedávno padlé First Republic Bank. Dosavadní guvernér Sahap Kavcioglu, který během svého mandátu v souladu s postojem prezidenta Erdogana snižoval úrokové sazby navzdory pádivé inflaci, se přesunul do čela úřadu regulujícího a dozorujícího bankovní sektor. Je nyní otázkou, zda povede změna ve vedení centrální banky i k úpravě turecké měnové politiky v situaci stále velmi vysoké inflace a rekordně slabého kurzu liry, nebo zda budou i nadále převažovat dosavadní velmi neortodoxní názory tureckého prezidenta na měnovou politiku.

### BoE dokončila prodej korporátních dluhopisů v rámci kvantitativního utahování

Bank of England v červnu [oznámila](#), že odprodala výraznou většinu korporátních dluhopisů dříve nakoupených v rámci programu APF (Asset Purchase Facility). V portfoliu si banka ponechala pouze dluhopisy v objemu menším než 5 % původního portfolia korporátních dluhopisů. Tyto zbývající dluhopisy mají velmi krátkou splatnost (nejpozději v dubnu příštího roku) a banka je již neplánuje prodávat, nýbrž počítá s jejich držbou do splatnosti. V minulosti v rámci kvantitativního uvolňování BoE nakupovala převážně státní dluhopisy, v menší míře však právě i korporátní dluhopisy, kterých po dokončení nákupů držela 20 mld. GBP z celkového objemu 895 mld. GBP aktiv nakoupených v programu APF. V únoru loňského roku BoE rozhodla o prodeji korporátních dluhopisů, k čemuž následně docházelo od září 2022 do června 2023. V procesu prodeje státních dluhopisů z portfolia APF (probíhajícímu od listopadu minulého roku) pak BoE pokračuje i nadále.

### Byly zveřejněny výsledky externí revize RBA, zatímco BoJ a BoE revizi oznámily

Od léta loňského roku probíhala komplexní revize měnové politiky australské RBA pokrývající rovněž oblasti jejího fungování, řízení a institucionálního nastavení. Výsledky této externí revize a doporučení z ní plynoucí shrnuje v dubnu zveřejněná [zpráva](#).

V dubnu se konalo první měnověpolitické zasedání Bank of Japan pod vedením nového guvernéra K. Uedy. BoJ na něm ponechala své nástroje beze změny, upravila však forward guidance a oznámila záměr vypracovat revizi své měnové

politiky. V červnu pak vyšel najevo záměr Bank of England zpracovat revizi svých prognostických procesů. Měnověpolitickým revizím RBA, BoJ a BoE (a také novozélandské RBNZ) se podrobněji věnujeme v Tématu pod lupou této publikace.



### III. TÉMA POD LUPOU: MĚNOVĚPOLITICKÉ REVIZE POSLEDNÍHO ROKU

*Hodnocení fungování měnověpolitického režimu a jeho parametrů je podstatnou součástí tvorby měnové politiky. Některé centrální banky k němu přistupují průběžně, jiné přistupují k formalizovaným revizím měnové politiky. V nedávné době proběhla komplexní revize měnové politiky australské RBA, jejíž výsledky byly zveřejněny letos v dubnu. Implementace jejích doporučení je otázkou příštích měsíců a závisí částečně na rozhodnutích RBA a částečně na legislativních úpravách. Novozélandská RBNZ vypracovala hodnocení své měnové politiky v letech 2017–2022 a připravuje doporučení pro ministra financí týkající se jejího mandátu. Měnověpolitická revize v nejbližší budoucnosti čeká také japonskou BoJ a britskou BoE.*

Centrální banky musí ve svých aktivitách reagovat na měnící se ekonomické prostředí i na vývoj v oblasti ekonomického výzkumu. Zatímco některé centrální banky analyzují a případně upravují svoji měnověpolitickou strategii spíše průběžně, jiné vedle toho volí proces ucelené revize měnové politiky. Revize může mít řadu podob – dle institucionálního a legislativního nastavení v dané zemi ji může iniciovat buď samotná centrální banka, nebo vláda či parlament; může být zpracována interně analytiky příslušné centrální banky, externě najatými experty (obvykle s mezinárodní účastí), či kombinací obojího, tedy interně s konzultací externích expertů; může být prováděna pravidelně jednou za několik let nebo ad-hoc v reakci na konkrétní události. Revize se mohou lišit rovněž hloubkou svého záběru (např. analýza konkrétních parametrů měnověpolitického režimu vs. komplexní vyhodnocení celého měnověpolitického rámce včetně rozhodovacích procesů a institucionálního nastavení). V každém případě se však jedná o formalizovaný proces, který umožňuje transparentně vyhodnotit a případně upravit měnověpolitickou strategii či její jednotlivé prvky (v této souvislosti je však na místě upozornit, že revize měnové politiky v minulosti obvykle nevedly k zásadním změnám, ale spíše pouze k nezávazným doporučením či jen drobným úpravám měnové politiky).

Výše popsané obecné aspekty měnověpolitických revizí podrobněji popisovalo Téma pod lupou v [Monitoringu centrálních bank v březnu 2020](#), které rovněž obsahovalo podrobný přehled v minulosti provedených revizí v jednotlivých sledovaných centrálních bankách.<sup>1</sup> V tomto článku se zaměříme na revize uskutečněné během posledního roku, potažmo v současnosti probíhající či oznámené: konkrétně se jedná o australskou RBA, novozélandskou RBNZ, japonskou BoJ a britskou BoE.

#### Rozsáhlá revize australské centrální banky

Komplexní revize měnové politiky RBA probíhala od července 2022 do dubna 2023. Jednalo se o první takto rozsáhlou revizi RBA minimálně v rámci režimu inflačního cílování zavedeného v 90. letech. Její vyhlášení bylo reakcí na vývoj posledních let. V období covidové pandemie přistoupila RBA k forward guidance, kdy deklarovala, že úrokové sazby pravděpodobně zůstanou v blízkosti nuly alespoň do roku 2024. Ačkoli tato forward guidance byla do značné míry podmíněna ekonomickým vývojem, RBA se komunikačně příliš nepodařilo odlišit, co je jen očekávaným budoucím vývojem a co je explicitním závazkem banky. Rostoucí inflační tlaky nakonec přiměly RBA přehodnotit svůj postoj a v květnu 2022 začala úrokové sazby zvyšovat (klíčová sazba z původních 0,10 % postupně vzrostla o 4 p. b. na současných 4,1 %). Ačkoli se jednalo o nižší nárůst než v případě řady jiných centrálních bank, vzhledem k vysokému podílu úvěrů s plovoucími sazbami zahájení cyklu zvyšování sazeb rychle dopadlo na nezanedbatelnou část obyvatel, kteří se navíc spoléhali na výše zmíněnou komunikaci centrální banky o ponechání nízkých úrokových sazeb (guvernér RBA P. Lowe se za předchozí závazek později i veřejně omluvil). Neočekávané zahájení zvyšování úrokových sazeb tak vyvolalo značnou kritiku veřejnosti, přičemž z druhé strany byla vzhledem k rostoucí inflaci centrální banka naopak terčem kritiky za pozdní reakci a oddalování zvyšování úrokových sazeb. Právě tyto události vedly vládu (resp. Treasury – tamní obdobu ministerstva financí) k vyhlášení rozsáhlé externí ad-hoc revize měnové politiky RBA v červenci minulého roku.<sup>2</sup>

Provedením revize byl pověřen tříčlenný expertní panel s domácím i zahraničním zastoupením.<sup>3</sup> Revize měla pokrýt širokou škálu témat od cílů banky přes implementaci jejích politik, řízení banky, veřejnou komunikaci až po interakce měnové politiky s politikami makrobezpečnostní a fiskální. Součástí revize bylo několik kol komunikace mezi expertním panelem a centrální bankou, vstupy v podobě odborných článků od dalších externích expertů, průzkumy mezi současnými i bývalými zaměstnanci centrální banky či veřejná konzultace, v níž mohla veřejnost a jednotlivé zájmové skupiny

<sup>1</sup> Kromě toho se výsledkům měnověpolitických revizí Fedu a ECB v nedávných letech věnovaly vybrané projevy v [Monitoringu centrálních bank ze září 2020](#) (J. Powell – revize Fedu) a ze [září 2021](#) (I. Schnabel – revize ECB).

<sup>2</sup> Sama RBA během loňského roku interně zpracovala vyhodnocení nekonvenčních nástrojů využívaných po vypuknutí covidové pandemie: [cílování výnosové křivky](#), [nákupy aktiv](#) a [forward guidance](#). Obecně tyto nástroje vyhodnotila tak, že v první fázi pandemie fungovaly tak, jak se od nich očekávalo, později však byly spojené s komplikacemi. Opětovné využití těchto nástrojů RBA připouští, ovšem pouze za výjimečných okolností. Podrobněji k vyhodnocení těchto nástrojů viz Zajímavé události v loňských vydáních [Monitoringu centrálních bank v září](#) a [prosinci](#).

<sup>3</sup> Členy panelu byli bývalá viceguvernérka Bank of Canada a současná externí členka Financial Policy Committee v Bank of England Carolyn Wilkins, australská akademická makroekonomka Renée Fry-McKibbin a Gordon de Brouwer s bohatými zkušenostmi z vysokých pozic v australské veřejné správě.

poskytnout své náměty a komentáře týkající se činností RBA. Výsledky revize shrnuje podrobná [zpráva](#) zveřejněná v dubnu tohoto roku. Motivaci, průběh i výsledky revize popisují webové stránky dostupné [zde](#).

Provedená revize podpořila základní prvky současného měnověpolitického režimu RBA spočívající ve flexibilním cílování inflace s cílovým pásmem 2–3 %, doporučuje však vyjasnění tohoto režimu. RBA by měla usilovat o dosahování inflace ve středu cílovaného pásma a měla by vypustit slova o tom, že cíl platí „v průměru během času“ („on average, over time“), která jsou nejednoznačná a obtížně interpretovatelná. Rovněž by měl být jasně definován duální mandát RBA zajištění cenové stability a plné zaměstnanosti (v současnosti jsou cíle měnové politiky definovány šířeji jako 1) stabilita australské měny, 2) plná zaměstnanost a 3) ekonomická prosperita a blahobyt australského národa; dle revize by však měl být první bod přeformulován na cenovou stabilitu a třetí bod by měl být vypuštěn, jelikož nepředstavuje samostatný cíl měnové politiky, ale celkový hlavní smysl RBA, který může RBA naplňovat právě zajištěním cenové stability a plné zaměstnanosti). Také by mělo dojít k dalšímu posílení nezávislosti měnové politiky RBA.

Jedním z významných doporučení je změna organizace vedení RBA. V současnosti v čele banky stojí a o měnové politice rozhoduje *Reserve Bank Board*, jehož členy jsou guvernér, viceguvernérka, zástupce Treasury a šest externích členů. Samotné řízení banky je tak dle zpracovatelů revize do značné míry koncentrováno do rukou guvernéra, potažmo viceguvernérky. Externími členy jsou zároveň v některých případech lidé, jejichž vzdělání i předchozí zkušenosti jsou z jiných oblastí než ekonomie či financí, a byť ve svých oborech jsou odborníky, chybí jim expertíza v oblasti měnové politiky. Revize proto doporučuje rozdělení *Boardu* na dvě nově vzniklé rady – *Governance Board*, který by byl zodpovědný za řízení instituce, organizační a personální strategii, rozpočet atd. (jeho role by však byla spíše dozorující než exekutivní); a *Monetary Policy Board* zodpovědný za měnovou politiku a (v rámci omezeného mandátu RBA v této oblasti) za finanční stabilitu. Guvernér by měl být členem obou (neměl by však stát v čele *Governance Boardu*, tím by měl být některý z externích členů). Revize nenavrhuje změnu samotné organizace *Monetary Policy Boardu*, tj. 9 členů včetně zástupce Treasury a 6 externích členů, ovšem tyto externí členové by měli mít dostatečnou expertízu v oblastech relevantních pro měnovou politiku.

Mezi další doporučení revize patří například snížení počtu měnověpolitických zasedání z 11 na 8 ročně, aby měla banka více prostoru na hlubší analýzy a diskuze. V rámci zvýšení transparentnosti by měly být zavedeny pravidelné tiskové konference guvernéra po měnověpolitických jednáních, mělo by se zvýšit množství dostupných informací o měnověpolitických úvahách, prognózách banky a obecně o důvodech stojících za přijatými rozhodnutími, členové *boardu* by měli aktivněji vystupovat v médiích a měly by být více komunikovány rozdílné názory mezi nimi. S časovým odstupem 5 let by měly být zveřejňovány podrobné podklady k měnověpolitickému rozhodování.

Autoři měnověpolitické revize také podporují další rozvoj prognostických nástrojů RBA, a to zejména v oblasti zachycení nabídkové strany ekonomiky či fiskální politiky. Centrální banka by měla brát v úvahu klimatická rizika, samotné jejich zmírňování by se však nemělo stát cílem měnové politiky, jelikož k tomuto účelu jsou efektivnější jiné veřejné politiky, o nichž by zároveň měli rozhodovat volení politici. Měl by být lépe definován mandát RBA v zajišťování finanční stability, jelikož centrální banka má v této oblasti významnou roli (např. skrze poskytování likvidity), která však v současnosti není dostatečně legislativně ukotvena.<sup>4</sup> RBA bylo rovněž doporučeno provádění pravidelných revizí se vstupem externích expertů každých 5 let.

Implementace některých poskytnutých doporučení závisí na rozhodnutí RBA, zatímco jiná doporučení by vyžadovala i úpravu zákona a jsou tedy závislá na legislativním procesu. Guvernér RBA Lowe se ke zveřejněné revizi vyjádřil veskrze pozitivně, když přivítal podporu současného měnověpolitického režimu a nezávislosti centrální banky, stejně jako i řadu poskytnutých doporučení. Zároveň však [vyjádřil určitou rezervovanost](#) k tomu, jak výsledná zpráva popisuje současné fungování a rozhodování *Reserve Bank Board*. Podrobnější odpověď centrální banky na revizi by měla být zveřejněna v průběhu letošního roku.

### Hodnocení měnové politiky v minulosti a doporučení ohledně mandátu centrální banky na Novém Zélandu

Zatímco revize RBA byla zpracována na základě rozhodnutí Treasury, na Novém Zélandu je postup více formalizovaný. Tamní RBNZ s pětiletou frekvencí pracuje na dvou souvisejících procesech. Prvním je vyhodnocení měnové politiky za předchozích pět let obsahující rovněž identifikaci oblastí, v nichž je prostor ke zlepšení dosavadní praxe. Druhý proces souvisí s tzv. „*Remit for monetary policy committee*“, což je dokument stanovující základní prvky a cíle měnověpolitického režimu RBNZ (včetně např. výše inflačního cíle). Za tento *remit* a tedy i za definici mandátu centrální banky je zodpovědný ministr financí, RBNZ však má zákonnou povinnost alespoň jednou za 5 let poskytnout ministru financí své stanovisko s doporučením, zda by měl být *remit* upraven, doplněn či ponechán ve stávající podobě.

<sup>4</sup> Zákonný mandát zajišťování finanční stability a tomu odpovídající nástroje ve formě stanovení požadavků na kapitálové rezervy či stanovení úvěrových limitů v Austrálii nenáleží RBA, nýbrž regulatorní instituci The Australian Prudential Regulation Authority.

Ačkoli oba zmíněné hodnotící procesy mají nastavenou pětiletou frekvenci, aktuálně probíhají (či proběhly) v této podobě poprvé, protože současný systém byl zaveden právě před přibližně 5 lety. Vyhodnocení měnové politiky v letech 2017–2022 bylo zveřejněno v listopadu loňského roku, zatímco aktualizace *MPC remit* ještě nebyla ukončena. Oba procesy zpracovává RBNZ převážně interně, ovšem s externími vstupy. Vyhodnocení měnové politiky předchozích let připomínkovali a svá stanoviska k němu vypracovali dva nezávislí experti. V rámci přípravy doporučení pro *MPC remit* pak proběhly dvě kola veřejných konzultací.

Dle [hodnocení měnové politiky v letech 2017–2022](#) byla měnová politika v letech před pandemií o něco utaženější, než bylo v té době předpokládáno, jelikož zpětně došlo k přehodnocení neutrální úrokové míry směrem dolů. To mohlo přispět k podstřelování inflačního cíle v tomto období. Po vypuknutí pandemie RBNZ snížila úrokovou sazbu na 0,25 % a přistoupila rovněž k nástrojům nekonvenční měnové politiky (nákupy aktiv, forward guidance, program Funding for Lending). Tyto nástroje byly efektivní v zajištění funkčnosti finančního systému během pandemie a pomohly zabránit nejhorším scénářům hluboké hospodářské recese. Na druhou stranu k utahování měnové politiky (jak v podobě ukončení používání nekonvenčních nástrojů, tak v podobě zahájení zvyšování sazeb) mělo v reakci na rostoucí inflační tlaky dle zpětného pohledu dojít dříve během roku 2021 (k prvnímu zvýšení sazeb nakonec došlo během října 2021). Ani dřívější utahování měnové politiky by však nedokázalo plně vyvážit silný inflační impulz plynoucí z ruské invaze na Ukrajině či z nabídkových šoků souvisejících s klimatem. Hodnocení měnové politiky předchozích let rovněž vedlo k identifikaci několika oblastí pro další rozvoj – mezi ně patří mimo jiné podrobnější analýza dopadů nabídkových šoků na inflaci, zvýšení využívání vysokofrekvenčních dat, rozvoj nástrojů pro odhad neutrální úrokové sazby, či jasnější definice termínu maximální udržitelná zaměstnanost.

Co se týče revize *MPC remit*, RBNZ je povinna poskytnout své doporučení nejpozději v listopadu letošního roku, práce na něm však probíhají již od roku 2021. První kolo veřejných konzultací proběhlo v létě minulého roku a druhé na přelomu loňského a letošního roku.<sup>5</sup> V minulém roce RBNZ v rámci komunikace s ministrem financí a snahy společně definovat témata revize zveřejnila [průběžnou zprávu](#) s předběžnými stanovisky ke klíčovému oblastem mandátu centrální banky. Podle nich zůstává současný režim flexibilního cílování inflace s cílem 2 % (resp. cílovaným pásmem 1–3 %) nejlepší volbou pro měnovou politiku. Cílovanou veličinou by měla i nadále být inflace měřená pomocí indexu CPI. RBNZ rovněž avizovala záměr věnovat se v rámci přípravy doporučení pro *MPC remit* otázce zavedení jasné hierarchie cílů (oproti duálnímu mandátu cenové stability a maximální udržitelné zaměstnanosti) a otázce toho, zda má centrální banka explicitně brát v úvahu dopad měnové politiky na udržitelný vývoj cen nemovitostí, což se stalo součástí jejího mandátu v roce 2021.

V rámci druhého kola veřejných konzultací měla veřejnost možnost vyjádřit se i k druhému dokumentu důležitému pro měnovou politiku RBNZ, kterým je tzv. *MPC Charter*. Ten je na rozdíl od *MPC remit* výsledkem dohody RBNZ a ministerstva financí a pokrývá oblasti rozhodovacích procesů centrální banky či její transparentnosti a komunikace. RBNZ v rámci výše zmíněné průběžné zprávy v této souvislosti avizovala, že bude mimo jiné analyzovat i své současné rozhodování prostřednictvím konsenzu ve srovnání s alternativními procesy.

### Nově vyhlášená revize měnové politiky japonské BoJ a revize prognostických procesů Bank of England

V dubnu 2023 došlo ke změně na postu guvernéra japonské centrální banky, když H. Kurodu nahradil K. Ueda. Na prvním měnověpolitickém zasedání pod jeho vedením ponechala BoJ nastavení svých nástrojů beze změny, ze svého prohlášení však vypustila větu, že očekává, že úrokové sazby setrvají na současných či nižších úrovních. Vedle toho japonská centrální banka [rozhodla o uspořádání rozsáhlé revize měnové politiky](#). Kontextem revize je fakt, že dosahování cenové stability bylo kvůli deflačním tlakům během posledních 25 let značnou výzvou, které se banka snažila čelit řadou expanzivních nástrojů a opatření, jejichž dopady bude v rámci revize podrobně analyzovat. Plánovaný časový rámec revize je rok až rok a půl.

Úplnou novinkou pak je informace o revizi Bank of England. O jejím uspořádání rozhodlo v květnu vedení Bank of England<sup>6</sup>, oznámena však byla až v půlce června v [dopise](#) adresovaném předsedkyni parlamentní komise. Revize by měla být užšího rozsahu oproti výše diskutovaným revizím – má být zaměřena na prognózování a s ním související procesy, a to zejména v časech významné nejistoty. Kontextem revize je zejména předchozí nezachycení narůstajících inflačních tlaků modelovým aparátem BoE a z něj plynoucí veřejná kritika a snížení role modelových prognóz v rozhodování členů *Monetary Policy Committee*. Revize by měla být provedena externě, ovšem se zapojením interního kontrolního orgánu BoE, tzv. *Independent Evaluation Office*. Bližší podrobnosti o revizi zatím nejsou známy.

<sup>5</sup> Podrobné informace o revizi *MPC remit* včetně podkladových dokumentů týkajících se obou kol veřejných konzultací jsou k nalezení na [webu RBNZ](#).

<sup>6</sup> Konkrétně rozhodl o konání revize tzv. *Court of Directors*, což je orgán zodpovědný za celkovou organizační strategii banky, její rozpočet apod. Revize tedy není výsledkem rozhodnutí měnověpolitické *Monetary Policy Committee* (byť guvernér a tři viceguvernéři jsou členy obou těchto orgánů BoE).

## Závěr

Vzhledem k neustálému vývoji hospodářské situace a ekonomického výzkumu musí centrální banky vyhodnocovat vhodnost svého měnověpolitického režimu, jeho jednotlivých parametrů a souvisejících procesů. Některé banky toto provádí průběžně, jiné mohou zvolit podobu formalizované měnověpolitické revize (případně je v závislosti na institucionálních vztazích centrální banky a vlády v dané zemi revize důsledkem rozhodnutí vlády či zákonem danou povinností).

V dubnu 2023 byly zveřejněny výsledky komplexní externí revize australské RBA. Implementace doporučení revize částečně závisí na rozhodnutích centrální banky a částečně na provedení legislativních úprav a je otázkou pro příští měsíce, která z doporučení budou skutečně uplatněna v praxi. Novozélandská RBNZ v loňském roce zveřejnila vyhodnocení své měnové politiky v letech 2017–2022 a připravuje doporučení pro ministra financí týkající se možných úprav jejího mandátu, které je povinné poskytnout nejpozději v listopadu letošního roku (lze však očekávat, že k tomu dojde o něco dříve). Oba tyto procesy jsou dané zákonem a centrální banka je musí provádět s pětiletou frekvencí. V dubnu 2023 oznámila zpracování měnověpolitické revize japonská BoJ, zveřejnění jejích výsledků můžeme očekávat přibližně během roku až roku a půl. V polovině června pak vyšel najevo záměr BoE uspořádat externí revizi svých prognostických procesů.

## IV. VYBRANÝ PROJEV: Christine Lagarde: Centrální banky ve fragmentujícím se světě

*Christine Lagarde, prezidentka Evropské centrální banky ve svém dubnovém [projevu](#) na půdě Rady pro mezinárodní vztahy mluví o dělení světové ekonomiky do soupeřících bloků a jeho dopadu na prostředí centrálních bank.*

Globální ekonomika prochází transformací. V důsledku pandemie, války Ruska proti Ukrajině a také rostoucího soupeření mezi Spojenými státy a Čínou se tektonické desky geopolitiky rychle posouvají. Podle Ch. Lagarde jsme svědky fragmentace globální ekonomiky na soupeřící bloky, přičemž každý z nich se snaží přitáhnout co největší část zbytku světa blíže ke svým strategickým zájmům a společným hodnotám. To vše může mít dalekosáhlé důsledky v mnoha oblastech tvorby politik.

### Měníci se globální ekonomika

Po konci studené války se svět těšil pozoruhodně příznivému geopolitickému prostředí. Pod vedením Spojených států vzkvétaly mezinárodní instituce založené na pravidlech a světový obchod rostl. V důsledku toho se světová nabídka stala pružnější vůči změnám domácí poptávky, což vedlo k období nízké a stabilní inflace. Toto období relativní stability však nyní může vystřídat období trvalé nestability, které povede k nižšímu růstu, vyšším nákladům a nejistým obchodním partnerstvím. Místo pružnější globální nabídky můžeme čelit riziku opakovaných nabídkových šoků. Ch. Lagarde tvrdí, že narušení dodávek materiálů, jako jsou nerostné suroviny, může ovlivnit kritická odvětví ekonomiky. Vlády v reakci na to přijímají legislativní opatření pro lepší zabezpečení dodávek, což ale může fragmentaci naopak urychlit, neboť se tomu firmy přizpůsobují. V důsledku ruské invaze na Ukrajinu se ve srovnání s předchozím rokem téměř zdvojnásobil podíl globálních firem, které plánují regionalizaci svého dodavatelského řetězce. Tato „nová globální mapa“, jak tyto změny Ch. Lagarde nazvala, bude mít pravděpodobně důsledky pro centrální banky. Údaje od roku 1900 ukazují, že geopolitická rizika vedla k vysoké inflaci, nižší ekonomické aktivitě a poklesu mezinárodního obchodu. [Analýza ECB](#) naznačuje, že podobné následky lze očekávat i do budoucna.

V prostředí centrálních bank dochází k ještě dalšímu posunu – je možné, že se svět stane více multipolárním. Po roce 1945 se americký dolar prosadil jako světová rezervní a transakční měna a v poslední době se na druhé místo dostalo euro, což mělo podle Ch. Lagarde pro centrální banky vesměs příznivé důsledky. Souběžně s tím západní platební infrastruktury přebíraly celosvětovou roli. Nové obchodní vzorce však mohou mít důsledky pro mezinárodní platby i měnové rezervy. V posledních desetiletích Čína zvýšila svůj bilaterální obchod s rozvojovými ekonomikami více než 130násobně a stala se největším světovým vývozcem. Nedávný výzkum ukazuje, že existuje významná korelace mezi obchodováním daného státu s Čínou a jeho rezervami v renminbi. To vše by mohlo vytvořit příležitost pro země, které se snaží snížit svou závislost na západních platebních systémech a měnových rámcích.

### Politický rámec pro fragmentovaný svět

Prezidentka ECB připomíná, že známe zjevné příklady toho, co nedělat, když čelíme náhlému zvýšení volatility. V sedmdesátých letech 20. století centrální banky nedokázaly zajistit měnovou stabilitu a inflační očekávání se odkotvila, což je chyba, která by se nikdy neměla opakovat, dokud budou centrální banky nezávislé a budou mít jasný mandát cenové stability. Pokud nezávislé centrální banky čelí trvalým nabídkovým šokům, mohou a budou zajišťovat cenovou stabilitu. Té lze však dosáhnout s nižšími náklady, pokud budou ostatní politiky spolupracovat a pomohou doplnit kapacitu nabídky. Pokud geopolitika vede k roztržitosti světové ekonomiky do soupeřících bloků, bude vyžadována větší soudržnost těchto politik, a to nikoliv na úkor nezávislosti, ale s uznáním vzájemné provázanosti mezi těmito politikami a toho, jak každá z nich může nejlépe dosáhnout svého cíle, pokud se sjednotí za celkový strategický cílem.

Dosažení správného politického rámce bude dle slov Ch. Lagarde rozhodovat nejen o tom, jak se bude našim ekonomikám dařit z domácího pohledu, ale také o tom, jak budou vnímány v celosvětovém měřítku v kontextu větší „systémové konkurence“. Kombinace hospodářských politik, která povede k méně volatilnímu růstu a inflaci, bude klíčová pro další přilákání mezinárodních investic. Pokud jde o Evropu, dlouho odkládané projekty, jako je prohloubení a integrace kapitálových trhů, již nelze vnímat pouze optikou domácí finanční politiky. EU musí dokončit unii evropských kapitálových trhů. To bude mít zásadní význam pro to, zda euro zůstane mezi předními světovými měnami. Centrální banky zde také budou hrát důležitou roli. Například způsob využívání swapových linek může ovlivnit dynamiku hlavních mezinárodních měn. Jak Federální rezervní systém, tak ECB v rámci svých mandátů aktivně poskytovaly zahraniční likviditu během nedávných krizí. Nicméně, postupují tak i ostatní centrální banky, což je v souladu s rostoucí rolí jejich měn.

Ch. Lagarde v závěru svého projevu zdůrazňuje, že tvůrci politik musí být připraveni na novou realitu, která nás možná čeká. Čas přemýšlet o tom, jak reagovat na měnící se geopolitiku, nenastává až když se fragmentace stává realitou, ale předtím. Centrální banky musí zajistit stabilitu v době, která se vyznačuje vším, jen ne stabilitou.

Vydává:  
ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA  
Na Příkopě 28  
115 03 Praha 1  
Česká republika

Kontakt:  
ODBOR KOMUNIKACE SEKCE KANCELÁŘ  
Tel.: 224 413 112  
[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)