



EUROPEAN CENTRAL BANK

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

04 | 2006

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

09 | 2006

10 | 2006

11 | 2006

12 | 2006

**MĚSÍČNÍ BULLETIN
BŘEZEN**

BCE ECB EZB EKT EKP





EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA



Na všech publikacích ECB je v roce 2006 zobrazen motiv z bankovky 5 €.

MĚSÍČNÍ BULLETIN BŘEZEN 2006

© Evropská centrální banka, 2006

Adresa

Kaiserstrasse 29
D-60311 Frankfurt am Main

Poštovní adresa

Postfach 16 03 19
D-60066 Frankfurt am Main

Telefon

+49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

Za vyhotovení Bulletinu odpovídá Výkonná rada ECB. Překlady provádějí a zveřejňují národní centrální banky. V případě nejasnosti platí anglický text originálu.

Všechna práva vyhrazena. Zhotovení kopií pro vzdělávací a nekomerční účely je povoleno s uvedením zdroje.

Uzávěrka statistických dat obsažených v tomto vydání byla 1. března 2006.

ISSN 1830-0030 (internetová verze)



OBSAH

ÚVODNÍ SLOVO	5	STATISTIKA EUROZÓNY	SI
HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ	9	CHRONOLOGIE MĚNOVĚPOLITICKÝCH OPATŘENÍ EUROSISTÉMU	I
Vnější prostředí eurozóny	9		
Měnový a finanční vývoj	18		
Ceny a náklady	52	SYSTÉM TARGET (TRANS-EUROPEAN AUTOMATED REAL-TIME GROSS SETTLEMENT EXPRESS TRANSFER)	III
Nabídka, poptávka a trh práce	58		
Fiskální vývoj	66		
Vývoj devizových kurzů a platební bilance	72		
Boxy:		DOKUMENTY PUBLIKOVANÉ EVROPSKOU CENTRÁLNÍ BANKOU OD ROKU 2005	VII
1 Poslední vývoj inflace v nových členských státech EU a dopad přistoupení k EU	11		
2 Revize národních účtů Číny	15	GLOSÁŘ	XIII
3 Opětované odeznívání posunů portfolia ve čtvrtém čtvrtletí roku 2006	19		
4 Podmínky likvidity a operace měnové politiky od 9. listopadu 2005 do 7. února 2006	32		
5 Faktory stojící za nedávným odlišným vývojem cen akcií v eurozóně a Spojených státech	40		
6 Vývoj a charakter úvěrů neměnových finančních institucí domácnostem	50		
7 Nové postupy při sestavování a zveřejňování HICP v eurozóně	53		
8 Makroekonomické projekce pro eurozónu sestavené pracovníky ECB	63		
9 Projekce dopadu stárnutí populace na veřejné výdaje	70		

ZKRATKY

ZEMĚ

BE	Belgie	LU	Lucembursko
CZ	Česká republika	HU	Maďarsko
DK	Dánsko	MT	Malta
DE	Německo	NL	Nizozemsko
EE	Estonsko	AT	Rakousko
GR	Řecko	PL	Polsko
ES	Španělsko	PT	Portugalsko
FR	Francie	SI	Slovinsko
IE	Irsko	SK	Slovensko
IT	Itálie	FI	Finsko
CY	Kypr	SE	Švédsko
LV	Lotyšsko	UK	Velká Británie
LT	Litva	JP	Japonsko
		USA	Spojené státy americké

OSTATNÍ

BIS	Banka pro mezinárodní platby
CPI	index spotřebitelských cen
ECB	Evropská centrální banka
EER	efektivní devizový kurz
EMI	Evropský měnový institut
ESA 95	Evropský systém účtů 1995
ESCB	Evropský systém centrálních bank
EU	Evropská unie
EUR	euro
HDP	hrubý domácí produkt
HICP	harmonizovaný index spotřebitelských cen
HMU	Hospodářská a měnová unie
HWWA	Hamburský institut mezinárodní ekonomiky
ILO	Mezinárodní organizace práce
JMN	jednotkové mzdové náklady
MFI	měnová finanční instituce
MMF	Mezinárodní měnový fond
NCB	národní centrální banka
PPI	index cen výrobců

V souladu s praxí Společenství jsou země EU uvedeny v Bulletinu v abecedním pořádku podle názvu země v národním jazyce.



ÚVODNÍ SLOVO

Rada guvernérů ECB na svém zasedání 2. března 2006 rozhodla, že zvýší základní nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace Eurosystemu o 25 bazických bodů na 2,50 %. Úrokové sazby mezní zápůjční facility a vkladové facility se rovněž zvýšily o 25 bazických bodů na 3,50 % a 1,50 %. V souladu se změnami v rámci měnové politiky ECB provedenými v březnu 2004 nabyla tato rozhodnutí účinnosti 8. března 2006 na začátku nového udržovacího období pro povinné minimální rezervy.

Rada guvernérů svým rozhodnutím zvýšit klíčové úrokové sazby o 25 bazických bodů reagovala na proinflační rizika ohrožující cenovou stabilitu, která vyplývají z hospodářské i měnové analýzy. Úprava úrokových sazeb přispěje k tomu, aby střednědobá až dlouhodobá inflační očekávání v eurozóně zůstala pevně ukotvena na úrovni odpovídající cenové stabilitě, což je jedním z předpokladů k tomu, aby měnová politika mohla i nadále přispívat k hospodářskému růstu a tvorbě pracovních míst v eurozóně. Úrokové sazby v celém spektru splatností zatím zůstávají na velmi nízké úrovni v nominálním i reálném vyjádření a měnová politika je i nadále akomodativní. I když tato měnová orientace odpovídá současnému hodnocení, Rady guvernérů bude vývoj rizik pro cenovou stabilitu i nadále pozorně sledovat.

Začneme hospodářskou analýzou. Podle předběžného odhadu Eurostatu dosáhl mezičtvrtletní růst reálného HDP v eurozóně ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005 úrovně 0,3 %. Tato hodnota je výrazně nižší v porovnání se silným růstem 0,6 % dosaženým v předchozím čtvrtletím. Odhlédneme-li nedávné hospodářské ukazatele a výsledky průzkumů, je zřejmé, že dochází k posilování hospodářské aktivity. V krátkodobém horizontu by se tedy mělo projevit vyšší tempo růstu, jak také vyplývá z různých odhadů založených na dostupných ukazatelích.

Podíváme-li se na budoucí vývoj, přetrvávají v eurozóně podmínky pro pokračování hospo-

dářské expanze. Situace ve vnějším prostředí zůstává příznivá a podporuje vývoz z eurozóny. Předpokládá se, že investiční činnost zůstane silná a bude využívat dlouhodobě velmi příznivých podmínek financování, výsledků restrukturalizace podniků a růstu jejich ziskovosti a efektivity. S postupným zlepšováním situace na trhu práce by také mělo docházet k postupnému posilování růstu spotřeby, a to v souladu s růstem reálného disponibilního důchodu.

Březnové makroekonomické projekce sestavené pracovníky ECB jsou dalším podkladem pro analýzu perspektivy hospodářské aktivity. Podle těchto projekcí by se měl průměrný růst reálného HDP pohybovat v roce 2006 v rozmezí 1,7 a 2,5 % a v roce 2007 mezi 1,5 a 2,5 %. Tyto výsledky představují mírné zvýšení v porovnání s projekcemi odborníků Eurosystemu z prosince 2005, a odrážejí tak ve sledovaném období především o něco příznivější perspektivu vývoje soukromých investic. Poslední prognózy od mezinárodních organizací a institucí v soukromém sektoru přinášejí v zásadě obdobné hodnocení. Podle Rady guvernérů souvisí riziko zpomalení tohoto růstu především s vývojem cen ropy a celosvětovou nerovnováhou.

Pokud jde o vývoj cen, podle předběžného odhadu Eurostatu dosáhla v únoru 2006 roční míra inflace měřená pomocí HICP úrovně 2,3 %, zatímco v lednu činila 2,4 %. V krátkodobém horizontu se míra inflace pravděpodobně udrží nad 2 %, ale její přesná úroveň bude velmi záviset na budoucím vývoji cen energií, které byly v poslední době poměrně volatilní. V delší perspektivě by měly inflaci v letech 2006 a 2007 výrazně ovlivňovat změny regulovaných cen a nepřímých daní. Tlak na růst cen lze také očekávat od nepřímých vlivů vyplývajících z dřívějšího růstu cen ropy. Vývoj mezd v eurozóně však zůstal v poslední době mírný. Rada guvernérů ve svém pracovním předpokladu vychází z toho, že tento trend bude pokračovat mimo jiné především v důsledku silných celosvětových konkurenčních tlaků a to zejména ve zpracovatelském sektoru. Mírný vývoj mezd pomáhá omezovat domácí inflační

tlaky i přes silný růst cen ropy. Z dlouhodobějšího hlediska je tedy nutné, aby sociální partneři pokračovali v plnění svých povinností i v situaci, kdy je hospodářské prostředí příznivější.

Dalším z podkladů pro hodnocení perspektivy cenového vývoje jsou březnové projekce sestavené pracovníky ECB. Podle nich by se měla roční inflace měřená pomocí HICP pohybovat v roce 2006 mezi 1,9 a 2,5 %, v roce 2007 pak mezi 1,6 a 2,8 %. V porovnání s projekcemi odborníků Eurosystemu z prosince 2005 naznačují tato rozpětí mírnou úpravu vývoje inflace měřenou pomocí HICP v nejbližších letech směrem nahoru, zejména v důsledku vyššího předpokladu u budoucích cen ropy, a to v souladu s tržními očekáváními.

V této perspektivě cenového vývoje však nadále převažují proinflační rizika. Patří k nim další růst cen ropy a nebezpečí jejich silnějšího než v současnosti očekávaného dopadu do spotřebitelských cen, pokračující růst regulovaných cen a nepřímých daní a především výraznější růst cen a mezd, než se předpokládá, vyvolaný sekundárními dopady dřívějšího růstu cen ropy.

Pokud jde o měnovou analýzu, Rada guvernérů znovu podrobně projednala hodnocení měnového vývoje. Roční tempo růstu měnového agregátu M3 zůstává silné, a to i přes náznaky, že dochází ke korekci dřívějších změn ve skladbě portfolií orientovaných na peněžní aktiva, což tlumí růst celkového agregátu M3. Pokud odhlédneme od krátkodobých vlivů vyvolaných tímto vývojem portfolií, zůstává trend růstu objemu peněžní zásoby však i nadále silný, a odráží tak stimulující účinek převládající nízké úrovně úrokových sazeb. Navíc roční tempo růstu úvěrů soukromému sektoru v posledních měsících dále posílilo vlivem rostoucích úvěrů domácnostem, a to především na pořizování bytových nemovitostí, a úvěrů nefinančním podnikům. Celkově tedy silný růst peněžní zásoby a úvěrů při vysokém objemu likvidity v eurozóně ukazuje na rizika pro cenovou stabilitu ve střednědobém až dlouhodobějším horizontu.

Roční míra inflace by tedy měla podle projekcí zůstat v letech 2006 a 2007 na zvýšené úrovni. Hospodářská analýza ukazuje na proinflační rizika ve střednědobém výhledu. Vzhledem k dynamice růstu měnové zásoby a k vysokému objemu likvidity potvrzuje porovnání hospodářské a měnové analýzy, že převládají proinflační rizika. Úprava úrokových sazeb byla tedy nutná. Pohotovými rozhodováním napomáhá Rada guvernérů udržet střednědobá a dlouhodobá inflační očekávání na úrovni odpovídající cenové stabilitě a tím trvale přispívá k udržitelnému hospodářskému růstu a tvorbě pracovních míst. Rada guvernérů bude i nadále pozorně sledovat všechny faktory, aby zajistila, že nedojde k naplnění rizik pro cenovou stabilitu.

Podívejme se nyní na oblast fiskální politiky. I když některé země hodlají v rámci svých programů stability udržet vyrovnanou či přebytečnou rozpočtovou pozici, nebo jí dosáhnout, pokrok směrem ke konsolidovaným financím v eurozóně jako celku zůstává pomalý. Řada států nadále vykazuje závažnou rozpočtovou nerovnováhu a v některých z nich snaha o konsolidaci sotva dosahuje úrovně požadované upraveným Paktem stability a růstu, a to i přes zlepšující se perspektivu růstu. Zároveň fiskální náklady spojené se stárnutím populace vyvolávají ve většině zemí eurozóny obavy o dlouhodobou fiskální perspektivu. Je proto nezbytné, aby jednotlivé země důsledněji prosazovaly snahu o konsolidaci a zaváděly konkrétní a účinná opatření, tam kde jsou třeba. Tato snaha o konsolidaci bude úspěšnější, stane-li se součástí komplexního programu reform, který bude dostatečně zohledňovat i dlouhodobější fiskální úkoly. Tento postup posílí důvěryhodnost upraveného Paktu stability a růstu a podpoří důvěru v konsolidované a prorůstově orientované fiskální prostředí.

Širší dopady stárnutí populace si vyžadují pozornost také v ostatních oblastech hospodářské politiky. Vzhledem k demografickým vlivům je nezbytné pro podporu potenciálního růstu a zvýšení míry zaměstnanosti provést komplexní strukturální reformy na trzích práce, zboží a služeb a vytvořit příznivé a konkurenční

prostředí pro podniky. Základní prioritou by mělo být dokončení vnitřního trhu EU, včetně trhu služeb. Pokud jde o nabídku pracovních sil, je třeba reformovat systémy zdanění a sociálního zabezpečení, a posílit tak motivaci lidí, aby vstupovali na trh práce nebo aby na něm zůstávali. Na straně poptávky je pak třeba podporovat mzdovou flexibilitu a zabývat se rigiditami na trzích práce. Pro rozvoj lidského kapitálu jsou důležité také možnosti lepšího vzdělávání a odborné přípravy. Nadcházející zasedání Evropské rady ve dnech 23.–24. března 2006 se bude zabývat hodnocením pokroku dosaženého v rámci Lisabonské strategie, která byla v loňském roce obnovena. Rada guvernérů jednoznačně podporuje iniciativy Evropské komise a Evropské rady zaměřené na obnovení tohoto reformního procesu. Důsledné a účinné uplatňování těchto potřebných reforem má zásadní význam pro dlouhodobou hospodářskou úspěšnost Evropské unie.

HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

I VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ EUROZÓNY

I na konci roku 2005 zůstal růst světové ekonomiky poměrně silný. Jeho tempo se zvýšilo v Japonsku, a ve Spojených státech se naopak přinejmenším krátkodobě snížilo. Inflační tlaky byly ve většině zemí i nadále celkově mírné. Výhled pro vnější prostředí, a tudíž i pro zahraniční poptávku eurozóny, zůstává obecně příznivý. Vysoká ziskovost a příznivé podmínky pro financování, společně s pozitivními strukturálními změnami v rozvahách podniků v mnoha zemích, by měly mít příznivý vliv na soukromé investice.

I.1 VÝVOJ SVĚTOVÉ EKONOMIKY

Světová ekonomika na konci roku 2005 nadále rostla poměrně vysokým tempem. V posledním čtvrtletí došlo ke značnému zrychlení růstu HDP v Japonsku, naopak ve Spojených státech tento růst zpomalil. Novější ukazatele celosvětové hospodářské aktivity naznačují, že také na počátku roku 2006 zůstala poměrně silná a že i ve Spojených státech pravděpodobně došlo k jejímu mírnému oživení. Inflační tlaky byly ve většině zemí i nadále obecně poměrně mírné. Celkový růst spotřebitelských cen na konci roku 2005 v mnoha zemích mírně zpomalil, částečně v důsledku poklesu cen ropy. V zemích OECD dosáhl v prosinci roční růst indexu spotřebitelských cen tempa 2,7 %, a poklesl tedy ze zářijových 3,3 % (viz graf 1). Za celý rok 2005 dosáhla spotřebitelská inflace tempa 2,7 %, zatímco v roce 2004 to bylo 2,5 %. Růst spotřebitelských cen bez cen potravin a energií zůstal za rok 2005 nezměněn na úrovni 1,9 %.

SPOJENÉ STÁTY

Růst HDP ve Spojených státech ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005 výrazně zpomalil. Novější ukazatele však naznačují, že hospodářská aktivita se od počátku roku již opět vyvíjí příznivě. Výrazný růst zaměstnanosti i klesající trend počtu nových i dlouhodobých žadatelů o dávky v nezaměstnanosti navíc ukazuje, že podmínky na trhu práce se stabilně zlepšují. Růst výdajů na soukromou spotřebu během posledního čtvrtletí roku 2005 výrazně zpomalil, v lednu však zřejmě opět posílil. Podnikatelské investice zůstávají silné, o čemž svědčí nedávný výrazný nárůst objednávek a dodávek kapitálových statků a pokračující vysoká důvěra v podnikatelském sektoru.

Celková roční míra inflace vzrostla v lednu 2006 na 4,0 %, a to zejména v důsledku vyšších cen energií. Naopak růst spotřebitelských cen bez cen energií a potravin mírně zpomalil, na 2,1 %. S postupně se zlepšujícími podmínkami na trhu práce zřejmě posílí výdaje domácností, a perspektiva vývoje hospodářské aktivity proto zůstává příznivá. Také podnikatelské investice by měly nadále výrazně růst, zejména díky vysoké ziskovosti podniků a stále silné dynamice agregátní poptávky. Zároveň však stále převažují některá rizika, která by mohla způsobit zpomalení růstu HDP. Tato rizika možná ještě posílila v důsledku dalšího zvýšení vnějšího schodku, které bylo zaznamenáno v prosinci. Dlouhodobá inflační očekávání zůstávají pevně ukotvena,

Graf 1 Vývoj cen v zemích OECD

(meziroční změny v %; měsíční údaje)



Zdroj: OECD.

i když vyšší intenzita využití zdrojů a zvýšené ceny energií představují i nadále proinflační rizika. Podle projekcí trendového vývoje obsažených v pololetní Zprávě o měnové politice vydané Federálním rezervním systémem se předpokládá, že růst reálného HDP dosáhne za rok 2006 tempa 3,5 % a za rok 2007 bude ležet v rozmezí 3 % až 3,5 %.

JAPONSKO

V Japonsku došlo v nedávné době ke zrychlení hospodářské aktivity a deflace spotřebitelských cen i nadále pomalu ustupuje. Reálný HDP vykázal podle předběžných odhadů ve čtvrtém čtvrtletí vysoké tempo růstu a mezičtvrtletně se zvýšil o 1,4 %. Příčinou tohoto růstu reálného HDP byla zejména soukromá domácí poptávka a čistý vývoz. Naopak veřejný sektor k němu nepřispěl. Soukromá spotřeba a investice potvrdily svou roli hlavních tahounů pokračujícího hospodářského oživení. Kromě nich k němu přispívá také oživení vývozní aktivity.

Reálný HDP rostl v roce 2005 tempem 2,8 %, tedy rychleji než v letech 2004 (2,3 %) a 2003 (1,8 %). V roce 2005 tedy japonská ekonomika již třetí rok v řadě rostla tempem, které převyšuje potenciální tempo růstu. Perspektiva vývoje japonské ekonomiky je příznivá, neboť by se zde měly projevit výsledky dřívějších strukturálních změn na trhu práce, v podnikové sféře a v bankovním sektoru. Příznivě by navíc měl působit regionální obchod, který již opět získal na síle.

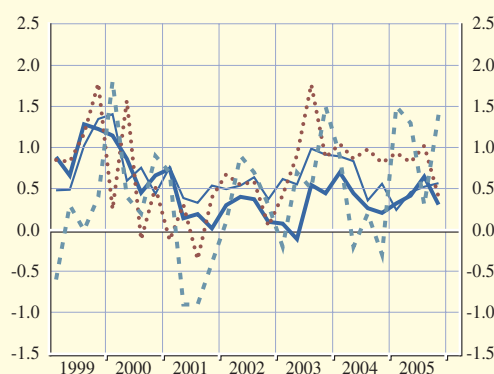
Pokud jde o vývoj cen, roční tempo růstu spotřebitelských cen bez započtení cen potravin zůstalo po druhý měsíc v řadě těsně kladné (+0,1 %). Roční tempo růstu cen výrobců, měřené indexem domácích podnikových cen zboží, v lednu 2006 dále vzrostlo na 2,7 %, a to v důsledku růstu cen komodit a průmyslových surovin.

Bank of Japan na svém zasedání 9. února 2006 rozhodla, že nezmění svůj cíl pro zůstatky běžných účtů, a ponechala jej na úrovni cca 30-35 bilionů jenů. Zároveň zopakovala, že v případech, kdy je v důsledku technických faktorů poptávka po likviditě výjimečně slabá, lze připustit pokles tohoto ukazatele pod spodní hranici cílového rozmezí.

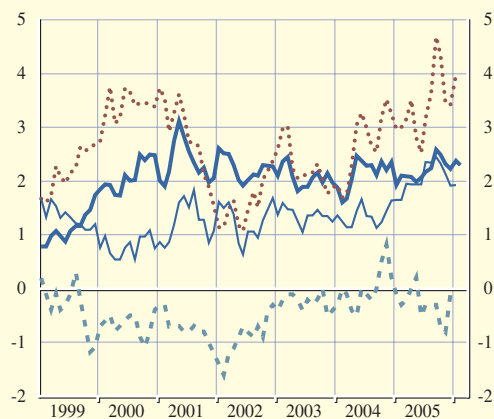
Graf 2 Hlavní ukazatele vývoje ve významných průmyslových zemích

— eurozóna - - - Japonsko
 USA — Velká Británie

Vývoj HDP ¹⁾
 (meziroční změny v %; čtvrtletní údaje)



Míry inflace ²⁾
 (spotřebitelské ceny; meziroční změny v %; měsíční údaje)



Zdroj: národní údaje, BIS, Eurostat a propočty ECB.

1) Pro eurozónu a Velkou Británii jsou použity údaje Eurostatu; pro USA a Japonsko jsou použity národní údaje. Údaje o HDP jsou sezonně očištěné.

2) Údaje pro eurozónu a Velkou Británii podle HICP; údaje pro Spojené státy a Japonsko podle indexu spotřebitelských cen (CPI).

VELKÁ BRITÁNIE

Ve Velké Británii došlo v posledním čtvrtletí roku 2005 k mírnému oživení hospodářského růstu. Podle prvních údajů vzrostl HDP mezičtvrtletně o 0,6 %, přičemž hlavním zdrojem růstu byla soukromá spotřeba. Naopak investiční výdaje vykázaly pokles a růst dovozu zpomalil. V důsledku trvalého růstu vývozu byl příspěvek čistého vývozu k růstu HDP kladný. Situace na trhu práce se v nedávné době mírně zhoršila, jelikož vzrostla nezaměstnanost a došlo k poklesu průměrných mezd (bez započtení prémie).

Dynamika hospodářského oživení v první polovině roku 2006 možná mírně oslabí, celkově se však očekává, že růst HDP bude v roce 2006 vyšší než v roce 2005. V lednu 2006 dosahovala inflace měřená pomocí HICP tempa 1,9 %, tedy stejné hodnoty jako v prosinci. Ceny dopravy sice výrazně vzrostly, téměř všechny ostatní složky HICP však zaznamenaly pokles. Podle indexu hypoteční banky Halifax poklesly v lednu ceny domů meziměsíčně o 0,4 %, což odpovídá meziročnímu růstu jejich cen na úrovni 5,1 %. Počet schválených hypotečních úvěrů v prosinci 2005 výrazně vzrostl.

JINÉ EVROPSKÉ ZEMĚ

Ve většině dalších členských států EU, které nejsou členy eurozóny, hospodářský růst ke konci roku 2005 zrychlil, nebo se udržel na vysoké úrovni. Inflace měřená pomocí HICP ve stejném období zmírnila, jelikož oslabil tlak na růst cen energií. Na vývoj HICP v lednu 2006 měly vliv změny regulovaných cen v několika zemích.

V Dánsku a Švédsku svědčí krátkodobé ukazatele za čtvrté čtvrtletí roku 2005 o tom, že po posílení růstu HDP v obou zemích ve třetím čtvrtletí zůstala hospodářská aktivita i nadále silná. K jejímu růstu v obou zemích podle všeho přispívaly domácí i vnější faktory. Ve srovnání s předcházejícím měsícem inflace měřená pomocí HICP v Dánsku i ve Švédsku v lednu mírně klesla (na 2,0 % ve Švédsku a 1,1 % Dánsku). Růst cen pomáhá brzdit silná konkurence v maloobchodě, umírněný růst mezd i rychlý růst produktivity.

V členských státech, které vstoupily do EU v roce 2004, se ekonomika nadále vyvíjí velmi příznivě a k hospodářskému růstu v těchto zemích přispívá jak domácí poptávka, tak čistý vývoz. Hospodářská aktivita výrazně posílila v některých středoevropských zemích, a zejména na Slovensku, kde růst reálného HDP dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005 meziročního tempa 7,5 %. Také v pobaltských státech zůstává růst velmi dynamický. V těchto zemích však také panuje poměrně vysoká inflace měřená pomocí HICP, která je mimo jiné důsledkem silného růstu domácí poptávky a zvyšujících se cen energií (viz box 1).

Box 1

POSLEDNÍ VÝVOJ INFLACE V NOVÝCH ČLENSKÝCH STÁTECH EU A DOPAD PŘISTOUPENÍ K EU

V tomto boxu jsou stručně popsány hlavní faktory, které se skrývají za posledním vývojem inflace v nových členských státech EU. Před přistoupením k EU se v těchto zemích inflace značně snížila. V roce 2003 jejich vážený průměr inflace měřené HICP dosáhl nejnižšího bodu 1,9 % ve srovnání s 2,1 % v eurozóně (viz tabulka). V souvislosti s přistoupením k EU však inflační tlaky v první polovině roku 2004 rychle zesílily a dosáhly 4,8 %. Poté se inflace ve většině těchto zemí začala postupně znovu zmírňovat, což bylo také odrazem klesajícího vlivu srovnávací základny na meziroční míry inflace, když inflační dopad přistoupení k EU ustával, a ve čtvrtém čtvrtletí 2005 dosáhla v průměru meziročně hodnoty 2,2 %.

Inflace měřená HICP v nových členských státech

(meziroční změny v %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4
Česká republika	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	2,1	2,4	3,0	2,7	1,4	1,2	1,6	2,2
Estonsko	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	0,6	3,2	3,9	4,4	4,5	3,6	4,3	4,0
Kypr	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	1,0	1,2	2,5	2,8	2,5	2,1	1,7	1,9
Lotyšsko	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	4,3	5,8	7,4	7,2	6,7	6,7	6,7	7,5
Litva	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	-1,1	0,5	2,3	3,0	3,1	2,4	2,2	3,0
Maďarsko	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	6,8	7,4	7,0	5,9	3,5	3,6	3,5	3,2
Malta	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,5	3,3	3,0	2,2	2,3	2,2	2,1	3,6
Polsko	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	1,8	3,4	4,7	4,5	3,6	2,2	1,7	1,2
Slovensko	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	3,7	3,8	3,6	3,5	2,8	2,2	2,3	2,6
Slovensko	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	8,2	8,1	7,4	6,2	2,8	2,6	2,2	3,7
Vážený průměr EU-10	5,7	2,6	1,9	4,1	2,5	3,0	4,0	4,8	4,5	3,2	2,4	2,2	2,2
Nevážený průměr EU-10	4,9	3,1	2,9	3,9	3,1	3,0	3,9	4,5	4,2	3,3	2,9	2,8	3,3
Standardní odchylka EU-10	2,7	2,0	2,9	2,2	1,5	2,8	2,5	2,0	1,7	1,5	1,5	1,6	1,7
Eurozóna	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	1,7	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3

Zdroj: Eurostat.

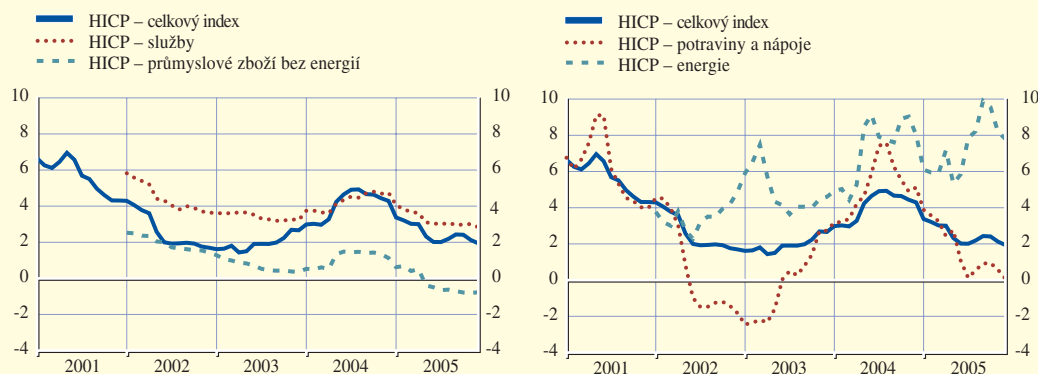
Vývoj inflace se však za posledních tří roky v jednotlivých zemích značně lišil. Některé země, které měly již v roce 2003 poměrně vysokou míru inflace (Kypr, Maďarsko, Slovensko a Slovensko), do konce roku 2005 svou míru inflace významně snížily. Jiné země jako například Česká republika a Polsko, které v roce 2003 začínaly na nižší úrovni inflace, zaznamenaly v roce 2004 vzestup míry inflace, po němž následoval návrat k mírnějším úrovním v průběhu roku 2005. V pobaltských státech se inflace v roce 2004 značně zvýšila z úrovně, která byla většinou relativně nízká nebo v případě Litvy dokonce záporná, a po celý rok 2005 dále stoupala. Obecně se dá říci, že vývoj inflace v nových členských státech má tendenci být dosti volatilní, což je mimo jiné způsobeno vysokým podílem cen potravin ve spotřebním koši HICP, vysokým koeficientem závislosti na ropě a dosti častými změnami nepřímých daní a regulovaných cen.

Nedávný vývoj inflace v nových členských státech byl ovlivňován hlavně třemi faktory: přistoupením k EU, prudkým vzestupem mezinárodních cen ropy a cyklickým vývojem. V souvislosti s přistoupením k EU musela být v některých zemích kvůli požadavkům jednotného trhu EU zvýšena řada nepřímých daní a regulovaných cen. V období před těmito úpravami byla pozorována vyšší poptávka po řadě výrobků, která působila jako další vliv na zvyšování cen. Mimoto došlo v první polovině roku 2004 v nových členských státech k výraznému zrychlení růstu cen potravin (viz graf). To bylo převážně způsobeno tím, že se tyto země počínaje květnem 2005 zapojily do Společné zemědělské politiky. Odstranění zbývajících obchodních bariér a nižší hladina cen u mnoha potravinářských výrobků vedla v těchto zemích ke zvýšené poptávce po vývozu potravin v rámci EU, což také přispělo k vyšším cenám.

Kromě toho prudký vzestup cen ropy od poloviny roku 2003 vyvolal ve všech nových členských státech určitý tlak na zvyšování inflace, což je odrazem skutečnosti, že váha položek souvisejících s energiemi v jejich koši HICP je poměrně vysoká (v roce 2005 dosahovala v průměru asi 14,7 % ve srovnání s 8,5 % v eurozóně). Avšak inflační dopad tohoto vzestupu v nových členských státech byl značně odlišný, což bylo zčásti způsobeno rozdíly ve struktuře spotřeby a v energetické náročnosti výroby, a také existencí dlouhodobých smluv na dodávku energie v některých zemích. Kromě toho bylo promítání vyšších cen ropy do inflace měřené

Inflace měřená HICP a vybrané subindexy v nových členských státech

(měsíční údaje; meziroční změny v %)



Zdroje: Eurostat a výpočty ECB.

Poznámka: Všechny indexy jsou vážené. Vážené subagregáty HICP pro služby, průmyslové zboží bez energií a energie jsou kvůli omezené dostupnosti dat zobrazeny pouze pro období od ledna 2002.

HICP v některých zemích zmírněno sníženými spotřebními daněmi a cenovou politikou regulačních orgánů odpovědných za ceny energie pro spotřebitele (elektřina, plyn).

Cyklický vývoj také hrál důležitou roli při vysvětlování vývoje inflace v nových členských státech v posledních letech. Silný růst poptávky, uzavírání negativních mezer výstupu a zrychlující se růst mezd přispěly k inflačním tlakům v řadě zemí.

Všechny tyto tlaky na zvyšování inflace byly zčásti vyvažovány určitými vlivy vyvolávajícími snížení cen, které souvisely zejména se zvýšenou dovozní konkurencí u průmyslového zboží (například u oděvů a drobných přístrojů pro domácnost) a s regulačními reformami v nových síťových odvětvích ekonomiky (například v telekomunikacích), přičemž tyto reformy také zčásti souvisí s přistoupením k EU. Mimoto v některých zemích, jmenovitě v České republice, Maďarsku, Polsku a na Slovensku, byly inflační tlaky zčásti vyvažovány zhodnocením jejich měn vůči euru.

Souhrnně řečeno, cenové vlivy související s přistoupením k EU ve spojení s výrazným zvýšením mezinárodních cen energií vedly v roce 2004 ve většině nových členských států k rychlému zvýšení inflace. Vývoj v roce 2005 ukázal, že několik zemí se zřejmě potenciálním sekundárním efektem vyvolávaným těmito inflačními otřesy dokázalo vyhnout nebo je omezit. V některých zemích, kde inflace v roce 2005 zůstala i nadále vysoká nebo se ještě zvýšila, je však zapotřebí obezřetnosti, aby nenastalo déletrvající období inflačních tlaků.

Ve třech největších středoevropských ekonomikách (v Polsku, České republice a Maďarsku) pokračoval v posledním čtvrtletí roku 2005 silný hospodářský růst. Ve všech třech zemích se nadále dynamicky rozvíjela průmyslová výroba, zejména v důsledku vývozu. Navíc také zrychlil růst maloobchodních tržeb, a lze tedy předpokládat, že soukromá spotřeba zůstala nadále silná. Inflace se v ekonomikách těchto tří zemí vyvíjela v lednu odlišně. V České republice vzrostla inflace měřená pomocí HICP na 2,4 %, v Polsku zůstala prakticky beze změny na úrovni 0,9 % a v Maďarsku poklesla na 2,5 %. V některých zemích se do lednového vývoje inflace zřejmě pro-

mítly změny regulovaných cen a nepřímých daní. Například v Maďarsku poklesla inflace měřená pomocí HICP zejména v důsledku snížení nejvyšší sazby DPH (z 25 % na 20 %). Toto snížení mělo na inflaci větší vliv než nadprůměrný růst cen potravin.

Podívejme se nyní na Evropské země, které nejsou členy EU. Hospodářská aktivita Švýcarska ve druhé polovině roku 2005 posílila. Hlavním faktorem přispívajícím k růstu byl i nadále vývoz, zdá se však, že postupně posiluje také domácí poptávka. Výsledky nedávných průzkumů ukazují, že hospodářská aktivita dále posílila. Roční míra inflace vzrostla z prosincové úrovně 1,0 % na lednových 1,3 %.

V Rusku ve třetím čtvrtletí roku 2005 růst HDP posílil na meziroční tempo 7 %. Hospodářskou aktivitu podporují vysoké ceny ropy, mohutný růst je však stále více stimulován domácí poptávkou. Průmyslová výroba rostla v lednu 2006 meziročním tempem 4,4 %. Roční růst spotřebitelských cen sice v nedávné době vykazuje klesající trend, zůstává však i nadále vysoký (v lednu dosáhl meziročního tempa 10,7 %).

ROZVÍJEJÍCÍ SE ASIJSKÉ EKONOMIKY

V Asii pokračoval na počátku roku 2006 rychlý růst hospodářské aktivity. Růst domácí poptávky v několika ekonomikách v tomto regionu dále posílil, navzdory vysokým cenám ropy a zpřísnování měnové politiky ve většině hlavních ekonomik s výjimkou Číny. Inflační tlaky byly během posledních měsíců poměrně mírné, v několika ekonomikách jihovýchodní Asie se však možná ještě zcela neprojevovalo snížení dotací na pohonné hmoty, ke kterému došlo v loňském roce.

Čínská ekonomika rostla i nadále rychle. Růst vývozu v posledním čtvrtletí roku 2005 sice ztratil na dynamice a příspěvek čistého vývozu k růstu HDP se snížil, naopak však posílila domácí poptávka. Vezmeme-li v potaz nedávné revize údajů o čínském HDP (viz box 2), dosáhl růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005 podle předběžných odhadů meziročního tempa 9,9 %. Tento růst je tedy zhruba stejně rychlý jako během předchozího čtvrtletí. Roční růst spotřebitelských cen v lednu 2006 zrychlil a po prosincových 1,6 % dosáhl úrovně 1,9 %. Celkově zůstávají inflační tlaky nadále utlumené, mimo jiné také v důsledku růstu přebytečné kapacity v řadě sektorů, např. v ocelářství a automobilovém průmyslu. Přebytečné investice do těchto sektorů pak vytvářejí některá potenciální rizika pro ekonomiku. V Jižní Koreji dosáhl ve čtvrtém čtvrtletí růst HDP meziročního tempa 5,2 %, a oproti předchozímu čtvrtletí, kdy dosáhl tempa 4,5 %, se tedy zvýšil.

Perspektiva hospodářského vývoje v rozvíjejících se asijských ekonomikách jako celku zůstává příznivá, tento region vykazuje stabilní růst domácí poptávky a předpoklady pro vývoj vnějšího obchodu jsou zde obecně také dobré. Zejména rychlý růst čínského hospodářství pravděpodobně posílí vývoz a hospodářskou aktivitu v regionu, vysoké ceny ropy však i nadále představují výrazné riziko.

Box 2

REVIZE NÁRODNÍCH ÚČTŮ ČÍNY

Čínský Národní statistický úřad nedávno zveřejnil revidované údaje národních účtů. K tomu došlo v návaznosti na dokončení ekonomického dotazníkového průzkumu z roku 2004, prvního čínského celostátního komplexního ekonomického přehledu. Nové údaje zahrnují revizi výše HDP v roce 2004 o téměř 17 % směrem nahoru, jakož i úpravu historických údajů o ročním růstu reálného HDP od roku 1993, který se ročně v průměru zvýšil o 0,5 procentního bodu.

K těmto revizím přispěly téměř výlučně změny v měření čínského sektoru služeb, který je dnes podle odhadů téměř o 50 % větší, než se původně předpokládalo. Na základě nových údajů v roce 2004 čínský sektor služeb dosahoval podílu na HDP ve výši 40,7 % HDP oproti 31,9 % v předchozích odhadech, zatímco váha průmyslového sektoru poklesla přibližně na 46 % oproti původním 53 % (viz tabulka 1).

Revize údajů o čínském HDP

(v % HDP za rok 2004)

	Staré údaje	Revidované údaje	Rozdíl
Zemědělství	15,2	13,1	-2,1
Průmysl včetně stavebnictví	52,9	46,2	-6,7
Služby	31,9	40,7	8,8

Zdroj: Čínský národní statistický úřad.

směnných kurzů. To odpovídá dalším ukazatelům velikosti této ekonomiky, jako je obchod, kde již Čína zaujímá třetí místo na světě.

Celkově z nové statistiky vyplývá, že čínská ekonomika je větší a strukturálně vyrovnanější, než se původně myslelo. Vzhledem k tomu, že se neočekává revize údajů o zahraničním obchodu, bude příspěvek čistého vývozu k růstu menší, což naznačuje, že se jedná o ekonomiku, která je méně závislá na vnější poptávce jakožto hlavním faktoru růstu.

Větší váha domácí poptávky v revidovaných údajích také vedla k tomu, že mnoho pozorovatelů upravilo své projekce růstu pro rok 2006 v průměru o 0,5 procentního bodu vzhůru na hodnotu kolem 9 %. Revize údajů však nemění vnější pozici Číny jako významné země s aktivním saldem běžného účtu a velkou mezerou mezi mírou úspor a investic.

Zatímco se dosud zveřejněné údaje zaměřují v rámci HDP pouze na stranu produkce, očekává se, že většina revizí na výdajové straně se bude týkat spotřeby a že se poněkud sníží míra čínských investic a úspor.

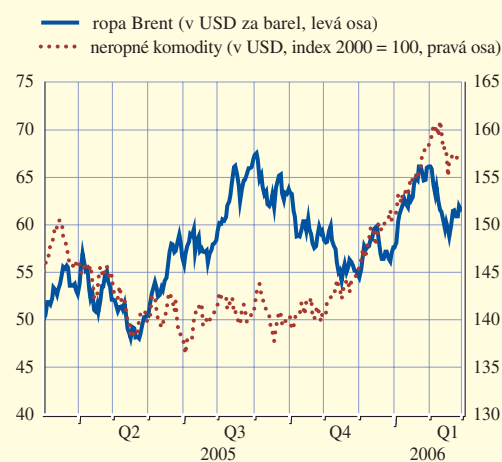
Na základě revidovaných údajů a podle předběžných odhadů HDP za rok 2005 se Čína stala čtvrtou největší světovou ekonomikou podle HDP vyjádřeného s využitím tržních

LATINSKÁ AMERIKA

Nejnovější ukazatele z Latinské Ameriky naznačují, že hospodářská aktivita nabírá na dynamice v Brazílii a v Mexiku (částečně také v důsledku uvolnění měnové politiky během posledních měsíců) a zůstává poměrně silná v Argentině. V Brazílii vzrostla průmyslová výroba v prosinci 2005 meziročně o 3,2 %. Roční míra inflace dosáhla v lednu 2006 tempa 5,7 %, což je zhruba stejně jako v prosinci 2005. V Mexiku vzrostla průmyslová výroba v prosinci meziročně

o 2,7 %. Přestože tento údaj odpovídá nižší části rozpětí tržních očekávání, jiné ukazatele (například za obchodní výměnu) naznačují příznivější krátkodobou perspektivu. Roční míra inflace vzrostla v lednu 2006 na 3,9 % oproti 3,3 % vykázaným v prosinci 2005, naopak inflace ve stejném období mírně klesla. V Argentině je i nadále velmi silná průmyslová aktivita, která v prosinci 2005 rostla meziročním tempem 7,9 %. Zdejší inflační tlaky však zůstávají silné a roční tempo růstu spotřebitelských cen dosáhlo v lednu 2006 úrovně 12,3 %. Perspektiva hospodářského vývoje pro celý region pro nejbližší období zůstává příznivá, zejména v souvislosti se stále příznivým vnějším prostředím a očekávaným oživením domácí poptávky v Brazílii a Mexiku.

Graf 3 Hlavní ukazatele vývoje na komoditních trzích



Zdroj: Bloomberg a HWWA.

1.2 KOMODITNÍ TRHY

V cenách ropy došlo v posledních měsících ke značným výkyvům. V prosinci a v lednu opět vzrostly. Cena ropy Brent se na konci ledna přiblížila svému maximu ze září 2005, a to zejména v důsledku dalšího nepříznivého vývoje situace na trhu s ropou a zhoršení geopolitické situace. Po několika měsících, kdy dodávky ropy rostly, došlo v lednu k propadu její produkce o 0,5 mil. barelů za den, neboť dodávky byly omezeny v důsledku nepříznivých povětrnostních vlivů a logistických potíží. Mezinárodní energetická agentura (IEA) očekává, že po období relativně slabé poptávky po ropě ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005 dojde opět k jejímu růstu. V únoru však ceny ropy mírně poklesly. Tento pokles byl zejména důsledkem toho, že Spojené státy si vytvořily výrazné zásoby. I přesto však 1. března stála ropa 61,3 USD za barel, o 5 % více než na počátku roku.

Geopolitická situace hraje ve vývoji cen ropy i nadále významnou roli, jelikož účastníci trhu mají i nadále obavy o zabezpečení budoucích dodávek. Nejistota ohledně krátkodobého vývoje cen ropy tak zůstává vysoká. To dokazuje i implikované rozdělení opčních smluv na ropu, u něhož by se například 90% konfidenční interval mohl v prosinci 2006 rozpínat od 40 do 90 USD za barel.

Také ceny neenergetických komodit během posledních měsíců výrazně vzrostly s tím, jak stouply ceny průmyslových surovin a potravin. Ceny neenergetických komodit vyjádřené v amerických dolarech byly v lednu přibližně o 13 % vyšší než o rok dříve.

1.3 VÝHLED PRO VNĚJŠÍ PROSTŘEDÍ

Výhled pro vnější prostředí, a tudíž i pro zahraniční poptávku eurozóny, zůstává příznivý. Vysoká ziskovost a příznivé podmínky pro financování, společně se strukturálními změnami v rozvahách podniků v mnoha zemích by měly mít příznivý vliv na investiční výdaje podniků. V souladu s tímto hodnocením zaznamenalo šestiměsíční tempo růstu kompozitního předstihového ukazatele OECD v prosinci již osmý nárůst v řadě. Růst tohoto indikátoru byl výrazný

zejména v případě zemí Severní Ameriky. Ačkoliv ceny ropy v únoru poklesly, stále zůstávají jedním z hlavních zdrojů rizika ohrožujícího celosvětový hospodářský vývoj. Dlouhodobá hospodářská nerovnováha na celosvětové úrovni navíc nadále představuje výrazné riziko pro světovou ekonomiku.

2 MĚNOVÝ A FINANČNÍ VÝVOJ

2.1 PENÍZE A ÚVĚRY MFI

Dynamika měnového vývoje ve čtvrtém čtvrtletí 2005 mírně zpomalila, ale přesto zůstala na vysoké úrovni. V lednu 2006 se mírně zrychlila. Nízká úroveň úrokových sazeb byla od poloviny roku 2004 hlavní „hnací“ silou měnového vývoje, což se odráželo z hlediska komponent rozvahy měnových finančních institucí v dynamice nejlikvidnějších složek peněžního agregátu M3 obsažených v M1 a z hlediska protipoložek v dalším zesílení růstu úvěrů soukromému sektoru. Signály obnovy doznívání posledních přesunů portfolií, které byly poprvé zjištěny v říjnu, pokračovaly ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005 až do ledna 2006, i když v menší míře. Měnové údaje i nadále celkově signalizují rizika zvýšené míry inflace nad úroveň odpovídající cenové stabilitě ve středně až dlouhodobém výhledu.

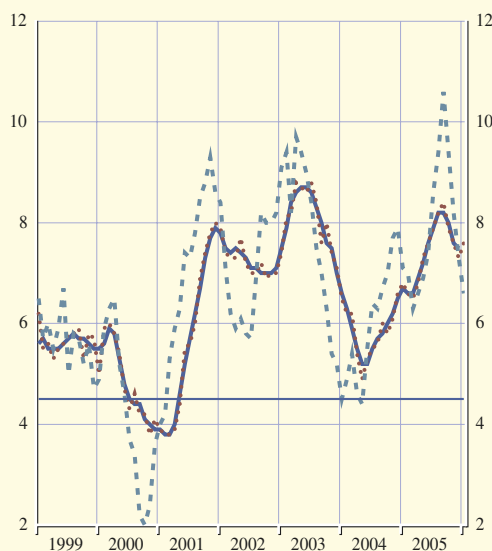
ŠIROKÝ PENĚŽNÍ AGREGÁT M3

Růst peněžní zásoby v posledních měsících mírně zeslábl, ale přesto zůstal vysoký. Meziroční dynamika růstu M3 ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005 poklesla na 7,8 % z 8,0 % v předchozím čtvrtletí. Poslední vývoj v lednu 2006 však ukazuje na zvýšení meziroční dynamiky růstu z 7,3 % v prosinci 2005 na 7,6 %, což naznačuje určitou změnu v zmírnění tempa růstu pozorovaného ve čtvrtém čtvrtletí. Tříměsíční centrovaný klouzávký průměr meziroční dynamiky růstu M3 byl od listopadu 2005 do ledna 2006 7,5 %, oproti 7,6 % od října do prosince 2005 (viz graf 4).

Graf 4 Růst agregátu M3 a referenční hodnota

(změny v %; očištěno o sezonní a kalendářní vlivy)

- agregát M3 (3měsíční centrovaný klouzávký průměr meziročního tempa růstu)
- agregát M3 (meziroční tempo růstu)
- - - - - agregát M3 (anualizované 6měsíční tempo růstu)
- referenční hodnota (4 1/2 %)

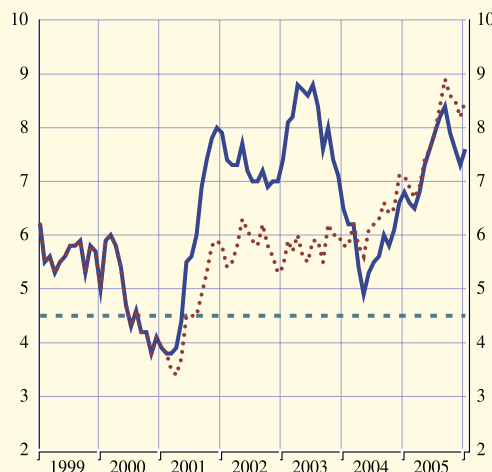


Zdroj: ECB.

Graf 5 Agregát M3 a M3 očištěný o odhadovaný vliv změn ve struktuře portfolia

(meziroční změny v %; očištěno o sezonní a kalendářní vlivy)

- oficiální M3
- M3 očištěný o odhadovaný vliv změn ve struktuře portfolia¹⁾
- - - - - referenční hodnota



Zdroj: ECB.

1) Odhady rozsahu vlivu změn ve struktuře portfolia na M3 jsou získávány s pomocí přístupu popsaného v článku „Monetary analysis in real time“, Měsíční bulletin říjen 2004, s. 51–55. Poslední vývoj viz box s názvem „Obnovené odeznívání změn ve struktuře portfolia ve 4. čtvrtletí 2005“ v tomto čísle Měsíčního bulletinu.

Převládající nízká úroveň úrokových sazeb, implikující nízké náklady příležitosti z držby peněz, je i nadále hlavním faktorem dynamiky měnového vývoje. Tento názor je podpořen nízkými úrokovými sazbami, které i nadále význačně přispívají k meziročnímu tempu růstu M3, způsobenému expanzí jeho nejlikvidnějších složek obsažených v úzkém peněžním agregátu M1. Dalším důkazem je pokračující urychlování růstu úvěrů soukromému sektoru.

Signály obnovy doznívání posledních přesunů portfolií, které byly poprvé zjištěny v říjnu, pokračovaly ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005 a také v lednu 2006, i když v menší míře. Toto odeznívání má tendenci tlumit celkový růst M3 a mohlo zmírňovat tempo měnové expanze. (O posledním vývoji týkajícím se kvantifikace dopadu přesunů portfolií na peněžní zásobu, viz box 3). Tento názor je doložen mírou růstu časové řady M3 upravené o odhadovaný dopad přesunů portfolií, který nyní převyšuje meziroční dynamiku růstu oficiální časové řady M3 (viz graf 5). Je však třeba poznamenat, že vzhledem k nejistotám ohledně odhadu rozsahu přesunů portfolií je třeba interpretovat tyto úpravy se zvýšenou opatrností.

Box 3

OPĚTOVNÉ ODEZNÍVÁNÍ POSUNŮ PORTFOLIA VE ČTVRTÉM ČTVRTLETÍ ROKU 2005

Peněžní růst i inflace vykazují vzhledem k idiosynkratickým otřesům výraznou krátkodobou volatilitu. Tento krátkodobý výkyv může zastřít signál vysílaný mírou peněžní expanze pokud jde o rizika budoucí cenové stability. Abychom provedli důkladnou peněžní analýzu podporující rozhodování měnové politiky, je tudíž důležité zapojit jak institucionální analýzu, tak i statistické techniky, které umožňují rozpoznat málo časté pohyby či zásadní tendence v zásobě peněz relevantní pro predikci inflačních tlaků ve střednědobém až dlouhodobém horizontu.

Praktickým příkladem tohoto komplexního přístupu k peněžní analýze v ECB je rozpoznání a odhad dopadu mimořádných posunů portfolia do peněžních aktiv nebo z nich na dynamiku M3. Tento box předkládá klíčové prvky analýzy stojící za rozpoznáním a kvantifikací těchto posunů portfolia v kontextu posouzení nedávného vývoje¹.

Posuny portfolia a normalizace rozhodování o alokaci portfolia

V období zvýšené hospodářské a finanční nejistoty od roku 2001 až do poloviny roku 2003 nebylo možné peněžní dynamiku jednoduše vysvětlit na základě vývoje konvenčních činitelů určujících poptávku po penězích, jako jsou ceny, příjmy a úrokové sazby. Zdá se, že silný růst

¹ Viz box s názvem „Estimating the size of portfolio shifts from equity into money“ ve vydání Měsíčního bulletinu z května 2003 a box s názvem „Approaches to identifying and estimating portfolio shifts into and out of M3“ ve vydání Měsíčního bulletinu z ledna 2005.

M3 v tomto období způsobily značné posuny portfolia z držby akcií směrem k penězům, což odráží výraznou preferenci obyvatel eurozóny pro bezpečná a likvidní aktiva a snahu chránit si své finanční bohatství před volatilitou trhu. Rozpoznání a zejména kvantifikace těchto mimořádných posunů portfolia směrem k penězům komplikovala absence přímo zaznamenaných důkazů o jejich rozsahu.

S poklesem hospodářské nejistoty od poloviny roku 2003 do počátku roku 2004 se chování při alokaci portfolia normalizovalo a tok nových investic směřoval spíše k riskantnějším a dlouhodobějším aktivům než k penězům. Odezňování přesunů portfolií však probíhalo velmi pomalu a zdálo se, že od poloviny roku 2004 až do posledních měsíců již nepokračovalo.

Nedávné důkazy naznačují opětovné odeznívání posunů portfolia

Nedávno se objevily znaky opětovného pokračování odeznívání minulých posunů portfolia. Především velmi utlumená poptávka po akciích a podílových listech fondů peněžního trhu (která meziročně do prosince 2005 poklesla) a silná poptávka po dlouhodobějších finančních pasivech MFI naznačují posun od peněžních aktiv k rizikovějším, dlouhodobějším nástrojům v eurech. Stejně tak odliv čistých zahraničních aktiv sektoru MFI, s nímž se setkáváme od srpna 2005, naznačuje obnovený zájem na straně rezidentů eurozóny o zahraniční cenné papíry, a nikoli o domácí peníze. Oba tyto vývoje jsou v souladu s opětovným pokračováním odeznívání minulých posunů portfolia směrem k penězům.

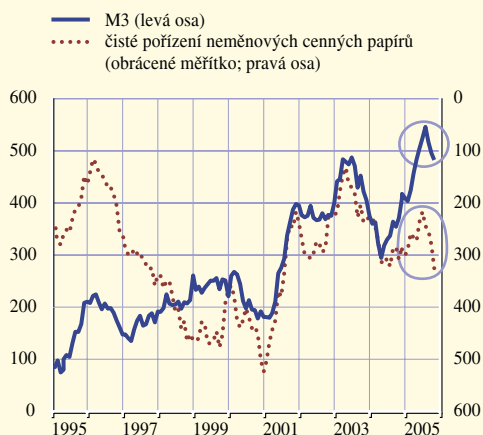
V minulosti naznačovaly rozsah posunů portfolia měsíční odhady čistých nákupů nepeněžních cenných papírů sektorem držby peněz od MFI a nerezidentů (viz graf A; všimněte si, že jedna stupnice v grafu je převrácená). Jestliže probíhá posun portfolia směrem k penězům, očekávalo by se, že nákupy nepeněžních cenných papírů poklesnou a držba peněz se zvýší o přibližně tutéž částku. Tak tomu také bylo v letech 2001 a na počátku roku 2003, tzn. ve dvou obdobích charakterizovaných velkými posuny portfolia. Podobně se i od poloviny roku 2003 do poloviny roku 2004 zvýšila náhrada za nákupy nepeněžních cenných papírů, zatímco peněžní růst postupně klesal, což poukazovalo na pomalé probíhání posunů portfolia. Zaměříme-li se na nedávné období, od srpna 2005 se zvýšilo tempo nákupů nepeněžních cenných papírů (zakroužkováno v grafu A), avšak tok směrem k M3 se poněkud zmírnil, ale přesto zůstal na vysoké úrovni. Tento vývoj je obecně v souladu s názorem, že probíhání minulých posunů portfolia se mohlo po pauze od poloviny roku 2004 do poloviny roku 2005 v nedávných měsících obnovit. Ovšem z poměrně malého rozsahu těchto toků (rozhodně v porovnání s obdobím na konci roku 2001 a na počátku roku 2003) a z nutně malého vzorku vyplývá, že takovýto závěr může být v současnosti pouze hypotetický.

Upřednostňování bezpečných a likvidních peněžních aktiv investory by se mělo též dát do souvislosti s jejich mírou averze vůči riziku². Vzhledem k tomu, že averze vůči riziku je v podstatě nerozeznatelná, musí se její úloha posuzovat za použití empirických zástupných měřítek. Jedním možným měřítkem úhrnné averze vůči riziku je podmíněčná korelace mezi výnosností dlouhodobých držeb státních dluhopisů a výnosností investic do akciového trhu (viz graf B, všimněte si, že jedna stupnice v grafu je převrácená). Přesněji řečeno, v obdobích zvýšené averze vůči riziku by se měly ceny těchto dvou tříd aktiv pohybovat opačným směrem, neboť

² Další podrobnosti o postupu oceňování viz box nazvaný „Averze vůči riziku a vývoj peněžních agregátů“ ve vydání Měsíčního bulletinu z prosince 2004.

Graf A Agregát M3 a čisté pořízení neměnových cenných papírů¹⁾

(roční toky v mld. EUR)



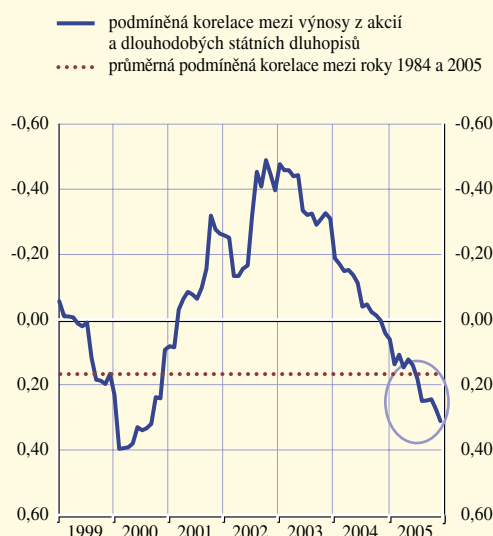
Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje za poslední dva měsíce jsou částečně odhadnuty.

1) Vypočteno jako úvěry rezidentům eurozóny plus emise cenných papírů konsolidovaným sektorem držby peněz plus saldo běžného účtu minus nástroje zahrnuté do M3 minus dlouhodobé vklady u MFI minus čisté zahraniční transakce sektoru držby peněz jiné než transakce s cennými papíry.

Graf B Podmíněná korelace mezi výnosy z akcií a dlouhodobých státních dluhopisů

(čtvrtletní údaje; obrácené měřítko)



Zdroj: odhad ECB.

Poznámka: Index výnosů z Dow Jones EURO STOXX a index výnosů z 10letých státních dluhopisů.

investoři opouštějí akciový trh (snížení výnosnosti akcií) a nakupují dluhopisy (zvýšení výnosnosti dluhopisů). Oproti tomu v „běžných“ obdobích by standardní alokace aktiv naznačovala pozitivní korelaci mezi výnosností akcií a dluhopisů, neboť ceny akcií podporují nízké úrokové sazby. Tento ukazatel by tudíž mohl poskytnout jisté údaje o možném načasování a vzorci posunů portfolia. Jak ukazuje graf B, od roku 2000 do poloviny roku 2003 se averze investorů v eurozóně vůči riziku výrazně zvýšila, když nebylo možné vysvětlit růst M3 pomocí konvenčních makroekonomických determinant. Přestože se averze vůči riziku ve srovnání s rokem 2003 podstatně snižovala, zůstala v roce 2004 výrazně nad svým dlouhodobým průměrem, což je v souladu s pomalým tempem normalizace rozhodování o alokaci portfolia. Od léta roku 2005 klesl ukazatel averze investorů pod svůj dlouhodobý průměr (jak je zakroužkováno v grafu B) na úroveň, s níž jsme se mohli setkat před obdobím zvýšené nejistoty v roce 2001. Tento pokles si lze spojit s dalším pokračováním minulých posunů portfolia.

Důkazy získané z ukazatele čisté koupě nepeněžních cenných papírů a ukazatele rizika averze obecně podporují posuny portfolia směrem k penězům, probíhající od roku 2001 až do poloviny roku 2003, a naznačují jejich možné odeznívání, byť mírným tempem, v období od poloviny roku 2003 do poloviny roku 2004. Kromě toho zaměříme-li se na nedávné období, vidíme, že i v současnosti může probíhat další odeznívání pokračování minulých posunů portfolia.

Kvantifikace dopadu posunů portfolia

Výše uvedená analýza neumožňuje mechanickou kvantifikaci posunů portfolia. Do určité míry je nutné i posouzení. Jedním přístupem ke kvantifikaci dopadu posunů portfolia na zásobu

peněz, který ECB v minulosti využívala, je proto zahrnutí intervenčních proměnných (modelů a trendů) majících za cíl zjistit vzorec posunů portfolia v modelu časové řady M3³. Tyto intervenční proměnné jsou určeny na základě komplexní analýzy, mj. i složek a protipoložek M3, peněžní prezentace platební bilance a finančních účtů.

Jak ukazuje graf C, odhady závažnosti posunů portfolia v reálném čase vycházející z tohoto přístupu (tj. minulé odhady založené na tehdy dostupných informacích) zpravidla nebyly podrobeny významným dalším korekcím. Kromě toho rovnice poptávky po penězích odhadované s použitím vzorku včetně

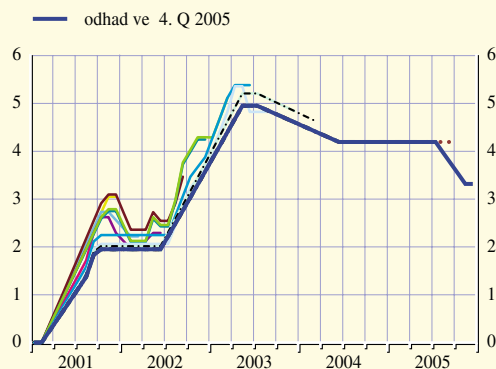
tohoto období, jež – s výhodou pohledu do minulosti – obsahují proměnné, jejichž cílem je zachytit dopad volatility finančního trhu na držbu peněz, jsou většinou v souladu s odhady posunů portfolia v reálném čase vypracovávanými ECB⁴.

Z grafu C je zřejmé, že rozsah odhadů byl značný a na počátku roku 2003 přesahoval odhad velikosti výkyvů přesunů portfolií 5 % zásoby peněz. Přestože takovéto odhady v reálném čase pochopitelně obklopuje značná nejistota, mírnost pozdějších korekcí naznačuje, že ECB byla schopna provést zásadní posouzení peněžního vývoje v čase s použitím řady M3 s korekcí pro předpokládaný dopad posunů portfolia.

Vzhledem k tomu, že velikost posunů portfolia je v současnosti ve srovnání s posuny patrnými od roku 2001 do poloviny roku 2003 malá (v reakci na významné otřesy, jako byl např. propad akciového trhu, teroristické útoky na Spojené státy 11. září 2001 a válka v Iráku), stává se potřebné posouzení i s tím související kvantifikace pochopitelně více nejistým, než tomu bylo v minulosti. Vezmeme-li v potaz veškeré výše uvedené informace, musí přesto komplexní peněžní analýza obsahovat určité posouzení síly jakéhokoli stávajícího pokračování posunů portfolia, aby byla schopna zhodnotit výsledný tlumivý dopad na celkový peněžní růst. Takovýto přístup je zapotřebí, aby bylo možné rozpoznat – byť nedokonale – zásadní tendence tempa peněžní expanze, jež jsou relevantní pro rozhodování o měnové politice.

Graf C Odhady posunů portfolia v reálném čase na úrovni M3

(v % peněžní zásoby vyjádřené M3)



Zdroj: ECB.

³ Do postupu oceňování byla rovněž zavedena další drobná korekce minulých faktorů a určitých volatilních součástí.

⁴ Srovnání je možné provést např. s výsledky obsaženými v práci nazvané „Money demand and macroeconomic uncertainty“, C. Greiber – W. Lemke, Discussion Paper, Series 1: Economic Studies, No. 26/2005, Deutsche Bundesbank.

HLAVNÍ SLOŽKY M3

Meziroční dynamika růstu M1 zůstala silná a v lednu 2006 činila 10,2 %, po průměru 11,2 % ve třetím čtvrtletí a 10,9 % ve čtvrtém čtvrtletí. V důsledku toho byl M1 v lednu i nadále hlavním faktorem růstu M3 a jeho příspěvek k meziročnímu růstu M3 ve výši 7,6 % činil 4,7 procentního bodu (viz graf 6).

Zpomalení meziroční dynamiky růstu M1 v lednu odráží mírný pokles meziroční dynamiky růstu obou jeho komponent. Meziroční dynamika růstu oběživa poklesla v lednu 2006 na 13,6 %, poté co ve třetím čtvrtletí 2005 činila v průměru 16,0 % a ve čtvrtém čtvrtletí 2005 14,8 %. Poptávka po jednodenních vkladech také v lednu 2006 poklesla na 9,6, % z 10,4 % ve třetím čtvrtletí 2005 a 10,2 % ve čtvrtém čtvrtletí 2005.

Meziroční tempo růstu krátkodobých vkladů jiných než jednodenních se v lednu zvýšilo na 6,4 %, což možná odráží mírně vyšší úroveň zhodnocení těchto vkladů z 5,5 % ve třetím čtvrtletí 2005 a 5,9 % ve čtvrtém čtvrtletí 2005. Tento nárůst skrýval odlišný vývoj komponent těchto vkladů. Zatímco meziroční tempo růstu termínových vkladů (tj. vkladů s dohodnutou splatností do dvou let včetně) se i nadále zvyšovalo, meziroční dynamika růstu úsporných vkladů (tj. vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců včetně) zpomalila a pokračovala v poklesu pozorovaném v posledních čtvrtletích.

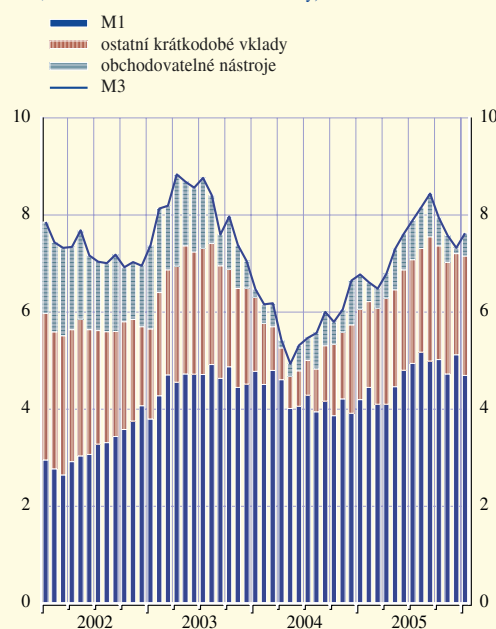
Meziroční dynamika růstu obchodovatelných instrumentů, které mají tendenci vyznačovat se značnou krátkodobou volatilitou, poklesla v lednu na 3,3 % z 5,6 % ve třetím čtvrtletí a 3,8 % ve čtvrtém čtvrtletí. Tento pokles skrývá rozdílný vývoj jednotlivých složek.

Na jedné straně pokračovalo snižování meziroční dynamiky akcií/podílových listů fondů peněžního trhu z kladných hodnot 3,1 % ve třetím čtvrtletí na 1,1 % ve čtvrtém čtvrtletí a v lednu přešlo do záporné hodnoty – 1,4 %. Poptávka po těchto aktivech, které si domácnosti a podniky často drží jako bezpečné útočiště před volatilitou na finančním trhu v období zvýšené nejistoty, byla i nadále velmi umírněná, což svědčí o náhradě rizikovějších a dlouhodobějších cenných papírů bezpečnými a likvidními měnovými aktivy. Meziroční dynamika růstu dohod o zpětném odkupu aktiv v lednu 2006 poklesla na 3,4 %, a to z 9,1 % ve třetím čtvrtletí (i když s negativní mírou růstu v prosinci) a 4,7 % ve čtvrtém čtvrtletí 2005.

Na druhé straně poptávka po dluhových cenných papírech se splatností do dvou let byla v posledních měsících silná, což pravděpodobně částečně odráželo výskyt nových strukturovaných produktů, které spojují tyto cenné papíry s deriváty souvisejícími s cenami akcií. Tyto instrumenty mohou být zvláště atraktivní v současné době, kdy ceny akcií silně rostou,

Graf 6 Příspěvky k meziročnímu růstu M3

(v procentních bodech; růst M3: meziroční tempo růstu v %; očištěno o sezonní a kalendářní vlivy)



Zdroj: ECB.

Tabulka I Přehled měnových ukazatelů

(čtvrtletní průměry; očištěné o sezonní a kalendářní vlivy)

	Podíl zůstatků na M3 v % ¹⁾	Meziroční tempa růstu					
		2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4	2005 pros.	2006 led.
M1	48,4	9,6	9,8	11,2	10,9	11,3	10,2
Oběživo	7,5	18,0	17,3	16,0	14,8	13,7	13,6
Jednodenní vklady	40,9	8,2	8,5	10,4	10,2	10,9	9,6
M2-M1 (= ostatní krátkodobé vklady)	37,7	4,5	5,0	5,5	5,9	5,4	6,4
Vklady s dohodnutou splatností							
do 2 let včetně	15,8	0,5	2,6	4,5	6,6	6,6	8,5
Vklady s výpovědní lhůtou							
do 3 měsíců včetně	21,9	7,1	6,6	6,0	5,3	4,3	4,7
M2	86,0	7,1	7,5	8,4	8,5	8,5	8,4
M3-M2 (= nástroje obchodovatelné na trhu)	14,0	4,0	4,4	5,6	3,8	0,8	3,3
M3	100,0	6,7	7,0	8,0	7,8	7,3	7,6
Prostředky rezidentům eurozóny		6,5	6,6	7,0	7,9	8,4	8,5
Prostředky vládním institucím		3,4	2,1	1,2	2,7	4,5	3,6
Úvěry vládním institucím		-0,4	-0,8	-1,0	0,4	2,0	0,9
Prostředky soukromému sektoru		7,3	7,8	8,6	9,3	9,4	9,9
Úvěry soukromému sektoru		7,3	7,6	8,4	8,9	9,2	9,7
Dlouhodobější finanční pasíva (mimo kapitálu a rezervních fondů)		9,5	9,7	10,0	9,4	8,8	8,6

Zdroj: ECB.

1) Stav ke konci posledního měsíce, za který jsou údaje k dispozici. V důsledku zaokrouhlování nemusí součty souhlasit.

ale averze investorů k riziku teprve nyní poklesla na téměř normální úroveň. Sektorové členění krátkodobých vkladů a dohod o zpětném odkupu ukazuje, že domácnosti nadále nejvíce přispívají k silnému nárůstu těchto instrumentů pozorovanému v posledních měsících. Zároveň ve čtvrtém čtvrtletí 2005 poklesl příspěvek dalších finančních zprostředkovatelů a v lednu 2006 zůstal stabilní. Znamená to značnou změnu v dynamice růstu pozorovanou v období od září 2004 do září 2005, kdy sektor ostatních finančních zprostředkovatelů se podílel dvěma třetinami na nárůstu těchto instrumentů v držbě soukromého sektoru. Naopak příspěvek nefinančních podniků k meziroční dynamice růstu krátkodobých vkladů a dohod o zpětném odkupu, který se během roku 2005 zvýšil, se od září 2005 do ledna 2006 stabilizoval na vysoké úrovni.

HLAVNÍ PROTIPOLožKY M3

Na straně protipoložek se dynamika meziročního růstu celkových úvěrů MFI rezidentům eurozóny v lednu 2006 zvýšila na 8,5 %, ze 7,0 % ve třetím čtvrtletí a 7,9 % ve čtvrtém čtvrtletí. Toto zvýšení růstu úvěrů bylo taženo rostoucí dynamikou růstu úvěrů soukromému sektoru a obnovením dynamiky růstu úvěrů vládnímu sektoru (viz tabulka 1).

Roční míra růstu úvěrů poskytnutých soukromému sektoru se v lednu zvýšila na 9,9 % z 9,3 % ve čtvrtém čtvrtletí 2005. Zvyšující se růst úvěrů soukromému sektoru odráží převažující nízkou úroveň úrokových sazeb a zlepšení důvěry v některé sektory ekonomiky. Meziroční dynamika růstu půjček MFI soukromému sektoru se v lednu zvýšila na 9,7 % z 9,2 % v předchozím měsíci, a to téměř ve všech sektorech (viz 2.6 a 2.7 o sektorovém vývoji půjček soukromému sektoru).

Meziroční míra růstu úvěrů poskytnutých vládnímu sektoru se v lednu zvýšila na 3,6 % z 2,7 % ve čtvrtém čtvrtletí 2005 a 1,2 % ve třetím čtvrtletí. Toto nedávné zvýšení míry růstu úvěrů odráželo zvýšení poptávky na straně vládního sektoru po úvěrech od MFI a zvýšení meziroční míry růstu cenných papírů emitovaných vládním sektorem v držení MFI.

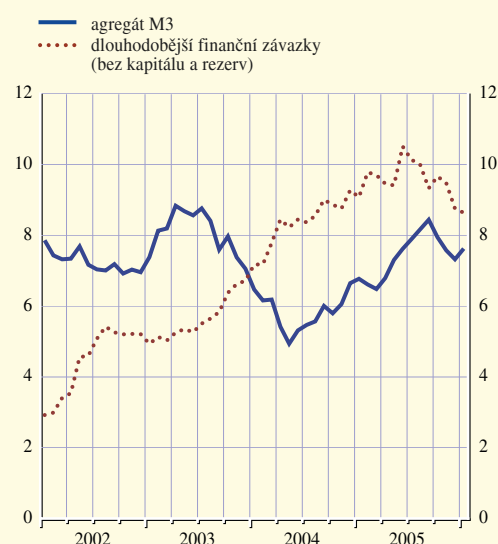
V rámci ostatních protipoložek peněžního agregátu M3 byl meziroční růst dlouhodobějších finančních pasiv MFI (bez kapitálu a rezerv) držených sektorem držitelů peněz nadále silný (viz graf 7). Meziroční dynamika růstu těchto instrumentů činila v lednu 8,6 %, poté co ve třetím čtvrtletí dosáhla v průměru 10,0 % a ve čtvrtém čtvrtletí 9,4 %. Tento silný růst ukazuje na pokračující tendenci na straně sektoru držitelů peněz v eurozóně investovat do dlouhodobějších aktiv v euru.

Meziroční tok čistých zahraničních aktiv sektoru MFI se v lednu změnil na mírně pozitivní a po dvou po sobě jdoucích měsících odlivů činil 1 miliardu eur. Celkový klesající trend v čistých zahraničních aktivech MFI ukazuje na silnější tendenci na straně sektoru držitelů peněz v eurozóně investovat do zahraničních cenných papírů, alespoň ve srovnání se zájmem cizinců o aktiva v eurozóně (viz graf 8). Celkově je tento poslední vývoj pozice čistých zahraničních aktiv v souladu s pokračujícím odezníváním posledních přesunů portfolií do měnových aktiv pozorovaným v posledních měsících, i když probíhá pomalejším tempem.

Vývoj protipoložek peněžního agregátu M3 ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005 potvrzoval do značné míry poslední trendy. Dynamika růstu úvěrů soukromému sektoru tažená nízkou úrovní úrokových sazeb nadále zesilovala a podporovala dynamiku měnového vývoje. Celkově silná poptávka po dlouhodobějších finančních pasivech a poměrně mírná poptávka po akciích/podílových listech peněžního trhu zároveň ukazuje na pokračující odeznívání posledních přesunů portfolií podporovaných vývojem čistých zahraničních aktiv MFI.

Graf 7 Agregát M3 a dlouhodobější finanční závazky MFI (bez kapitálu a rezerv)

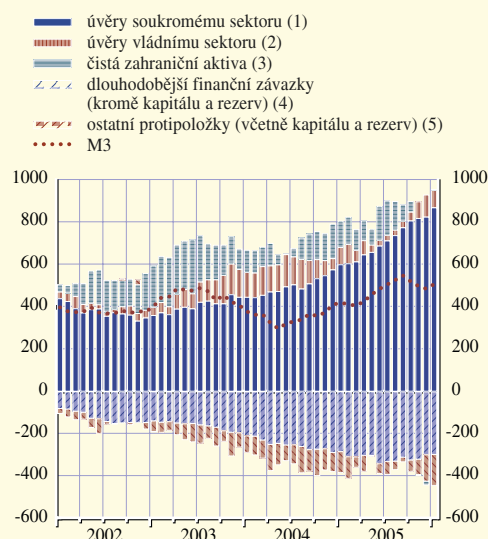
(meziroční změny v %; očištěno o sezonní a kalendářní vlivy)



Zdroj: ECB

Graf 8 Protipoložky M3

(roční toky; v mld. EUR; očištěno o sezonní a kalendářní vlivy)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Agregát M3 je uveden pouze pro srovnání ($M3 = 1+2+3+4+5$). Dlouhodobější finanční závazky (kromě kapitálu a rezerv) jsou zobrazeny se záporným znaménkem, protože jsou závazky sektoru MFI.

CELKOVÉ ZHODNOCENÍ PODMÍNEK LIKVIDITY V EUROZÓNĚ

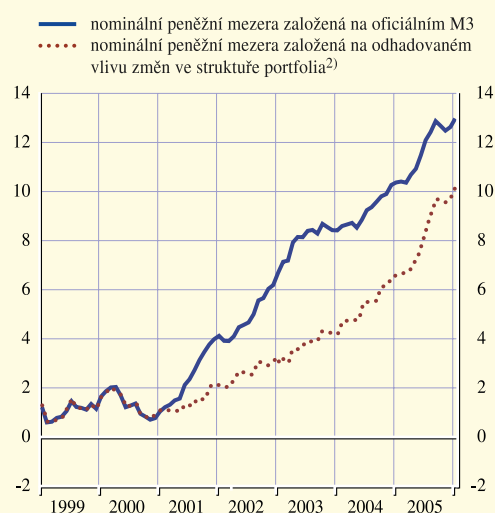
Nominální peněžní mezera měřená na základě oficiální časové řady M3 i nominální peněžní mezera měřená na základě časové řady M3 upravené o posuny portfolií pokračovala ve čtvrtém čtvrtletí 2005 v růstu pozorovaném od druhé poloviny roku 2004 a dosáhla v období od začátku třetí etapy HMU nového maxima.

Obě mezery však zůstaly na velmi odlišných úrovních, přičemž peněžní mezera měřená s využitím upravené časové řady M3 byla značně nižší (viz graf 9). Při zřejmé obnově odeznívání posledních přesunů portfolií se rozdíl v ukazatelích obou peněžních mezer v posledních měsících mírně zmenšil.

Reálná peněžní mezera zohledňovala skutečnost, že část nahromaděné likvidity byla absorbována vyššími cenami, což odráželo odchylky inflace směrem nahoru od definice cenové stability ECB. Reálná peněžní mezera měřená na základě oficiální časové řady M3 a reálná peněžní mezera měřená na základě M3 upraveného o odhadovaný dopad posunů portfolií je nižší než příslušný ukazatel nominální peněžní mezery (viz graf 9 a 10).

Graf 9 Odhady nominální peněžní mezery¹⁾

(v % stavu M3; očištěno o sezonní a kalendářní změny; index prosinec 1998 = 0)



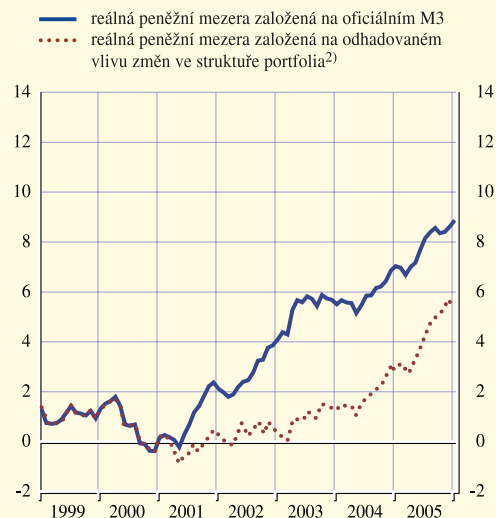
Zdroj: ECB.

1) Nominální peněžní mezera je definována jako rozdíl mezi skutečnou úrovní M3 a úrovní M3, jaká by vzešla z konstantního růstu M3 o referenční hodnotu 4 1/2 % od prosince 1998 (považovaného za základní období).

2) Odhady rozsahu vlivu změn ve struktuře portfolia na M3 jsou získávány s pomocí přístupu popsáno v článku „Monetary analysis in real time“, Měsíční bulletin říjen 2004, s. 51–55. Poslední vývoj viz box s názvem „Obnovené odeznívání změn ve struktuře portfolia ve 4. čtvrtletí 2005“ v tomto čísle Měsíčního bulletinu.

Graf 10 Odhady reálné peněžní mezery¹⁾

(v % stavu reálného M3; očištěno o sezonní a kalendářní změny; index prosinec 1998 = 0)



Zdroj: ECB.

1) Reálná peněžní mezera je definována jako rozdíl mezi skutečnou úrovní M3 deflovanou HICP a deflovanou úrovní M3, jaká by vzešla z konstantního růstu nominálního M3 o referenční hodnotu 4 1/2 % a inflace měřené HICP v souladu s definicí cenové stability ECB, přičemž základním obdobím je prosinec 1998.

2) Odhady rozsahu vlivu změn ve struktuře portfolia na M3 jsou získávány s pomocí přístupu popsáno v článku „Monetary analysis in real time“, Měsíční bulletin říjen 2004, s. 51–55. Poslední vývoj viz box s názvem „Obnovené odeznívání změn ve struktuře portfolia ve 4. čtvrtletí 2005“ v tomto čísle Měsíčního bulletinu.

Tyto mechanické ukazatele jsou však jen nepřesné odhady vývoje likvidity. Vzhledem k tomu, že výběr základního období je do určité míry libovolný, úrovně těchto ukazatelů jsou zatíženy nejistotou a mělo by se k nim proto přistupovat s opatrností. Tato nejistota je dobře znázorněna širokou škálou odhadů odvozených od čtyř výše zmíněných ukazatelů.

Ačkoliv jsou odhady nejisté, z celkového obrazu těchto ukazatelů je vidět, že v eurozóně je velké množství likvidity. Silný měnový růst a růst úvěrů v kontextu velkého množství likvidity ukazuje na riziko zvýšení míry inflace nad úroveň odpovídající cenové stabilitě ve středně až dlouhodobějším horizontu. A navíc, tento vývoj vyžaduje důkladně sledovat dynamiku růstu cen aktiv v podmínkách možného vzniku cenových rozdílů.

2.2 FINANČNÍ INVESTICE NEFINANČNÍHO SEKTORU A INSTITUCIONÁLNÍCH INVESTORŮ

Meziroční dynamika růstu finančních investic nefinančního sektoru ve třetím čtvrtletí roku 2005 nepatrně poklesla. Zároveň se však dále urychlil tok do investičních fondů a finanční investice pojištěven a penzijních fondů.

NEFINANČNÍ SEKTOR

Podle údajů ve třetím čtvrtletí 2005 (tj. poslední známé údaje) dynamika růstu finančních investic nefinančního sektoru činila 4,3 % po 4,4 % ve druhém čtvrtletí (viz tabulka 2). To odráželo mírný pokles meziroční dynamiky růstu dlouhodobých a krátkodobých finančních investic a potvrzovalo indikace z předchozích čtvrtletí, že zpomalování dynamiky růstu pozorované do poloviny roku 2004 se zastavilo (viz graf 11).

Pokles meziroční dynamiky růstu dlouhodobých investic pozorovaný ve třetím čtvrtletí roku 2005 byl tažen hlavně dalším poklesem meziroční míry růstu investic do kotovaných akcií, ale také dlouhodobými dluhovými cennými papíry. Zároveň dále zrychlila meziroční dynamika růstu investic do podílových fondů a ukázala, že neochota investorů investovat do dlouhodobějších aktiv se týká hlavně přímých investic do akcií. Pokud jde o krátkodobé finanční investice, pokles v meziroční dynamice byl tažen nižší mírou růstu hotovosti a vkladů na viděnou. Roční míra změny investic do fondů peněžního trhu však zůstala negativní.

INSTITUCIONÁLNÍ INVESTOŘI

Meziroční tempo růstu hodnoty celkových aktiv investičních fondů se ve třetím čtvrtletí 2005 dále zvýšilo na 25,2 % (17,4 % ve druhém čtvrtletí). Odráželo to hlavně vývoj hodnoty držby akcií. Změny v hodnotě stavu celkových aktiv zahrnují vlivy přecenění způsobené změnami v cenách aktiv. V tomto ohledu, údaje poskytnuté EFAMA¹ (the European Fund and Asset Management Association) ukazují, že čisté roční prodeje investičních fondů (bez fondů peněžního trhu) se ve třetím čtvrtletí roku 2005 oproti druhému zvýšily. Zejména dále zesílila poptávka po fondech dluhopisů -na nejvyšší úroveň pozorovanou od roku 2001- a čisté roční přílivy do akciových fondů se poprvé od druhého čtvrtletí roku 2004 zvýšily (viz graf 12). Čistý roční příliv do fondů peněžního trhu však zůstal poměrně utlumený.

¹ The European Fund and Asset Management Association (EFAMA) poskytuje informace o čistých prodejkách (nebo čistých přílivech) veřejných otevřených akciových a dluhopisových fondů Německa, Řecka, Španělska, Francie, Itálie, Lucemburska, Rakouska, Portugalska a Finska. Pro další informace viz box „Poslední vývoj v čistých tocích do akciových a dluhopisových fondů“ v Měsíčním Bulletinu ECB vydaném v červnu 2004.

Tabulka 2 Finanční investice nefinančního sektoru eurozóny

	Podíl zůstatku na finančních investicích v % ¹⁾	Roční tempo růstu								
		2003 Q3	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3
Finanční investice	100	5,1	4,6	4,3	4,5	4,5	4,5	4,6	4,4	4,3
Hotovost a vklady	36	6,5	5,6	5,3	5,3	5,6	6,2	5,9	6,2	5,7
Cenné papíry jiné než akcie	11	-0,3	-1,0	-1,7	-1,6	1,3	1,8	3,5	3,2	2,5
z toho: krátkodobé	1	-0,3	-1,7	-3,3	10,0	2,9	5,0	-1,8	-6,4	-8,0
z toho: dlouhodobé	11	-0,3	-0,9	-1,6	-0,8	-1,2	1,6	4,0	4,1	3,4
Akcie podílových fondů	12	7,2	7,1	5,1	3,1	2,2	1,7	1,8	2,6	4,0
z toho: akcie podílových fondů mimo akcie fondů peněžního trhu	10	6,2	6,5	5,7	3,5	2,7	2,4	3,0	3,9	5,3
z toho: akcie fondů peněžního trhu	2	11,3	9,9	3,2	1,7	0,6	-0,8	-2,4	-2,2	-0,5
Kotované akcie	14	1,5	0,8	1,4	3,1	2,6	0,9	0,6	-1,8	-3,1
Technické rezervy pojišťoven	25	6,5	6,7	6,6	6,3	6,2	6,4	6,4	6,5	6,8
M3 ²⁾		7,6	7,1	6,2	5,3	6,0	6,6	6,5	7,6	8,4
Roční zisky a ztráty z cenných papírů v držení nefinančního sektoru (jako % HDP)		1,4	4,2	8,6	4,1	3,5	2,8	2,9	4,9	8,3

Zdroj: ECB.

Poznámka: Viz též tabulka 3.1 v části „Statistika eurozóny“.

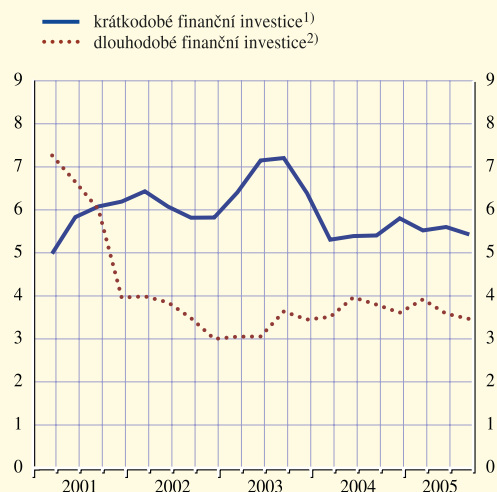
1) Stav ke konci posledního čtvrtletí, za které jsou údaje k dispozici. V důsledku zaokrouhlování nemusí součty souhlasit.

2) Stav ke konci čtvrtletí. Měnový agregát M3 zahrnuje měnové nástroje v držení jiných institucí než MFI eurozóny (t.j. nefinanční sektor a neměnové finanční instituce) u MFI eurozóny a ústředních vládních institucí.

Meziroční tempo růstu celkových finančních investic pojišťoven a penzijních fondů v eurozóně se zvýšilo z 6,2 % ve druhém čtvrtletí na 6,7 % ve třetím čtvrtletí 2005 (viz graf 13). Odráželo to hlavně zvýšení investiční aktivity u třídy aktiv s dlouhodobějšími splatnostmi a v menší míře u aktiv s krátkodobějšími splatnostmi. Zejména meziroční růst dlouhodobých cenných papírů jiných než akcie se dále zvýšil na 11,1%, což je nejvyšší úroveň pozorovaná od roku 1998. Zejména meziroční růst investic do cenných papírů jiných než akcií se dále zvýšil na 3,9 % z 2,4 % v předchozím čtvrtletí. Zdálo se, že pokud jde o aktiva s kratšími splatnostmi, tak pojišťovny a penzijní fondy zvýšily zejména jejich investice do akcií fondů peněžního trhu. Zisky z ocenění celkových držeb cenných papírů se ve třetím čtvrtletí 2005 ve srovnání s druhým čtvrtletím značně zvýšily.

Graf II Finanční investice nefinančního sektoru

(meziroční změny v %)



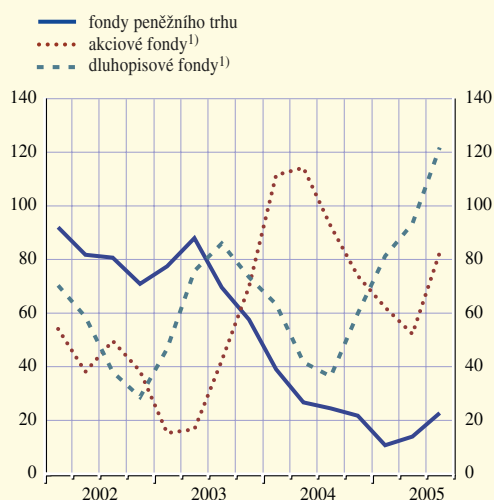
Zdroj: ECB.

1) Zahrnují oběživo, krátkodobé vklady, krátkodobé dluhové cenné papíry, akcie fondů peněžního trhu, zaplacené pojistné a rezervy na hlášené pojistné události.

2) Zahrnují dlouhodobé vklady, dlouhodobé dluhové cenné papíry, akcie podílových fondů kromě akcií fondů peněžního trhu, kotované akcie a čistá aktiva domácností v rezervách životního pojištění a penzijních fondů.

Graf 12 Čistý meziroční příliv prostředků do investičních fondů (podle kategorie)

(v mld. EUR)

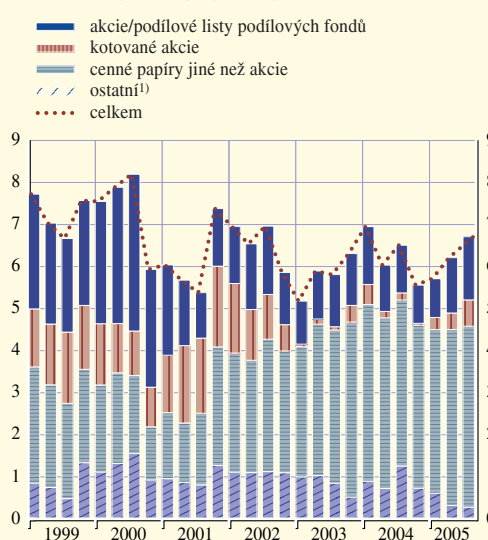


Zdroje: ECB a EFAMA.

1) Výpočty ECB na základě národních údajů poskytnutých EFAMA.

Graf 13 Finanční investice pojišťoven a penzijních fondů

(meziroční tempa růstu; příspěvky v procentních bodech)



Zdroj: ECB

1) Půjčky, vklady a technické rezervy pojišťoven.

Údaje o investičních fondech, pojišťovnách a penzijních fondech celkově ukazují na tendenci nefinančního sektoru investovat prostřednictvím institucionálních investorů do rizikovějších finančních instrumentů jako jsou akcie, přestože stále ještě možná existuje určitá neochota investovat přímo do akcií.

2.3 ÚROKOVÉ SAZBY PENĚŽNÍHO TRHU

Od prosince 2005 do února 2006 se úrokové sazby ve všech splatnostech na peněžním trhu zvýšily v kontextu silících tržních očekávání dalšího zvýšení klíčových úrokových sazeb ECB. Jelikož zvýšení v různých splatnostech byla svým rozsahem podobná, sklon výnosové křivky peněžního trhu zůstal po dobu tří měsíců téměř nezměněn.

Úrokové sazby se v listopadu 2005, v podmínkách tržních očekávání zvýšení klíčových úrokových sazeb ECB 1. prosince, značně zvýšily a pokračovaly v tomto zvyšování i od začátku prosince 2005 do konce února 2006. V prosinci 2005 a lednu 2006 zůstaly sazby u jednoměsíčních splatností víceméně stabilní, zatímco sazby u tříměsíčních a dvanáctiměsíčních splatností se v podmínkách tržních očekávání dalšího zvýšení klíčových úrokových sazeb ECB v březnu zvýšily. V důsledku těchto silných očekávání se začaly jednoměsíční sazby v únoru 2006 značně zvyšovat, zatímco tříměsíční a dvanáctiměsíční sazby vykazovaly mírnější růst. 1. března činily jednoměsíční sazby 2,60 %, tříměsíční sazby 2,66 %, šestiměsíční sazby 2,79 % a dvanáctiměsíční sazby 2,99 %, což je o 22, 19, 20 a 23 bazických bodů víc než na konci listopadu 2005.

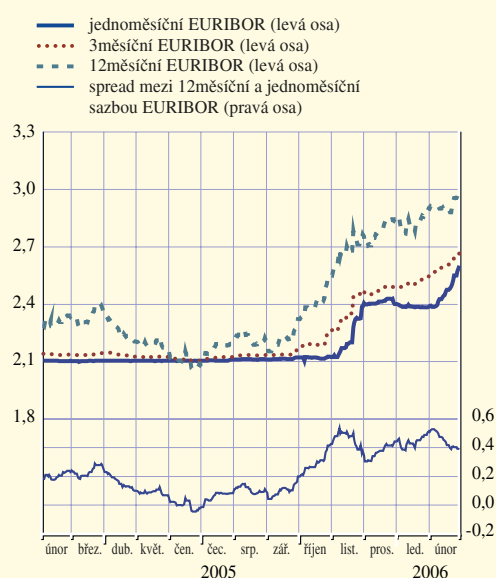
V důsledku toho výnosová křivka peněžního trhu během prosince a ledna zestrměla a v únoru se poněkud zploštila. Celkově zůstal sklon výnosové křivky v průběhu těchto tří měsíců prakticky nezměněn. Spread mezi dvanáctiměsíční a měsíční sazbou EURIBOR činil 1. března 2006 39 bazických bodů oproti 38 bazickým bodům 30. listopadu 2005 (viz graf 14).

Od konce listopadu 2005 účastníci trhu přehodnotili svá očekávání ohledně vývoje krátkodobých úrokových sazeb v roce 2006. Zatímco očekávání v horizontu několika prvních měsíců roku 2006 byla přehodnocena směrem dolů, očekávání pro horizont druhé poloviny roku 2006 byla přehodnocena směrem nahoru. Tento vývoj se odráží v úrokových sazbách implikovaných tříměsíčními sazbami termínových obchodů EURIBOR splatných v červnu 2006, září 2006 a v prosinci 2006, které 1. března 2006 činily 2,92 %, 3,10 % a 3,22 %, což je o 6, 17 a 24 bazických bodů více než na konci listopadu 2005 (viz graf 15).

Implikovaná volatilita odvozená z opcí na tříměsíční sazby termínových obchodů EURIBOR se v období od prosince do února snížila a dosáhla na konci února historicky nízkých úrovní. Vývoj implikované volatility v minulých třech měsících, po změně úrokových sazeb ECB a její komunikace s veřejností od prosince 2005, ukazuje na pokles nejistoty mezi účastníky trhu, pokud jde o očekávaný vývoj krátkodobých sazeb v nadcházejících měsících, na velmi nízkou úroveň (viz graf 16).

Graf 14 Krátkodobé úrokové sazby peněžního trhu

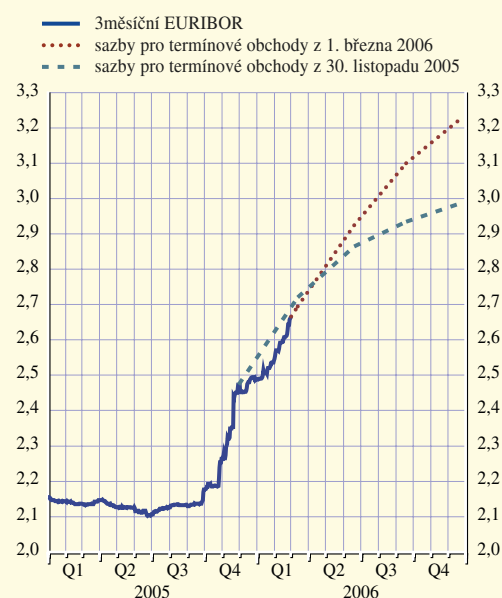
(v % p.a.; v procentních bodech, denní údaje)



Zdroj: Reuters

Graf 15 Tříměsíční úrokové sazby a sazby termínových obchodů v eurozóně

(v % p.a.; denní údaje)



Zdroj: Reuters

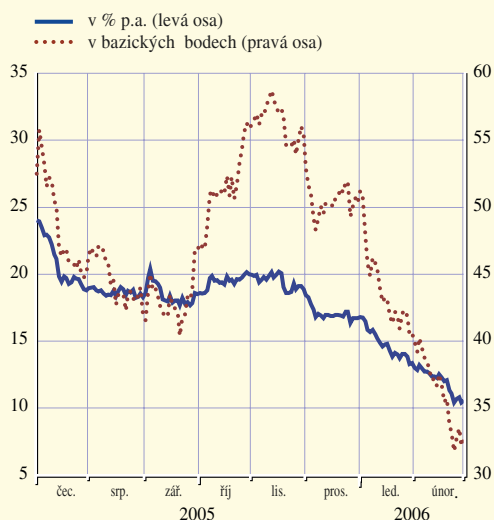
Poznámka: 3měsíční termínové obchody s dodáním ke konci běžného čtvrtletí a následujících tří čtvrtletí podle kotace na burze LIFFE.

Úrokové sazby na nejkratším konci výnosové křivky peněžního trhu v prosinci 2005 se zvýšily a odrážely tak rozhodnutí ECB zvýšit 1. prosince její klíčové sazby o 25 bazických bodů. Kromě obvyklých vlivů období Vánoc a konce roku, které byly úspěšně zvládnuty tím, že ECB dodala velké množství likvidity k potlačení zvýšené nejistoty související s autonomními faktory v tomto období, EONIA zůstala stabilní na 2,32 %. V udržovacích obdobích, počínaje lednem a únorem, byla EONIA na stabilní úrovni 2,33 % v lednu a 2,34 % v únoru, což je 8 a 9 bazických bodů nad základní nabídkovou sazbou v hlavních refinančních operacích (MRO) Euro systému. O/N sazba se koncem února zvýšila. 28. února činila 2,40 % a odrážela vlivy na konci měsíce.

Během posledních tří měsíců ECB i nadále prováděla politiku volné likvidity přijatou v říjnu 2005. V prosinci a lednu MRO poskytovaly likviditu za marginální a váženou průměrnou sazbu, 2,30 % a 2,31 %, ve většině nabídkových aukcí, přičemž sazby se dále zvyšovaly a v únoru činily 2,32 %. V posledních MRO prováděných v udržovacím období končícím 7. březnem 2006, se marginální a vážená průměrná sazba dále zvýšila na 2,32 % a 2,34 % (viz graf 17). Další informace o krátkodobých úrokových sazbách a likviditě pro tři poslední udržovací období jsou uvedeny v boxu 4.

Graf 16 Implikovaná volatilita odvozená z opcí na tříměsíční termínové obchody EURIBOR se splatností v září 2006

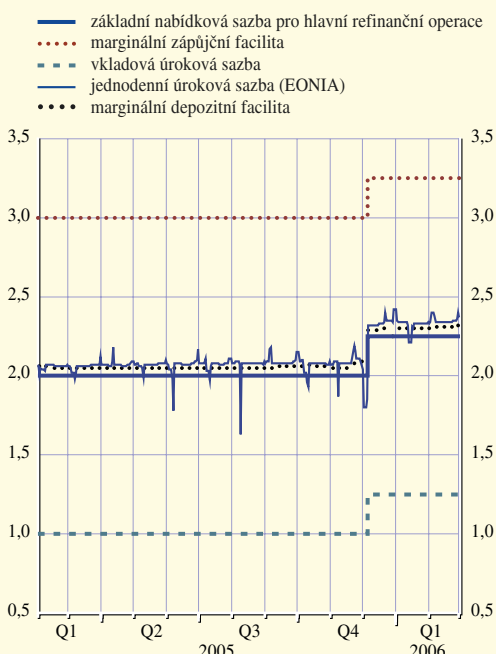
(v % p.a.; v bazických bodech; denní údaje)



Zdroje: Bloomberg a výpočty ECB.
Poznámka: Bazické body se vypočítají jako násobek implikované volatilita v % a příslušné úrokové sazby (viz také box s názvem „Measures of implied volatility derived from options on short-term interest rate futures“ v Měsíčním bulletinu ECB z května 2002).

Graf 17 Úrokové sazby ECB a sazba EONIA

(v % p.a.; denní údaje)



Zdroj: ECB a Reuters

V dlouhodobější refinanční operaci prováděné 21. prosince 2005 se marginální a vážená průměrná sazba zvýšila o 5 bazických bodů oproti předchozí operaci, na 2,45 % a 2,46 %, což bylo pouze 3 a 4 bazické body pod tříměsíčními sazbami EURIBOR převládajícími v ten den. Tato operace byla ovlivněna chybou v nabídce protistrany (viz box 4). V operacích provedených 25. ledna a 22. února, což byly první operace s vyšším umístovaným objemem 40 mld. EUR, marginální sazby činily 2,47 % a 2,57 %, tj. 6 a 4 bazické body pod tříměsíčními sazbami EURIBOR převládajícími v daných dnech.

Box 4

PODMÍNKY LIKVIDITY A OPERACE MĚNOVÉ POLITIKY OD 9. LISTOPADU 2005 DO 7. ÚNORA 2006

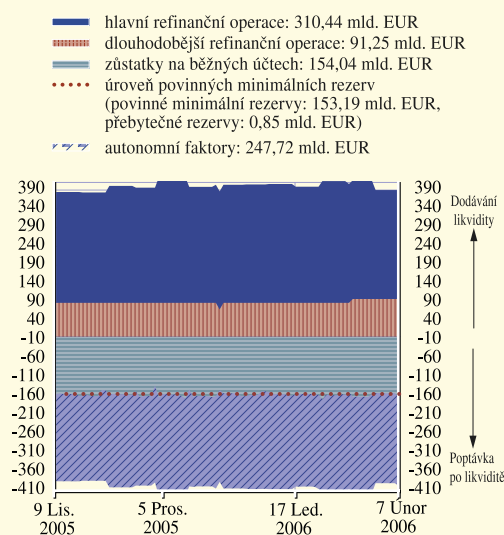
V tomto boxu se zabýváme řízením likvidity v ECB v průběhu tří udržovacích období, která skončila 5. prosince 2005, 17. ledna 2006 a 7. února 2006.

Poptávka po likviditě v bankovním sektoru

Během sledovaného období poptávka bank po likviditě stejně jako v předchozích letech vykazovala výrazný sezonní charakter, zejména v důsledku nárůstu oběživa (viz graf A). Oběživo, jež je největším „autonomním faktorem“ (tj. faktorem, který nevyplývá z užívání nástrojů měnové politiky), dosáhlo 26. prosince 2005 historického maxima ve výši 575,3 mld. EUR. Celkově vzato ve sledovaném období přispěly autonomní faktory k deficitu likvidity Eurosystemu v průměru částkou 248 mld. EUR. Povinné minimální rezervy, které jsou dalším významným zdrojem poptávky po likviditě, vzrostly ve stejném období na 153 mld. EUR. Průměrné denní přebytečné rezervy (tj. denní průměr zůstatků na běžných účtech převyšujících povinné minimální rezervy) přispěly v daném období k deficitu likvidity Eurosystemu průměrnou částkou 0,85 mld. EUR. V udržovacím období končícím 5. prosince dosáhly průměrné přebytečné rezervy svého historického maxima ve výši 1,02 mld. EUR v důsledku neočekávaně vysoké individuální držby likvidity. Ve dvou následujících udržovacích obdobích průměrné přebytečné rezervy klesly na 0,81 mld. EUR a 0,74 mld. EUR (viz graf B).

Graf A Poptávka po likviditě v bankovním sektoru a dodávání likvidity

(v mld. EUR, u každé položky jsou uvedeny denní průměry pro celé období)



Zdroj: ECB

Dodávání likvidity a úrokové sazby

Spolu se sezonním vrcholem poptávky po likviditě dočasně vzrostl i objem operací na volném trhu (viz graf A). V průměru činila výše likvidity poskytnuté prostřednictvím hlavních refinančních operací (MRO) 310,4 mld. EUR. Poměr mezi nabídkami předloženými protistranami a uspokojenými nabídkami (poměr pokrytí nabídek) během prosince klesl na úroveň mezi 1,00 a 1,25. Poté opět stoupl na úroveň okolo 1.30. Průměrný poměr pokrytí nabídek činil ve sledovaném období 1,23.

V souladu s rozhodnutím Rady guvernérů o zvýšení částky přidělené pro dlouhodobější refinanční operace z 30 mld. EUR na 40 mld. EUR vzrostla ve sledovaném období likvidita poskytovaná prostřednictvím těchto operací z 90 mld. EUR na 100 mld. EUR.

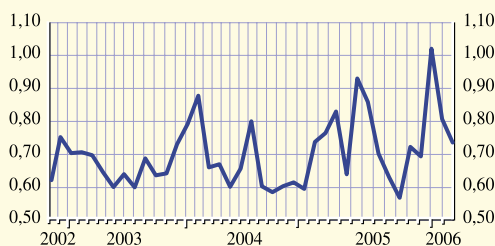
Udržovací období končící 5. prosince

V říjnu 2005 ECB informovala účastníky trhu o svém znepokojení trendem růstu spreadu mezi sazbou EONIA a minimální nabídkovou sazbou. Rozhodla se tedy přidělit 1 mld. EUR nad srovnávací hodnotu ve všech MRO s výjimkou poslední operace udržovacího období. V udržovacím období, které skončilo 5. prosince, byla platnost tohoto opatření prodloužena. Na začátku tohoto období činila marginální sazba 2,05 % a vážená průměrná sazba 2,06 %, zatímco sazba EONIA byla 2,08 %.

Očekávání účastníků trhu, že ECB změní své klíčové úrokové sazby, na konci listopadu posílilo. Navzdory tomu, že podle nového rámce nová sazba začne platit až na začátku dalšího udržovacího období, stoupla sazba EONIA na 2,19 %, zatímco marginální sazba pro MRO dosáhla 2,08 %. Ve světle této neočekávané reakce trhu ECB také přidělila 1 mld. EUR nad srovnávací hodnotu i v poslední hlavní refinanční operaci daného udržovacího období. Marginální sazba zůstala na úrovni 2,09 %, ale sazba EONIA následně klesla zpět na 2,05 %. Poslední den tohoto období ECB prostřednictvím operace jemného doladění odčerpala očekávanou přebytečnou likviditu ve výši 7,5 mld. EUR. Období skončilo čistým čerpáním depozitní facility ve výši 0,77 mld. EUR, přičemž sazba EONIA poklesla na 1,85 %.

Graf B Přebytečné rezervy¹⁾

(v mld. EUR, v každém udržovacím období je uvedena průměrná úroveň)

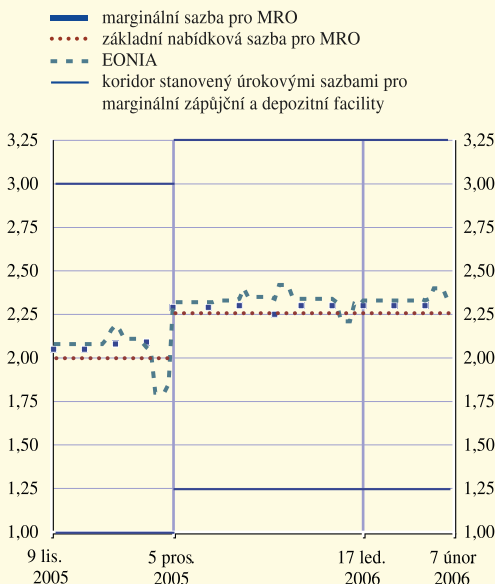


Zdroj: ECB

1) Zůstatky na běžných účtech bank převyšující povinné minimální rezervy

Graf C EONIA a úrokové sazby ECB

(denní úrokové sazby jsou uvedeny v procentech)



Zdroj: ECB

Udržovací období končící 17. ledna 2006

1. prosince 2005 Rada guvernérů ECB rozhodla o zvýšení klíčových úrokových sazeb ECB o 25 bazických bodů. Tato změna nabyla účinnosti se začátkem nového udržovacího období, který připadl na 6. prosince. ECB měla v úmyslu během tohoto období pokračovat v uvolněném přístupu k přidělování likvidity a v souladu s tím 5. prosince přidělila 1 mld. EUR nad srovnávací hodnotu. Tato dodatečná částka však při následujících MRO okolo Vánoc a na konci roku byla postupně zvyšována až na 3 mld. EUR a v posledním tendru udržovacího období se opět vrátila na srovnávací hodnotu.

V dlouhodobější refinanční operaci vypořádané 22. prosince zabránila chybná nabídka ECB v přidělení zamýšlené částky 30 mld. EUR. Mohlo být vypořádáno pouze 12,5 mld. EUR. Následujícího dne ECB provedla dodatečnou dlouhodobější refinanční operaci na chybějící částku, aby čelila vzniklé nerovnováze likvidity.

Během prvního týdne udržovacího období činila sazba EONIA 2,32 %, později okolo Vánoc stoupla na 2,35 %. Marginální sazby pro MRO byly 2,29 – 2,30 % a vážené průměrné sazby 2,30 – 2,31 %. Dodatečná poptávka před koncem roku vedla ke zvýšení sazby EONIA na 2,42 % 30. prosince, což byl doposud nejnižší spread nad minimální nabídkovou sazbu zaznamenaný na konci roku. V prvních dvou týdnech nového roku sazba EONIA zůstala stabilní na 2,34 %, ale v důsledku tržního očekávání uvolněných podmínek likvidity tato sazba 13. ledna klesla na 2,21 %. Následující pondělí vytláčily chyby v absorbování likvidity v autonomních faktorech a přebytečných rezervách sazbu EONIA až na 2,31 %. Udržovací období skončilo čistým čerpáním depozitní facility ve výši 0,79 mld. EUR, přičemž sazba EONIA činila 2,30 %.

Udržovací období končící 7. února 2006

Uvolněný přístup k přidělování pokračoval i v následujícím udržovacím období. Během prvních dvou týdnů tohoto období byla sazba EONIA poměrně stabilní ve výši 2,33 %, ale v pátek 3. února stoupla na 2,40 %. V posledních dvou dnech období opět klesla na 2,34 %. Krátkodobé zvýšení jednodenní sazby odráželo zpřísnění podmínek likvidity po přidělení poslední MRO. Marginální sazba pro MRO mírně stoupla z 2,30 % na 2,31 %, zatímco vážená průměrná sazba zůstala stabilní na úrovni 2,31 %. Poslední den udržovacího období ECB prostřednictvím operace jemného doladění poskytla 6,5 mld. EUR, aby čelila předpokládané nerovnováze likvidity v objemu 6,7 mld. EUR. Udržovací období skončilo mírně uvolněným výsledkem v podobě čistého čerpání depozitní facility ve výši 0,87 mld. EUR, přičemž sazba EONIA činila 2,34 %.

2.4 TRHY DLUHOPISŮ

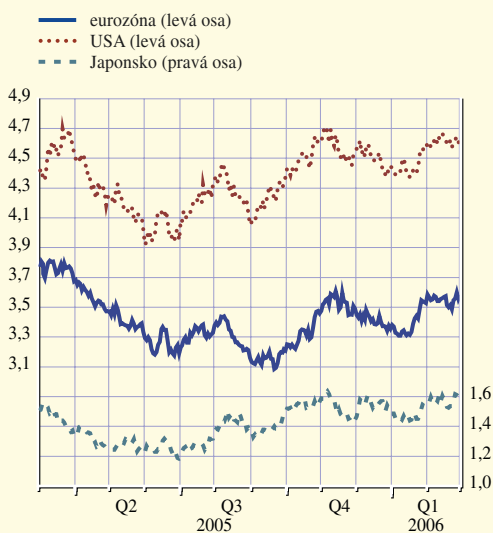
Globální výnosy dlouhodobých státních dluhopisů se od konce listopadu 2005 zvýšily jen mírně. Růst výnosů státních dluhopisů v eurozóně, zejména dluhopisů se střednědobou splatností, podporily indikace, které vedly účastníky trhu k tomu, že očekávali v nejbližším období zlepšení ekonomické aktivity v eurozóně. Nejistota na trhu s dluhopisy byla na většině hlavních trhů nadále nízká.

Výnosy desetiletých státních dluhopisů v eurozóně i v USA se mezi koncem listopadu 2005 a 1. březnem 2006 mírně zvýšily na 3,6 % a 4,6 % na konci sledovaného období (viz graf 18). Výnosy dlouhodobých dluhopisů však byly podle historických měřítek na obou stranách Atlantiku nadále dosti nízké. Nízká úroveň výnosů dluhopisů v obou ekonomikách proto stále odráží jak skutečnost, že rizikové prémie požadované investory za držbu dlouhodobých dluhopisů jsou nižší, tak i fakt, že dlouhodobá inflační očekávání jsou pevně ukotvena. Diferenciál mezi výnosy desetiletých státních dluhopisů v USA a v eurozóně se v tomto období prakticky nezměnil a na konci sledovaného období dosáhl 105 bazických bodů. Výnosy japonských desetiletých státních dluhopisů se ve stejném období zvýšily na 1,6 % k 1. březnu. Nejistota účastníků trhu ohledně nejbližšího vývoje na trhu desetiletých dluhopisů, indikovaná implikovanou volatilitou odvozenou z opcí na dluhopisy, se v eurozóně a v USA mírně snížila a v Japonsku se poněkud zvýšila (viz graf 19).

Nominální výnosy dlouhodobých dluhopisů ve Spojených státech se v posledních třech měsících mírně zvýšily i přesto, že v průběhu sledovaného období podléhaly značným výkyvům. Zveřejněné údaje o skutečné a očekávané ekonomické aktivitě nadále naznačovaly relativně silný hospodářský růst. Údaje o reálném HDP v USA za čtvrté čtvrtletí 2005 však byly mnohem nižší než očekávali účastníci trhu, což patrně vedlo k určitým obavám ohledně krátkodobého výhledu pro ekonomickou aktivitu. Potvrzuje to skutečnost, že reálné výnosy z indexovaných dluhopisů se ve sledovaném období celkově snížily s tím, že výraznější pokles byl zaznamenán u dluhopisů s kratšími splatnostmi. Sklon výnosové křivky v USA se navíc dále zplošťoval a u některých splatností

Graf 18 Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů

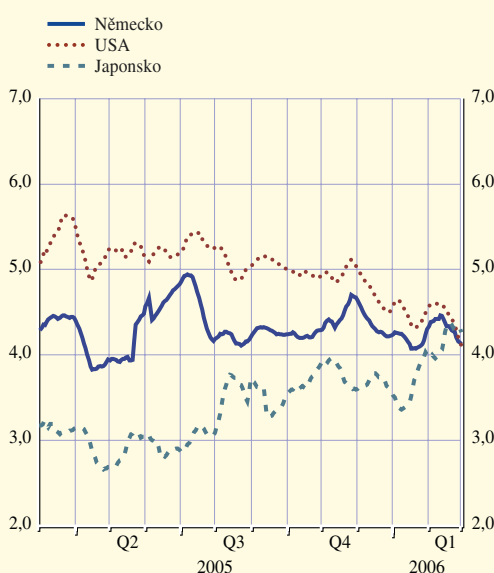
(v % p.a.; denní údaje)



Zdroj: Bloomberg a Reuters.
Poznámka: Jedná se o výnosy státních dluhopisů s desetiletou nebo nejbližší jinou splatností.

Graf 19 Implikovaná volatilita na trhu dluhopisů

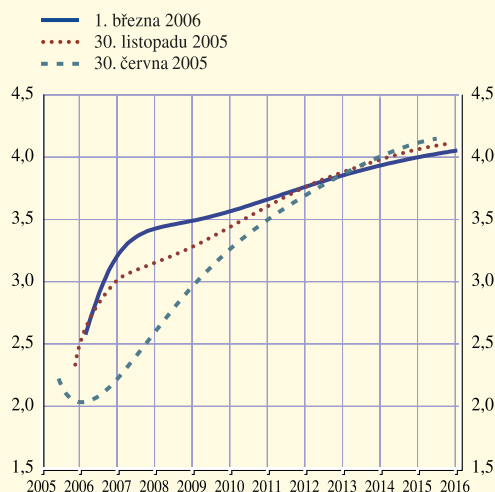
(v % p.a.; 10denní klouzavý průměr denních údajů)



Zdroj: Bloomberg.
Poznámka: Implikovaná volatilita se odvozuje z opcí na nejdříve splatný termínový kontrakt, který se podle definice Bloombergu nahrazuje 20 dní před vypršením. To znamená, že 20 dní před vypršením kontraktů se uskuteční změna zvolených kontraktů použitých k získání implikované volatilita, a to z nejdříve splatného kontraktu na bezprostředně po něm následující.

**Graf 20 Implikované forwardové
jednodenní úrokové sazby v eurozóně**

(v % p.a.; denní údaje)

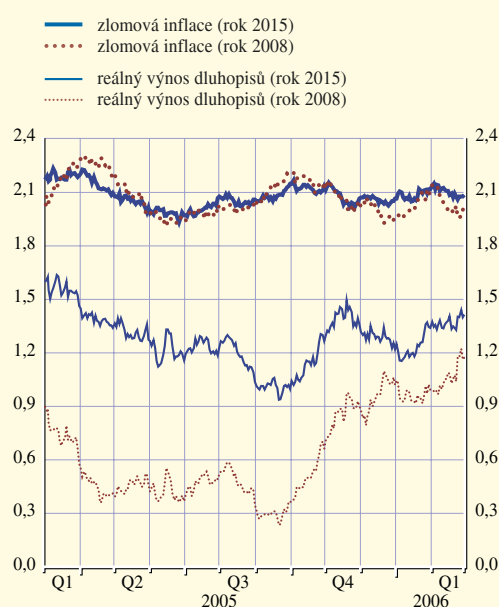


Zdroj: odhad ECB.

Poznámka: Implikovaná forwardová výnosová křivka, která je odvozena z časové struktury úrokových sazeb pozorovaných na trhu, odráží tržní očekávání budoucích úrovních krátkodobých úrokových sazeb. Metoda pro výpočet těchto implikovaných forwardových výnosových křivek je popsána na straně 26 Měsíčního bulletinu z ledna 1999. Údaje použité při odhadu jsou odvozeny ze swapových kontraktů.

**Graf 21 Reálný výnos dluhopisů v eurozóně
a zlomová inflace**

(v % p.a.; bez poplatků; denní údaje)



Zdroj: Reuters a výpočty ECB.

Poznámka: Reálné výnosy dluhopisů jsou odvozeny z tržních cen francouzských státních dluhopisů, indexovaných indexem HICP eurozóny (bez tabákových výrobků). Způsob výpočtu zlomové inflace je popsán na straně 16 Měsíčního bulletinu z února 2002.

se dokonce obrátil. I když v minulosti obrácená výnosová křivka signalizovala nižší budoucí hospodářský růst, je třeba mít na paměti, že sklon výnosové křivky v USA by v současné době mohl být zkreslen obzvláště nízkými rizikovými prémie zahrnutými do výnosů dluhopisů.²

Zdá se, že další růst cen ropy v posledních třech měsících vyvíjel tlak na růst výnosů amerických dluhopisů prostřednictvím vyšších inflačních očekávání na straně investorů. Tento názor podporuje i fakt, že zlomová míra inflace ve Spojených státech se od konce listopadu 2005 zvýšila, a to zejména v kratších splatnostech. Např. zlomová míra inflace odvozená z nominálních a reálných výnosů splatných v roce 2009 se v posledních třech měsících zvýšila zhruba o 50 bazických bodů.

Výnosy dlouhodobých dluhopisů v eurozóně v posledních třech měsících zaznamenaly mírný růst. Výnosy dluhopisů byly podpořeny výsledky průzkumu, které celkově naznačovaly, že v roce 2006 dojde ke zrychlení hospodářského růstu v eurozóně i přesto, že údaje o hospodářském růstu v posledním čtvrtletí 2005 byly poněkud nižší než se očekávalo. Názor investorů, kteří v nejbližší době očekávají zlepšení ekonomické aktivity v eurozóně, je konzistentní s růstem (zhruba o 30 bazických bodů) výnosu indexovaných dluhopisů splatných v roce 2008, ke kterému došlo v posledních třech měsících (viz graf 21). Názory účastníků trhu na budoucí vývoj měnové politiky ECB se v tomto období příliš neměnily, s výjimkou očekávání mírně vyšších měnově politických sazeb v krátkodobém až střednědobém horizontu (viz graf 20). Výnosy dluhopisů

² Viz box nazvaný "Does the flattening of the US yield curve signal lower growth ahead?", Měsíční Bulletin, únor 2006.

v eurozóně se však po rozhodnutí ECB zvýšit k 1. prosinci minimální nabídkovou sazbu pro hlavní refinanční operace o 25 bazických bodů na 2,25 % změnily jen málo. Tato zdrženlivá reakce trhů dluhopisů naznačuje, že finanční trhy zpřísnění měnové politiky očekávaly.

Inflační očekávání účastníků trhu pro eurozónu se ve sledovaném období příliš nezměnila, jak to naznačují pouze nepatrné změny zlomové míry inflace ve všech horizontech (viz graf 21). Zlomová míra inflace v eurozóně tak byla nadále odolná vůči růstu cen ropy v posledních třech měsících. Dne 1. března dosáhla desetiletá zlomová míra inflace 2,1 %.

Implikovaná volatilita trhu dluhopisů v eurozóně se mírně snížila jak v prosinci 2005, tak v prvních dvou měsících roku 2006, a podle historických měřítek byla stále nízká (viz graf 19). Nejistota účastníků trhu ohledně nejbližšího vývoje výnosů desetiletých dluhopisů byla tedy stále poměrně nízká, což patrně naznačuje, že účastníci trhu vnímají nízké úrokové sazby v eurozóně i ve světě jako trvalý jev.

2.5 AKCIOVÉ TRHY

Poslední tři měsíce se vyznačovaly prudkým růstem cen na všech hlavních akciových trzích. Vysoká ziskovost, jak skutečná, tak očekávaná, podporovala růst světových cen akcií.

V posledních třech měsících vzrostly ceny akcií v eurozóně i ve Spojených státech. Navzdory velmi silné volatilitě v rámci období se zvýšily i ceny japonských akcií. V eurozóně a v USA se v období mezi koncem listopadu a 1. březnem ceny akcií měřené indexem Dow Jones EURO STOXX a indexem Standard & Poor's 500 zvýšily zhruba o 12 % a 3 %. Ceny japonských akcií měřené indexem Nikkei 225 se ve stejném období zvýšily o 7 %.

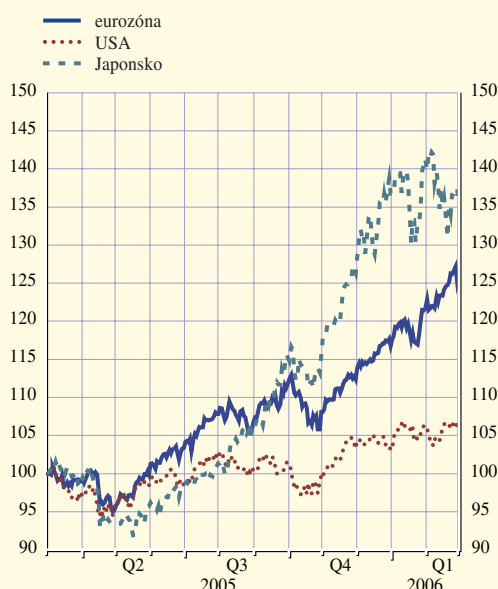
Nejistota ohledně vývoje akciového trhu, měřená implikovanou volatilitou odvozenou z akciových opcí, byla na amerických trzích v podstatě stabilní, v eurozóně se mírně zvýšila a v Japonsku se zvýšila prudce (viz graf 23).

V Japonsku lze tuto zvýšenou nejistotu a prudký pokles cen na akciovém trhu ke konci sledovaného období částečně přičíst vyšetřování domnělé manipulace s trhem ze strany vedoucích pracovníků jedné japonské internetové společnosti v polovině ledna 2006. Relativně příznivé zprávy o hospodářském vývoji a vývoji zisků pravděpodobně podpořily růst cen akcií v Japonsku, a tak pokračovalo silné oživení pozorované od počátku roku 2005.

Díky uveřejnění relativně příznivých údajů o ziscích se v posledních třech měsících zvýšily ceny akcií ve Spojených státech. Např. v únoru

Graf 22 Indexy cen akcií

(index: 1. březen 2005 = 100; denní údaje)



Zdroj: Reuters a Thomson Financial Datastream.
Poznámka: Širší Dow Jones EURO STOXX pro eurozónu, index Standard & Poor's 500 pro USA a index Nikkei 225 pro Japonsko.

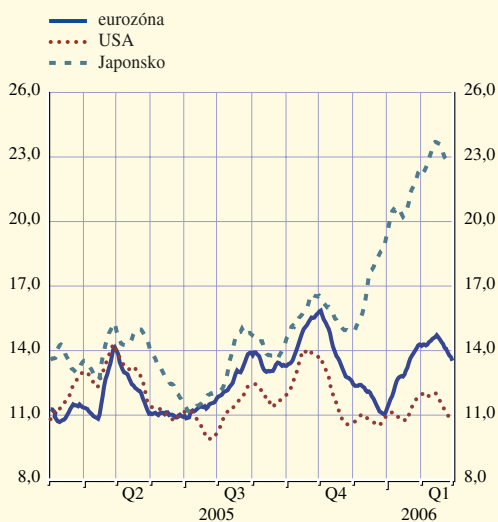
uvedl Thomson Financial Datastream, že meziroční tempo růstu zisku na akcii v podnicích zařazených do indexu Standard & Poor's 500 činilo asi 15 %. Tentýž zdroj uvedl, že analytici předpovídají, že meziroční tempo růstu zisků bude v příštích dvanácti měsících nadále na úrovni asi 12 % (viz graf 24). Zisky a ceny akcií v USA tak nadále odolávaly jak obnovenému růstu cen ropy v minulých třech měsících, tak i zvýšeným geopolitickým tlakům.

Dvouciferný růst cen akcií v eurozóně v posledních třech měsících znamenal, že ceny akcií v eurozóně i nadále dosahovaly velmi dobrých výsledků, které byly zaznamenávány v průběhu zhruba jednoho roku. Prudký růst cen akcií odrážel trvale silný skutečný i očekávaný růst podnikových zisků. V únoru uvedl Thomson Financial Datastream, že skutečné meziroční tempo růstu zisků v podnicích zařazených do indexu Standard & Poor's 500 činilo asi 16 %. Tentýž zdroj uvedl, že analytici očekávali v příštích 12 měsících 8% meziroční růst zisku na akcii u podniků zahrnutých do indexu Dow Jones EURO STOXX.

Vysoké očekávané tempo růstu podnikových zisků v eurozóně je konzistentní s pozitivním hodnocením, jež lze odvodit z ukazatelů podnikatelské důvěry v eurozóně získaných na základě průzkumu. Zajímavým rysem světových akciových trhů v posledních dvanácti měsících byly lepší výsledky cen akcií v eurozóně než v USA. Tento vývoj může do jisté míry souviset se zvýšením úrokového diferenciálu mezi USA a eurozónou a také s oslabením eura vůči americkému dolaru (viz box 5).

Graf 23 Implikovaná volatilita akciového trhu

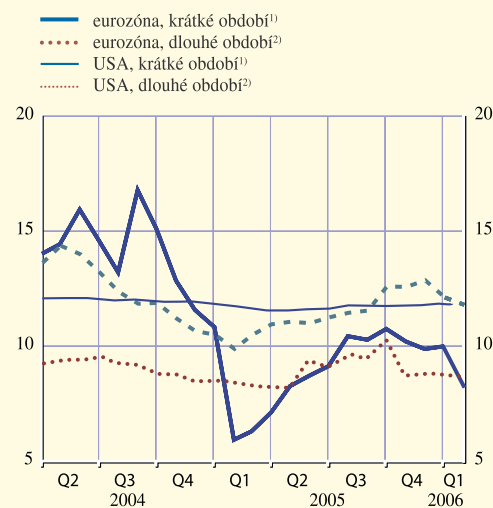
(v % p.a.; 10denní klouzavý průměr denních údajů)



Zdroj: Bloomberg
Poznámka: Implikovaná volatilita představuje očekávanou standardní odchylku změn burzovních indexů v % v období do 3 měsíců, jak vyplývá z cen opcí na burzovní indexy. Akciové indexy, na které implikovaná volatilita odkazuje, jsou Dow Jones EURO STOXX 50 pro eurozónu, index Standard & Poor's 500 pro USA a index Nikkei 225 pro Japonsko.

Graf 24 Růst očekávaného zisku na akcii v eurozóně a ve Spojených státech

(v % p.a.; měsíční údaje)



Zdroj: Thomson Financial Datastream a výpočty ECB.
Poznámka: Očekávaný růst zisků v rámci indexu Dow Jones EURO STOXX pro eurozónu a indexu Standard & Poor's 500 pro USA.
1) Krátké období odkazuje na analytiku očekávané zisky na 12 měsíců dopředu (meziroční tempa růstu).
2) Dlouhé období odkazuje na analytiku očekávané zisky na 3 až 5 let dopředu (meziroční tempa růstu).

V posledních třech měsících si sektory průmyslu a síťových odvětví vedly lépe než celkový index (viz tabulka 3). Finanční sektor zřejmě těžil ze současných podmínek nízké inflace a nízkých úrokových sazeb, zatímco průmysl a síťová odvětví mohly být podpořeny zvýšenou důvěrou podnikatelů v eurozóně a v případě síťových odvětví i nárůstem cen ropy v daném období.

**Tabulka 3 Změny cen a historická volatilita sektorových indexů
Dow Jones EURO STOXX**

(změny cen v % cen ke konci období; historická volatilita v % p.a.)

	Suroviny	Spotřební služby	Spotřební zboží	Ropa a zemní plyn	Finanční sektor	Zdravotnictví	Průmysl	Technologický sektor	Telekomunikace	Síťová odvětví	EURO STOXX
Podíl sektoru na kapitalizaci trhu (údaje ke konci období)	5,3	6,7	11,3	7,3	34,4	3,9	10,7	5,3	6,5	8,7	100,0
Změny cen (údaje ke konci období)											
2004 Q4	9,9	6,3	5,5	1,6	11,2	1,8	6,6	6,6	17,0	11,1	8,3
2005 Q1	6,0	7,5	6,3	9,7	4,7	0,1	5,3	-1,2	-4,0	3,7	4,3
2005 Q2	-0,8	1,8	2,6	11,4	2,8	5,6	5,2	10,1	-0,3	8,2	4,4
2005 Q3	12,5	1,7	11,8	14,1	9,8	4,5	7,0	4,8	1,3	6,5	8,1
2005 Q4	6,2	4,3	0,6	-6,3	9,0	6,5	7,1	7,0	-4,1	5,7	4,5
leden	6,0	1,1	4,4	6,0	4,7	3,0	7,1	2,3	-4,7	6,9	4,1
únor	1,0	1,3	3,2	-4,8	5,9	-2,9	3,6	1,7	1,7	5,2	3,0
Konec listopadu 2005 až 1. března 2006	12,7	9,1	11,9	1,5	16,4	7,2	20,0	8,6	-1,1	18,6	12,4
Volatilita (průměry za období)											
2004 Q4	12,8	10,4	11,5	10,9	10,1	15,5	9,8	19,2	12,9	9,8	10,1
2005 Q1	10,6	8,4	8,5	11,6	8,8	16,5	9,3	14,7	9,9	13,0	8,2
2005 Q2	13,1	10,1	11,0	13,8	10,7	14,9	11,8	17,1	12,1	12,3	10,3
2005 Q3	12,8	8,4	12,2	15,9	11,2	12,0	9,4	18,0	10,9	12,3	10,0
2005 Q4	13,2	10,4	11,3	20,1	10,6	13,6	11,3	14,7	11,0	11,3	10,2
leden	17,5	10,3	12,6	13,2	14,7	13,6	14,9	18,4	16,0	12,4	11,8
únor	10,4	9,2	10,5	17,8	10,3	11,9	8,7	11,4	13,2	14,7	8,5
Konec listopadu 2005 až 1. března 2006	12,9	9,3	10,6	14,9	11,7	13,2	10,9	13,6	12,7	13,2	9,6

Zdroj: Thomson Financial Datastream a výpočty ECB.

Poznámka: Historická volatilita je vypočtena jako anualizovaná standardní odchylka denních změn úrovně indexu za období. Sektorové indexy jsou uvedeny v části „Statistika eurozóny“.

FAKTORY STOJÍCÍ ZA NEDÁVNÝM ODLIŠNÝM VÝVOJEM CEN AKCIÍ V EUROZÓNĚ A SPOJENÝCH STÁTECH

V průběhu minulého roku zaznamenaly ceny akcií v eurozóně značný nárůst, avšak ve Spojených státech stagnovaly. Od konce prosince 2004 do konce prosince 2005 se index Dow Jones EURO STOXX zvýšil o téměř 23 % ve srovnání s necelým 4% nárůstem indexu Standard & Poor's 500. Skutečnost, že si ceny akcií v eurozóně vedly o tolik lépe než ceny akcií v USA, se může zdát v rozporu s poměrně slabším skutečným i očekávaným hospodářským růstem v eurozóně. Ten by měl hovořit spíše ve prospěch amerických akcií. Jak uvádí tento box, fakt, že akciový trh v eurozóně překonal akciový trh ve Spojených státech, může vysvětlit řada dalších podstatných faktorů včetně příznivějšího vývoje zisků společností, slabšího eura oproti americkému dolaru a mírnějšího zvýšení úrokových sazeb v eurozóně.

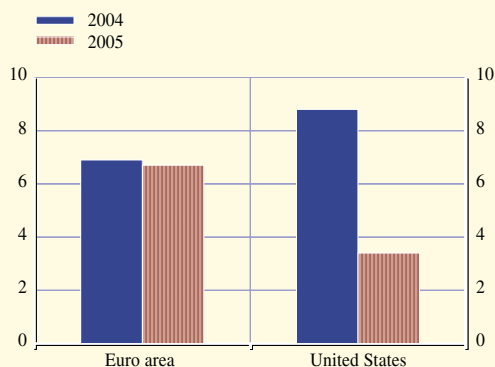
Abychom mohli posoudit faktory, jež mohly zvětšit propast mezi cenami akcií v těchto dvou hospodářských oblastech, může být užitečné uvědomit si, že teoreticky se cena akcie rovná součtu očekávaných budoucích dividend diskontovaných bezrizikovou úrokovou sazbou a rizikové prémie, kterou investoři požadují za držbu akcií. Když provádíme toto ocenění, lze nahradit očekávané budoucí dividendy očekávanými výnosy za předpokladu, že určitá část výnosů bude vyplacena jako dividendy. Rozdílné trendy cen akcií v těchto dvou ekonomikách tudíž musejí pocházet z rozdílné ziskovosti, úrokových sazeb a akciové prémie.

Jestliže se podíváme na vývoj poměrné ziskovosti, podle údajů o ziscích na základě indexu Dow Jones EURO STOXX a indexu Standard & Poor's 500, které poskytuje Thomson Financial Datastream, zisk na akcii v eurozóně rostl výrazněji než ve Spojených státech jak v roce 2004, tak i 2005. Růst zisků v roce 2005 v eurozóně nebyl pouze silnější než ve Spojených státech, ale byl také mnohem silnější, než se odhadovalo v předchozím roce. V prosinci roku 2004 analytici očekávali, že zisk na akcii poroste v eurozóně v roce 2005 o 11,6 %, ale skutečný výsledek byl 18,3 %, což je o téměř 7 procentních bodů více než předpoklad. Ve Spojených státech rostl zisk na akcii v roce 2005 o 14,1 %, což je pouze o cca 3 procentní body více, než byl předpoklad v prosinci 2004 (viz graf A).

Jedním z faktorů, jež mohou hrát úlohu při vysvětlování rozdílů mezi vývojem akciového trhu v eurozóně a ve Spojených státech, je devizový kurz. Výrazné změny devizového kurzu mohou ovlivnit jak udávané zisky, tak i vnímání trhu co do budoucích zisků. Dopad změn devizového kurzu na zisky konkrétní společnosti a konečně též na obecný akciový index se bude pochopitelně lišit v závislosti na tom, zda se společnosti více zaměřují na dovoz, anebo na vývoz, a proto jsou na úhrnné úrovni jeho znaky jen těžko rozpoznatelné, a stávají se tak předmětem empirického výzkumu. Graf uvedený níže ukazuje devizový kurz eura oproti americkému dolaru spolu s poměrnou výkonností akciového trhu v těchto dvou ekonomikách. Vzhledem k tomu, že se lepší výkonnost akcií v eurozóně zdá být úzce spjata s depreciací eura vůči americkému dolaru v průběhu roku 2005, zdá se opodstatněný předpoklad, že v porovnání s americkými společnostmi přispěla depreciace v roce 2005 k příznivějšímu vývoji zisku společností v eurozóně pravděpodobně prostřednictvím souvisejícího obecného nárůstu vývozní konkurenceschopnosti.

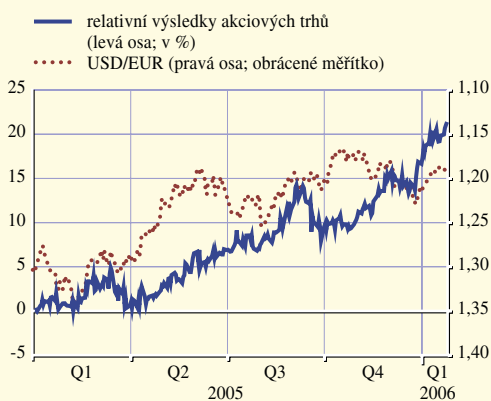
Graf A Neočekávané zisky v eurozóně a Spojených státech

(v procentních bodech)



Zdroje: Thomson Financial Datastream a výpočty ECB.
Poznámka: Neočekávané zisky jsou měřeny jako rozdíl mezi skutečným meziročním růstem zisků a růstem zisků očekávaným v prosinci předcházejícího roku.

Graf B Relativní vývoj cen akcií v eurozóně a Spojených státech, devizový kurz USD/EUR



Zdroje: Reuters a výpočty ECB.

Jak bylo uvedeno výše, vývoj úrokových sazeb má význam pro ceny akcií, jelikož ovlivňuje diskontní faktor, který investoři používají k hodnocení akcií. Abychom mohli změřit dopad úrokových sazeb na ceny akcií, je užitečné podívat se na dlouhodobé skutečné výnosy z empirického hlediska. Když se tyto výnosy zvýší a ostatní faktory zůstanou beze změny, pak ceny akcií zpravidla klesají. Dopad diskontních faktorů na ceny akcií ve Spojených státech v roce 2005 musel být méně příznivý než v eurozóně. Např. dlouhodobé skutečné výnosy indexovaných dluhopisů v eurozóně (se splatností v roce 2012) se od prosince 2004 do prosince 2005 téměř nezměnily, ale tyto výnosy srovnatelných dluhopisů ve Spojených státech se splatností v roce 2011 se zvýšily přibližně o 80 bazických bodů. Je tudíž pravděpodobné, že silný nárůst skutečných výnosů z dluhopisů přibližně vykompenzoval dopad obecně pozitivního vývoje zisků na americkém akciovém trhu.

Mimoto mohly mít ceny akcií v eurozóně v roce 2005 prospěch z názoru investorů, že americké akcie obnášejí vyšší rizika než akcie v eurozóně. Například pokud jde o odpověď na otázku, v kterých regionech jsou podle názoru manažerů fondů akciové trhy nejvíce nadhodnocené a nejvíce podhodnocené, položenou v rámci měsíčního průzkumu Merrill Lynch Global Fund Manager Survey, průměrné čisté procento (tj. procento odpovědí „nejvíce nadhodnocené“ minus procento odpovědí „nejvíce podhodnocené“) těch odpovědí, které označily za nejvíce nadhodnocené americké akciové trhy, dosahovalo během roku 2005 přibližně 50 %. Pokud jde o eurozónu, bylo toto čisté procento v průměru přibližně -16 %, což naznačuje, že manažeri fondů považují akciový trh eurozóny za podhodnocený. Takovéto vnímání mohlo způsobit, že zejména institucionální investoři ve svých portfoliích příliš nadhodnocují akcie v eurozóně, a naopak podhodnocují americké akcie, čímž ovlivňují poměrný vývoj cen akcií.

Jelikož zvýšení cen akcií na obou stranách Atlantiku mělo obecně široký základ, rozdíly v celkové výkonnosti akciového trhu v eurozóně a ve Spojených státech se zpravidla řádně odrážejí v souvisejících výkonnostních diferenciacích v jednotlivých sektorech. Ceny akcií v institucích finančního sektoru v eurozóně – který má větší váhu v indexu Dow Jones EURO STOXX

nežli má tentýž americký sektor v indexu Standard & Poor's 500 – však od konce roku 2004 do konce roku 2005 získal 29 %. Ceny akcií ve finančním sektoru v USA v tomto období rostly mnohem méně, přibližně o 3,5 %. Tato odlišná výkonnost finančního sektoru tudíž zvýšila odlišnou výkonnost cen akcií v těchto dvou ekonomikách. Jeden možný faktor stojící za výraznějším zvýšením cen akcií v evropském finančním sektoru v posledních letech lze najít v tržních spekulacích o dalším pokroku v konsolidaci evropského bankovního sektoru. Tržní očekávání další přeshraniční konsolidace mohlo proto hnát ceny akcií evropských bank nahoru (především akcií těch bank, jež jsou možnými cíli).

Celkově přispěla lepší výkonnost cen akcií v eurozóně v porovnání s cenami akcií ve Spojených státech v roce 2005 k vyrovnání některých převládajících rozdílů panujících mezi maticemi oceňování akciového trhu, jako je poměr mezi cenami akcií a zisky v těchto dvou ekonomikách, a můžeme ji tudíž považovat za součást procesu vyrovnávání. Na konci roku 2004 byl ve Spojených státech poměr cen akcií a podnikových zisků za předcházejících 12 měsíců 20,5 pro společnosti obsažené v indexu Standard & Poor's 500, avšak – pro společnosti obsažené v indexu Dow Jones EURO STOXX – v eurozóně činil tento poměr 14,3. Relativní vývoj akciových indexů i zisků společností v roce 2005 tyto dva poměry cen akcií a zisků ještě sblížil, na konci roku konkrétně na úroveň 18,5 a 15,9.

2.6 FINANCOVÁNÍ A FINANČNÍ POZICE NEFINANČNÍCH PODNIKŮ

Reálné náklady na vnější financování nefinančních podniků byly ve čtvrtém čtvrtletí 2005 podle historických měřítek nadále nízké. Ve stejném období nefinanční podniky dále zvýšily úvěrové financování, zatímco emise dluhových cenných papírů byla nadále jen mírná a emise kotovaných akcií se poněkud zvýšila. V důsledku pokračujícího růstu dluhového financování se v posledním čtvrtletí 2005 dále zvýšil poměr dluhu tohoto sektoru k HDP.

NÁKLADY NA FINANCOVÁNÍ

Reálné náklady na externí financování nefinančních podniků v eurozóně, vypočítané jako náklady na rozdílné zdroje externího financování vážené na základě splatných částek (očištěných o kurzové vlivy), zůstaly podle historických měřítek až do konce čtvrtého čtvrtletí 2005 na nízké úrovni (viz graf 25)³. Zatímco reálné náklady na dluhové financování se poněkud zvýšily, reálné náklady na emisi kotovaných akcií se ve stejném období snížily.

Ve čtvrtém čtvrtletí zůstaly reálné náklady na bankovní půjčky nezměněny a byly i nadále nízké. Pokud jde o členění podle splatnosti, zvýšily se ve čtvrtém čtvrtletí krátkodobé úrokové sazby MFI z úvěrů (s pohyblivou sazbou a počáteční fixací do 1 roku) poskytnutých nefinančním podnikům o zhruba 20 až 25 bazických bodů, a odrážely tak růst sazeb peněžního trhu ve stejném období (viz tabulka 4). Dlouhodobé úrokové sazby MFI z úvěrů (s počáteční fixací úrokové sazby nad pět let) poskytnutých nefinančním podnikům se ve čtvrtém čtvrtletí zvýšily pouze o zhruba pět bazických bodů. Tento vývoj odrážel pomalé promítání růstu výnosů odpovídajících státních dluhopisů do dlouhodobých bankovních sazeb pro půjčky v posledních měsících.

³ Podrobný popis stanovení reálných nákladů na externí financování nefinančních podniků v eurozóně je uveden v boxu 4 v Měsíčním Bulletinu ECB z března 2005.

Tabulka 4 Úrokové sazby MFI z nových půjček nefinančním podnikům

(v % p.a.; bazické body; vážené údaje¹⁾)

							změny v bazických bodech do prosince 2005		
	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 listopad	2005 prosinec	2004 pros.	2005 září	2005 září
Úrokové sazby MFI z úvěrů									
Přečerpání bankovních účtů nefinančních podniků	5,25	5,26	5,13	5,13	5,09	5,13	-12	0	4
Úvěry nefinančním podnikům do 1 milionu EUR s pohyblivou sazbou a počáteční fixací do 1 roku	3,98	3,91	3,88	3,81	3,92	3,99	1	18	7
s počáteční fixací mezi nad 5 let	4,44	4,33	4,20	4,04	3,99	4,07	-37	3	8
Úvěry nefinančním podnikům nad 1 milion EUR s pohyblivou sazbou a počáteční fixací do 1 roku	3,05	3,01	2,94	2,94	3,07	3,20	16	26	13
s počáteční fixací mezi nad 5 let	4,06	4,04	3,89	3,87	3,98	3,95	-11	8	-2
Memo položky									
3měsíční úroková sazba peněžního trhu	2,17	2,14	2,11	2,14	2,36	2,47	30	33	11
Výnos 2letého státního dluhopisu	2,36	2,49	2,07	2,21	2,73	2,80	44	59	7
Výnos 5letého státního dluhopisu	2,93	3,08	2,58	2,60	3,10	3,07	14	48	-3

Zdroj: ECB.

¹⁾ Pro období od prosince 2003 jsou vážené úrokové sazby MFI počítány s využitím národních vah sestavených z 12měsíčního klouzavého průměru nových obchodů. Za předchozí období, tedy od ledna do listopadu 2003, se počítají s využitím národních vah sestavených z průměru objemů nových obchodů v roce 2003. Další informace najdete v Boxu 3 Měsíčního bulletinu ECB ze srpna 2004.

Navíc se podle průzkumu bankovních půjček z ledna 2006 v posledních dvou čtvrtletích prakticky nezměnily úvěrové standardy pro půjčky podnikům, což naznačovalo, že nadále trvají příznivé úvěrové podmínky.⁴

Reálné náklady na dluh realizované prostřednictvím kapitálového trhu se ve čtvrtém čtvrtletí zvýšily v důsledku jak vyšších tržních úrokových sazeb, tak i rostoucích úrokových spreadů podnikových dluhopisů (viz graf 26), i když byly podle historických měřítek stále nízké. Růst spreadů podnikových dluhopisů patrně odráží posun ve vnímání úvěrového rizika směrem k mírnému zhoršení kvality úvěrů nefinančních podniků. To může souviset s tržními očekáváními růstu úrokového zatížení podniků spolu s rostoucími ukazateli zadluženosti nefinančních podniků, ačkoliv ziskovost podniků byla nadále vysoká.

Reálné náklady na emise akcií nefinančních podniků se ve čtvrtém čtvrtletí 2005 snížily, zejména díky příznivému vývoji na akciových trzích. Zároveň byly reálné náklady na emise akcií značně vyšší než reálné náklady na dluhové financování.

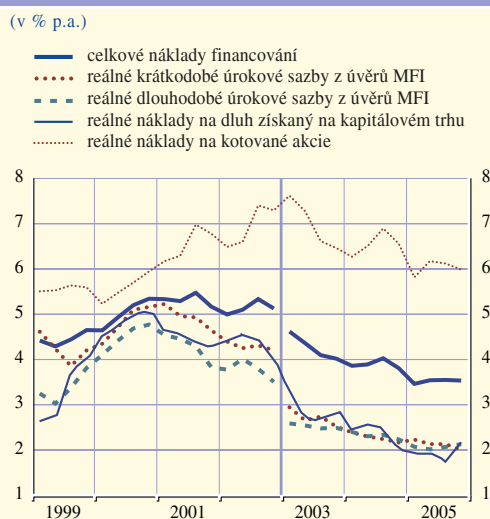
TOKY FINANCOVÁNÍ

Ziskovost nefinančních podniků v eurozóně, měřená různými ukazateli zisku na základě údajů agregovaných finančních výkazů kotovaných nefinančních podniků v eurozóně, byla ve třetím čtvrtletí 2005 stále vysoká (viz graf 27).⁵ K růstu ukazatelů ziskovosti došlo zejména díky poklesu poměru provozních nákladů k tržbám, který naznačoval úspěšnou snahu nefinančních podniků o restrukturalizaci. Pokud jde o vývoj ziskovosti v jednotlivých sektorech, byla ziskovost

⁴ Viz též box 1 v Měsíčním bulletinu z února 2006.

⁵ Viz článek "Developments in corporate finance in the euro area" v Měsíčním bulletinu z listopadu 2005.

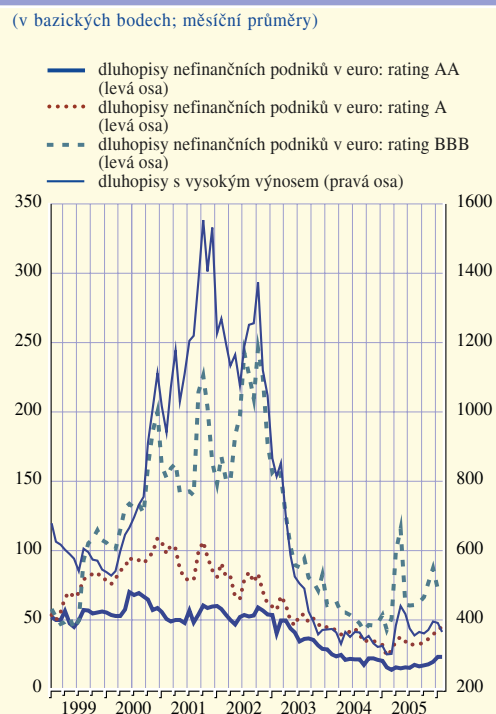
Graf 25 Reálné náklady vnějšího financování nefinančních podniků eurozóny



Zdroje: ECB, Thomson Datastream, Merrill Lynch a Consensus Economic Forecast.

Poznámky: Reálné náklady vnějšího financování nefinančních podniků se vypočítají jako vážený průměr nákladů na bankovní úvěry a nákladů na dluhové cenné papíry a akcie (podle jejich splatných částek) deflovaných inflačními očekáváním (viz box 4 v Měsíčním bulletinu z března 2005). Zavedení harmonizovaných úrokových sazeb z úvěrů MFI na začátku roku 2003 vedlo k přerušení statistické řady.

Graf 26 Spready dluhopisů nefinančních podniků



Zdroje: Thomson Financial Datastream a výpočty ECB.

Poznámka: Spready dluhopisů nefinančních podniků se počítají oproti výnosům státních dluhopisů s ratingem AAA.

(měřená na základě poměru provozních a čistých příjmů k tržbám⁶) v odvětví obchodu obecně nižší než ziskovost všech kotovaných nefinančních podniků v eurozóně. Navíc bylo podle údajů agregovaných účetních výkazů oživení ziskovosti v tomto sektoru slabší než např. ve zpracovatelském sektoru a v dopravě a v komunikacích. Zdá se, že tyto údaje odpovídají relativně slabé soukromé spotřebě v eurozóně.

Ukazatele ziskovosti na základě údajů akciového trhu naznačují, že se v příštích dvanácti měsících očekává určité zmírnění růstu ziskovosti ve velkých podnicích kotovaných na burze, i když je pravděpodobné, že se udrží na dobré úrovni (viz graf 27).⁷

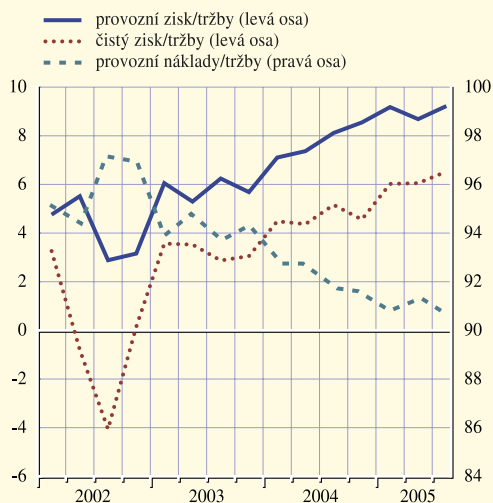
Kromě toho, že se uchýlily k značným a snadno dostupným vnitřním zdrojům, zvýšily nefinanční podniky ve čtvrtém čtvrtletí 2005 i svou poptávku po externím financování (viz graf 28). Reálné meziroční tempo růstu externího financování nefinančních podniků vzrostlo z 2,3 % ve třetím čtvrtletí na 2,8 % ve čtvrtém čtvrtletí. Tento vývoj byl tažen zejména dalším zvyšováním příspěvku půjček MFI nefinančním podnikům a poněkud vyšším příspěvkem kotovaných akcií emitovaných nefinančními podniky. Příspěvek dluhových cenných papírů emitovaných nefinančními podniky byl nadále jen malý.

⁶ Provozní příjmy se definují jako tržby mínus provozní náklady. Čistý příjem znamená provozní a jiné než provozní příjmy po zdanění, odpisy a mimořádné položky.

⁷ Ukazatel podnikových zisků na základě indexu Dow Jones EURO STOXX zahrnuje kromě nefinančních podniků také finanční podniky.

Graf 27 Rentabilita kotovaných nefinančních podniků v eurozóně

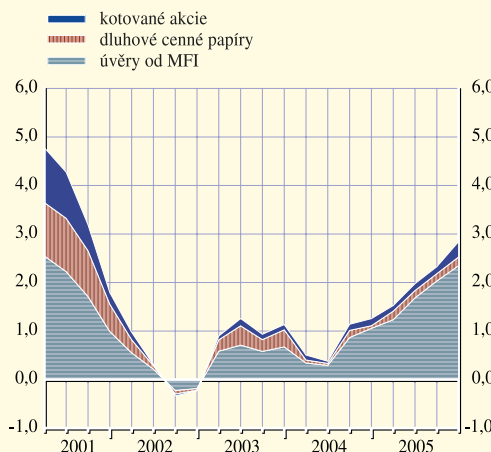
(v %)



Zdroje: Thomson Financial Datastream a výpočty ECB.
Poznámky: Výpočet je založen na agregovaných čtvrtletních finančních výkazech kotovaných nefinančních podniků v eurozóně. Vzorek byl očištěn o extrémní hodnoty. Ve srovnání s provozním ziskem, který je definován jako tržby minus provozní náklady, představuje čistý zisk provozní zisk plus ostatní zisk po zdanění, odpisech a vyloučení mimořádných položek.

Graf 28 Struktura reálného meziročního tempa růstu financování nefinančních podniků¹⁾

(meziroční změny v %)



Zdroj: ECB.
1) Reálné meziroční tempo růstu je definováno jako rozdíl mezi skutečným meziročním tempem růstu a tempem růstu deflátoru HDP.

Meziroční tempo růstu půjček MFI poskytovaných nefinančním podnikům se zvýšilo ze 7,3 % ve třetím čtvrtletí na 8,0 % na konci čtvrtého čtvrtletí (viz tabulka 5). Použití bankovních půjček k financování bylo ovlivněno nízkými reálnými náklady na bankovní půjčky, příznivými úvěrovými standardy bank a vyšší důvěrou v některých odvětvích ekonomiky. Pokud jde o členění podle splatnosti, došlo k dalšímu zvýšení meziročního tempa růstu dlouhodobých půjček MFI z 8,5 % ve třetím čtvrtletí na 9,0 % na konci čtvrtého čtvrtletí. Meziroční tempo růstu krátkodobých půjček se zvýšilo z 5,6 % ve třetím čtvrtletí na 5,9 % na konci čtvrtého čtvrtletí. Zrychlování meziročního tempa růstu dlouhodobých půjček MFI je v souladu jak s oživením tvorby fixního kapitálu v eurozóně, tak s výsledky průzkumu bankovních půjček v eurozóně z ledna 2006, podle kterých byly fixní investice jedním z faktorů přispívajících k růstu čisté poptávky nefinančních podniků po úvěrech. Na rozdíl od úvěrů MFI bylo podle údajů do konce třetího čtvrtletí meziroční tempo změny půjček jiných než poskytnutých MFI nefinančním podnikům nadále negativní.

Meziroční tempo růstu dluhových cenných papírů emitovaných nefinančními podniky bylo na konci čtvrtého čtvrtletí stále mírné ve výši 3,2 % (2,8 % ve třetím čtvrtletí). Možnými faktory, způsobujícími tento mírný růst v období příznivých reálných nákladů dluhu realizovaného prostřednictvím kapitálového trhu, jsou dobrá dostupnost vnitřních zdrojů, silný růst bankovních půjček nefinančním podnikům a relativně vysoká úroveň splácení dluhových cenných papírů. Přímá emise dluhových cenných papírů nefinančními podniky mohla být do určité míry nahrazena také nepřímým financováním prostřednictvím neměnových finančních společností, např. jednotek pro speciální účel (special-purpose vehicles); meziroční tempo růstu emise dluhových cenných

Tabulka 5 Financování nefinančních podniků

	poslední známý zůstatek ke konci čtvrtletí (mld. EUR)	meziroční tempa růstu (změny v %; ke konci čtvrtletí)				
		2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4
Úvěry MFI	3 408	5,4	5,9	6,5	7,3	8,0
do 1 roku	1 038	2,4	3,8	5,6	5,6	5,9
od 1 roku do 5 let	592	6,0	6,7	6,2	6,6	8,6
nad 5 let	1 778	7,0	6,9	7,2	8,5	9,0
Emitované dluhové cenné papíry	612	1,4	4,3	3,0	2,8	3,2
krátkodobé	89	-3,8	3,0	-2,9	-1,5	-1,2
dlouhodobé, z toho: ¹⁾	523	2,4	4,6	4,3	3,6	4,1
s pevnou sazbou	414	-1,1	0,6	0,7	0,3	0,4
s pohyblivou sazbou	93	30,9	27,4	26,3	18,4	21,0
Emitované kotované akcie	3 668	0,8	0,6	0,6	0,5	1,0
Memo položky²⁾						
Financování celkem	8 124	1,8	2,0	2,8	2,8	4/4
Půjčky nefinančním podnikům	3 912	2,2	3,2	4,2	4,6	5/4
Rezervy v penzijních fondech nefinančních podniků	306	4,8	4,7	4,5	4,6	4/4

Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje z této tabulky (s výjimkou memo položek) jsou převzaty z měnových a bankovních statistik a statistik o emisích cenných papírů. Mohou vzniknout drobné rozdíly oproti údajům z finančních účtů, a to především v důsledku rozdílných metod oceňování.

1) Součet údajů pro pevné sazby a pohyblivé sazby se nemusí rovnat celkovému údaji pro dlouhodobé dluhové cenné papíry, protože v této tabulce nejsou samostatně uvedeny dlouhodobé dluhové cenné papíry s nulovým kuponem, které jsou ovlivněny oceňováním.

2) Údaje jsou vykazovány podle statistik finančních účtů. Celkové financování nefinančních podniků zahrnuje úvěry, emitované dluhové cenné papíry, emitované kotované akcie a rezervy penzijních fondů. Úvěry nefinančním podnikům zahrnují úvěry poskytnuté MFI a ostatními finančními podniky. Údaje za poslední čtvrtletí jsou odhady podle údajů měnové a bankovní statistiky a statistiky emisí cenných papírů.

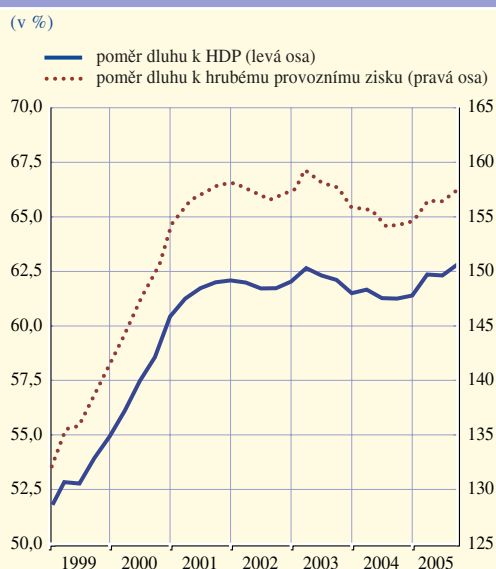
papírů těmito společnostmi činilo 21,4 % ve třetím čtvrtletí a 24,1 % na konci čtvrtého čtvrtletí. Zatímco meziroční tempo změny krátkodobých dluhových cenných papírů a dlouhodobých dluhových cenných papírů s fixní sazbou emitovaných nefinančními podniky bylo velmi nízké, nebo dokonce negativní, meziroční tempo růstu dlouhodobých dluhových cenných papírů s proměnlivými sazbami bylo ve čtvrtém čtvrtletí 2005 nadále vysoké.

Po období velmi slabé čisté emise se meziroční tempo růstu kotovaných akcií emitovaných nefinančními podniky na konci čtvrtého čtvrtletí zvýšilo na 1,0 % (0,5 % ve třetím čtvrtletí). K tomuto růstu přispěl příznivý vývoj na akciovém trhu, který vedl ke snížení nákladů na emise akcií, a také některé privatizační aktivity vlád. Zrychlení emise akcií bylo podpořeno vývojem hrubých primárních i sekundárních emisí. Ve srovnání s výrazným růstem dluhového financování však bylo meziroční tempo růstu kotovaných akcií emitovaných nefinančními podniky stále nízké, pravděpodobně v důsledku vyšších reálných nákladů na emise akcií než na dluhové financování a rostoucího významu programů zpětného odkupu akcií.

FINANČNÍ POZICE

Pokračující růst celkového dluhového financování nefinančních podniků vedl k dalšímu růstu poměru jejich dluhu k HDP na 62,8 % ve čtvrtém čtvrtletí 2005 (viz graf 29). Může to naznačovat, že období rozvahové restrukturalizace v průměru skončilo. Vzhledem k vyšší hrubé tvorbě fixního

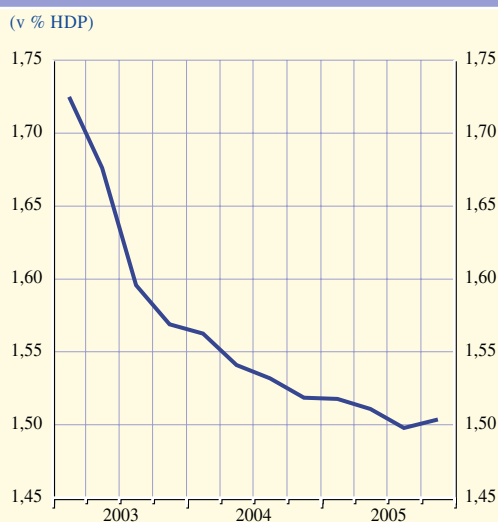
Graf 29 Ukazatele dluhu sektoru nefinančních podniků



Zdroje: ECB a Eurostat.

Poznámky: Hrubý provozní zisk představuje hrubý provozní zisk plus smíšený důchod za celou ekonomiku. Dluh je vykazován podle statistik finančních účtů. Zahrnuje úvěry, emitované dluhové cenné papíry a rezervy penzijních fondů. Údaje za poslední dostupné čtvrtletí jsou odhady.

Graf 30 Čisté úrokové platby nefinančních podniků



Zdroje: ECB, Eurostat.

Poznámka: Čisté úrokové platby označují rozdíl zaplacených úroků z úvěrů od MFI v euro a přijatých úroků z vkladů u MFI v euro.

kapitálu v eurozóně by se mohlo zdát, že příznivé podmínky financování a relativně optimistická očekávání zisku povzbuzují firmy k většímu zadlužování a investicím. Pokud jde o vývoj v jednotlivých sektorech, zdá se, že po rozsáhlé redukci zadluženosti v roce 2004 začaly kotované nefinanční podniky ve většině sektorů v roce 2005 zvyšovat podíl dluhu na bilanční sumě.

Celkově se zdá, že i přes nedávný růst ukazatelů zadluženosti nefinančních podniků je jejich finanční situace v současné etapě všeobecně příznivá, zejména díky značným podnikovým ziskům a trvale nízkému úrokovému zatížení (viz graf 30).

2.7 FINANCOVÁNÍ A FINANČNÍ POZICE SEKTORU DOMÁCNOSTÍ

Výpůjčky domácností ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005 nadále rostly, zejména v důsledku výrazného růstu půjček na nákup nemovitostí k bydlení a spotřebitelských úvěrů. Poptávka po půjčkách byla opět podporována příznivými podmínkami financování a velmi rychlým rozvojem trhu s bydlením v několika zemích eurozóny. Silný růst výpůjček vedl k dalšímu nárůstu zadluženosti domácností v eurozóně, vyjádřené jako podíl na HDP, avšak její úroveň byla podle mezinárodních měřítek nadále poměrně nízká.

PODMÍNKY FINANCOVÁNÍ

Údaje z bankovních statistik úrokových sazeb a průzkumu bankovních půjček⁸ ukazují, že příznivé podmínky financování domácností v eurozóně trvaly i ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005.

Na základě čtvrtletního průměru se úrokové sazby z úvěrů poskytnutých MFI na nákup nemovitostí k bydlení ve čtvrtém čtvrtletí oproti předchozímu čtvrtletí prakticky nezměnily. Zatímco sazby z půjček s kratšími splatnostmi se poněkud zvýšily, sazby z půjček s delšími splatnostmi se mírně snížily, což vedlo ke snížení implikovaného spreadu mezi sazbami z půjček s delšími a kratšími splatnostmi na nejnižší hodnotu od začátku časové řady, tj. od počátku roku 2003. Pokud jde o jednotlivé měsíce, sazby z půjček na nákup nemovitosti k bydlení se mezi listopadem a prosincem 2005 zvýšily ve všech splatnostech (viz graf 31).

Vývoj úrokových sazeb MFI ze spotřebitelských úvěrů byl poněkud jiný s tím, že ve čtvrtém čtvrtletí byly průměrné sazby z úvěrů v kratších i delších splatnostech o něco nižší než ve třetím čtvrtletí. V prosinci se však sazby ze spotřebitelských úvěrů s kratšími splatnostmi mírně zvýšily, zatímco u půjček s delšími splatnostmi nadále klesaly.

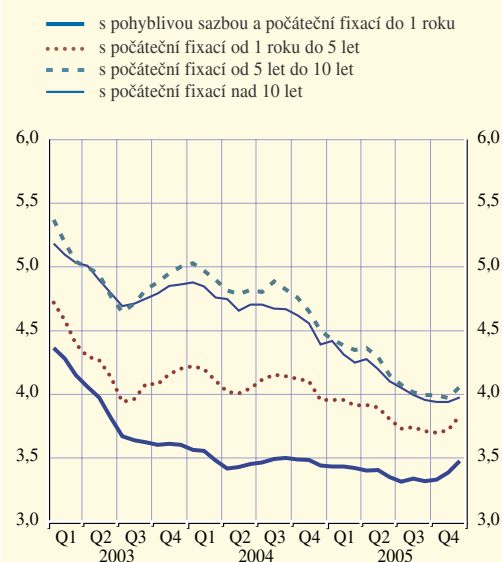
Podle průzkumu bankovních půjček z ledna 2006 banky vykázaly mírné zpřísnění úvěrových standardů pro schvalování půjček na nákup nemovitostí k bydlení a spotřebitelských úvěrů, i když v případě spotřebitelských úvěrů byla tato změna ve srovnání se třetím čtvrtletím poměrně malá. V případě úvěrových standardů pro úvěry na bydlení odrážel rozdíl mezi průzkumy provedenými v říjnu 2005 a lednu 2006 zejména vnímání zvýšené konkurence ostatních bank, zatímco v případě úvěrových standardů pro půjčky na spotřebitelský úvěr tento rozdíl odrážel hlavně rizika pramenící z nižší úvěruschopnosti spotřebitelů. Změn úvěrových standardů bylo v obou případech dosaženo zejména zvýšením marží z rizikovějších úvěrů.

TOKY FINANCOVÁNÍ

Meziroční tempo růstu celkových půjček sektoru domácností – měřených podle údajů ze čtvrtletních finančních účtů – ve třetím čtvrtletí 2005 (poslední období, za které jsou údaje k dispozici) stoupl na 8,6 % z 8,5 % v předchozím čtvrtletí. Údaje o půjčkách MFI, které představují zhruba 90 % celkových nesplacených půjček domácnostem, naznačují, že tento růst pokračoval i ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005. Od poloviny roku 2003 se meziroční tempo růstu půjček poskytnutých domácnostem neměnovými finančními institucemi, ke kterým patří finanční zprostředkovatelé (OFI) a pojišťovny a penzijní fondy (ICPF), značně snížilo (viz graf 32). Box 6 se zabývá vývojem a charakterem půjček poskytnutých domácnostem v eurozóně neměnovými finančními institucemi.

Graf 31 Úrokové sazby MFI z úvěrů domácnostem na nákup nemovitostí

(v % p.a.; bez poplatků; sazby z nových obchodů; vážené údaje¹⁾)



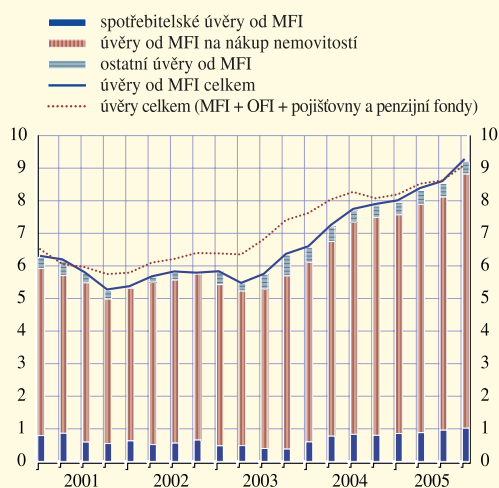
Zdroj: ECB.

1) Pro období od prosince 2003 jsou vážené úrokové sazby MFI vypočítávány s pomocí národních vah vytvořených z 12měsíčního klouzavého průměru objemů nových obchodů. Pro předcházející období od ledna do listopadu 2003 jsou vypočítány s pomocí národních vah vytvořených z průměru objemů nových obchodů v roce 2003. Podrobnější informace najdete v boxu s názvem „Analysing MFI interest rates at the euro area level“ v Měsíčním bulletinu ECB ze srpna 2004.

8 Viz box nazvaný „The results of the January 2006 bank lending survey for the euro area“. Měsíční bulletin, únor 2006.

Graf 32 Celkové úvěry domácnostem

(meziroční tempa růstu v %; příspěvky v procentních bodech; údaje ke konci čtvrtletí)

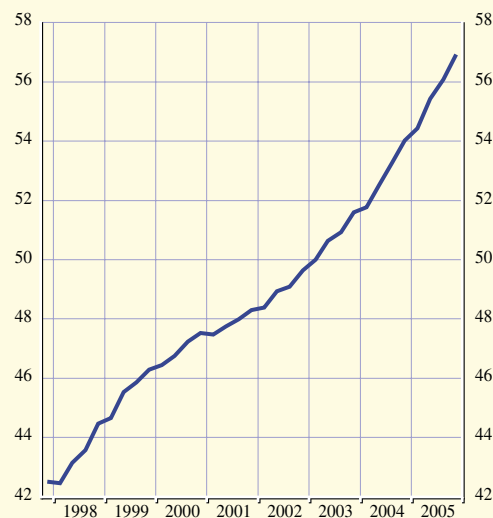


Zdroj: ECB.

Poznámka: Úvěry celkem (MFI + OFI + pojišťovny a penzijní fondy) za 4. čtvrtletí roku 2005 jsou odhadem vycházejícím z transakcí vykázaných v měnové a bankovní statistice. Informace o rozdílech ve výpočtu temp růstu najdete v Technických poznámkách.

Graf 33 Poměr dluhu domácností k HDP

(v %)



Zdroj: ECB.

Poznámka: Údaje o dluhu za poslední zobrazené čtvrtletí jsou částečně založeny na odhadech. Podle těchto údajů, sestavených na základě čtvrtletních finančních účtů, je poměr dluhu domácností k HDP poněkud nižší než podle ročních finančních účtů, zejména proto, že nejsou zahrnuty úvěry poskytované nefinančními sektory a bankami mimo eurozónu.

Údaje MFI do ledna 2006 ukazují, že tempo růstu výpůjček domácností se nadále zrychlovalo zejména díky silné poptávce po půjčkách na nákup nemovitostí určených k bydlení. Meziroční tempo růstu půjček na nákup nemovitostí určených k bydlení v lednu dosáhlo 11,7 %, zatímco ve čtvrtém a třetím čtvrtletí roku 2005 činilo v průměru 11,0 % a 10,7 %. Podle průzkumu bankovních půjček z ledna 2006 je mohutná poptávka po hypotékách podporována příznivým hodnocením perspektiv trhu s bydlením ze strany domácností a významným zlepšením důvěry spotřebitelů.

Meziroční tempo růstu spotřebitelských úvěrů v lednu 2005 činilo 8,0 % poté, co ve čtvrtém a třetím čtvrtletí 2005 dosáhlo v průměru 7,8 % a 6,9 %. Tento nárůst je v souladu s výsledky průzkumu bankovních půjček, podle kterého banky vykazovaly trvale silnou poptávku po spotřebitelských úvěrech, ke které přispěla vyšší důvěra spotřebitelů a vysoké výdaje na zboží dlouhodobé spotřeby. Meziroční tempo růstu ostatních půjček domácnostem v lednu dosáhlo 1,8 % poté, co ve čtvrtém a třetím čtvrtletí 2005 činilo v průměru 2,3 % a 2,2 %.

FINANČNÍ POZICE

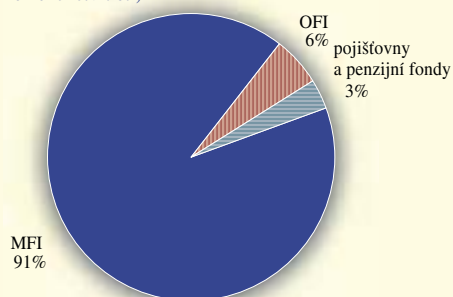
V důsledku pokračujícího silného růstu výpůjček domácností zaznamenal poměr dluhu domácností k HDP další nárůst a odhaduje se, že ve čtvrtém čtvrtletí 2005 činil zhruba 57 % (viz graf 33), což odráží především vývoj dlouhodobého dluhu. I přes tento trvalý růst byla zadluženost podle mezinárodních měřítek stále relativně nízká. Celkové dluhové zatížení sektoru domácností (úrokové platby plus splátky jistiny), vyjádřené jako procentní podíl na disponibilním příjmu, se v posledních letech díky nízkým úrokovým sazbám prakticky nezměnilo.

VÝVOJ A CHARAKTER ÚVĚRŮ NEMĚNOVÝCH FINANČNÍCH INSTITUCÍ DOMÁCNOSTEM

Nejdůležitější zdroj financování domácností představují úvěry od měnových finančních institucí (MFI), o kterých pojednává hlavní část textu. Podle čtvrtletních finančních účtů měnové unie podíl úvěrů od MFI mírně přesahuje 90 % celkového nesplaceného dluhu domácností, přičemž zbytek připadá na úvěry od neměnových finančních institucí. Úvěry od neměnových finančních institucí zahrnují úvěry poskytnuté ostatními finančními zprostředkovateli (OFI) a pojišťovnami a penzijními fondy (viz graf A). Přestože úvěry od neměnových finančních institucí představují jen malou část úvěrů domácnostem, jejich dynamika v posledních letech výrazně převyšovala dynamiku úvěrů MFI, a tudíž významným způsobem ovlivňovala meziroční tempo růstu celkových úvěrů domácnostem, k němuž přispívala až 1 procentním bodem (viz graf B). V tomto kontextu tento box zkoumá vývoj dynamiky úvěrů poskytnutých neměnovými finančními institucemi domácnostem a poskytuje některé informace o charakteru těchto úvěrů. Údaje jsou dostupné pouze do třetího čtvrtletí roku 2005 (údaje za čtvrté čtvrtletí 2005 budou k dispozici na začátku května 2006).¹

Graf A Celkové úvěry domácnostem

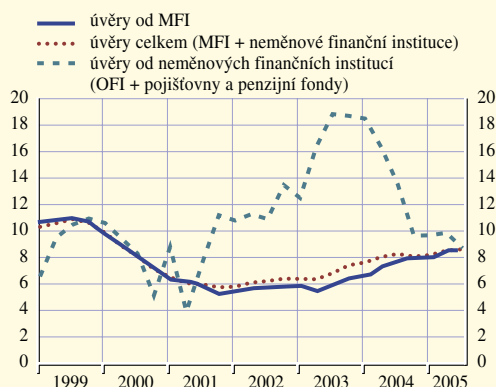
(podíly na celkových zůstatcích; 3. Q 2005; údaje ke konci čtvrtletí)



Zdroj: ECB.

Graf B Celkové úvěry poskytnuté domácnostem

(meziroční změny v %; údaje ke konci čtvrtletí)



Zdroj: ECB.

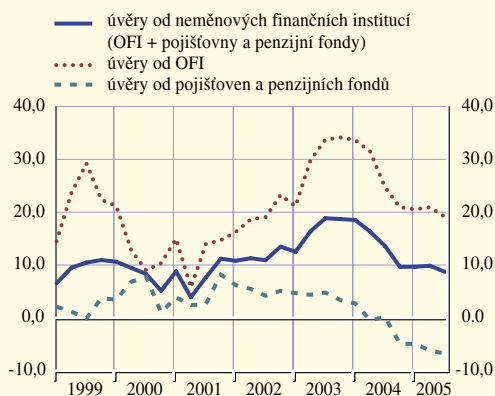
V současné době přibližně 65 % zůstatků úvěrů poskytnutých neměnovými finančními institucemi představují úvěry od OFI. Sektor OFI se skládá z velmi rozdílných subjektů, například investičních fondů, jednotek pro speciální účel (FVC) a obchodníků s cennými papíry. Zbývajících 35 % připadá na úvěry poskytnuté pojišťovnami a penzijními fondy. Graf C ukazuje, že výrazně rychlejší růst úvěrů od neměnových finančních institucí než úvěrů od MFI v posledních letech byl způsoben výhradně silným růstem úvěrů od sektoru OFI, neboť růst úvěrů od pojišťoven a penzijních fondů od konce roku 2001 převážně klesal a byl vždy nižší než růst úvěrů od MFI. Od poloviny roku 2004 úvěry od pojišťoven a penzijních fondů dokonce klesají.

¹ Je třeba poznamenat, že údaje o úvěrech poskytnutých neměnovými finančními institucemi obvykle nepokrývají všechny instituce, což implikuje určité podcenění těchto úvěrů. Tyto údaje by proto měly být vyhodnocovány obezřetně. Celkové půjčky nezahrnují půjčky od nerezidentů eurozóny.

Většina úvěrů od neměnových finančních institucí představuje dlouhodobý dluh (přibližně 97 % v případě OFI a zhruba 95 % v případě pojišťoven a penzijních fondů). Tato charakteristika zůstává stabilní po celé období, za něž jsou údaje k dispozici, a naznačuje, že úvěry poskytnuté domácnostem neměnovými finančními institucemi jsou převážně (zajištěné) úvěry na nákup nemovitostí k bydlení. Tato struktura je podobná ve všech zemích eurozóny. Pro srovnání, úvěry od MFI také převážně představují dlouhodobý dluh (okolo 93 %), což odráží zejména skutečnost, že úvěry na nákup nemovitostí k bydlení se podílejí na všech úvěrech MFI domácnostem zhruba 70 %.

Graf C Úvěry poskytnuté domácnostem neměnovými finančními institucemi

(meziroční změny v %; údaje ke konci čtvrtletí)



Zdroj: ECB.

Výrazný růst úvěrů OFI je pravděpodobně důsledkem sekuritizací. Existují například důkazy o tom, že několik zemí eurozóny v roce 2004 zaznamenalo značné objemy tradičních sekuritizací. Tradiční sekuritizace zpravidla zahrnuje převod úvěrů z rozvahy MFI do rozvahy jednotky pro speciální účel (FVC), což snižuje objem úvěrů MFI (pokud jde o stav i o toky) a zároveň zvyšuje objem úvěrů OFI.²

Ze srovnání mezi jednotlivými zeměmi plyne, že podíl úvěrů OFI na celkových úvěrech domácnostem je nejvyšší v Nizozemsku, následovaném Španělskem a Itálií. Španělsko a Nizozemsko jsou také země, kde růst úvěrů OFI byl za posledních několik let nejvýznamnější. V těchto zemích výraznou většinu těchto úvěrů představovaly sekuritizované hypotéky na bydlení v podmínkách silného celkového růstu úvěrů na nákup nemovitostí i cen nemovitostí. Na druhé straně, úvěry od pojišťoven a penzijních fondů jsou jako zdroj financování domácností poměrně významné v Německu, Nizozemsku a Francii. Pomalý růst úvěrů od pojišťoven a penzijních fondů v posledních letech může mít souvislost se změnami daňových soustav v některých zemích eurozóny, v jejichž důsledku se pojišťovny a penzijní fondy staly méně atraktivním zdrojem vnějšího financování.

Závěrem můžeme konstatovat, že sektor neměnových finančních institucí měl v posledních letech poměrně značný význam pro celkový vývoj úvěrů domácnostem. Je pravděpodobné, že si tento význam zachová i v budoucnu. Například vzhledem k tomu, že v řadě zemí jsou průběžně financované systémy sociálního zabezpečení doplněny systémem fondů, domácnosti budou stále více generovat aktiva držaná pojišťovnami a penzijními fondy, oproti nimž si budou moci půjčit. Jakákoli analýza financování domácností proto bude muset kromě úvěrů MFI také provést vyhodnocení úvěrů poskytnutých pojišťovnami a penzijními fondy a OFI, pro jehož účely by bylo vhodné zajistit včasnější a podrobnější údaje o rozvahách OFI, pojišťoven a penzijních fondů.

² Existují dva hlavní druhy sekuritizace úvěrů: tradiční sekuritizace a syntetická sekuritizace. Zatímco tradiční sekuritizace zahrnuje skutečný převod úvěrů z rozvahy původce, v rámci syntetické sekuritizace se převádí pouze související úvěrové riziko, ale úvěry zůstávají součástí rozvahy původce. Viz box 1 nazvaný „Dopad sekuritizace úvěrů MFI na měnovou analýzu v eurozóně“ v Měsíčním bulletinu ECB ze září 2005.