

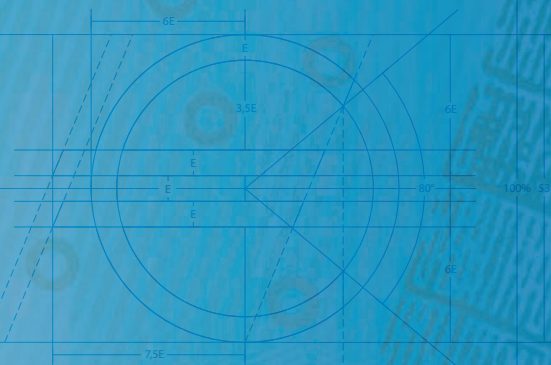


EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

# Ekonomický bulletin

2/2015



© Evropská centrální banka, 2015

**Adresa**

60640 Frankfurt am Main  
Německo

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Internet**

<http://www.ecb.europa.eu>

*Za vyhotovení tohoto bulletinu odpovídá Výkonná rada ECB. Překlady zveřejňují národní centrální banky. V případě nejasností platí text originálu.*

*Všechna práva vyhrazena. Zhotovení kopií pro vzdělávací a nekomerční účely je povoleno za předpokladu, že je uveden zdroj.*

*Uzávěrka statistických dat obsažených v tomto vydání byla 4. března 2015.*

ISSN 2363-3581

Katalogové číslo EU QB-BQ-15-001-CS-N

# HOSPODÁŘSKÝ A MĚNOVÝ VÝVOJ

## SHRNUTÍ

**Rada guvernérů přijala v rámci plnění mandátu ECB v oblasti cenové stability řadu měnověpolitických opatření s cílem poskytnout dostatečný rozsah měnové akomodace.** Po měnověpolitických iniciativách ECB v období od června do září 2014, k nimž patřilo další snížení úrokových sazeb, zavedení cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO) a nákupů vybraných aktiv soukromého sektoru (v rámci programu nákupu cenných papírů krytých aktivy (ABSPP) a třetí program nákupu krytých dluhopisů (CBPP3), přijala v lednu 2015 Rada guvernérů rozhodnutí rozšířit svůj program nákupu aktiv (APP) tak, aby od března zahrnoval investiční cenné papíry v eurech vydané vládami zemí a agenturami v eurozóně a evropskými institucemi. Úhrnné měsíční nákupy cenných papírů veřejného a soukromého sektoru dosáhnou objemu 60 mld. EUR. Záměrem je tyto nákupy provádět do konce září 2016, a v každém případě dokud Rada guvernérů nezaznamená udržitelnou korekci vývoje inflace, která je v souladu s jejím cílem udržet míru inflace ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně.

**Program nákupu aktiv již přinesl výrazné uvolnění celkových finančních podmínek.** V prosinci 2014 a po většinu ledna 2015 byl vývoj na finančních trzích tažen z velké míry tržními očekáváními souvisejícími s oznámením APP. V tomto kontextu klesaly výnosy z dluhopisů v eurozóně v celém spektru nástrojů, splatností a emitentů a v mnoha případech dosáhly nového historického minima. Vzhledem k tomu, že tyto poklesy výnosů dlouhodobých státních dluhopisů s ratingem AAA zemí eurozóny se časově shodovaly s růstem odpovídajících výnosů dluhopisů ve Spojených státech, pokračoval oddělený vývoj výnosů státních dluhopisů zemí eurozóny a Spojených států. Poklesly také výnosy státních dluhopisů zemí eurozóny s nižším ratingem, ale v prostředí nejistoty spojené s přístupem Řecka k pokračování finanční pomoci byly volatilnější. Spready výnosů investičních podnikových dluhopisů pokračovaly v poklesu, zatímco spready cenných papírů krytých aktivy zůstaly celkově stabilní. Po vyhlášení APP výnosy dluhopisů v eurozóně dále poklesly a ceny akcií v eurozóně značně vzrostly. Kurz eura v posledních měsících výrazně oslabil.

**Příznivý vývoj na finančních trzích vedl k nižším nákladům financování bank, které se postupně promítaly do nákladů soukromého sektoru na externí financování.** Měnověpolitická opatření ECB vedla ke zlepšení podmínek financování bank, přičemž výnosy nezajištěných dluhopisů bank poklesly ve čtvrtém čtvrtletí 2014 na historická minima. Toto zlepšení se postupně promítalo do sazeb z bankovních úvěrů pro domácnosti a nefinanční podniky – sazby ve třetím a čtvrtém čtvrtletí 2014 výrazně poklesly. Pokles nákladů financování bank a sazeb z bankovních úvěrů ve druhém pololetí 2014 lze částečně přičíst TLTRO, jejichž cílem je zlepšit přístup bank k dlouhodobější likviditě a stimulovat růst úvěrů v reálné ekonomice. TLTRO zřejmě rovněž pomohly zúžit marže z úvěrů domácnostem a nefinančním podnikům v eurozóně. S cílem posílit účinnost TLTRO při podpoře úvěrování soukromého sektoru se Rada guvernérů rozhodla na svém zasedání v lednu, že úroková sazba zbývajících TLTRO se bude rovnat sazbě pro hlavní refinanční operace Eurosystemu, dojde tedy k odstranění přírážky 10 bazických bodů k hlavní refinanční sazbě, která se uplatňovala na první dvě operace TLTRO. Zdá se, že měnověpolitická opatření ECB také podpořila zúžení variability výpůjčních nákladů mezi zeměmi, a to především pro nefinanční podniky, i když úvěrové podmínky se mezi zeměmi nadále liší. Nominální náklady nebankovního externího

financování pro nefinanční podniky v eurozóně pokračovaly ve čtvrtém čtvrtletí 2014 a během prvních dvou měsíců 2015 v poklesu v důsledku dalšího snížení jak nákladů tržního dluhu, tak nákladů na emise akcií.

**Poslední údaje také naznačují posílení dynamiky růstu peněžní zásoby a úvěrů.** Meziroční růst širokého peněžního agregátu M3 stále podporují jeho nejlikvidnější složky, přičemž silně roste úzký peněžní agregát M1. Nadále posiluje bankovní úvěrování soukromého sektoru a potvrzuje tak obrat v dynamice úvěrů na začátku roku 2014. V posledních měsících nadále zmiřovalo tempo poklesu úvěrů nefinančním podnikům, zatímco růst úvěrů domácnostem se stabilizoval na kladné úrovni. Navíc průzkum bankovních úvěrů v eurozóně z ledna 2015 potvrdil hodnocení, že omezení na straně nabídky úvěrů postupně ustupují a poptávka po úvěrech posiluje. Celkově poslední vývoj naznačuje, že měnověpolitická opatření ECB přispívají k uvolnění úvěrových podmínek bank a obecněji k obnovení řádného fungování transmisního mechanismu měnové politiky.

**Toto výrazné další uvolnění nastavení měnové politiky ECB podporuje a posiluje příznivější vývoj hospodářské aktivity v eurozóně.** Hospodářské oživení se ve druhé polovině roku 2014 postupně stabilizovalo. Reálný HDP ve třetím čtvrtletí roku vzrostl mezičtvrtletně o 0,2 % a ve čtvrtém čtvrtletí podle předběžného odhadu Eurostatu o 0,3 %, což bylo o něco více, než se dříve předpokládalo. Krátkodobé ukazatele a výsledky výběrových šetření naznačují, že počátkem roku 2015 dochází k dalšímu zlepšování hospodářské aktivity. Zdá se, že na ni měl v eurozóně podpurný vliv značný pokles cen ropy od července 2014. Prostředí zlepšující se důvěry podniků a spotřebitelů podpoří účelnou transmissi opatření měnové politiky do reálné ekonomiky a přispěje tak k dalšímu zlepšení výhledu hospodářského růstu a zúžení mezery výstupu.

**Očekává se, že hospodářské oživení bude postupně silnit a rozšiřovat se.** Tempo hospodářského růstu by mělo v důsledku nedávného zlepšení podnikatelské a spotřebitelské důvěry, prudkého poklesu cen ropy, oslabení efektivního směnného kurzu eura a dopadu nedávných měnověpolitických opatření ECB posilovat. Dále se očekává, že akomodací nastavení měnové politiky – jež podstatným způsobem posílil APP – podpoří růst reálného HDP v krátkodobém horizontu, ale i v dalším období. Dále by pro reálnou ekonomiku měl být postupně přínosem také pokrok v oblasti strukturálních reforem a fiskální konsolidace. Vývoz podpoří nárůst cenové konkurenceschopnosti a oživení světové ekonomiky.

**Zároveň však přetrvává několik překážek pro silnější tempo hospodářského růstu.** Patří mezi ně v první řadě probíhající korekce rozvah v několika sektorech a poměrně pomalé tempo zavádění strukturálních reforem. Hospodářský růst eurozóny navíc tlumí přetrvávající, i když ustupující nejistota související s krizí evropských státních dluhopisů a geopolitickými faktory.

**Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z března 2015 sestavených pracovníky ECB<sup>1</sup>, které zahrnují odhadovaný dopad standardních i mimořádných opatření měnové politiky přijatých Radou guvernérů, by roční reálný HDP měl v roce 2015 vzrůst o 1,5 %, v roce 2016 o 1,9 % a v roce 2017 o 2,1 %.** V porovnání s makroekonomickými projekcemi z prosince 2014, které sestavili odborníci Eurosystemu, byla prognóza růstu reálného HDP v roce 2015 a v roce 2016 upravena směrem nahoru a odráží tak příznivý dopad

<sup>1</sup> Viz článek „Makroekonomické projekce pro eurozónu z března 2015 sestavené pracovníky ECB“, který byl zveřejněn 5. března 2015 na internetových stránkách ECB.

nižších cen ropy, slabší efektivní směnný kurz eura a vliv nedávných opatření měnové politiky. Podle hodnocení Rady guvernérů zůstává výhled hospodářského růstu v eurozóně spojen s riziky jeho zpomalení, ačkoli ta se po nejnovějších rozhodnutích Rady guvernérů a poklesu cen ropy zmírnila.

**Na základě aktuálních informací se očekává, že inflace zůstane v příštích měsících na velmi nízké či záporné úrovni.** Jednou z důležitých příčin poklesu inflace měřené HICP na záporné hodnoty v posledních měsících jsou ceny ropy. Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala v únoru 2015 meziroční inflace měřená HICP úrovně -0,3 %, přičemž v lednu činila -0,6 %. Inflace měřená HICP bez započtení energií a potravin se přitom nadále vyvíjela celkově stabilním způsobem a v únoru dosahovala také úrovně 0,6 %.

**Podle předpokladů by se míra inflace měla v další části letošního roku postupně zvyšovat.** Zaprvé, s postupným odezníváním vlivu dřívějších poklesů cen energií na meziroční tempo hospodářského růstu a za předpokladu, že ceny ropy během horizontu projekcí vzrostou v souladu s rostoucí křivkou futures na ropu, by měl záporný vliv cen energií na celkový HICP v roce 2015 odeznívat a ceny energií by měly v roce 2016 a 2017 zvýšit celkovou inflaci. Očekávané zvýšení celkové inflace je z velké části způsobeno tímto obratem v cenách energií. Nárůst celkové inflace by měl vyplývat také ze zesilujícího hospodářského oživení, na které mají podpurný vliv nedávná opatření měnové politiky. Očekává se, že důsledkem stabilizujícího se hospodářského oživení bude značné zúžení záporné mezery výstupu a tím také silnější tempo růstu ziskových marží a náhrad na zaměstnance. Na nárůst inflace by měly mít podpurný vliv také rostoucí ceny neenergetických komodit a zpožděné dopady slabšího kurzu eura.

**Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z března 2015, které sestavili pracovníci ECB, by meziroční inflace měřená HICP měla v roce 2015 dosáhnout úrovně 0,0 %, v roce 2016 úrovně 1,5 % a v roce 2017 pak 1,8 %.** V porovnání s makroekonomickými projekcemi z prosince 2014, které sestavili odborníci Eurosystemu, byla prognóza inflace na rok 2015 upravena směrem dolů, což odráží především pokles cen ropy, zatímco projekce na rok 2016 byla upravena směrem nahoru částečně v důsledku očekávaného vlivu opatření měnové politiky.

**Makroekonomické projekce z března 2015, které sestavili pracovníci ECB, jsou podmíněny úplným uplatněním opatření měnové politiky ECB.** Rada guvernérů bude rizika výhledu cenového vývoje ve střednědobém horizontu nadále pečlivě sledovat a soustředí se přitom zejména na promítání opatření měnové politiky, geopolitického vývoje a vývoje směnných kurzů a cen energií do ekonomiky.

**Měnová politika se v současné době zaměřuje na uplatňování opatření přijatých Radou guvernérů v lednu 2015.** Na základě pravidelné hospodářské a měnové analýzy a v souladu se signalizací budoucí měnové politiky rozhodla Rada guvernérů na svém zasedání 5. března 2015, že ponechá základní úrokové sazby ECB beze změny. Poskytla také další informace o určitých aspektech uplatňování APP. Nákup cenných papírů veřejného sektoru na sekundárním trhu v rámci tohoto programu byl zahájen 9. března 2015.