



EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA  
EUROSYSTEM

## Ekonomický bulletin

2/2019



# Hospodářský a měnový vývoj

## 1 Shrnutí

**Na základě komplexního posouzení hospodářského a inflačního výhledu přijala Rada guvernérů na svém měnověpolitickém zasedání 7. března řadu měnověpolitických rozhodnutí.** Přestože existují náznaky, že některé idiosynkratické domácí faktory tlumící hospodářský růst začínají odeznívat, oslabení ekonomických údajů poukazuje na výrazné zmírnění tempa hospodářského růstu, které bude pokračovat i v letošním roce. Zdá se, že přetrvávání nejistot souvisejících s geopolitickými faktory, hrozbou protekcionismu a slabými místy rozvíjejících se trhů zanechává stopy na ekonomickém sentimentu. Navíc zůstává jádrová inflace i nadále utlumená. Slabší hospodářská dynamika zpomaluje korekci inflace směrem k cíli Rady guvernérů. Naopak příznivé podmínky financování, pozitivní dynamika trhu práce a posilující tempo růstu mezd nadále podporují hospodářskou expanzi v eurozóně a postupně rostoucí inflační tlaky. Za této situace Rada guvernérů rozhodla upravit signalizaci měnové politiky v oblasti základních úrokových sazeb ECB, aby ukázala své očekávání, že „zůstanou na současné úrovni alespoň do konce roku 2019 a v každém případě tak dlouho, jak bude nezbytné, aby bylo zajištěno, že se bude inflace nadále udržitelným způsobem přibližovat k hodnotám, které jsou ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně“, a současně aby potvrdila signalizaci měnové politiky v oblasti reinvestic. Rada guvernérů dále rozhodla zahájit novou sérii cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO-III) a nadále provádět všechny úvěrové operace jako nabídková řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením, a to alespoň do konce udržovacího období pro povinné minimální rezervy, které začne v březnu 2021. Tato rozhodnutí byla přijata s cílem zajistit, že inflace bude nadále udržitelným způsobem směřovat k hodnotám, které jsou ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně.

## Hodnocení hospodářského a měnového vývoje v době zasedání Rady guvernérů 7. března 2019

**Dynamika hospodářského růstu ve světě koncem roku 2018 nadále zmirňovala.** Předpokládá se, že růst světové ekonomiky v roce 2019 zpomalí, ale ve střednědobém horizontu se stabilizuje. Zpomalení bylo výraznější ve zpracovatelském průmyslu, což mělo za následek prudké zpomalení světového obchodu. Na zpomalení růstu světové ekonomiky a obchodu se podílely zvýšené nejistoty ve světě spojené s obchodními spory, finančním napětím v rozvíjejících se tržních ekonomikách během loňského léta a známkami slabšího hospodářského růstu v Číně. Očekává se, že i když tyto nepříznivé faktory budou na světovou ekonomiku negativně působit i letos, nedávná opatření hospodářské politiky poskytnou určitou podporu. Světový obchod by měl letos oslabit výrazněji a ve střednědobém horizontu růst v souladu s hospodářskou aktivitou. Předpokládá se,

že i přes hromadění rizik zpomalení hospodářské aktivity ve světě zůstanou globální inflační tlaky utlumené.

**V prostředí zhoršování makroekonomického výhledu a vnímaného zvolnění tempa zpřísnování měnové politiky ve Spojených státech poklesly od zasedání Rady guvernérů v prosinci 2018 dlouhodobé bezrizikové sazby.** Ceny rizikových aktiv v eurozóně, jako jsou akcie nebo podnikové dluhopisy, se v prostředí zlepšeného rizikového sentimentu zotavily, z části také díky většímu optimismu v souvislosti s jednáními o světovém obchodu. Obchodem vážený směnný kurz eura na devizových trzích celkově oslabil.

**Růst reálného HDP v eurozóně zůstal ve čtvrtém čtvrtletí roku 2018 pomalý a mezičtvrtletně vzrostl o 0,2 %.** Aktuální informace naznačují, že růst bude v blízké budoucnosti pokračovat mírným tempem. Zveřejněné údaje jsou nadále slabé, zejména ve zpracovatelském průmyslu, což odráží zpomalení zahraniční poptávky umocněné faktory specifickými pro jednotlivé země a sektory. Ukazuje se, že dopad těchto faktorů je poněkud trvalejší, podle čehož lze usuzovat, že oproti původním očekáváním bude výhled hospodářského růstu pro blízké období slabší. Pokud jde o budoucí vývoj, očekává se, že vliv těchto negativních faktorů odezní. Expanzi v eurozóně budou nadále podporovat příznivé podmínky financování, další růst zaměstnanosti, rostoucí mzdy a probíhající (i když poněkud pomalejší) expanze hospodářské aktivity ve světě.

**Toto hodnocení se celkově odráží v makroekonomických projekcích pro eurozónu z března 2019, které sestavili pracovníci ECB.** Podle těchto projekcí by měl roční reálný HDP vzrůst v roce 2019 o 1,1 %, v roce 2020 o 1,6 % a v roce 2021 o 1,5 %. V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z prosince 2018 byl výhled růstu reálného HDP revidován směrem dolů, a to pro rok 2019 výrazně a pro rok 2020 mírně. Rizika spojená s výhledem hospodářského růstu v eurozóně jsou spíše na straně zpomalení, a to v důsledku přetrvávání nejistot spojených s geopolitickými faktory, hrozbou protekcionismu a slabých míst na rozvíjejících se trzích.

**Podle předběžného odhadu Eurostatu meziroční inflace v eurozóně měřená HICP vzrostla v únoru 2019 na 1,5 % poté, co v lednu dosáhla hodnoty 1,4 %.** Na základě aktuálních cen futures na ropu se celková inflace pravděpodobně bude pohybovat kolem současné úrovně a koncem roku klesne. Hodnoty jádrové inflace zůstaly celkově utlumené, ale tlaky na růst mzdových nákladů vzhledem k vysokým mírám využití kapacit a napjatějším podmínkám na trzích práce posílily a rozšířily se. Pokud jde o další vývoj, jádrová inflace by měla ve střednědobém výhledu postupně růst, v čemž by ji měla podporovat měnověpolitická opatření ECB, pokračující hospodářský růst a posilující tempo růstu mezd.

**Toto hodnocení se celkově odráží také v makroekonomických projekcích pro eurozónu z března 2019, které sestavili pracovníci ECB. Podle těchto projekcí by meziroční inflace měřená HICP měla v roce 2019 dosáhnout úrovně 1,2 %, v roce 2020 úrovně 1,5 % a v roce 2021 pak 1,6 %.** V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z prosince 2018 byl výhled inflace měřená HICP revidován v celém horizontu projekcí směrem dolů, což

odráží zejména výhled tlumenějšího hospodářského růstu pro blízké období. Roční inflace měřená HICP bez započtení potravin a energií by měla činit 1,2 % v roce 2019, 1,4 % v roce 2020 a 1,6 % v roce 2021.

**Tempo růstu peněžní zásoby a úvěrů v lednu 2019 zpomalilo, avšak podmínky financování bank a poskytování úvěrů byly nadále příznivé.** Růst širokých peněz (M3) oslabil ze 4,1 % v prosinci 2018 na 3,8 % v lednu 2019. Růst M3 je nadále podporován tvorbou bankovních úvěrů, i když v nedávné době došlo ke zmírnění tempa růstu úvěrů. Meziroční tempo růstu objemu úvěrů poskytnutých nefinančním podnikům kleslo v lednu 2019 na 3,3 %, přičemž v prosinci 2018 dosáhlo úrovně 3,9 %, což odráží vliv srovnávací základny a v některých zemích také typickou opožděnou reakci na zpomalení hospodářské aktivity, zatímco meziroční tempo růstu objemu úvěrů poskytnutých domácnostem zůstalo stabilní na úrovni 3,2 %. Výpůjční podmínky pro podniky a domácnosti jsou stále příznivé, neboť měnověpolitická opatření zavedená od června 2014 nadále podporují přístup k financování, zejména pro malé a střední podniky. Rozhodnutí Rady guvernérů, zejména zahájení nové série TLTRO, pomohou zajistit, aby podmínky bankovních úvěrů zůstaly příznivé i do budoucna.

**Celková fiskální pozice pro eurozónu v roce 2018 je hodnocena jako víceméně neutrální, ale počínaje rokem 2019 by měla být mírně expanzivní.** Jedná se především o výsledek uvolňujícího se nastavení fiskální politiky v méně příznivém makroekonomickém prostředí.

## Měnová rozhodnutí

**Na základě pravidelné hospodářské a měnové analýzy učinila Rada guvernérů následující rozhodnutí:**

- Zaprvé, základní úrokové sazby ECB byly ponechány beze změny. Rada guvernérů nyní očekává, že základní úrokové sazby ECB zůstanou na svých stávajících úrovních alespoň do konce roku 2019 a v každém případě tak dlouho, jak bude nezbytné, aby se nadále inflace udržitelným způsobem přibližovala k hodnotám, které jsou ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovně.
- Zadruhé, Rada guvernérů hodlá nadále v plném rozsahu reinvestovat jistiny ze splatných cenných papírů zakoupených v rámci programu nákupu aktiv po delší dobu od chvíle, kdy začne zvyšovat základní úrokové sazby ECB, a v každém případě tak dlouho, jak to bude nezbytné k udržení příznivých podmínek likvidity a výrazné míry měnové akomodace.
- Zatřetí, Rada guvernérů se rozhodla zahájit v září 2019 novou sérii čtvrtletních cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO-III) a ukončit ji v březnu 2021, přičemž každá operace bude mít splatnost dva roky. Tyto nové operace pomohou zachovat příznivé podmínky bankovních úvěrů a hladkou transmissi měnové politiky. V rámci TLTRO-III budou protistrany oprávněny vypůjčit si až 30 % objemu způsobilých úvěrů k 28. únoru 2019 za úrokovou sazbu indexově

vázanou na úrokovou sazbu hlavních refinančních operací po dobu jednotlivých operací. Podobně jako v případě dobíhajícího programu TLTRO-II budou součástí programu TLTRO-III pobídky, aby úvěrové podmínky zůstaly příznivé. Bližší informace o přesných podmínkách programu TLTRO-III budou včas sděleny.

- Začtvrté, Rada guvernérů rozhodla, že refinanční operace Eurosystemu budou prováděny prostřednictvím nabídkových řízení s pevnou sazbou a s plným přidělením tak dlouho, jak to bude nutné, nejméně však do konce udržovacího období pro povinné minimální rezervy začínajícího v březnu 2021.

Tato rozhodnutí Rada guvernérů přijala s cílem zajistit, aby inflace nadále udržitelným způsobem směřovala k hodnotám, které jsou ve střednědobém horizontu pod 2 %, ale blízko této úrovni. Rozhodnutí podpoří další růst domácích cenových tlaků a vývoj celkové inflace ve střednědobém horizontu. Rada guvernérů je v každém případě připravena upravit podle potřeby veškeré své nástroje, aby zajistila, že inflace bude udržitelným způsobem nadále směřovat ke svému cíli.

© **Evropská centrální banka, 2019**

Poštovní adresa                    60640 Frankfurt am Main, Německo  
Telefon                                +49 69 1344 0  
Internet                                [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Uzávěrka statistických dat obsažených v tomto vydání byla 6. března 2019.

ISSN                                    2363-3581  
Katalogové číslo EU                QB-BQ-19-002-CS-N