

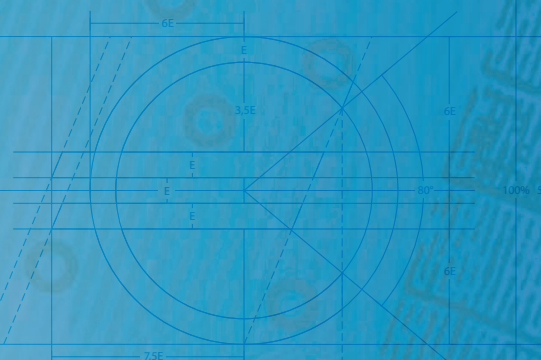


EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA

EUROSYSTEM

# Ekonomický bulletin

2/2016



# Hospodářský a měnový vývoj

## Shrnutí

**Na základě pravidelných hospodářských a měnových analýz posoudila Rada guvernérů na svém měnověpolitickém zasedání dne 10. března 2016 důkladně nastavení měnové politiky a zohlednila při tom nové makroekonomické projekce pro eurozónu do roku 2018 sestavené pracovníky ECB.** V důsledku toho přijala Rada guvernérů soubor opatření, která souvisejí s plněním jejího cíle cenové stability. Tento komplexní soubor využije synergie mezi různými nástroji a je nastaven tak, aby dále uvolnil podmínky financování, stimuloval poskytování nových úvěrů a posílil tak dynamiku hospodářského oživení eurozóny a zrychlil návrat inflace pod 2 %, ale blízko této úrovně.

## Hospodářské a měnové hodnocení v době zasedání Rady guvernérů 10. března 2016

**Globální hospodářská aktivita na přelomu roku zmiřňovala a očekává se, že dále poroste mírným tempem.** Nízké úrokové sazby, zlepšující se situace na trzích práce a rostoucí důvěra podporují výhled pro rozvinuté ekonomiky. Naopak střednědobý výhled pro rozvíjející se tržní ekonomiky zůstává zatížen vyšší nejistotou. Očekává se, že hospodářská aktivita v Číně bude nadále zpomalovat, což se negativně promítne v ostatních rozvíjejících se tržních ekonomikách, zejména v Asii. Země zaměřené na vývoz komodit se pak budou muset přizpůsobit jejich nižším cenám. V tomto kontextu došlo v uplynulých měsících k výraznému posílení efektivního směnného kurzu eura.

**Finanční trhy vykazovaly v posledních měsících zvýšenou volatilitu.** Obavy spojené s růstem světové ekonomiky zpočátku přispívaly k poklesu cen rizikovějších finančních aktiv od počátku prosince 2015 do poloviny února. V poslední době se však tento pokles částečně zvrátil, což souviselo s menšími obavami investorů díky růstu cen ropy, lepším ekonomickým údajům ve Spojených státech, než se předpokládalo, a očekávání dalších měnověpolitických stimulů v eurozóně. Výnosy ze státních dluhopisů v zemích s vyšším ratingem v uplynulých třech měsících dále klesaly.

**Hospodářské oživení v eurozóně na začátku roku pokračuje, byť vlivem slabšího vnějšího prostředí s nižším tempem růstu, než se očekávalo.** Reálný HDP rostl ve čtvrtém čtvrtletí roku 2015 mezičtvrtletně o 0,3 %, přičemž jej podporovala domácí poptávka, a současně jej tlumil záporný příspěvek čistého vývozu. Aktuální údaje z průzkumů ukazují na slabší než očekávanou dynamiku růstu na začátku letošního roku.

**Pokud jde o budoucí vývoj, očekává se, že oživení bude pokračovat mírným tempem.** Domácí poptávku by měla dále podpořit měnověpolitická opatření ECB a jejich příznivý dopad na podmínky financování a také pokračující růst zaměstnanosti, který je výsledkem dřívějších strukturálních reforem. Navíc by měla nízká cena ropy poskytnout dodatečnou podporu reálnému disponibilnímu důchodu domácností a soukromé spotřebě i ziskovosti podniků a investicím. Také nastavení fiskální politiky v eurozóně je mírně expanzivní, neboť částečně odráží opatření na podporu uprchlíků. Hospodářské oživení v eurozóně je však nadále tlumeno výhledem nevýrazného růstu na rozvíjejících se trzích, volatilními finančními trhy, nezbytnou korekcí rozvah v řadě sektorů a pomalým tempem provádění strukturálních reforem.

**Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z března 2016, které sestavili pracovníci ECB, by roční reálný HDP měl v roce 2016 vzrůst o 1,4 %, v roce 2017 o 1,7 % a v roce 2018 o 1,8 %.** V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z prosince 2015 byl výhled růstu reálného HDP mírně upraven směrem dolů, a odráží tak především perspektivy slabšího růstu světové ekonomiky. Podle hodnocení Rady guvernérů je hospodářský výhled v eurozóně nadále spojen s riziky hospodářského zpomalení, která souvisejí zejména se zvýšenou nejistotou ohledně vývoje světové ekonomiky i se širšími geopolitickými riziky.

**Podle předběžného odhadu Eurostatu dosahovala v únoru 2016 meziroční inflace v eurozóně měřená HICP úrovně -0,2 %, přičemž v lednu činila 0,3 %.** Na tomto poklesu se podílely všechny hlavní složky HICP. Míra inflace by se v dalším průběhu roku 2016 měla zotavit a poté pokračovat v růstu. Podporovat by jí měla měnověpolitická opatření ECB a očekávané hospodářské oživení.

**Podle makroekonomických projekcí pro eurozónu z března 2016, které sestavili pracovníci ECB, by meziroční inflace měřená HICP měla v roce 2016 dosáhnout úrovně 0,1 %, v roce 2017 úrovně 1,3 % a v roce 2018 pak 1,6 %.** V porovnání s makroekonomickými projekcemi odborníků Eurosystemu z prosince 2015 byl výhled inflace měřená HICP upraven směrem dolů, a odráží tak především pokles cen ropy v posledních měsících. Rada guvernérů bude tvorbu cen a vývoj mezd v eurozóně pečlivě sledovat a věnovat pozornost zejména tomu, aby se současná nízká inflace nestala součástí sekundárních dopadů na tvorbu cen a mezd.

**Měnověpolitická opatření ECB se nadále promítají do úvěrových podmínek a dále podporují dynamiku růstu širokých peněz a úvěrů.** Růst peněžní zásoby je nadále silný a růst úvěrů pokračoval v postupném zotavování, které lze pozorovat od počátku roku 2014. Domácí zdroje tvorby peněz zůstávají hlavním motorem růstu širokých peněz. Nízké úrokové sazby a účinek cílených dlouhodobějších refinančních operací a rozšířený program nákupu aktiv ECB přispěly ke zlepšení dynamiky růstu peněz a úvěrů. Náklady bank na financování se stabilizovaly blízko historických minim. Navzdory značné heterogenitě v jednotlivých zemích se příznivé podmínky financování bank odrazily v nižších úrokových sazbách z úvěrů. Lepší

podmínky poskytování úvěrů dále podporovaly oživení růstu úvěrů. Celkový roční tok externího financování do nefinančních podniků ve čtvrtém čtvrtletí roku 2015 podle odhadů dále rostl, poté co se v předchozích dvou čtvrtletích stabilizoval. Celkově opatření měnové politiky uplatňovaná od června 2014 výrazně zlepšila úvěrové podmínky pro podniky a domácnosti.

## Měnová rozhodnutí

**Rada guvernérů shledala, že porovnání výsledků hospodářské analýzy se signály z měnové analýzy potvrdilo nezbytnost dalšího měnového stimulu, aby byl bez zbytečného odkladu zajištěn návrat míry inflace k hodnotám pod 2 %, ale blízko této úrovni.** Hospodářské a finanční podmínky od předchozího zasedání Rady guvernérů v lednu dále oslabilo a naopak výrazně vzrostla rizika, kterým čelí střednědobý cíl cenové stability Rady guvernérů. To ukazuje i revize inflace a růstu směrem dolů v makroekonomických projekcích pracovníků z března 2016. V důsledku toho přijala Rada guvernérů soubor opatření, která souvisejí s plněním jejího cíle cenové stability.

- Zprvé, pokud jde o základní úrokové sazby ECB, Rada guvernérů se rozhodla snížit úrokovou sazbu pro hlavní refinanční operace Eurosystemu o 5 bazických bodů na 0,00 % a úrokovou sazbu mezní zápůjční facility o 5 bazických bodů na 0,25 %. Úroková sazba pro vkladovou facility byla snížena o 10 bazických bodů na -0,40 %.
- Zadruhé, Rada guvernérů rozhodla o zvýšení objemu měsíčních nákupů v rámci programu nákupu aktiv z 60 mld. na 80 mld. EUR. Záměrem je, aby nákupy probíhaly do konce března 2017 nebo podle potřeby i delší dobu 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 úrovni. K zajištění pokračujícího plynulého provádění nákupů aktiv se Rada guvernérů dále rozhodla zvýšit limity vztahující se na emitenta a na podíl na emisi v případě nákupů cenných papírů vydaných způsobilými mezinárodními organizacemi a multilaterálními rozvojovými bankami, a to z 33 % na 50 %.
- Zatřetí, Rada guvernérů se rozhodla zařadit na seznam aktiv způsobilých pro pravidelné nákupy v rámci nového programu nákupu aktiv podnikového sektoru dluhopisy v eurech s investičním stupněm vydané nebankovními podniky usazenými v eurozóně. To dále posílí přenos nákupů aktiv prováděných Eurosystemem do finančních podmínek reálné ekonomiky. Nákupy v rámci nového programu budou zahájeny na konci druhého čtvrtletí letošního roku.
- Začtvrté, Rada guvernérů se rozhodla zahájit od června 2016 novou sérii čtyř cílených dlouhodobějších refinančních operací (TLTRO II) se splatností čtyři roky. Tyto nové operace podpoří akomodační nastavení měnové politiky ECB a posílí transmissi měnové politiky dalšími pobídkami bankám k úvěrování reálné ekonomiky. Protistrany budou oprávněny si půjčit až 30 % kapacity úvěrů způsobilých k 31. lednu 2016. Úroková sazba v rámci TLTRO II bude pevně

stanovena po celou dobu každé operace jako sazba hlavních refinančních operací Eurosystemu v době přijetí. Pro banky, jejichž čisté úvěrování přesahuje srovnávací částku, bude sazba použitá pro TLTRO II nižší a může poklesnout až na úroveň úrokové sazby vkladové facility v době přijetí. V rámci TLTRO II nebude stanoven požadavek na povinné předčasné splácení a bude možné přecházet z TLTRO I.

**Pokud jde o další vývoj, s přihlédnutím ke stávajícímu výhledu cenové stability Rada guvernérů očekává, že základní úrokové sazby ECB zůstanou na současné nebo nižší úrovni po delší dobu a rozhodně za horizont čistých nákupů aktiv.** V návaznosti na opatření přijatá od června 2014 poskytuje komplexní soubor měnověpolitických rozhodnutí přijatých v březnu 2016 výrazný měnověpolitický podnět k omezení zvýšených rizik pro cíl ECB v oblasti cenové stability. I když velmi nízká, nebo dokonce záporná míra inflace je v příštích několika měsících v důsledku změn cen ropy nevyhnutelná, je nezbytně nutné, aby byl bez zbytečného odkladu zajištěn návrat míry inflace k hodnotám pod 2 %, ale blízko této úrovni, aby se předešlo sekundárním efektům. Rada guvernérů bude vývoj perspektivy cenové stability v dalším období nadále velmi pečlivě sledovat.

© **Evropská centrální banka**

Poštovní adresa 60640 Frankfurt am Main, Německo  
Telefon +49 69 1344 0  
Internet [www.ecb.europa.eu](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 9. března 2016.

ISSN 2363-3581  
Katalogové číslo EU QB-BQ-15-001-CS-N