

GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝHLED – LEDEN

Sekce měnová
Odbor vnějších ekonomických vztahů

2018

I. Shrnutí	2
II. Ekonomický výhled ve vyspělých zemích	3
II.1 Eurozóna	3
II.2 Německo	4
II.3 Spojené státy	5
II.4 Spojené království	6
II.5 Japonsko	6
III. Ekonomický výhled v zemích skupiny BRIC	7
III.1 Čína	7
III.2 Indie	7
III.3 Rusko	8
III.4 Brazílie	8
IV. Předstihové ukazatele a výhledy kurzů	9
IV.1 Vyspělé země	9
IV.2 Země skupiny BRIC	10
V. Vývoj na komoditních trzích	11
V.1 Ropa a zemní plyn	11
V.2 Ostatní komodity	12
VI. Zaostřeno na...	13
Nekonvenční měnová politika ECB a vývoj peněžních agregátů v eurozóně	13
A. Přílohy	18
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2018	18
A2. Změna predikcí inflace pro rok 2018	18
A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny	19
A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny	20
A5. Seznam zkratk použitých v GEVU	21

Datum uzávěrky dat

12. ledna 2018

Sběr dat CF

8. ledna 2018

Datum publikace GEVU

19. ledna 2018

Poznámky ke grafům

Předpovědi Fed a ECB: střed intervalu

U výhledů HDP a inflace šipka signalizuje směr revize nově publikované předpovědi oproti minulému GEVU. Není-li šipka uvedena, znamená to, že nová předpověď není dostupná. Hvězdička označuje prvně publikovanou předpověď pro daný rok. Historická data jsou převzata z CF, s výjimkou MT a LU, u nichž pochází z EIU.

Předstihové indikátory jsou převzaty z Bloombergu a Datastreamu.

Předpovědi sazeb EURIBOR a LIBOR jsou vytvořeny na základě implikovaných sazeb z výnosové křivky mezibankovního trhu (od 4M do 15M jsou použity sazby FRA, pro delší horizont upravené IRS sazby). Předpovědi výnosů německého a amerického vládního dluhopisu (Bund 10R a Treasury 10R) jsou převzaty z CF.

Tým zpracovatelů

Luboš Komárek	Pavla Břízová	Tomáš Adam	Filip Novotný	Soňa Benecká
Garant I. Shrnutí	Editorka II.4 Spojené království	II.1 Eurozóna VI. Zaostřeno na...	II.2 Německo	II.3 Spojené státy III.1 Čína
II.5 Japonsko III.2 Indie	III.3 Rusko III.4 Brazílie	V.1 Ropa a zemní plyn V.2 Ostatní komodity		

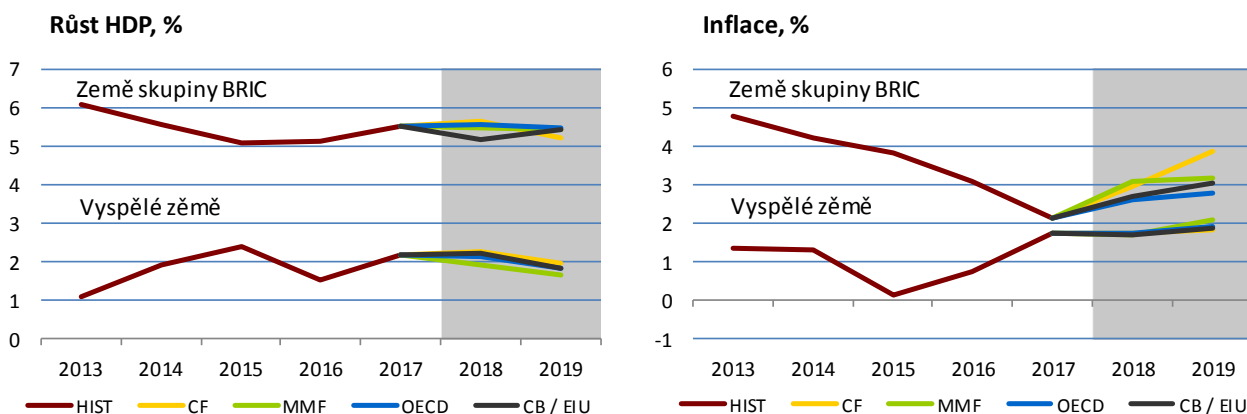
První letošní vydání měsíčníku Globální ekonomický výhled přináší pravidelný přehled aktuálního i očekávaného vývoje ve vybraných teritoriích se zaměřením na hlavní ekonomické veličiny: inflaci, růst HDP, předstihové ukazatele, úrokové sazby, měnové kurzy a ceny komodit. V tomto čísle je naše pozornost analyticky zaostřena na jeden z nejdiskutovanějších současných fenoménů centrálního bankovníctví, a to na souvislost mezi prováděním nekonvenční měnové politiky ECB a vývojem peněžních agregátů v eurozóně. V článku je ukázáno, že ECB, stejně jako ostatní centrální banky, ovlivňuje množství peněžní zásoby pouze nepřímo. Proto se nepotvrzuje populární teze, že kvantitativní uvolňování je „tlačím peněz“, které by v konečném důsledku vedlo k vysoké inflaci.

Výhledy globálního ekonomického vývoje pro roky 2018 a 2019 lze hodnotit optimisticky. Světová ekonomika by podle šetření lednového CF měla (zejména díky vývoji v asijsko-pacifickém regionu) v letošním roce růst 3,3% tempem, jež by mělo v roce 2019 lehce zpomalit na 3,2 %. Z vyspělých ekonomik bude dosahovat robustního hospodářského růstu nad 2% úrovní zejména ekonomika Spojených států, a to i přes očekávané další zpříšňování měnové politiky. Rovněž ekonomická výkonnost eurozóny by měla v letošním roce zdolat pomyslnou 2% laťku (2,2 %), v příštím roce však zřejmě dosáhne jen 1,8% růstu. Hospodářským tahounem eurozóny se opět stává, a to zejména v letošním roce (s růstem o 2,3 %), její nejsilnější ekonomika – Německo. Solidní hospodářský růst v rámci zemí G7 by si měla udržet i Kanada, naopak na Velkou Británii zřejmě negativně doléhá vliv realizace brexitu, který její růstové vyhlídky snižuje k 1,5% úrovni. Japonská ekonomika pokračuje v trendu mírného zpomalování a růst její ekonomické výkonnosti se bude pozvolna blížit k 1 %. Vývoj inflace je v drtivé většině vyspělých zemí pro letošní rok očekáván nadále pod obecnou 2% referenční hladinou, v roce 2018 by jí mělo dosáhnout jen několik málo zemí (Spojené státy, Kanada, Spojené království). Inflace v eurozóně setrvává i na výhledech do roku 2019 na viditelně nižších hodnotách, než jsou ideální 2 %, což bude mít nezanedbatelné implikace na proces normalizace měnové politiky ECB.

Výhledy rozvíjejících se zemí – zde zastoupených skupinou BRIC – zůstávají, tak jako po řadu minulých let, nadále nesourodé. Na jedné straně Čína a Indie vykazují silnou ekonomickou dynamiku, která však u čínské ekonomiky postupně slábne k úrovni 6% růstu a u indické v poslední době trochu škobrtá, byť stále kolem vysoké, 7,5% úrovně. Aktuální odhady vývoje inflace pro Čínu a Indii předpokládají lehce vyšší než 2%, respektive 5% cenový růst. Hospodářská situace zbylých dvou ekonomik skupiny BRIC, tj. Ruska a Brazílie, se po jejich nedávném vymanění se z recese zlepšuje. Ruská ekonomika si bude udržovat hospodářský růst lehce pod 2% úrovní, brazilská ekonomika zřejmě na konci roku 2019 dosáhne 3% dynamiky HDP. Dobrou zprávou pro tyto země je, že by se jim mělo dařit udržet inflaci na hodnotách nepřevyšujících 4 %.

Výhledy úrokových sazeb setrvávají v eurozóně na velmi nízkých hodnotách bez náznaku, že by bylo možné předpokládat jejich ztelnější růst do konce roku 2018. V případě Spojených států lze naopak očekávat, že během letošního roku dojde až k trojnásobnému zvýšení úrokových sazeb o standardních 0,25 p. b. Americký dolar by měl dle CF v ročním horizontu mírně posílit vůči všem námi sledovaným měnám. Cena ropy Brent by měla být v letošním roce v průměru cca 66 USD/barel a postupně klesat na průměrných 62 USD/barel v roce 2019. U cen průmyslových kovů se i přes aktuální silný růst očekává na předpovědi spíše stagnace, naopak index cen potravinářských komodit na výhledu roste zejména díky cenám pšenice a kukuřice.

Vývoj a výhled růstu HDP a inflace ve sledovaných zemích

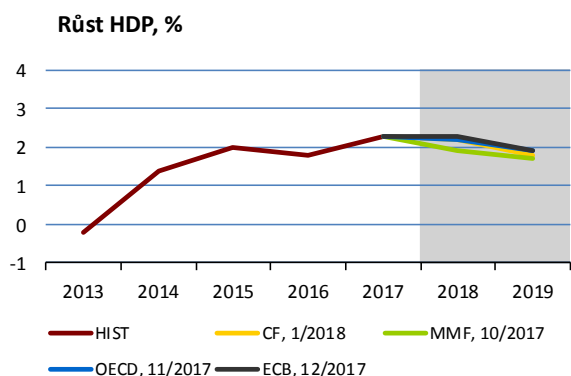


Pozn.: Řady zobrazují vážené průměry historických řad / výhledů jednotlivých zemí. Váhy jsou spočítány na základě nominálního HDP v USD během 2013–2016 (zdroj EIU). Vyspělé země: eurozóna, Spojené státy, Spojené království, Japonsko. Země skupiny BRIC: Čína, Indie, Rusko, Brazílie.

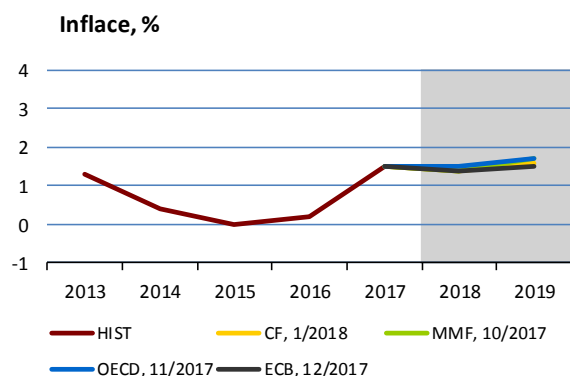
II.1 Eurozóna

Ekonomika eurozóny navázala v závěru loňského roku na robustní tempo růstu zaznamenané ve třetím čtvrtletí, kdy HDP vzrostl v mezičtvrtletním vyjádření o 0,6 % (meziročně o 2,6 %). Růst v eurozóně je podpořen uvolněnou měnovou politikou, oživením globální ekonomiky a příznivým vývojem na trhu práce, kde nezaměstnanost v listopadu poklesla na 8,7 %. Rostoucí disponibilní důchody domácností se odrážejí v soukromé spotřebě, což signalizuje jednak růst tržeb v maloobchodě (v listopadu meziročně o 2,7 %) a také předstihové ukazatele (viz graf níže). Také produkce firem roste svižně, o čemž svědčí například PMI ve zpracovatelském průmyslu, který v prosinci dosáhl historicky nejvyšší hodnoty (60,6). Pro letošní i příští rok počítají sledované výhledy s pokračováním solidního tempa růstu. Letos by ekonomika měla růst podobným tempem jako v loňském roce (asi o 2,2 %) a v příštím roce mírně zpomalit.

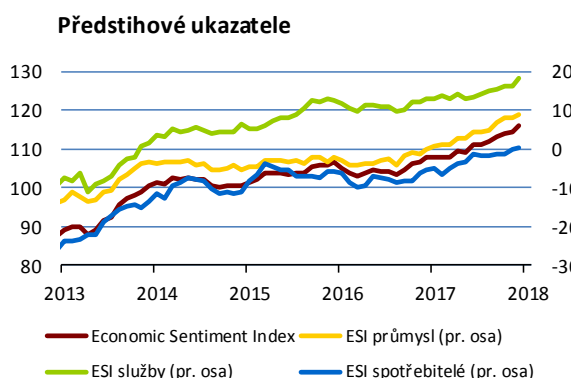
Inflace ani na konci loňského roku navzdory zrychlení růstu ekonomiky výrazněji nevzrostla. Její celková hodnota v prosinci podle rychlého odhadu Eurostatu naopak poklesla na 1,4 %, přičemž růst cen jádrových složek stagnoval na 0,9 %. Ohledně možnosti výraznějšího zrychlení inflace spotřebitelských cen panuje značná nejistota. Na jedné straně stojí pokračující výrazné tempo oživení a růst cen vstupů související s poklesem volných kapacit v ekonomice, který signalizují průzkumy PMI. Na druhé straně ale působí relativně nízký růst mezd, perzistence nízké inflace a utlumená inflační očekávání, která se projevují i ve sledovaných výhledech. Na jejich základě by se průměrná inflace v letošním roce měla pohybovat mírně pod 1,5 % a v příštím roce nepatrně zrychlit. Vzhledem k utlumenému výhledu inflace bude ECB pokračovat v nákupích aktiv alespoň do konce září letošního roku při sníženém objemu 30 mld. EUR měsíčně. Na svém prosincovém zasedání dále ECB zopakovala svůj závazek ponechat základní sazby na stávající úrovni po delší dobu i po ukončení čistých nákupů aktiv. Finanční trhy očekávají první zvýšení sazeb až ve druhé polovině roku 2019.



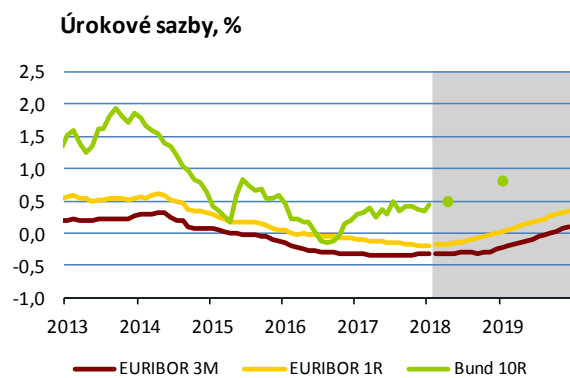
	CF	MMF	OECD	ECB
2018	2,2 ↗	1,9	2,2	2,3 ↗
2019	1,8 ★	1,7	1,9	1,9 ↗



	CF	MMF	OECD	ECB
2018	1,4 ↘	1,4	1,5	1,4 ↗
2019	1,6 ★	1,7	1,7	1,5 ↘

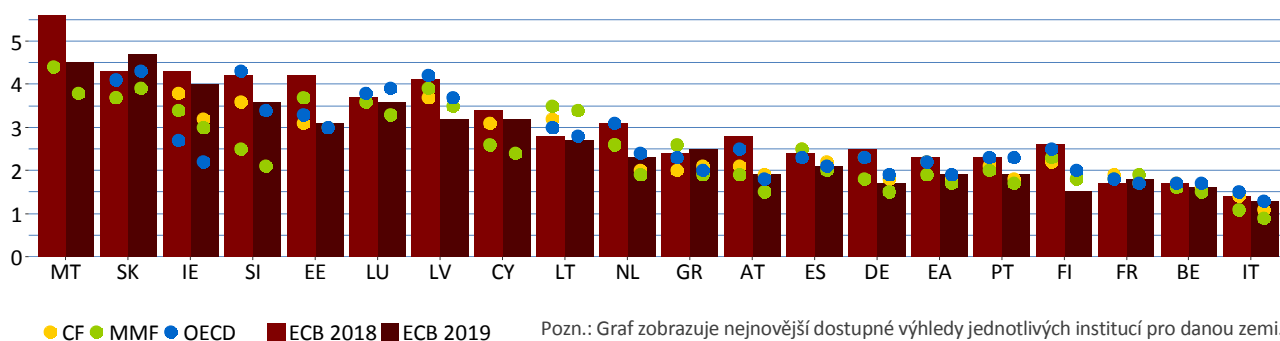


	ESI	průmysl	služby	spotřeb.
10/17	114,1	8,0	16,2	-1,1
11/17	114,6	8,1	16,4	0,0
12/17	116,0	9,1	18,4	0,5

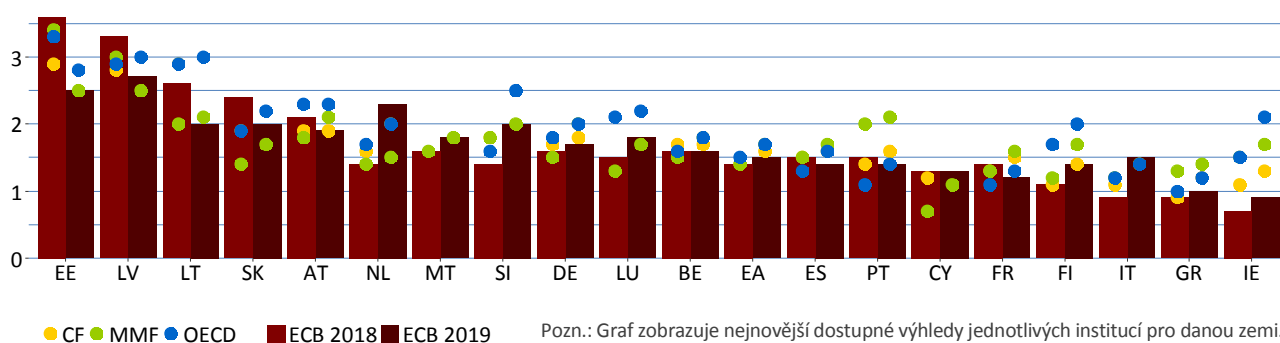


	12/17	01/18	04/18	01/19
3M EURIBOR	-0,33	-0,33	-0,32	-0,23
1Y EURIBOR	-0,19	-0,19	-0,16	0,03
10Y Bund	0,35	0,44	0,50	0,80

Výhledy růstu HDP v zemích eurozóny pro rok 2018 a 2019, %

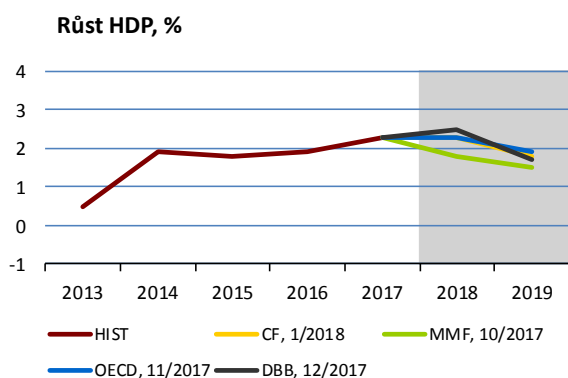


Výhledy inflace v zemích eurozóny pro rok 2018 a 2019, %

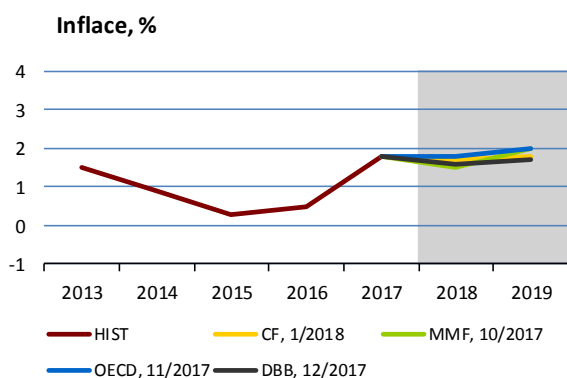


II.2 Německo

Výhledy ekonomického růstu v Německu pro následující roky byly zvýšeny (CF, DBB). To odrazilo zejména vysoký růst HDP zaznamenaný ve třetím čtvrtletí 2017, kdy ekonomika zrychlila jak v meziročním (na 2,8 %), tak v mezičtvrtletním vyjádření (na 0,8 %). Velmi dobře se vyvíjela průmyslová produkce a pokračování nastoleného trendu naznačuje také další růst předstihového ukazatele PMI ve zpracovatelském průmyslu v prosinci. I ostatní předstihové ukazatele (IFO, ZEW) se vyvíjely příznivě, a to i přes pokračující politickou nejistotu, kdy se po zářijových volbách dosud nepodařilo zformovat vládní koalici. Míra nezaměstnanosti zůstala v prosinci na historicky nejnižších hodnotách. Meziroční růst spotřebitelských cen v témže měsíci mírně zpomalil. Inflační tlaky jsou tak nadále nízké a ani v letošním roce by inflace neměla překročit 2% hranici.



	CF	MMF	OECD	DBB
2018	2,3	1,8	2,3	2,5
2019	1,8	1,5	1,9	1,7



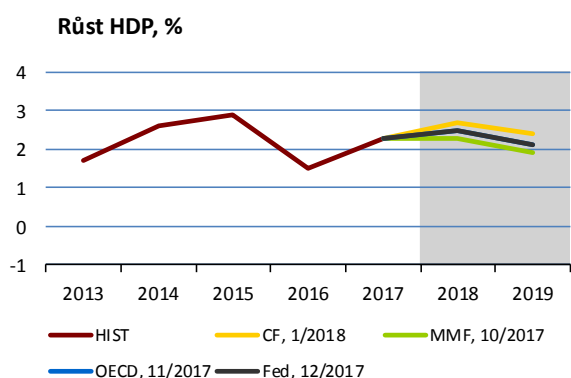
	CF	MMF	OECD	DBB
2018	1,7	1,5	1,8	1,6
2019	1,8	2,0	2,0	1,7

II.3 Spojené státy

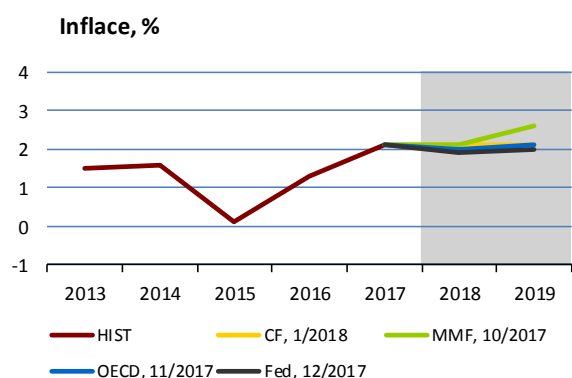
Prezidentu Trumpovi se v prosinci podařilo prosadit nejrozsáhlejší daňovou reformu ve Spojených státech za více než 30 let. Klíčovým prvkem je snížení daně pro korporace z 35 na 21 %, ale díky vyšším odpisům poklesne i daňové zatížení středních a menších podniků či živnostníků. Z reformy budou profitovat i zaměstnanci, i když z analýz vyplývá, že nejvýraznějšího benefitu dosáhnou nejbohatší Američané (jak nižší sazbou daně tak i díky dvojnásobnému zvýšení limitu pro daň z dědictví). Podle Tax Policy Center se daně sníží 95 % Američanů, přičemž celkový objem daňových škrťů by měl dosáhnout během deseti let asi 1,5 bil. USD. Rozpočtový výpadek z titulu nižší sazby bude podle zastánců reformy vyrovnán vyššími celkovými příjmy díky rychlejšímu hospodářskému růstu, který reforma podpoří. Analytici mimo Bílý dům však odhadují zvýšení státního deficitu USA až o 1 bil. USD.

Také nové výhledy členů FOMC zohledňují daňovou reformu, jak vyplývá ze zápisu z posledního zasedání. Snížení daňové zátěže podle nich podpoří výdaje podniků i spotřebitelů. Členové ale zároveň vyjadřovali nejistotu ohledně dalších dopadů reformy (zejména na trh práce a investice). Většina z nich však přehodnotila výhled růstu americké ekonomiky směrem nahoru. Optimističtější výhled pro ekonomiku pak podpořil rozhodnutí výboru zvýšit pásmo základních sazeb o 25 b. b. na 1,25–1,5 %, přičemž v roce 2018 lze očekávat další tři zvýšení po 25 b. b. (dle mediánu odhadů členů FOMC). Hodnocení aktuální ekonomické situace výrazných změn nedoznalo, tj. ekonomická aktivita roste solidním tempem.

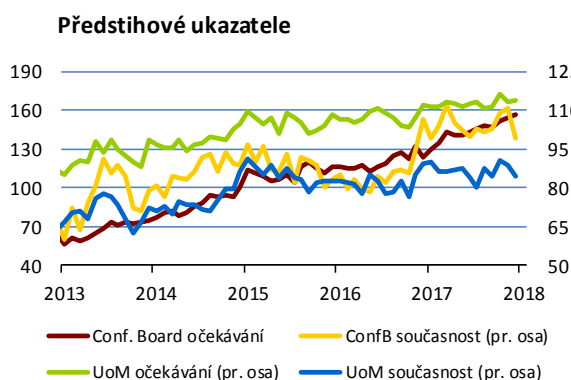
To potvrzují také data z trhu práce. Míra nezaměstnanosti stagnuje na úrovni 4,1 % při meziročním růstu průměrné hodinové mzdy o 2,5 %. Počet nově vytvořených pracovních míst v nezemědělském sektoru dosáhl v prosinci 148 tisíc a důvěra spotřebitelů podle šetření Conference Board zůstává na historicky vysokých úrovních (122,1). Na druhou stranu inflační tlaky zůstávají umírněné, když celková inflace v listopadu dosáhla 2,2 % a jádrová 1,7 %. Proto ani nové výhledy CF či Fedu nepřinesly změny v předpovědi inflace, zatímco výhled hospodářského růstu byl revidován nahoru.



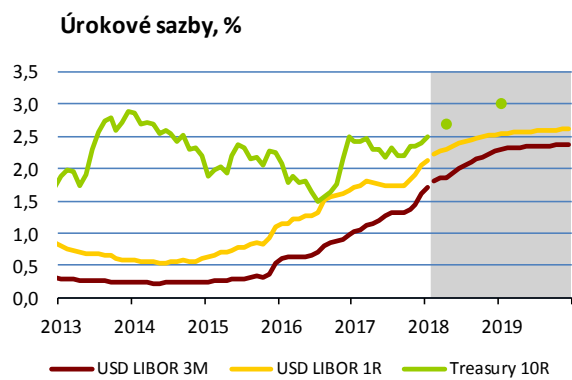
	CF	MMF	OECD	Fed
2018	2,7 ↗	2,3	2,5	2,5 ↗
2019	2,4 ★	1,9	2,1	2,1 ↗



	CF	MMF	OECD	Fed
2018	2,1 ↗	2,1	2,0	1,9 ↗
2019	2,1 ★	2,6	2,1	2,0 ↗



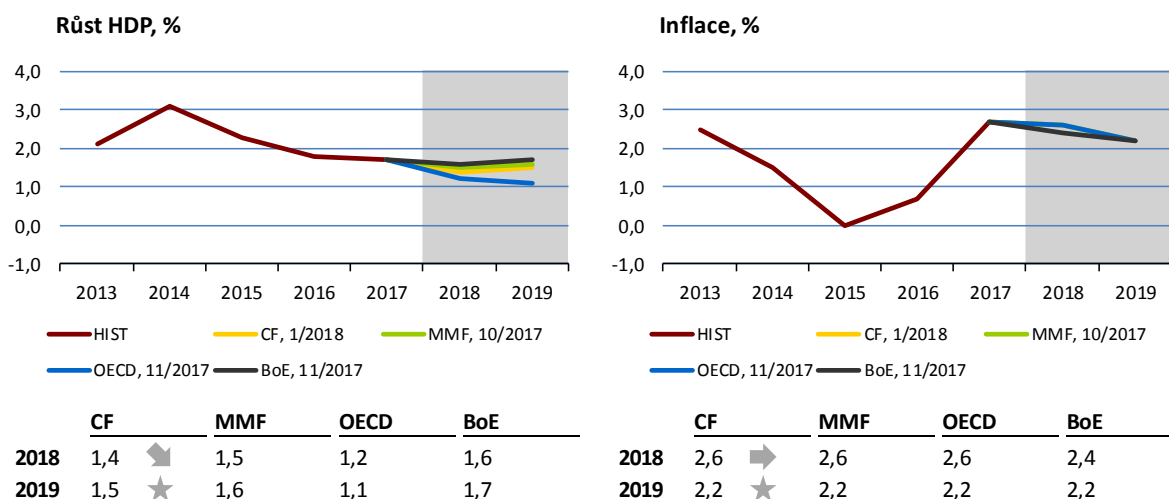
	ConfB oček.	ConfB souč.	UoM oček.	UoM souč.
10/17	152,0	109,0	116,5	90,5
11/17	154,9	111,0	113,5	88,9
12/17	156,6	99,1	113,8	84,3



	12/17	01/18	04/18	01/19
USD LIBOR 3M	1,61	1,70	1,87	2,29
USD LIBOR 1R	2,05	2,05	2,30	2,54
Treasury 10R	2,41	2,49	2,70	3,00

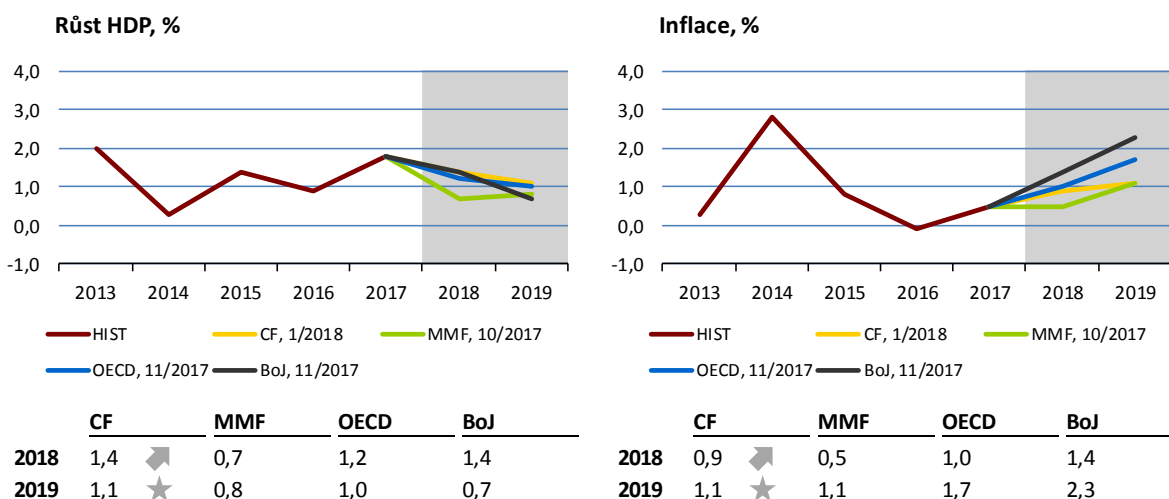
II.4 Spojené království

Hodnota britské inflace vzrostla v listopadu na 3,1 %. Poháněl ji především růst cen dopravy, volnočasových aktivit, restauračních a hotelových služeb, bydlení a potravin. Jádrová inflace zůstala na 2,7 %. Britská centrální banka nicméně na svém prosincovém zasedání ponechala základní úrokovou sazbu beze změny poté, co přistoupila k jejímu zvýšení na předchozím zasedání. Pokud to hospodářská situace dovolí, bude však proces pozvolného zpříšňování měnové politiky v následujících letech pokračovat. Londýnský institut NIESR očekává, že k němu bude docházet frekvencí dvou zvýšení sazeb o 25 b. b. za rok. Současnou ekonomickou situaci přitom vidí optimističtěji než BoE. Růst britské ekonomiky podle jeho odhadů ve čtvrtém čtvrtletí 2017 zrychlil na 0,6 % mezičtvrtletně, zatímco BoE se zatím přiklání spíše k lehkému zpomalení (z 0,4 % ve třetím čtvrtletí). Pro následující dva roky predikuje CF tempo meziročního růstu HDP nepřekračující 1,5 % při inflaci, jež se bude jen pozvolna shora navracet ke 2 %.



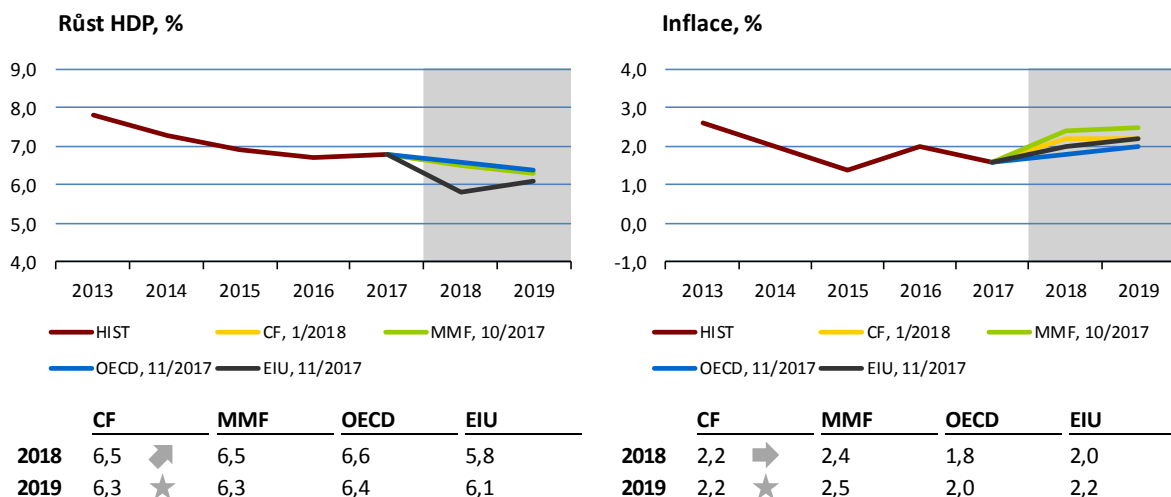
II.5 Japonsko

Situace v Japonsku se vyvíjí velmi příznivě. Dynamika maloobchodních tržeb se po říjnovém zpomalení v listopadu opět zvýšila, stejně tak růst mezd a výdaje domácností. Zároveň došlo k dalšímu poklesu nezaměstnanosti, a to na 2,7 %. Meziroční růst průmyslové produkce se sice oproti říjnu lehce zmírnil, jeho tempo však zůstává solidní. PMI ve zpracovatelském průmyslu se v prosinci opět zvýšil, a to na 52 bodů. Dle nákupních manažerů rostly všechny sledované složky. Inflace v listopadu vzrostla na 0,6 %, a to díky zvýšení cen dopravy a zmírnění poklesu cen potravin. BoJ na svém prosincovém zasedání nastavení měnové politiky nezměnila. Predikce sledovaných institucí naznačují, že růst japonské ekonomiky by měl v letech 2018 a 2019 zpomalit, naopak inflace by se měla dále zvyšovat. BoJ dokonce předpokládá, že by se měla v roce 2019 dostat nad 2% inflační cíl.



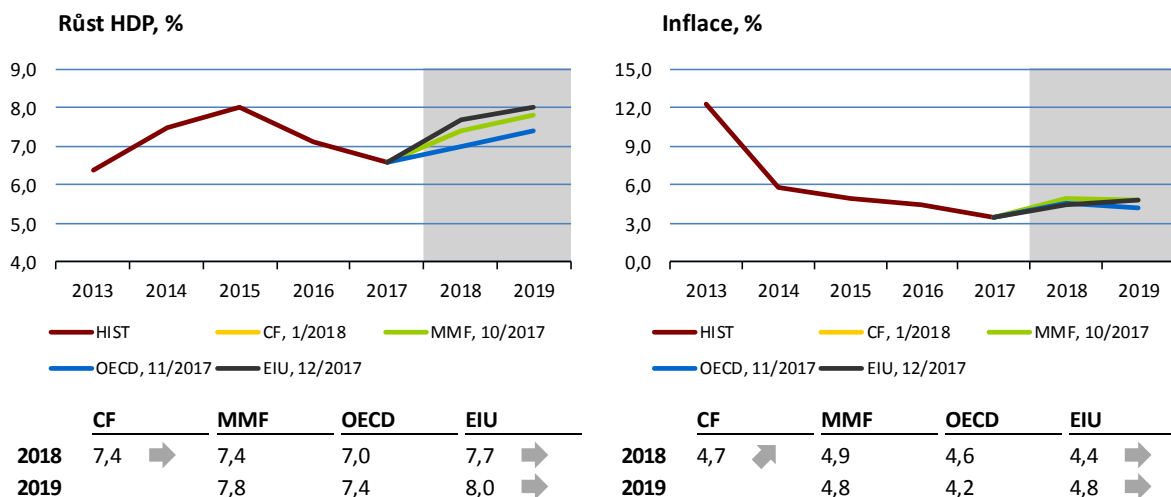
III.1 Čína

V roce 2017 expandovala, dle vyjádření premiéra Li Keqiang, čínská ekonomika tempem okolo 6,9 %. CF odhaduje hodnotu o 0,1 p. b. nižší. Oficiální cíl pro hospodářský růst (6,5 %) byl překonán zejména díky vývoji ve stavebnictví a robustní poptávce po čínských exportech v zahraničí. Dle aktuálních dat však v závěru roku tempo růstu mírně zvolnilo. Kromě ochlazení na trhu s bydlením budou mít významný vliv také odstávky podniků. Jedním z opatření na zlepšení ovzduší ve městech je totiž snaha využít na topení v domácnostech a podnicích zemní plyn namísto uhlí. Ale nárůst poptávky a nedostatečná infrastruktura vedly v závěru roku k podstatným výpadkům v jeho dodávkách, což se projeví negativně na průmyslové aktivitě. Její výrazné zlepšení nelze očekávat ani v následujících měsících. V letošním a příštím roce je tak očekáváno pozvolné zpomalování růstu čínské ekonomiky.



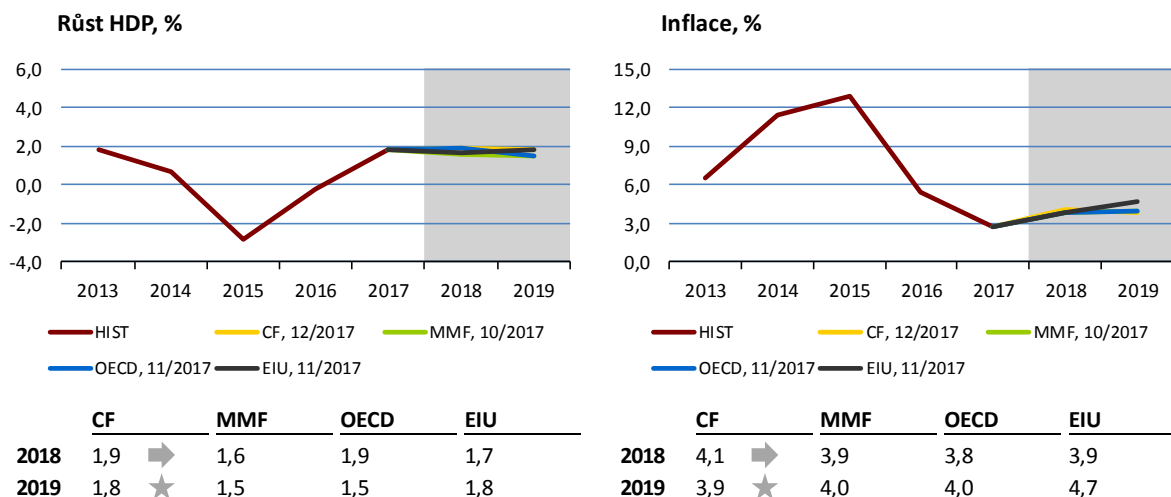
III.2 Indie

Dynamika průmyslové produkce v září a říjnu zpomalovala, důvodem byl zejména pokles těžby a výroby ve zpracovatelském průmyslu. V listopadu se nicméně skokově zvýšila, a to díky vývoji ve zpracovatelském průmyslu. Obrat už dříve naznačoval odpovídající sektorový index předstihového ukazatele PMI, který se od října zvyšoval a v prosinci dosáhl nejvyšší úrovně za posledních 5 let (54,7 bodů). K tomu dle nákupních manažerů přispěl nárůst výstupu, zaměstnanosti a také nových objednávek. Po zpomalení indické ekonomiky v probíhajícím fiskálním roce je ve fiskálním roce 2018/2019 očekáváno zrychlení nad 7 %. Inflace se v listopadu zvýšila o 1,3 p. b. na 4,9 % a v prosinci až na 5,2 %, především kvůli rychlejšímu růstu cen potravin. To se odrazilo v přehodnocení předpovědi CF směrem nahoru. V příštím fiskálním roce by se tak měla inflace dle sledovaných institucí pohybovat nad stanoveným inflačním cílem 4 %, avšak v rámci tolerančního pásma (± 2 %).



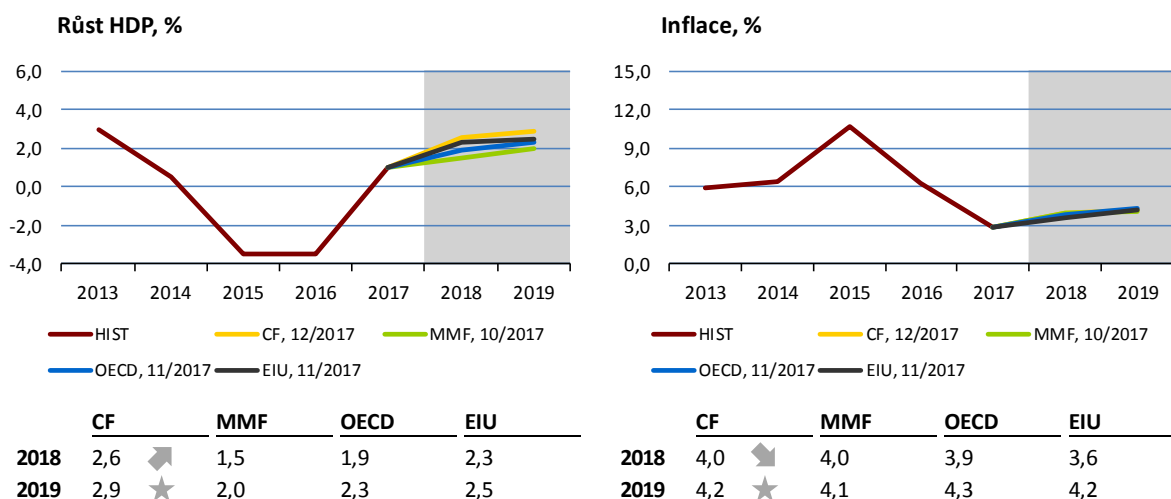
III.3 Rusko

V listopadu se ruská průmyslová produkce neočekávaně propadla o 3,6 % meziročně, což je nejhorší výsledek od října 2009, a celkový výstup za měsíc poklesl o 0,2 %. Krátkodobá dynamika ostatních klíčových makroekonomických ukazatelů výrazných změn nedoznala. Tempo růstu spotřebitelských cen zůstalo v prosinci na předchozí hodnotě (2,5 % meziročně), přitom jádrová inflace zpomalila na 2,1 %. Inflace cen výrobců naopak již čtvrtý měsíc v řadě zrychluje a v listopadu dosáhla 8 %, především kvůli růstu cen výrobců ve zpracovatelském průmyslu. Meziměsíčně ceny průmyslových výrobců vykázaly 0,9% růst. V závěru roku ruská centrální banka oznámila další snížení měnověpolitické sazby. Od 15. prosince je klíčová sazba stanovena na 7,75 % (tj. došlo ke snížení o 0,5 p. b.). Další snížení se očekává v prvním pololetí letošního roku. Nový CF očekává letos ekonomický růst těsně pod 2% úrovní, přičemž fixní investice porostou 3,4% tempem. Inflace spotřebitelských cen by měla dle CF k prosinci vzrůst na 4,1 %.



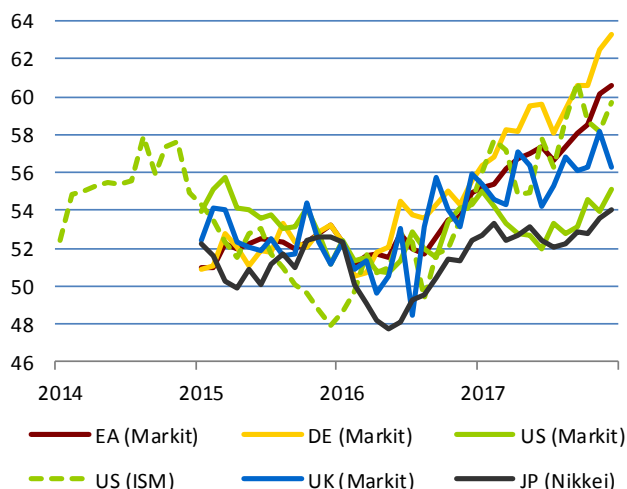
III.4 Brazílie

Průmyslová produkce brazilské ekonomiky v listopadu zmírnila svou meziroční dynamiku na 4,7 % (z předchozích 5,5 %). Přestože jde o patrné zpomalení, tempo jejího růstu stále zůstává na historicky vysokých hodnotách. Začátkem prosince zveřejněný PMI ve zpracovatelském průmyslu rovněž poklesl (na 52,4), což potvrzuje slabší výkon v tomto odvětví. PMI ve službách naproti tomu vzrostl (na 47,4). Souhrnný ukazatel PMI se v důsledku toho téměř nezměnil a zůstal v pásmu ekonomické kontrakce (48,8). Naproti tomu důvěra průmyslových podnikatelů vzrostla. K příznivým zprávám se přidalo rovněž další snížení míry nezaměstnanosti (na 12 %). Meziroční inflace spotřebitelských cen se v prosinci těsně přiblížila k 3% hranici. K jejímu mírnému zrychlení oproti listopadu došlo v důsledku vyššího tempa růstu cen bydlení a dopravy. Růst cen potravin naopak zpomaloval. Nejnovější CF přehodnotil výhled pro letošní rok o 0,2 p. b. směrem k silnějšímu růstu (2,6 %) a o 0,1 p. b. směrem k nižší inflaci (4,0 % k prosinci 2018).

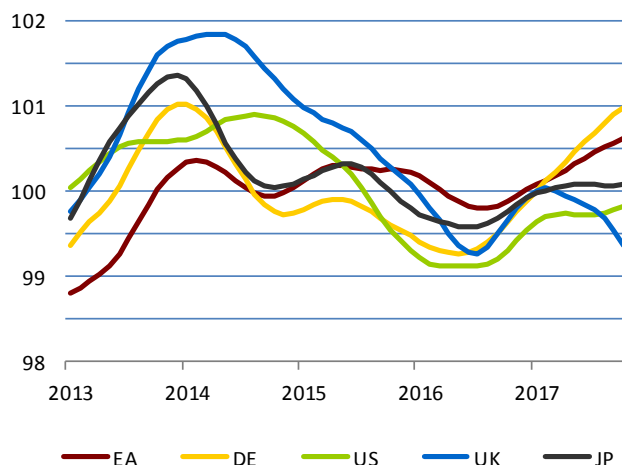


IV.1 Vyspělé země

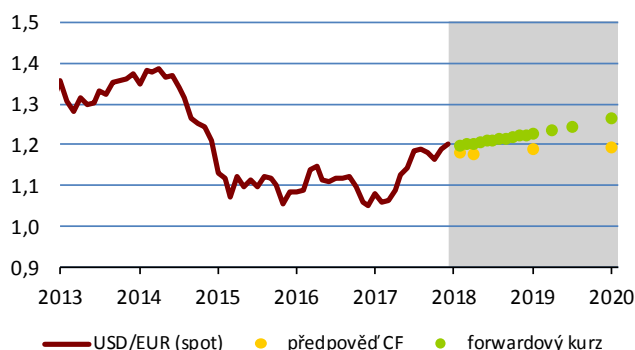
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

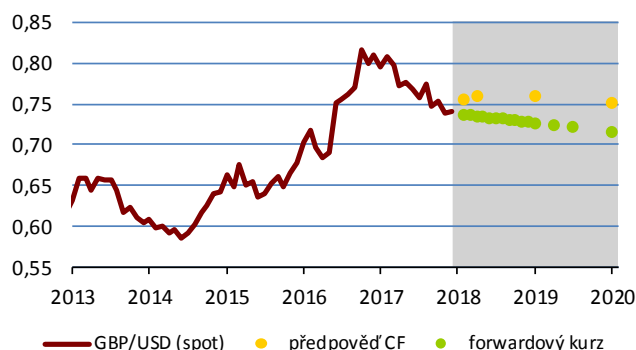


Americký dolar (USD/EUR)



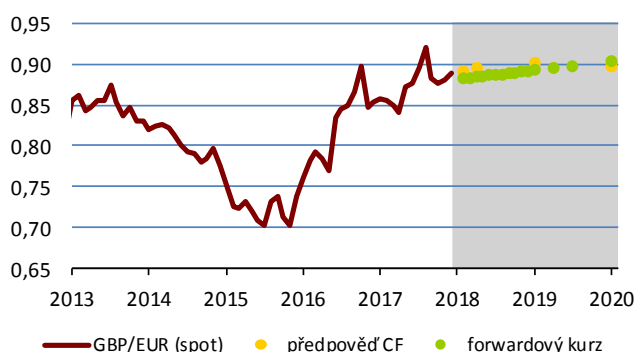
	8/1/18	02/18	04/18	01/19	01/20
spotový kurz	1,198				
předpověď CF		1,181	1,178	1,188	1,195
forwardový kurz		1,199	1,204	1,228	1,262

Britská libra (GBP/USD)



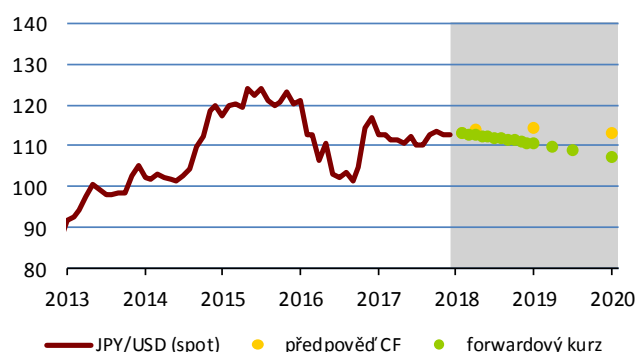
	8/1/18	02/18	04/18	01/19	01/20
spotový kurz	0,736				
předpověď CF		0,755	0,759	0,759	0,751
forwardový kurz		0,736	0,735	0,727	0,716

Britská libra (GBP/EUR)



	8/1/18	02/18	04/18	01/19	01/20
spotový kurz	0,882				
předpověď CF		0,892	0,894	0,902	0,897
forwardový kurz		0,883	0,884	0,892	0,904

Japonský jen (JPY/USD)

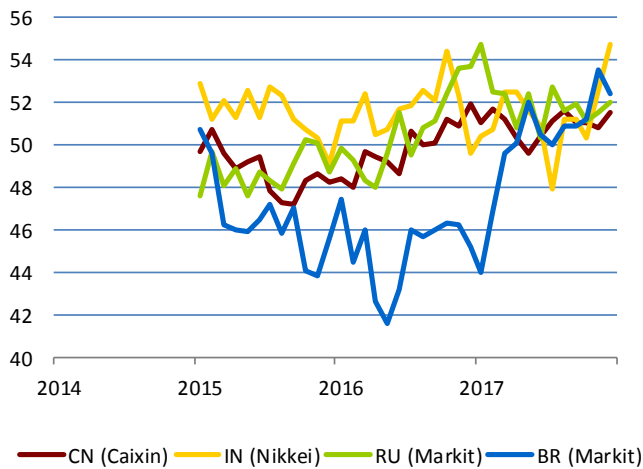


	8/1/18	02/18	04/18	01/19	01/20
spotový kurz	113,0				
předpověď CF		113,3	113,8	114,2	113,2
forwardový kurz		112,9	112,5	110,5	107,4

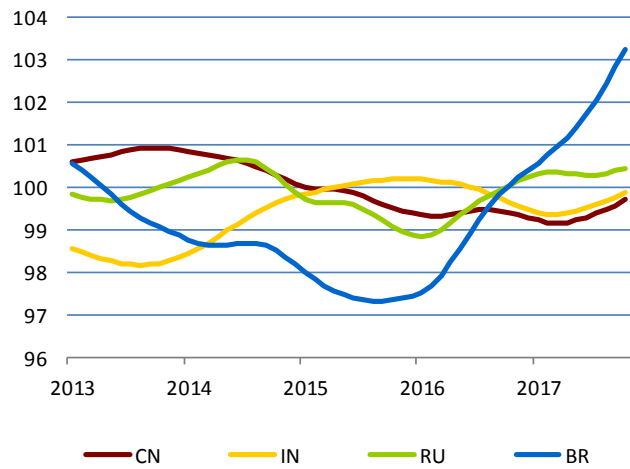
Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci. Forwardový kurz nepředstavuje výhled, vychází z kryté úrokové parity – tj. kurz země s vyšší úrokovou sazbou oslabuje. Forwardový kurz představuje aktuální (k datu uzávěrky) možnost zajištění budoucího kurzu.

IV.2 Země skupiny BRIC

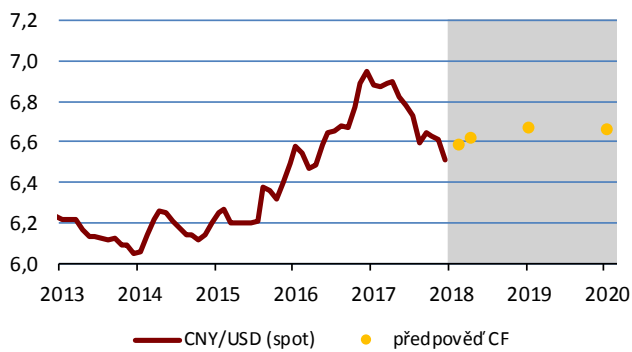
PMI ve zpracovatelském průmyslu



OECD Kompozitní předstihový indikátor

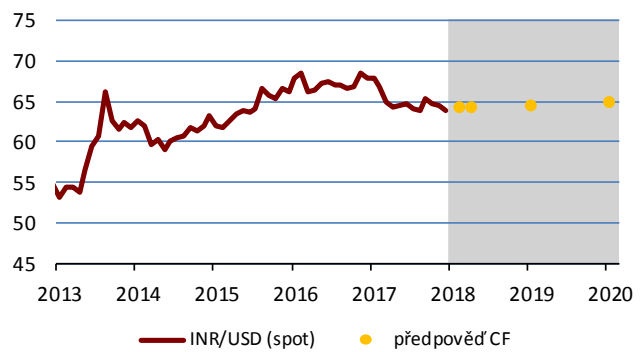


Čínský renminbi (CNY/USD)



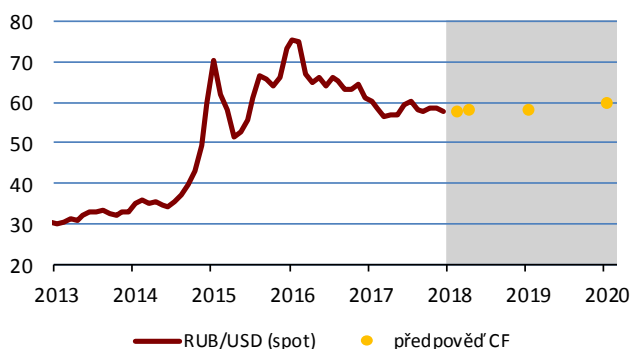
	8/1/18	02/18	04/18	01/19	01/20
spotový kurz	6,495				
předpověď CF		6,587	6,620	6,670	6,666

Indická rupie (INR/USD)



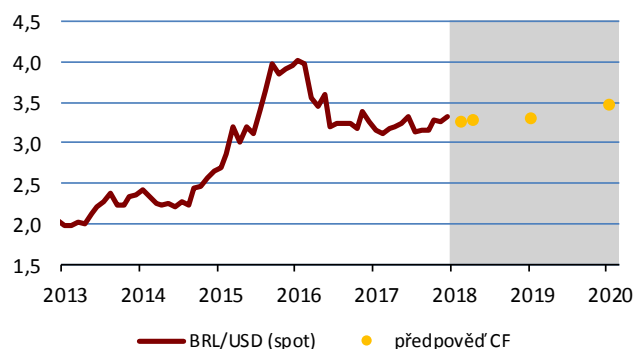
	8/1/18	02/18	04/18	01/19	01/20
spotový kurz	63,39				
předpověď CF		64,24	64,18	64,40	64,94

Ruský rubl (RUB/USD)



	8/1/18	02/18	04/18	01/19	01/20
spotový kurz	57,07				
předpověď CF		57,85	58,31	58,07	59,67

Brazilský real (BRL/USD)



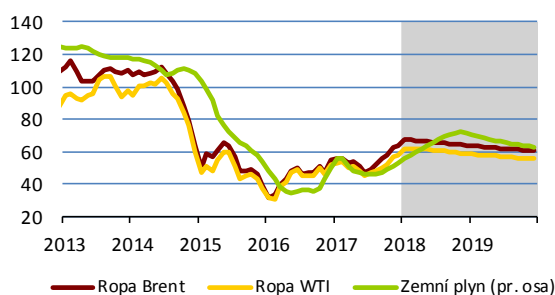
	8/1/18	02/18	04/18	01/19	01/20
spotový kurz	3,228				
předpověď CF		3,265	3,277	3,311	3,474

Pozn.: Hodnoty kurzů jsou k poslednímu dni v měsíci.

V.1 Ropa a zemní plyn

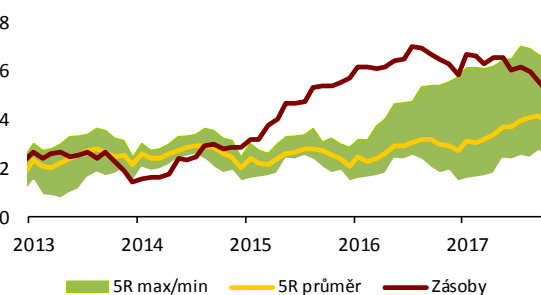
Poté, co kartel OPEC a Rusko na listopadovém zasedání ve Vídni potvrdily své odhodlání pokračovat v omezené těžbě až do konce roku 2018, se cena ropy od prosince opět vrátila k růstu. Ten byl podpořen ve druhé polovině měsíce i výpadky těžby ropy Brent v důsledku odstávky klíčového ropovodu v Severním moři, uzavřením ropovodu v Libyi, růstem politického napětí na Blízkém Východě (demonstrace v Íránu, které nicméně zatím neovlivnily tamní těžbu a vývoz ropy) a v neposlední řadě i oslabováním kurzu USD. Svou roli hrál i růst čistých dlouhých pozic hedžových fondů. Cenu WTI pak podpořil výpadek ropovodu z Kanady do USA. Přesto zůstává rozpětí mezi cenou Brent a WTI vysoké a podporuje vývoz ropy z USA do Evropy a Asie. Proti rychlejšímu růstu cen ropy působí jen robustní růst těžby v USA. Ohledně jeho pokračování však vyvstává řada nejistot, např. zda těžební společnosti na aktuální růst cen ropy zareagují opět masivními investicemi do rozšíření těžby, či spíše vyslyší přání akcionářů a zvýší výplatu dividend. Diskutuje se rovněž otázka, zda model EIA, který na předpokladu pokračování technologického pokroku staví předpověď dalšího rychlého růstu břidlicové těžby v USA, není příliš optimistický, jak naznačují někteří akademici i praktičtí investoři. Rostoucí objem zahedžované produkce amerických těžařů však naznačuje, že růst těžby v USA bude každopádně pokračovat. Dle průzkumu dallaského Fedu by 42 % firem zvýšilo investice do vrtné aktivity při ceně WTI 61–65 USD/barel, dalších 31 % při ceně nad 66 USD/barel. Tržní křivka termínovaných kontraktů se oproti minulému měsíci posunula výrazně vzhůru a implikuje cenu ropy Brent v roce 2018 v průměru 65,7 USD/barel a její pokles v roce 2019 na 62,0 USD/barel.

Výhled cen ropy (USD/b) a zemního plynu (USD / 1000 m³)

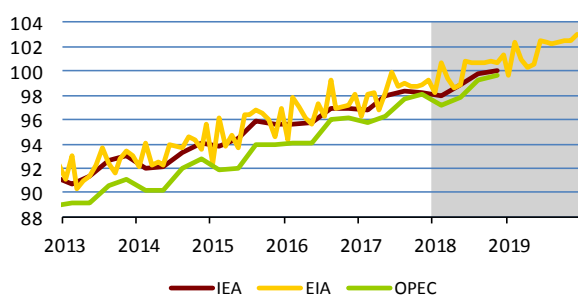


	Brent	WTI	Plyn
2018	65,74 ↗	60,58 ↗	236,31 ↗
2019	62,04 ★	57,01 ★	238,56 ★

Celkové zásoby ropy a ropných produktů v OECD (mld. barelů)

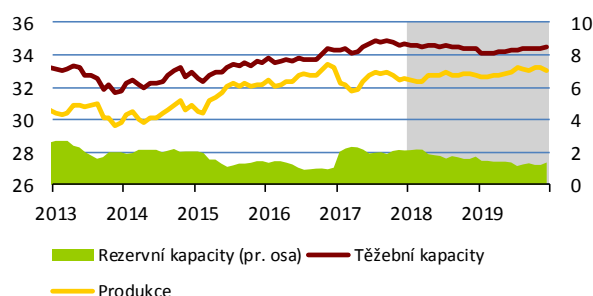


Světová spotřeba ropy a ropných produktů (mil. barelů / den)



	IEA	EIA	OPEC
2018	99,13 ↗	100,11 ↗	98,45 ↗
2019		101,77 ★	

Produkce, celkové a rezervní kapacity zemí OPEC (mil. barelů / den)



	Produkcce	Těžební kapacity	Rezervní kapacity
2018	32,68 ↗	34,51 ↗	1,83 ↗
2019	32,94 ★	34,28 ★	1,34 ★

Zdroj: Bloomberg, IEA, EIA, OPEC, výpočty ČNB.

Poznámka: Cena ropy na ICE, cena ruského plynu na hranicích s Německem – data MMF, vyhlazeno HP filtrem. Budoucí ceny ropy (šedá oblast) jsou odvozeny z futures kontraktů, budoucí ceny plynu jsou modelově odvozeny od cen ropy. Celkové zásoby ropy (tedy komerční i strategické) v zemích OECD – odhad IEA. Produkce a těžební kapacity kartelu OPEC – odhad EIA.

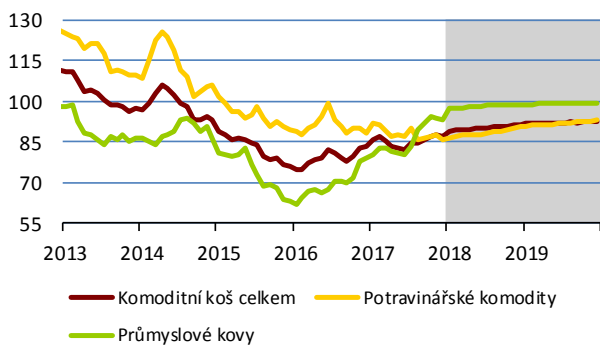
V.2 Ostatní komodity

Souhrnný index cen neenergetických komodit se po prosincovém mírném poklesu vrátil v lednu k trendovému růstu a zaznamenal tříleté maximum. K tomu v lednu přispěly oba dílčí indexy. Dílčí index cen potravinářských komodit se nicméně nadále pohybuje poblíž nejnižších hodnot od roku 2010. Jeho výhled je ovšem rostoucí, což z větší části přispívá i k rostoucímu výhledu celkového indexu. Naopak dílčí index cen průmyslových kovů v lednu zaznamenal po přechodném prosincovém zakolísání silný růst a dostal se na nejvyšší hodnotu od února 2013. Jeho výhled ale více méně stagnuje.

Ceny průmyslových kovů jsou nadále podporovány slábnoucím dolarem a příznivým výhledem zpracovatelského průmyslu, jak naznačuje další růst globálního JPMorgan PMI. Ten zakončil rok 2017 na hodnotě 54,5 a byl tak nejvyšší za téměř sedm let. K růstu souhrnného indexu přispěla nejvíce eurozóna, kde se PMI dostal na historické maximum, podpořila jej ovšem i většina ostatních vyspělých zemí. Růst ale zaznamenaly i dílčí indexy v Číně, Indii a Rusku. Příznivá je i struktura indexu, když největší zlepšení zaznamenaly nové objednávky. Růst cen průmyslových kovů byl v prosinci silný napříč celým indexem a již dva měsíce vykazuje růst i cena železné rudy. V růstu pokračovala i cena uhlí, jejíž výhled je však stejně jako u železné rudy klesající kvůli nejistotě ohledně budoucí poptávky v Číně, která se snaží přesměrovat růst své ekonomiky více do služeb a soukromé spotřeby.

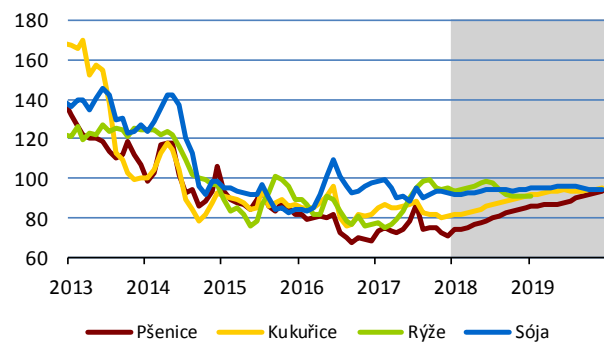
Ceny zrnin v současné době převážně stagnují díky vysokým zásobám a příznivému výhledu sklizně, i když u kukuřice a zejména pšenice se očekává přechod k růstu. Z technických plodin jsme zaznamenali cenový nárůst zejména u bavlny.

Indexy cen neenergetických komodit



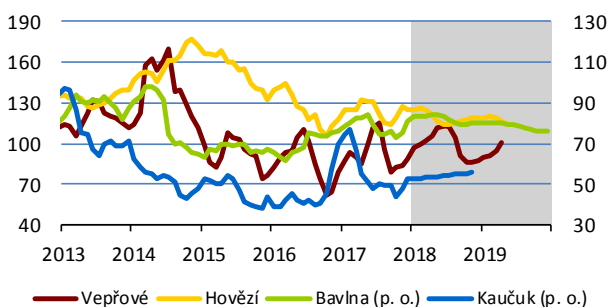
	Celkem	Potravinářské	Kovy
2018	90,2	88,4	98,3
2019	92,1	91,9	99,1

Potravinářské komodity



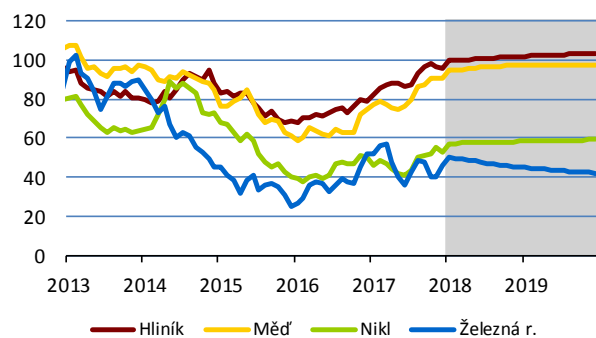
	Pšenice	Kukuřice	Rýže	Sója
2018	79,4	86,1	94,3	93,4
2019	89,0	93,4	90,9	95,2

Maso, nepotravinářské zemědělské komodity



	Vepřové	Hovězí	Bavlna	Kaučuk
2018	99,6	119,0	81,9	54,0
2019	94,1	117,6	78,3	

Základní kovy a železná ruda



	Hliník	Měď	Nikl	Železná r.
2018	100,6	96,0	57,7	47,5
2019	102,6	97,0	58,8	43,5

Zdroj: Bloomberg, výpočty ČNB.

Poznámka: Struktura indexů cen neenergetických komodit odpovídá složení komoditních indexů The Economist. Ceny jednotlivých komodit jsou vyjádřeny jako indexy 2010 = 100.

Nekonvenční měnová politika ECB a vývoj peněžních agregátů v eurozóně¹

Ekonomové se shodují na tom, že inflace v dlouhém období jde ruku v ruce s vývojem množství peněz v ekonomice. Kvantitativní uvolňování (QE) centrálních bank tak vyvolalo v některých kruzích obavy ohledně jeho inflačních efektů, a to především v souvislosti se zavádějícím označením tohoto nástroje jako „tiskění peněz“. Jak ale ukazuje tento článek, růst peněžní zásoby v eurozóně ani téměř tři roky po spuštění programu nedosahuje předkrizových hodnot, protože ECB, stejně jako ostatní centrální banky, ovlivňuje kvůli převážně endogennímu charakteru peněz množství peněžní zásoby pouze nepřímo. Mezi nepřímé kanály patří především kanál přeskupení (rebalancování) portfolia, který vede k uvolněnějším finančním podmínkám ve většině sektorů ekonomiky. Novou tvorbu úvěrů ale určuje vedle ceny úvěru mnoho dalších faktorů, které měnová politika ani svými nekonvenčními nástroji ovlivnit nedokáže.

Kvantitativní uvolňování a rozvaha ECB

Rada guvernérů ECB rozhodla v lednu 2015 o spuštění rozšířeného programu nákupů aktiv (EAPP). V rámci tohoto programu ECB a národní centrální banky eurosystému nakupují do svých rozvah aktivita soukromého i veřejného sektoru na sekundárním trhu za nově vytvořené bankovní rezervy (tj. při nákupu je tržní hodnota aktiva připsána na účet komerční banky u centrální banky). Program byl spuštěn v březnu 2015, přičemž do března 2016 centrální banky nakupovaly aktiva v čistém měsíčním objemu 60 mld. EUR. Objem nákupů byl od dubna 2016 do března 2017 zvýšen na 80 mld. EUR a poté do prosince 2017 snížen zpět na 60 mld. V říjnu loňského roku ECB rozhodla o prodloužení programu nákupů do září 2018 při měsíčním objemu 30 mld. EUR.

Program nákupů aktiv (tzv. kvantitativní uvolňování) tedy povede k více než dvojnásobnému objemu konsolidované rozvahy centrálních bank eurosystému oproti stavu ze začátku roku 2015 (Graf 1). Na straně aktiv již nyní zaujímají cenné papíry držené pro účely měnové politiky, které nákupy cenných papírů odrážejí, více než polovinu rozvahy. Mezi nakupovaná aktiva se v současnosti řadí cenné papíry kryté aktivy (ABS, tyto nákupy byly spuštěny již v listopadu 2014), dluhopisy veřejného sektoru, dluhopisy nebankovních korporací a nákupy krytých dluhopisů bank. Z celkové držby cenných papírů zaujímaly vládní dluhopisy v říjnu 2017 asi 82 %².

Bezprecedentní nárůst rozvahy ECB vyvolává u laické veřejnosti přirozeně obavy z vysoké inflace a znehodnocování úspor. Znepokojení je umocňováno nesprávným označením „tisknutí peněz“, které se pro kvantitativní uvolňování v médiích často používá. Zmíněné obavy by byly oprávněné, kdyby nekonvenční nástroje centrálních bank vedly k výraznému nárůstu měnové zásoby, který není v souladu se skutečným vývojem v ekonomice. Ekonomická teorie totiž dospěla ke konsenzu, že ve středním až dlouhém období jde vývoj inflace ruku v ruce s růstem objemu peněz v ekonomice. Tento konsenzus vedl mj. k tomu, že ECB má jako jeden ze dvou pilířů své strategie analýzu měnových agregátů, konkrétně M3. Nicméně vývoj peněžní zásoby není kvantitativním uvolňováním ovlivňován přímo, protože množství peněžní zásoby je primárně určeno řadou jiných faktorů než je vývoj tzv. peněžní báze (viz níže). Tato tzv. endogenita peněz vede k tomu, že centrální banky mohou množství peněz v ekonomice ovlivňovat svými konvenčními i nekonvenčními nástroji pouze zprostředkovaně.

Efekty kvantitativního uvolňování na měnovou bázi

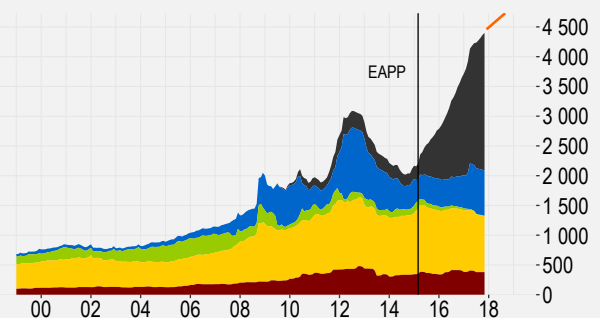
Program rozšířeného nákupu aktiv (EAPP) ovlivňuje přímo pouze peněžní bázi v eurozóně. Do peněžní báze je řazeno oběživo (včetně hotovosti v trezorech bank a bankomatech) a běžné účty komerčních bank u centrální banky. Tyto účty zahrnují povinné minimální rezervy a také přebytečné rezervy bank, které jsou drženy u centrální banky (přičemž přispívají k zabezpečení hladkosti bezhotovostního platebního styku a případně i k naplnění regulačních opatření). Jak již bylo na začátku článku zmíněno, centrální banky nakupují aktiva za nově vytvořené bankovní rezervy, takže nákup cenných papírů

Graf 1 Rozvaha ECB – hlavní položky aktiv

(mld. EUR)

- cenné papíry držené pro účely měnové politiky
- dlouhodobější refinanční operace
- hlavní refinanční operace
- ostatní aktiva
- zlato a pohledávky ve zlatě

— projekce do září 2018



Zdroj: ECB SDW, výpočty ČNB

Pozn: Výhled celkových aktiv byl zkonstruován za předpokladu měsíčních nákupů 60 mld. do konce roku 2017 a 30 mld. EUR od ledna do září 2018.

¹ Autorem je Tomáš Adam. Názory v tomto příspěvku jsou jeho vlastní a neodrážejí nezbytně oficiální pozici České národní banky.

² Viz <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

v eurozóně probíhá výhradně přes komerční banky, které slouží jako prostředník obchodů (ECB Economic Bulletin 2017/6).

Za necelé tři roky se objem peněžní báze v eurozóně díky programu kvantitativního uvolňování přibližně ztrojnásobil. Graf 2 ukazuje její složení a také celkový objem, který se vyvíjí v souladu se stranou aktiv centrálních bank eurosystému (Graf 1). Postupně rostoucí trend ve vývoji oběživa zůstal stabilní a odrážel transakční potřeby v ekonomice. Naproti tomu objem rezerv bank rostl výrazně spolu s kumulovanými objemy nákupů aktiv.

U přebytečných rezerv komerčních bank má program kvantitativního uvolňování odlišný efekt oproti přechozím likviditním operacím.

V roce 2012 banky z některých zemí severního křídla eurozóny držely velké množství přebytečné likvidity, která vznikla v souvislosti se dvěma programy likviditních operací (LTRO1, LTRO2, viz Graf 2). V té době byl úrok na depozitní facilitě (tj. vkladech přebytečných rezerv uložených u centrální banky přes noc) kladný, zatímco rezervy na běžných účtech nenesly žádný úrok. Před spuštěním QE se ale zůstatky přebytečných rezerv na depozitní facilitě i rezervních účtech začaly úročit zápornou sazbou (v současnosti -0,4 %), takže nárůst objemů na depozitní facilitě je méně výrazný. Další odlišností oproti předchozím programům je, že sektor komerčních bank jako celek nemůže objem celkových přebytečných rezerv snížit, což bylo u předchozích programů možné při splacení likviditních půjček (viz konec roku 2013 v Grafu 2). Ke snížení celkových rezerv vytvořených programem QE dojde až poté, co se začne objem dluhopisů držných v rozvahách centrálních bank eurosystému snižovat. To pravděpodobně nenastane hned při oficiálním ukončení programu QE, neboť se dá očekávat, že ECB bude maturující dluhopisy i poté nějaký čas reinvestovat, aby udržela objem bilance na konstantní úrovni. Pokles nastane tedy až po rozhodnutí ukončit nákupy dluhopisů, které nahrazují splacené dluhopisy³. Druhou možností, jak by mohlo dojít ke snížení bankovních rezerv, je, že by centrální banky začaly aktivně dluhopisy odprodávat bankovnímu sektoru. Tento scénář je ale v dohledné době při současném vývoji vysoce nepravděpodobný.

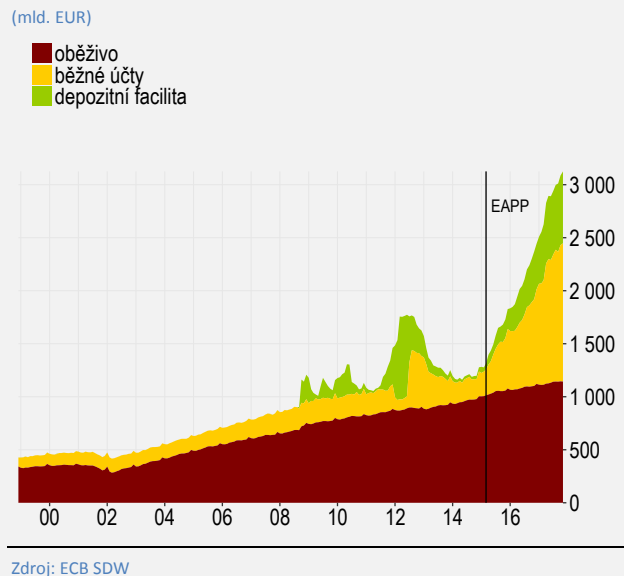
Efekty kvantitativního uvolňování na peněžní zásobu

Na rozdíl od dopadu do měnové báze není efekt kvantitativního uvolnění na širokou peněžní zásobu M3 mechanický, ani automatický. Do široké peněžní zásoby se řadí oběživo držené nebankovními subjekty, vklady na běžných a termínovaných účtech v komerčních bankách, repo operace, podílové listy fondů peněžního trhu a emitované dluhové cenné papíry se splatností do 2 let. Nově vytvořené rezervy bank se tak v široké peněžní zásobě zaznamenají přímo pouze tehdy, když nákupy probíhají od tzv. sektoru držby peněz, tj. od domácností, firem a nebankovních finančních podniků v eurozóně. Při této transakci slouží komerční banka prodávajícího opět jako prostředník, přičemž klientovi připíše depozita na běžném účtu a komerční bance samotné jsou v rozvaze proti těmto depozitům připsány nové rezervy vytvořené centrální bankou. Naproti tomu depozita nerezidentů, kreditních institucí a fondů peněžního trhu se do M3 nezaznamenávají, takže nákupy aktiv držených těmito sektory přímý efekt na M3 nemají.

Kvantitativní uvolňování ale může ovlivnit peněžní zásobu také nepřímo, především uvolněním finančních podmínek, které podporují tvorbu nových úvěrů. Nové úvěry v komerčních bankách vznikají většinou připsáním nových depozit na účet dlužníka, a tato depozita se již počítají do širokého měnového agregátu. K uvolnění finančních podmínek přispívají nákupy centrálních bank tím, že působí na snížení dlouhého konce výnosové křivky vládních dluhopisů. Celá výnosová křivka přitom slouží jako základ pro oceňování různých kreditních instrumentů. Kvantitativní uvolňování tak vede ke snížení úroků u klientských úvěrů, čímž podporuje poptávku po úvěrech v ekonomice a tím následně i zvyšování peněžní zásoby.

Dalším kanálem, který umožňuje uvolnění finančních podmínek, je tzv. portfolio rebalancing. Tím, že centrální banky nakupují velké objemy bezpečných aktiv, dochází u těchto aktiv k růstu cen, a tedy snižování výnosů. Jejich držba tak z pohledu soukromých investorů nemusí být profitabilní a investoři mohou volit namísto toho nákupy rizikovějších aktiv s vyšším výnosem. Tím i jejich cena roste a výnosy klesají. Také u nově vydaných dluhopisů se pak dá očekávat nižší požadovaný výnos, což vede k uvolněnějším měnovým podmínkám. Aktiva s vyšší cenou mohou být také použita jako kolaterál při

Graf 2 Peněžní báze v eurozóně



³ Fed např. k rozhodnutí o tomto kroku přistoupil až v letošním roce, přestože tzv. čisté nákupy ukončil již v roce 2014.

zajištěných půjčkách. Mezi těmito aktivy jsou mimo jiné dluhopisy bank, které pak mají nižší náklady financování a mohou si dovolit požadovat nižší úroky od svých klientů.

Kromě uvolnění měnových podmínek může mít portfolio rebalancing i další, přímější, efekty na širokou peněžní zásobu. ECB Economic Bulletin 2015/7 zmiňuje následující příklady:

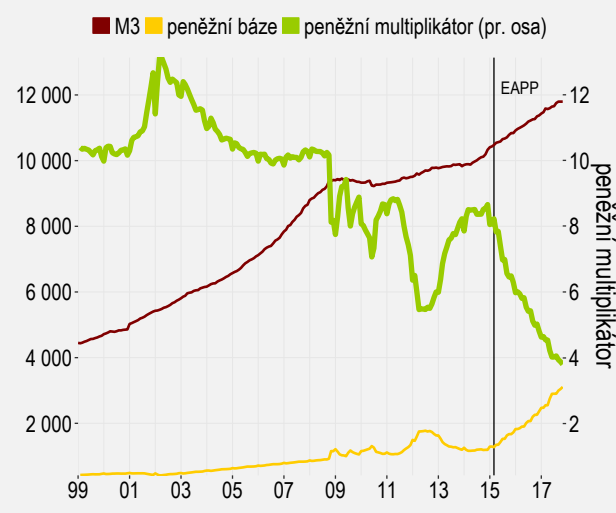
- Sektor držby peněz (tj. domácnosti a firmy) kvůli vyšší ceně prodává přes kreditní instituci držený dluhopis centrální bance, čímž v první fázi dojde k připsání depozit u komerční banky, tedy zvýšení M3. Vzhledem k nižším výnosům ostatních domácích aktiv ale původní prodávající může volit nákup zahraničního aktiva, depozita se sníží a tím se sníží i agregát M3.
- Podobně, místo investice do zahraničí, mohou domácnosti či firmy nakoupit z důvodu relativně vyššího výnosu dlouhodobé dluhopisy nebo akcie bank. Objem pasiv bankovního sektoru se nezmění, pouze se změní jeho složení a dojde k poklesu množství peněz.
- Na druhou stranu k tvorbě peněz může dojít, když banka nakoupí za nově vytvořené rezervy aktiva (dluhopisy, akcie) sektoru držby peněz. U něj tak dojde k připsání depozit a tedy zvýšení M3.

V souladu s touto diskuzí lze pozorovat, že široká peněžní zásoba v eurozóně zaznamenala výrazně nižší nárůst než peněžní báze (Graf 3). Peněžní zásoba M3 během QE vzrostla asi o 2 000 mld. EUR, což je v procentuálním vyjádření řádově nižší tempo oproti peněžní bázi. Tento nesoulad se projevuje v poklesu peněžního multiplikátoru, který dává do vztahu peněžní zásobu a bázi, zhruba na hodnotu 4, což je přibližně o 50 % nižší hodnota než na začátku roku 2015.

Přímý efekt QE na širokou peněžní zásobu v eurozóně je velmi omezený. Jeho přesnou hodnotu je obtížné určit ze dvou důvodů. Za prvé, dluhopisy centrálním bankám neprodávají přímo jejich držitelé, ale banky, které slouží jako prostředníci obchodů. Není tedy zřejmé, kdo je původním vlastníkem dluhopisu. Zde jistou indicií může být pohled na sektorové účty, kde lze pozorovat, jak se měnila držba dluhopisů vládního sektoru jednotlivými sektory. ECB Economic Bulletin (2017/4) ukazuje, že nejvíce poklesla držba vládních dluhopisů u měnových a finančních institucí a u nerezidentů, tedy sektorů, u kterých se při prodeji dluhopisu centrální bance peníze nevytvářejí. Za druhé, není jasné, jak by se účastníci obchodu chovali bez QE (tj. zda by dluhopisy za jinak stejných podmínek také prodávali). ECB ukazuje pomocí tzv. kontrafaktuální analýzy (Graf 4), že konečným zdrojem dluhopisů pro nákupy ECB v rámci QE byl v období od března 2015 do března 2017 především sektor nerezidentů a komerčních bank, jejichž vklady se v širší peněžní zásobě neodrážejí. Lze tedy předpokládat, že přímý efekt QE na zásobu M3 je nízký.

Graf 3 M3, peněžní báze a peněžní multiplikátor

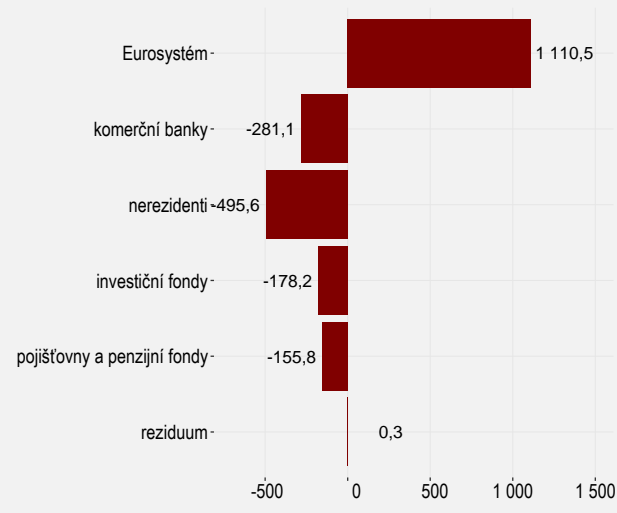
(levá osa: mld. EUR, pravá osa: podíl)



Zdroj: ECB SDW

Graf 4 Odhadovaná změna držby dluhopisů z důvodu QE mezi březnem 2015 a březnem 2017

(mld. EUR)



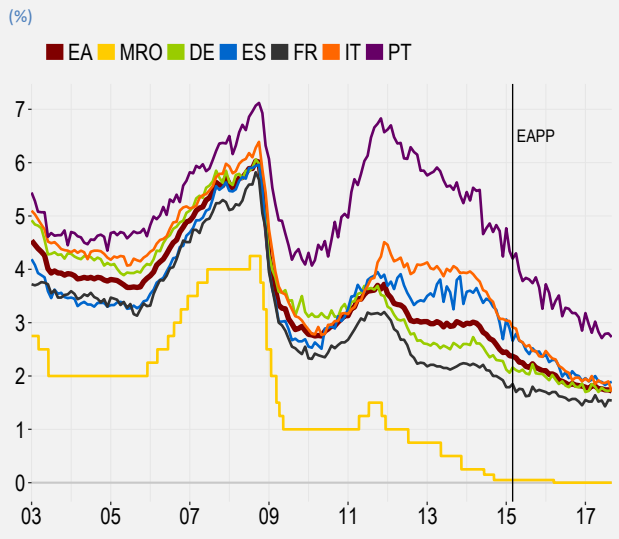
Zdroj: ECB Economic Bulletin (2017/4)

Pozn.: Odhad byl proveden pomocí kontrafaktuální analýzy ECB

U nepřímého kanálu je kvantifikace ještě obtížnější. Jak bylo zmíněno, při tvorbě nových úvěrů interagují různé efekty na straně nabídky i poptávky. Jisté je, že program nákupů aktiv přispěl ke stlačení výnosů dluhopisů a následnému poklesu nákladů na financování napříč sektory v eurozóně. Například náklady na financování úvěrů nefinančním podnikům během QE poklesly ve všech zemích, přičemž největší pokles byl zaznamenán u zemí postižených dluhovými problémy (Graf 5). Tam refinancování existujících úvěrů za nižší úrok přispělo k urychlení poklesu oddlužení (deleveraging). Jak signalizují šetření úvěrových podmínek bank, na straně nabídky přispělo QE k rychlejšímu růstu peněžní zásoby tím, že banky našly levnější zdroje financování a uvolňují postupně svoje kreditní standardy.

Nižší úrokové náklady ale neznamenají automaticky vyšší nárůst objemu úvěrů. Ten je na straně poptávky dán dostupností investičních příležitostí, výhledem ekonomického růstu a dalšími faktory, jejichž přímé ovlivnění je za hranicemi měnové politiky. V některých zemích navíc domácnosti i firmy mají nadále vysoké míry zadlužení, které naakumulovaly před finanční krizí, a nechtějí (nebo nemohou) je dále zvyšovat. V těchto zemích je – nebo přinejmenším donedávna byl – navíc výkon ekonomik nízký, což opět působí negativně na investice.

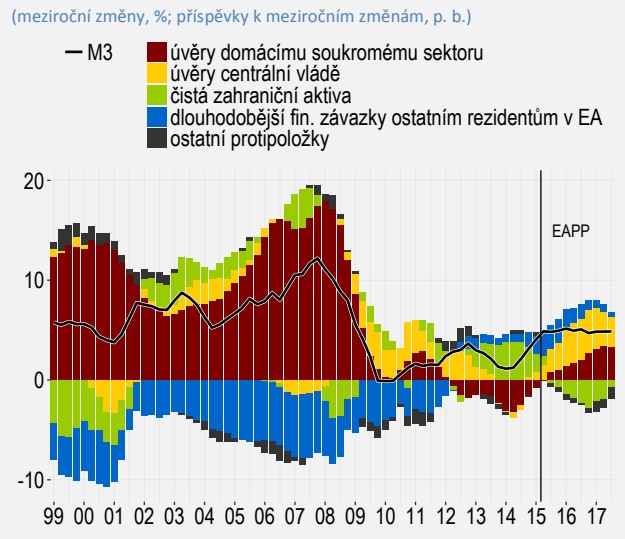
Graf 5 Náklady financování nefinančních podniků



Zdroj: ECB SDW

Pozn.: MRO – sazba pro hlavní refinanční operace (jedna ze základních úrokových sazeb ECB)

Graf 6 Růst peněžního agregátu M3 a jeho protipoložky



Zdroj: ECB SDW

Kombinace jednotlivých kanálů kvantitativního uvolňování zatím nevedla k výraznějšímu zrychlení tvorby peněžní zásoby M3. Její růst v září 2017 dosahoval v meziročním vyjádření 5,1 % (Graf 6), tedy podobné úrovně jako v celém období od roku 2015. Podobným tempem rostla peněžní zásoba i po vzniku eurozóny. Program kvantitativního uvolňování přitom ovlivňuje většinu protipoložek peněžní zásoby. Můžeme pozorovat výrazný nárůst úvěrů centrální vládě, který přímo souvisí s nákupy dluhopisů ze strany ECB. Také růst úvěrů soukromému sektoru přispívá pozitivně k růstu M3 (hnědé sloupce) buď přímo skrze nákupy korporátních dluhopisů, nebo nepřímo pomocí kanálů zmíněných v předchozím textu. Ani přes tyto efekty příspěvek růstu úvěrů zdaleka nedosahuje hodnot jako po vzniku eurozóny a v některých zemích objem úvěrů nadále klesá. U čistých zahraničních aktiv pozorujeme od začátku programu záporný příspěvek, který souvisí s prodeji dluhopisů nerezidenty centrálním bankám. Na druhou stranu se tento záporný příspěvek postupně zmírňuje s tím, jak nerezidenti nakupují další aktiva v eurozóně.

Závěr

Přesné efekty kvantitativního uvolňování ECB na reálnou ekonomiku a inflaci v eurozóně není možné určit vzhledem k interakci mnoha transmisních kanálů a také souběhu několika ekonomických událostí, které v období kvantitativního uvolňování nastaly. Například kurz eura vůči americkému dolaru výrazně oslabil, a to již před oznámením programu QE. V období nákupů aktiv také značně poklesly ceny ropy, které na jednu stranu snížily celkovou inflaci, na druhou stranu působily pozitivně na disponibilní důchod domácností a firem v eurozóně. Nedávná politická nejistota a brexit mají jistě také makroekonomické dopady, které analýzu efektů QE nadále komplikují.

Tento článek ilustroval, že i dílčí analýza vlivu QE na růst peněžní zásoby je značně komplikovaná. Peněžní báze je kvantitativním uvolňováním ovlivněna přímo a roste ruku v ruce s nákupy aktiv, protože tyto nákupy probíhají výhradně za nově vytvořené rezervy, jež jsou součástí peněžní báze. Naproti tomu peněžní zásoba je ovlivňována především nepřímo. Přímý efekt, tedy nákupy od rezidentů sektoru držby peněz (domácnosti, nebankovní podniky), se ukazuje jako malý. U nepřímého kanálu můžeme pozorovat stlačení úroků a výnosů mnoha aktiv v ekonomice, což přispělo k urychlení procesu oddlužení v některých zemích eurozóny a pravděpodobně také k růstu úvěrů v některých segmentech ekonomiky. Tento nepřímý kanál je přitom zcela záměrný a slouží k navracení inflace zdola k definici cenové stability dle ECB (inflace pod, ale blízko 2 %). Růst úvěrů ale obecně závisí na mnoha dalších faktorech, a tak přesný vliv QE na něj je obtížné určit. Při pohledu na růst peněžní zásoby M3 se nicméně nepotvrzují obavy o růst inflace v eurozóně z titulu nárůstu objemu peněz v ekonomice.

Zdroje

ECB Economic Bulletin (2015/7). The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures.

ECB Economic Bulletin (2017/4). Which sectors sold the government securities purchased by the Eurosystem?

ECB Economic Bulletin (2017/6). Base money, broad money and the APP.

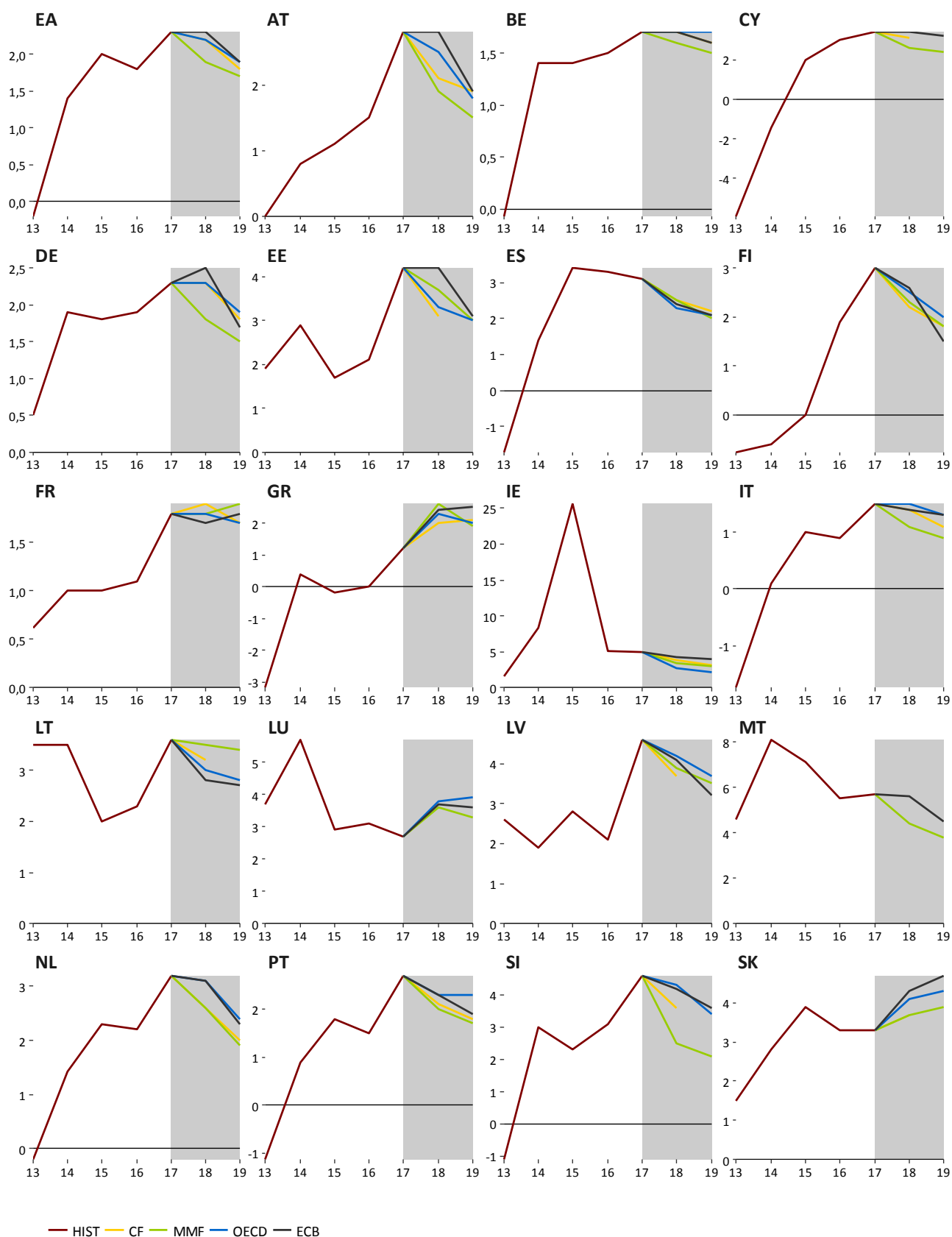
A1. Změna predikcí HDP pro rok 2018

	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	+0,1	2018/1	+0,2	2017/10	+0,3	2017/11	+0,5	2017/12
		2017/12				2017/7		
DE	+0,1	2018/1	+0,2	2017/10	+0,2	2017/11	+0,8	2017/12
		2017/12				2017/7		
US	+0,2	2018/1	+0,2	2017/10	+0,1	2017/11	+0,4	2017/12
		2017/12				2017/7		
UK	-0,1	2018/1	0	2017/10	+0,2	2017/11	0	2017/11
		2017/12				2017/7		
JP	+0,1	2018/1	+0,1	2017/10	0	2017/11	0	2017/11
		2017/12				2017/7		
CN	+0,1	2018/1	+0,1	2017/10	0	2017/11	0	2017/11
		2017/12				2017/7		
IN	0	2018/1	-0,3	2017/10	-0,2	2017/11	0	2017/12
		2017/12				2017/7		
RU	0	2017/12	+0,2	2017/10	-0,2	2017/11	0	2017/11
		2017/11				2017/7		
BR	+0,2	2017/12	+0,2	2017/10	+0,3	2017/11	0	2017/11
		2017/11				2017/7		

A2. Změna predikcí inflace pro rok 2018

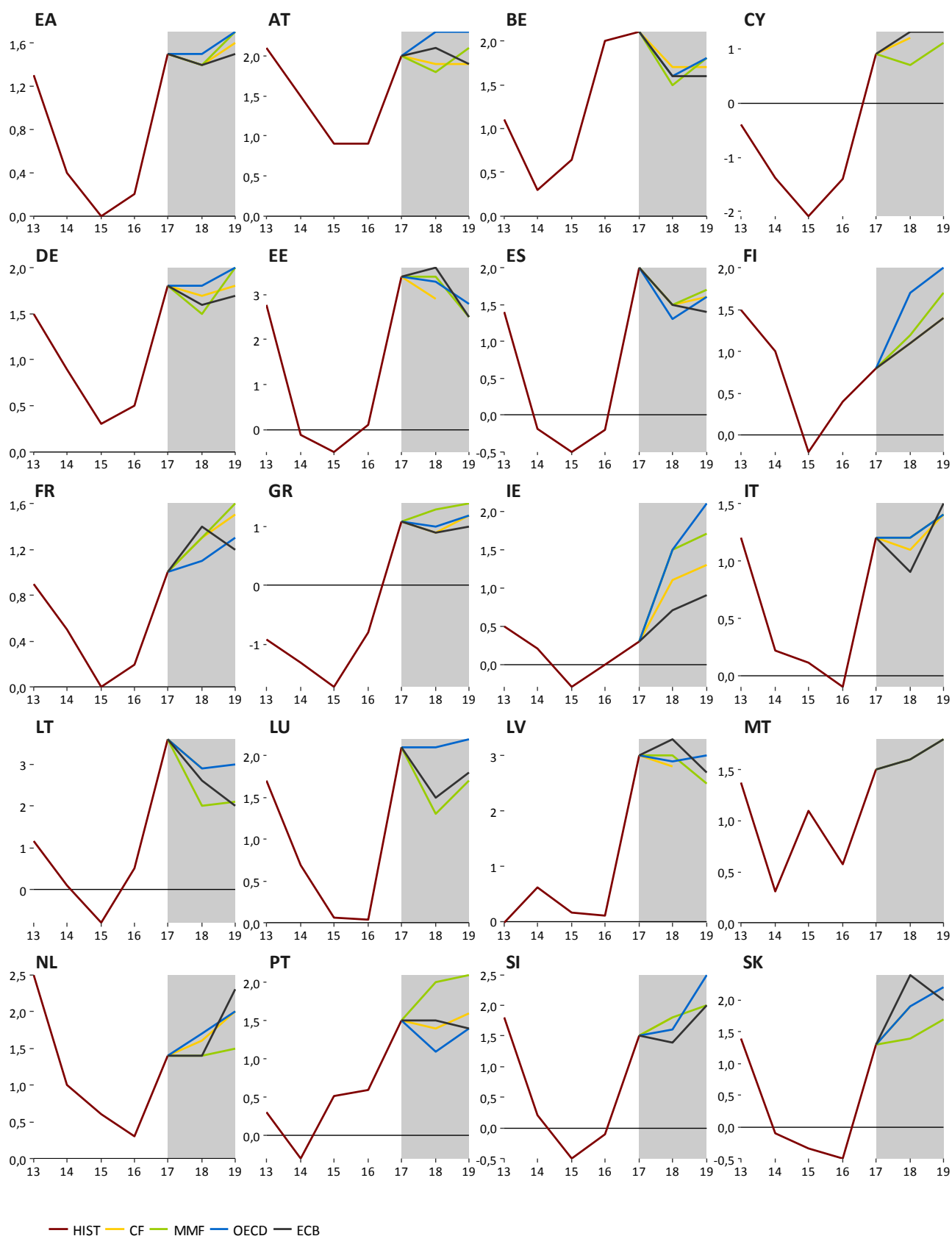
	CF		MMF		OECD		CB / EIU	
EA	0	2018/1	-0,1	2017/10	+0,1	2017/11	+0,2	2017/12
		2017/12				2017/4		
DE	0	2018/1	-0,2	2017/10	+0,2	2017/11	+0,2	2017/12
		2017/12				2017/4		
US	0	2018/1	-0,3	2017/10	-0,2	2017/11	0	2017/12
		2017/12				2017/4		
UK	0	2018/1	0	2017/10	-0,1	2017/11	-0,1	2017/11
		2017/12				2017/4		
JP	+0,1	2018/1	-0,1	2017/10	0	2017/11	-0,1	2017/11
		2017/12				2017/4		
CN	0	2018/1	+0,1	2017/10	-0,2	2017/11	+0,2	2017/11
		2017/12				2017/4		
IN	+0,1	2018/1	-0,2	2017/10	0	2017/11	0	2017/12
		2017/12				2017/4		
RU	0	2017/12	-0,3	2017/10	-0,2	2017/11	0	2017/11
		2017/11				2017/4		
BR	-0,1	2017/12	-0,3	2017/10	-0,6	2017/11	0	2017/11
		2017/11				2017/4		

A3. Vývoj a výhledy růstu HDP v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A4. Vývoj a výhledy inflace v zemích eurozóny



Pozn.: Graf zobrazuje nejnovější dostupné výhledy jednotlivých institucí pro danou zemi (v %).

A5. Seznam zkratk použitých v GEVu

AT	Rakousko	IE	Irsko
b	barel	IEA	International Energy Agency
b. b.	bazický bod (setina procentního bodu)	IFO	Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich
BE	Belgie	IN	Indie
BoE	Bank of England	INR	indická rupie
BoJ	Bank of Japan	IRS	Interest rate swap (úrokový swap)
BR	Brazílie	ISM	Institute for Supply Management
BRIC	skupina zemí BRIC (Brazílie, Rusko, Indie a Čína)	IT	Itálie
BRL	brazilský real	JP	Japonsko
CB	centrální banka	JPY	japonský jen
ConfB	Conference Board Consumer Confidence Index	LIBOR	úroková sazba britského mezibankovního trhu
CBR	centrální banka Ruska	LME	London Metal Exchange
CF	Consensus Forecasts	LT	Litva
CN	Čína	LU	Lucembursko
CNY	čínský renminbi	LV	Lotyšsko
CXN	Caixin	MKT	Markit
CY	Kypr	MMF	Mezinárodní měnový fond
ČNB	Česká národní banka	MT	Malta
DBB	Deutsche Bundesbank	NIESR	National Institute of Economic and Social Research (UK)
DE	Německo	NKI	Nikkei
EA	eurozóna	NL	Nizozemsko
ECB	Evropská centrální banka	OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
EE	Estonsko	OECD-CLI	OECD Composite Leading Indicator
EIA	Energy Information Administration (americký vládní úřad poskytující oficiální statistiky z oblasti energetiky)	p. b.	procentní bod
EIU	Economist Intelligence Unit	PMI	Purchasing Managers Index (Index nákupních manažerů)
ES	Španělsko	PT	Portugalsko
ESI	Economic Sentiment Index Evropské Komise	QE	kvantitativní uvolňování
EU	Evropská unie	RU	Rusko
EUR	euro	RUB	ruský rubl
EURIBOR	úroková sazba evropského mezibankovního trhu	SI	Slovinsko
Fed	Federální rezervní systém (centrální banka USA)	SK	Slovensko
FI	Finsko	UK	Spojené království
FOMC	Federální komise pro volný trh	UoM	University of Michigan Consumer Sentiment Index
FR	Francie	US	Spojené státy americké
FRA	forward rate agreement (dohody o budoucích úrokových sazbách)	USD	americký dolar
GBP	britská libra	USDA	Ministerstvo zemědělství (USA)
GR	Řecko	WEO	World Economic Outlook
HDP	hrubý domácí produkt	WTI	West Texas Intermediate (lehká texaská ropa)
ICE	Intercontinental Exchange	ZEW	Centre for European Economic Research

