



Asociace
pro mezinárodní
otázky
Association
for International
Affairs

Briefing Paper 8/2015

Kvantitativní uvolňování ECB

—

Květen 2015

Kvantitativní uvolňování ECB

—

Kryštof Kruliš

Květen 2015

Briefing paper byl vypracován v rámci projektu Raising media awareness on the EU economic agenda pro pracovní setkání s Jurajem Karpišem, analytikem Inštitútu ekonomických a spoločenských analýz (INESS). Projekt byl podpořen Friedrich Naumann Foundation for Freedom.

Friedrich Naumann
STIFTUNG **FÜR DIE FREIHEIT**

© 2015 Asociace pro mezinárodní otázky. Všechna práva vyhrazena. Názory vyjádřené v textu nejsou oficiálním stanoviskem vydavatele.



Inflační cíl ECB a vývoj inflace v eurozóně

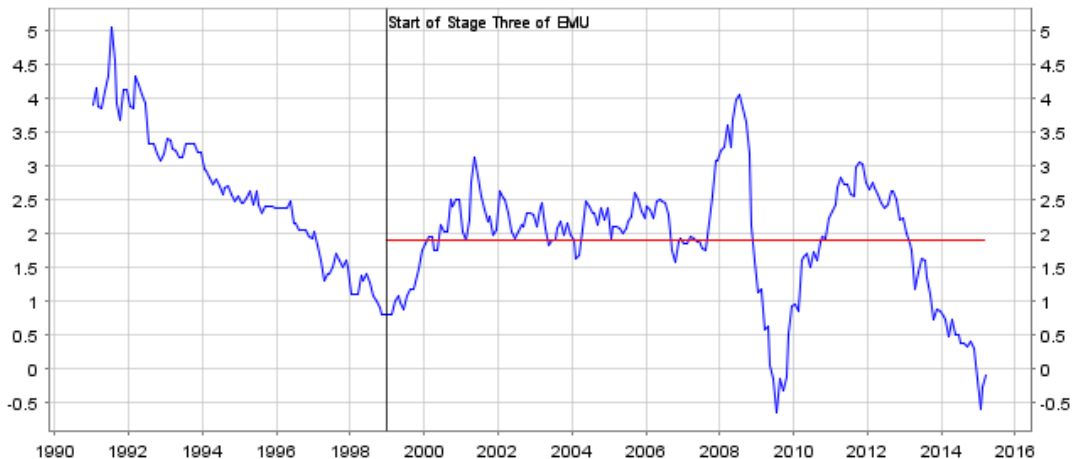
Prvořadým cílem (*primary objective*) Evropské centrální banky (ECB) je udržovat cenovou stabilitu.¹ Naplňuje jej stanovením cílové hladiny inflace ve středním horizontu na úrovni mírně pod 2 %.²

Tomuto střednědobému cíli prozatím stále odpovídá dlouhodobá průměrná hodnota inflace v eurozóně od roku 1999 (viz červená linka v grafu č. 1). Je to způsobeno dlouhým obdobím převážně vyšší inflace, které trvalo v zásadě od zavedení eura až do konce roku 2008 a následně též v období let 2011 a 2012.

Eurozóna se již dříve nacházela v deflaci, a to v období od června do října 2009.

Od února 2013 má eurozóna inflaci pod 2 % a v deflaci se nachází od prosince 2014.

Graf vývoje inflace v eurozóně (roční procentuální změny, bez očištění o sezónní vlivy):



Zdroj: ECB na základě vlastních kalkulací a dat Eurostatu³

¹ Článek 282 odst. 1 a 2 Smlouvy o fungování Evropské unie, ve kterém je úkolem udržování cenové stability pověřen Evropský systém centrálních bank (ESCB), který je tvořen ECB a národními centrálními bankami.

² ECB. *Monetary policy*. Dostupné online na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>.

³ Ibid.



Kvantitativní uvolňování

V reakci na přetrvávající deflací a k naplnění svého mandátu udržování cenové stability oznámila Rada guvernérů ECB 22. ledna 2015 program kvantitativního uvolňování (*quantitative easing*, QE), dle kterého:

- ECB nově rozšířila své dosavadní nákupy cenných papírů i o dluhopisy vydané centrálními vládami států eurozóny a evropskými institucemi obchodované na druhotném trhu (cenné papíry privátních emitentů začala ECB nakupovat již v předchozím roce);
- hodnota kombinovaných nákupů ECB má každý měsíc dosáhnout 60 miliard EUR; a záměrem je provádět nákupy v uvedeném objemu nejméně do září 2016.⁴

ECB ke kvantitativnímu uvolňování přistoupila za situace, kdy své hlavní úrokové sazby již v září 2014 snížila k nule, resp. v případě vkladové úrokové sazby přistoupila k záporné úrokové sazbě.

Hlavní úrokové sazby ECB	Sazba v %
úroková sazba pro mezní zápůjční facility	0,30
úroková sazba pro hlavní refinanční operace	0,05
úroková sazba pro vkladové facility	-0,20
Sazby jsou účinné od 10. září 2014.	

Zdroj: ECB⁵

Oznámené QE lze považovat za prohru Německa, které tomuto kroku ECB dlouhodobě oponovalo. Odpor ke kvantitativnímu uvolňování je na jeho straně kromě historicky dané obavy z inflace (hyperinflace v meziválečném Německu) způsoben i tím, že v německé společnosti tradičně není rozšířeno investování do akciových titulů, které v důsledku QE rostou na hodnotě. V neposlední řadě panuje obava, aby QE nevedlo k oslabení motivace ke strukturálním reformám na jihu Evropy.⁶

⁴ ECB. *Press Release*. 22. 1. 2015. Dostupné online na: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html.

⁵ ECB. *Key figures at glance*. Dostupné online na: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>.

⁶ Srov. např. The Economist. *QE phobia*. 22. 1. 2015. Dostupné online na: <http://www.economist.com/news/business-and-finance/21640487-germans-are-still-uncomfortable-thought-unconventional-monetary-policy-qe-phobia>.



Briefing Paper 8/2015

Kvantitativní uvolňování ECB

–

Květen 2015

Nákupy ECB v rámci uvedeného programu QE byly spuštěny 9. března 2015.⁷ Pouze 8 % nákupů činí přímo ECB a zbývajících 92 % objemu nákupů se dělí mezi centrální banky jednotlivých států eurozóny podle klíče odvozeného od výše upsaného kapitálu ECB.⁸ Národní centrální banky se při nákupech zaměřují na cenné papíry v rámci své jurisdikce, zatímco ECB má volnost nákupů napříč národními jurisdikcemi.⁹ Uvedený decentralizovaný systém brání kumulování výsledků nákupů v bilanci pouze ECB a lze jej tak interpretovat i jako aspekt vedoucí k posílení odpovědnosti jednotlivých národních centrálních bank. V prvním měsíci QE nakoupila ECB a národní centrální banky cenné papíry v plánované hodnotě přesahující 60 miliard EUR.¹⁰ Prozatím tak byly vyvráceny spekulace o nedostatku cenných papírů typově vhodných pro nákupy v rámci ohlášeného QE.¹¹

⁷ Blíže viz rozhodnutí ECB ze 4. 3. 2015, dostupné online na:

https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_dec_ecb_2015_10_f_sign.pdf.

⁸ Ibid, čl. 6 odst. 2.

⁹ Ibid, čl. 6 odst. 3.

¹⁰ Srov. např. Bloomberg Business. *ECB Meets Purchase Target in First Month of Quantitative Easing*. 7. 4. 2015. Dostupné online na: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-07/ecb-meets-purchase-target-in-first-month-of-quantitative-easing>.

¹¹ Viz Bruegel. *European Central Bank quantitative easing: the detailed manual*. 11. 3. 2015.

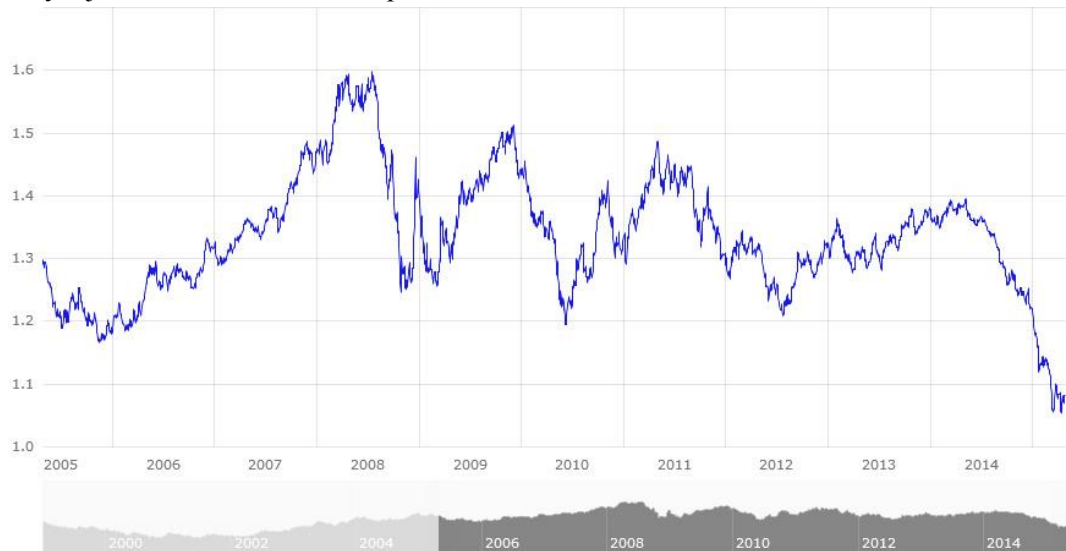
Dostupné online na: <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/872-european-central-bank-quantitative-easing-the-detailed-manual>.



Kurz USD/EUR

Kurz eura k americkému dolaru se v roce 2015 propadl na svá desetiletá minima. Euro však vůči dolaru oslabovalo již po celý rok 2014 (z kurzu 1,3658 EUR/USD 2.1 2014 na 1,2043 EUR/USD 2.1 2015). Oznámení QE ze strany ECB v lednu 2015 lze dát do spojitosti s dalším oslabením eura vůči dolaru až k úrovni 1,0552 EUR/USD 13.4 2015.

Graf vývoje kurzu eura k dolaru za posledních 10 let:



Zdroj: ECB¹²

Oslabení kurzu eura a s tím spojené zdražení dolarových dovozů může v delší době působit proti deflaci a přispět k růstu exportu eurozóny.

¹² ECB. *US dollar (USD)*. Dostupné online na:
<https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/eurofxref/html/eurofxref-graph-usd.en.html>.



Výnosy státních dluhopisů

Lze předpokládat, že QE bude dále přispívat k dosavadnímu trendu setrvalého poklesu výnosu státních dluhopisů, který ve většině zemí EU (jak zemí platících eurem tak i těch stojících mimo eurozónu) v poslední době převládá a vztahuje se i na země tzv. jižního křídla (Itálii, Španělsko a Portugalsko) s výjimkou Řecka.

Následující tabulka zobrazuje vývoj výnosů státních (dlouhodobých) dluhopisů od června 2014 na druhotném trhu s dobou splatnosti blížící se deseti let, s denominací v eurech u států eurozóny a v národní měně u států stojících mimo eurozónu.

Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů vybraných zemí eurozóny (v % p.a.):

Země	6/14	7/14	8/14	9/14	10/14	11/14	12/14	1/15	2/15	3/15
Belgie	1.83	1.61	1.40	1.30	1.18	1.07	0.91	0.73	0.63	0.49
Francie	1.71	1.56	1.41	1.35	1.26	1.14	0.92	0.67	0.60	0.51
Španělsko	2.72	2.68	2.41	2.20	2.12	2.07	1.78	1.54	1.52	1.23
Itálie	2.92	2.79	2.63	2.40	2.42	2.29	1.99	1.70	1.56	1.29
Nizozemí	1.60	1.41	1.20	1.15	1.03	0.93	0.78	0.52	0.42	0.33
Německo	1.26	1.11	0.95	0.92	0.79	0.72	0.59	0.39	0.30	0.23
Rakousko	1.65	1.47	1.28	1.22	1.10	0.98	0.81	0.54	0.44	0.37
Portugalsko	3.50	3.69	3.47	3.18	3.21	3.13	2.81	2.49	2.32	1.74
Finsko	1.57	1.36	1.18	1.13	1.01	0.90	0.89	0.62	0.48	0.39
Řecko	5.93	6.10	6.09	5.89	7.26	8.10	8.42	9.48	9.72	10.52
Slovensko	2.73	2.07	1.81	1.57	1.39	1.38	1.22	1.22	1.21	1.19

Zdroj: ECB¹³

¹³ ECB. *Long-term interest rate statistics for EU Member States*. Dostupné online na: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html>.



Briefing Paper 8/2015

Kvantitativní uvolňování ECB

–

Květen 2015

Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů vybraných zemí EU mimo eurozónu (v % p.a.):

Země	6/14	7/14	8/14	9/14	10/14	11/14	12/14	1/15	2/15	3/15
Česko	1.55	1.49	1.38	1.21	1.10	0.87	0.67	0.35	0.40	0.35
Polsko	3.54	3.34	3.36	3.10	2.72	2.54	2.55	2.21	2.20	2.33
Maďarsko	4.50	4.33	4.73	4.59	4.21	3.70	3.62	3.18	3.07	3.29
UK	2.35	2.31	2.12	2.08	1.82	1.72	1.52	1.21	1.59	1.59
Dánsko	1.38	1.24	1.07	0.96	1.13	1.03	0.93	0.63	0.20	0.30
Švédsko	1.80	1.60	1.53	1.51	1.30	1.14	1.01	0.78	0.62	0.58
Bulharsko	3.11	3.38	3.41	3.26	3.31	3.44	2.96	2.95	2.52	2.49
Rumunsko	4.48	4.16	4.21	4.09	3.90	3.66	3.68	3.14	2.83	3.01

Zdroj: ECB¹⁴

Vývoj růstu výnosů řeckých dluhopisů jde od října 2014 opačným směrem, než výnosy dluhopisů ostatních států. Oproti Řecku zaznamenávají setrvalý pokles i výnosy dluhopisů Španělska, Portugalska a Itálie. Výnosy slovenských dlouhodobých dluhopisů na druhotném trhu prozatím na ohlášené QE reagovaly jen velmi slabě a setrvávají na v zásadě konstantní hodnotě kolem 1,2 % p.a.

¹⁴ ECB. *Long-term interest rate statistics for EU Member States*. Dostupné online na: <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/long/html/index.en.html>.



Juraj Karpiš ke QE

Juraj Karpiš ve svých vyjádřeních ke QE zdůrazňuje, že:

- Peněžní zásoby i bez QE rostly v eurozóně rychleji než v USA (a to včetně států jihu Evropy jako Itálie a Španělsko). Na Slovensku je aktuální tempo růstu peněžních zásob srovnatelné s tempem ve vrcholném období nafukování ekonomických bublin v letech 2007 a 2008.¹⁵
- I přes vysoký stav likvidity v bankách objem úvěrů směřujících do produktivní části ekonomiky (mimo finanční sektor) v současné době klesá. Růstovou tendenci mají úvěry obyvatelstvu na spotřebu a nákup nemovitostí, což může vést ke „španělskému“ scénáři z předkrizového období.¹⁶
- Vlivem QE se ztrácí tlak na provádění strukturálních reforem. Při nízké úrokové hladině nejsou vlády nuceny k úsporným a racionalizačním opatřením. I slovenská vláda tak má díky nízkým nákladům na obsluhu státního dluhu v rozpočtu navíc stovky milionů euro.¹⁷

¹⁵ Karpiš, Juraj. *Európa, uvoľni sa konečne v daždi nových peňazí*. Dostupné online na: <http://www.iness.sk/stranka/10419-Europa-uvolni-sa-konecne-v-dazdi-novych-penazi.html>.

¹⁶ Ibid.

¹⁷ Ibid.



ASOCIACE PRO MEZINÁRODNÍ OTÁZKY (AMO)

Asociace pro mezinárodní otázky je nevládní nezisková organizace založená v roce 1997 za účelem výzkumu a vzdělávání v oblasti mezinárodních vztahů. Základním posláním AMO je přispívat k hlubšímu porozumění mezinárodnímu dění. Díky svým aktivitám doma i v zahraničí a dlouholeté historii je AMO vnímána jako čelní nezávislá instituce svého druhu v České republice.

K dosažení svých cílů AMO:

- formuluje a vydává studie a analýzy;
- pořádá mezinárodní konference, expertní semináře, kulaté stoly, veřejné diskuse;
- organizuje vzdělávací projekty;
- prezentuje kritické názory a komentáře k aktuálnímu dění pro domácí a zahraniční média;
- vytváří příznivější podmínky pro růst nové generace expertů;
- podporuje zájem o disciplínu mezinárodních vztahů mezi širokou veřejností;
- spolupracuje s řadou dalších domácích i zahraničních institucí.

VÝZKUMNÉ CENTRUM AMO

Výzkumné centrum Asociace pro mezinárodní otázky je předním českým think-tankem, který není spjat s žádnou politickou stranou ani ideologií. Svou činností podporuje aktivní přístup k zahraniční politice, poskytuje nestrannou analýzu mezinárodního dění a otevírá prostor k fundované diskuzi. Hlavním cílem Výzkumného centra je systematické sledování, analýza a komentování mezinárodního dění se zvláštním zaměřením na zahraniční politiku České republiky.

Výzkumné centrum bylo založeno v říjnu 2003 jako analytický útvar Asociace pro mezinárodní otázky se zaměřením na mezinárodní vztahy a zahraniční, bezpečnostní a obrannou politiku. Jádrem VC AMO je [tým analytiků](#), jejichž prostřednictvím nabízíme odbornou expertízu v hlavních problémech světových regionů a klíčových otázkách současné mezinárodní politiky. Výzkumné centrum zpracovává [vlastní odborné studie](#), analytici poskytují [komentáře](#) k aktuálnímu dění prostřednictvím médií. Dedikovanou platformou pro hodnocení mezinárodní politiky je [blog AMO](#).

www.amo.cz

