

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadaní dňa 9. júna 2011 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že základné úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Informácie získané od jej zasadania dňa 5. mája 2011 potvrdzujú, že aj naďalej pôsobia tlaky na rast celkovej inflácie, ktorých zdrojom sú najmä ceny energií a komodít. Tempo menovej expanzie sa postupne oživuje. Stav menovej likvidity je aj naďalej vysoký a má potenciál uľahčiť pôsobenie cenových tlakov v eurozóne. Najnovšie údaje okrem toho potvrdzujú pozitívny trend vývoja hospodárskej aktivity v eurozóne, pričom miera neistoty je aj naďalej zvýšená. Celkovo zostáva nastavenie menovej politiky akomodačné a podporuje tak hospodársku aktivitu. Zároveň však výhľad cenovej stability ohrozujú inflačné riziká. Týmto rizikám je preto potrebné venovať zvýšenú pozornosť. Na základe svojho hodnotenia bude Rada guvernérov rázne a včas reagovať na ďalší vývoj. Urobí všetko potrebné s cieľom zabrániť tomu, aby súčasný cenový vývoj viedol k vzniku plošných inflačných tlakov. Rada guvernérov je naďalej pevne odhodlaná zabezpečiť pevné ukotvenie inflačných očakávaní v eurozóne na úrovni zodpovedajúcej cieľu udržať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2%. Takéto ukotvenie inflačných očakávaní je predpokladom toho, aby menová politika mohla dlhodobo prispievať k hospodárskemu rastu a tvorbe pracovných miest v eurozóne.

Rada guvernérov na svojom zasadaní dňa 9. júna tiež rozhodla, že bude pokračovať v realizácii hlavných refinančných operácií formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených finančných prostriedkov dovtedy, kým to bude nevyhnutné, minimálne však do konca deviateho udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv v roku 2011, t. j. do 11. októbra 2011. Tento druh tendrov sa bude naďalej používať aj v prípade refinančných operácií Eurosystemu so špeciálnou dĺžkou trvania a splatnosťou jedného udržiavacieho obdobia, ktoré sa budú uskutočňovať dovtedy, kým to bude nevyhnutné, minimálne však do konca tretieho štvrtroka 2011. Pevná sadzba týchto refinančných operácií so špeciálnou dĺžkou trvania bude rovnaká ako aktuálna sadzba hlavnej refinančnej operácie. Rada guvernérov okrem toho rozhodla, že trojmesačné dlhodobejšie refinančné operácie, v rámci ktorých budú pridelené prostriedky 27. júla, 31. augusta a 28. septembra 2011, sa uskutočnia formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených finančných prostriedkov. Úroková sadzba týchto trojmesačných operácií bude stanovená na úrovni priemernej

sadzby hlavných refinančných operácií počas doby platnosti príslušnej dlhodobejšej refinančnej operácie.

Ako už bolo uvedené v minulosti, poskytovanie likvidity a režimy pridelovania finančných prostriedkov v rámci refinančných operácií sa budú podľa potreby upravovať, zohľadňujúc skutočnosť, že všetky neštandardné opatrenia prijaté počas obdobia akútneho napätia na finančných trhoch majú vzhľadom na svoju štruktúru dočasný charakter.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, eurozóna zaznamenala v prvom štvrtroku 2011 výrazný medzištvrtročný rast reálneho HDP na úrovni 0,8 % (v poslednom štvrtroku 2010 reálny HDP vzrástol o 0,3 %). Podľa aktuálnych štatistických údajov a výsledkov prieskumov pokračovala hospodárska expanzia v eurozóne aj v druhom štvrtroku, hoci pomalším tempom. Toto zmiernenie tempa je odrazom toho, že výrazný rast v prvom štvrtroku bol čiastočne dôsledkom špecifických faktorov, ktoré v druhom štvrtroku prestanú pôsobiť. Preto je vhodné odhliadnuť od takejto krátkodobej volatility a zdôrazniť pozitívny trend vývoja hospodárskej aktivity v eurozóne. Vývoz z eurozóny by mal v najbližšom období ťažiť z prebiehajúceho rastu svetového hospodárstva. Vzhľadom na priaznivú úroveň dôvery v podnikateľskom sektore eurozóny by sa mal na hospodárskom raste v čoraz väčšej miere podieľať aj domáci dopyt súkromného sektora, ktorý profituje zo stále akomodačného nastavenia menovej politiky a opatrení prijatých na zlepšenie fungovania finančného systému. Očakáva sa však, že hospodárska aktivita bude do určitej miery tlmená procesom úprav bilancií vo viacerých sektoroch.

Toto hodnotenie sa odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2011, podľa ktorých by mal ročný rast reálneho HDP dosiahnuť 1,5 % až 2,3 % v roku 2011 a 0,6 % až 2,8 % v roku 2012. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2011 boli intervaly projekcií na rok 2011 upravené nahor, zatiaľ čo intervaly na rok 2012 zostali zhruba nezmenené. Projekcie odborníkov Eurosystemu z júna 2011 sú celkovo v súlade s aktuálnymi prognózami medzinárodných organizácií.

Podľa hodnotenia Rady guvernérov zostávajú riziká ohrozujúce tento výhľad hospodárskeho vývoja v prostredí zvýšenej neistoty celkovo vyvážené. Na jednej strane môže priaznivá úroveň dôvery v podnikateľskom sektore podporiť domácu hospodársku aktivitu v eurozóne výraznejšie, ako sa v súčasnosti očakáva, a k rastu môže väčšou než

očakávanou mierou prispieť aj vyšší zahraničný dopyt. Na druhej strane riziká spomalenia hospodárskeho rastu súvisia s pretrvávajúcim napätím v určitých segmentoch finančného trhu, ktoré môže potenciálne preniknúť do reálnej ekonomiky eurozóny. Riziká spomalenia hospodárskeho rastu súvisia tiež s ďalším rastom cien energií, protekcionistickými tlakmi a možnosťou nesystémovej korekcie globálnych nerovnováh.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, ročná miera inflácie HICP v eurozóne dosiahla v máji podľa rýchleho odhadu Eurostatu 2,7 % (2,8 % v apríli). Relatívne vysoká miera inflácie zaznamenaná v posledných mesiacoch vo veľkej miere odráža vyššie ceny energií a komodít. V nasledujúcich mesiacoch pravdepodobne zostane miera inflácie jasne nad úrovňou 2 %. Tlaky na zvyšovanie inflácie, vyvolané hlavne cenami energií a komodít, možno pozorovať aj na prvotných stupňoch výrobného procesu. Aj naďalej je mimoriadne dôležité, aby rast inflácie HICP nevedol k sekundárnym účinkom na tvorbu cien a miezd a nevyvolal tak v strednodobom horizonte plošné inflačné tlaky. Inflačné očakávania musia zostať pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržiavať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2011 by mala ročná miera inflácie HICP dosiahnuť 2,5 % až 2,7 % v roku 2011 a 1,1 % až 2,3 % v roku 2012. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB z marca 2011 bol interval miery inflácie HICP na rok 2011 najmä v dôsledku vyšších cien energií upravený nahor. Interval projekcií na rok 2012 sa mierne zúžil. Je vhodné pripomenúť, že projekcie vychádzajú z viacerých čisto technických predpokladov vrátane cien ropy, úrokových sadzieb a výmenných kurzov. Na základe očakávaní trhu sa konkrétne vychádza z predpokladu, že ceny ropy mierne klesnú a krátkodobé úrokové sadzby sa zvýšia. Z projekcií celkovo vyplýva predpoklad, že súčasné vysoké miery inflácie nepovedú k vzniku plošných inflačných tlakov v eurozóne.

Výhľad strednodobého cenového vývoja aj naďalej ohrozujú inflačné riziká. Súvisia predovšetkým s rýchlejšim než predpokladaným rastom cien energií. Vzhľadom na potrebu rozpočtovej konsolidácie v nasledujúcich rokoch tiež hrozí riziko výraznejšieho rastu nepriamych daní a regulovaných cien, než sa v súčasnosti očakáva. Riziká sa týkajú aj výraznejších než očakávaných domácich cenových tlakov v kontexte zvyšujúceho sa využitia kapacít v eurozóne.

Čo sa týka menovej analýzy, ročná miera rastu menového agregátu M3 dosiahla v apríli 2011 úroveň 2,0 % (po 2,3 % v marci). Odhliadnuc od súčasnej volatility rastu peňažnej zásoby sa rast menového agregátu M3 v posledných mesiacoch postupne zrýchľuje. Ročná miera rastu objemu úverov súkromnému sektoru sa v apríli mierne zvýšila na 2,6 % (z 2,5 % v marci). Celkovo dochádza k postupnému oživovaniu tempa menovej expanzie. Stav menovej likvidity naakumulovanej pred obdobím napätia na finančných trhoch je pritom stále vysoký a má potenciál uľahčiť pôsobenie cenových tlakov v eurozóne.

Pokiaľ ide o zložky menového agregátu M3, ročná miera rastu menového agregátu M1 v apríli klesla, zatiaľ čo miera rastu ostatných krátkodobých vkladov sa zvýšila. Tento vývoj čiastočne odráža postupné zvyšovanie úrokových sadzieb týchto vkladov v posledných mesiacoch. Zo strmého sklonu výnosovej krivky súčasne vyplýva tlmiaci účinok na celkový rast menového agregátu M3, keďže znižuje atraktivitu peňažných aktív v porovnaní s vyššie úročenými dlhodobějšími nástrojmi mimo menového agregátu M3. Dostupné informácie však naznačujú, že tento vplyv pravdepodobne postupne slabne.

Na strane protipoložiek došlo k ďalšiemu miernemu zrýchleniu rastu úverov nefinančným spoločnostiam, ktorý v apríli dosiahol 1,0 % (po 0,8 % v marci). Rast úverov domácnostiam sa v apríli oproti predchádzajúcemu mesiacu nezmenil a dosiahol 3,4 %. Najnovšie údaje potvrdzujú ďalšie postupné zrýchľovanie ročného rastu úverov nefinančnému súkromnému sektoru.

Celková bilančná suma bankového sektora sa v posledných mesiacoch napriek miernej volatilitate takmer nezmenila. Je dôležité, aby banky v prostredí rastúceho dopytu po úveroch pokračovali vo zvyšovaní objemu úverov poskytovaných súkromnému sektoru. V rámci riešenia tejto otázky je nevyhnutné, aby banky v prípade potreby použili nerozdelené výnosy, využili trhové financovanie na ďalšie posilnenie svojho kapitálu alebo v plnej miere využili podporné opatrenia vlády zamerané na rekapitalizáciu. Najmä banky, ktoré majú v súčasnosti obmedzený prístup k trhovému financovaniu, musia nevyhnutne zvýšiť svoj kapitál a svoju efektívnosť.

Rada guvernérov sa na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla ponechať základné úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Informácie získané od jej zasadania dňa 5. mája 2011 potvrdzujú, že aj naďalej pôsobia tlaky na rast celkovej inflácie, ktorých zdrojom sú najmä ceny energií a komodít. Z porovnania výsledkov

ekonomickej a menovej analýzy vyplýva, že dochádza k postupnému oživovaniu tempa menovej expanzie. Stav menovej likvidity zostáva vysoký a má potenciál uľahčiť pôsobenie cenových tlakov v eurozóne. Najnovšie údaje okrem toho potvrdzujú pozitívny trend vývoja hospodárskej aktivity v eurozóne, pričom miera neistoty je aj naďalej zvýšená. Celkovo zostáva nastavenie menovej politiky akomodačné a podporuje tak hospodársku aktivitu. Výhľad cenovej stability ohrozuje inflačné riziká. Týmto rizikám je preto potrebné venovať zvýšenú pozornosť. Na základe svojho hodnotenia bude Rada guvernérov rázne a včas reagovať na ďalší vývoj. Urobí všetko potrebné s cieľom zabrániť tomu, aby súčasný cenový vývoj viedol k vzniku plošných inflačných tlakov. Rada guvernérov je naďalej pevne odhodlaná zabezpečiť pevné ukotvenie inflačných očakávaní v eurozóne na úrovni zodpovedajúcej cieľu udržať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Takéto ukotvenie inflačných očakávaní je predpokladom toho, aby menová politika mohla dlhodobo prispievať k hospodárskemu rastu a tvorbe pracovných miest v eurozóne.

V oblasti rozpočtových politík musia všetky strany zainteresované na príprave národných rozpočtov na rok 2012 zabezpečiť, aby tieto rozpočty boli plne v súlade s požiadavkou posilniť dôveru v rozpočtovú politiku. Z porovnania posledných hospodárskych prognóz Európskej komisie s rozpočtovými plánmi obsiahnutými v programoch stability vyplýva, že mnohé krajiny by mali svoje rozpočtové ciele podložiť konkrétnymi konsolidačnými opatreniami s cieľom dosiahnuť korekciu nadmerného deficitu v spoločne dohodnutých termínoch. Vzhľadom na pretrvávajúce tlaky na finančných trhoch má implementácia dôveryhodných stratégií rozpočtovej konsolidácie rozhodujúcu úlohu .

V eurozóne je zároveň nevyhnutné bezodkladne zaviesť ambiciózne a rozsiahle štrukturálne reformy s cieľom výrazne zvýšiť jej konkurencieschopnosť, flexibilitu a dlhodobější rastový potenciál. Najmä krajiny s vysokým fiškálnym deficitom a deficitom bežného účtu platobnej bilancie a krajiny, ktoré strácajú konkurencieschopnosť, by mali urýchlene uskutočniť komplexné hospodárske reformy. V prípade trhu tovarov a služieb by sa mali naďalej aktívne presadzovať predovšetkým opatrenia na podporu konkurencie a inovácií s cieľom podporiť rast produktivity. Čo sa týka trhu práce, prioritným cieľom musí byť zlepšenie mzdovej flexibility a pracovných stimulov a odstránenie nepružností na trhu práce.