

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadaní 4. augusta 2011 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že základné úrokové sadzby ECB, ktoré 7. júla 2011 zvýšila o 25 bázických bodov, ponechá na nezmenenej úrovni. Informácie získané od posledného zvýšenia sadzieb potvrdzujú, že úprava akomodačného nastavenia menovej politiky bola potrebná vzhľadom na inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu. Hoci menová analýza poukazuje na stále mierne tempo menovej expanzie, stav menovej likvidity zostáva vysoký a môže uľahčiť pôsobenie cenových tlakov. Aktuálne hospodárske údaje v súlade s očakávaniami naznačujú, že po období výrazného rastu v prvom štvrtroku 2011 sa tempo hospodárskeho rastu v posledných mesiacoch spomaľuje. V nasledujúcom období sa očakáva pokračujúci mierny rast. Neistota je však mimoriadne vysoká. Z hľadiska menovej politiky je nevyhnutné, aby súčasný cenový vývoj nevedol k vzniku plošných inflačných tlakov. Inflačné očakávania v eurozóne musia zostať pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržiavať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Takéto ukotvenie inflačných očakávaní je základným predpokladom toho, aby menová politika dlhodobo podporovala hospodársky rast a tvorbu pracovných miest v eurozóne. Krátkodobé úrokové miery sú aj naďalej nízke a podmienky financovania sú priaznivé. Nastavenie menovej politiky tak zostáva akomodačné. Rada guvernérov bude aj naďalej veľmi pozorne sledovať celkový vývoj v súvislosti s inflačnými rizikami ohrozujúcimi cenovú stabilitu.

Vzhľadom na obnovené napätie na určitých finančných trhoch v eurozóne Rada guvernérov na svojom zasadaní 4. augusta 2011 rozhodla aj o uskutočnení dodatočnej dlhodobejšej refinančnej operácie na dodanie likvidity so splatnosťou približne šesť mesiacov. Operácia sa uskutoční formou tendra s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených finančných prostriedkov. Úroková sadzba tejto operácie bude stanovená na úrovni priemernej sadzby hlavných refinančných operácií počas doby platnosti dodatočnej dlhodobejšej refinančnej operácie. Operácia bude oznámená 9. augusta 2011 s dátumom

pridelenia prostriedkov 10. augusta 2011, dátumom vyrovnania 11. augusta 2011 a dátumom splatnosti 1. marca 2012.

Rada guvernérov tiež rozhodla, že hlavné refinančné operácie sa budú aj naďalej uskutočňovať formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených finančných prostriedkov dovtedy, kým to bude nevyhnutné, minimálne však do konca posledného udržiavacieho obdobia povinných minimálnych rezerv v roku 2011, t. j. do 17. januára 2012. 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 posledného 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 26. októbra, 30. novembra a 21. decembra 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 pridelenia 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 %. Údaje a výsledky prieskumov za druhý štvrtrok poukazujú na pokračujúci rast reálneho HDP, hoci v súlade s očakávaniami je tempo rastu pomalšie. Toto zmiernenie tempa je aj odrazom toho, že výrazný rast v prvom štvrtroku bol čiastočne spôsobený špecifickými faktormi. V eurozóne naďalej trvá pozitívny trend rastu hospodárskej aktivity a v nasledujúcom období sa očakáva ďalší mierny rast. Vývoz z eurozóny

by mal naďalej ťažiť z prebiehajúceho rastu svetového hospodárstva. Súčasná úroveň dôvery podnikov a spotrebiteľov v eurozóne zároveň podporuje domáci dopyt súkromného sektora. Dynamiku rastu však v súčasnosti oslabuje viacero faktorov prispievajúcich k neistote a očakáva sa, že hospodársku aktivitu bude do určitej miery tlmieť prebiehajúci proces úprav bilancií vo viacerých regiónoch a sektoroch.

Podľa hodnotenia Rady guvernérov zostávajú riziká ohrozujúce tento výhľad hospodárskeho vývoja v eurozóne v prostredí mimoriadne vysokej neistoty celkovo vyvážené. Na jednej strane by mohla dôvera podnikov a spotrebiteľov spolu so zlepšením podmienok na trhu práce aj naďalej podporovať domácu hospodársku aktivitu. Na druhej strane je však možné, že dôjde k zintenzívneniu rizík, ktoré by mohli hospodársky rast spomaliť. Tieto riziká súvisia s pretrvávajúcim napätím v určitých segmentoch finančných trhov eurozóny, ako aj s globálnym vývojom a možnosťou prenosu týchto tlakov 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 júli 2011 úroveň 2,5 % (po 2,7 % v júni). Relatívne vysoká miera inflácie zaznamenaná v posledných mesiacoch vo veľkej miere odráža vyššie ceny energií a ďalších komodít. V nasledujúcich mesiacoch pravdepodobne zostane miera inflácie jasne nad úrovňou 2 %. Tlaky na zvyšovanie inflácie, vyvolané hlavne cenami energií a ďalších komodít, možno stále 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 %.

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. Inflačné riziká môžu vyplývať aj z výraznejších než očakávaných domácich cenových tlakov v eurozóne.

Čo sa týka menovej analýzy, ročná miera rastu menového agregátu M3 sa v júni 2011 znížila na 2,1 % (z 2,5 % v máji). Odhliadnuc od jeho nedávnej mesačnej volatility sa rast menového agregátu M3 v posledných mesiacoch celkovo stabilizuje potom, ako sa do prvého štvrťroka 2011 zvyšoval. Ročná miera rastu objemu úverov súkromnému sektoru v júni klesla na 2,5 % z 2,7 % v predchádzajúcom mesiaci. Celkovo je tempo menovej expanzie aj naďalej mierne. 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 zostala nezmenená na úrovni 1,2 %, zatiaľ čo miera rastu ostatných krátkodobých vkladov klesla na 3,7 %. Tieto rozdiely v raste aj naďalej čiastočne odrážajú postupné zvyšovanie úrokových sadzieb krátkodobých a úsporných vkladov počas posledných mesiacov. Z naďalej pomerne strmého sklonu výnosovej krivky súčasne vyplýva tlmiaci účinok na celkový rast menového agregátu M3, keďže znižuje atraktivitu peňažných aktív v porovnaní s vyššie úročenými dlhodobejšími nástrojmi mimo menového agregátu M3. Tento trend však pravdepodobne postupne slabne. Na strane protipoložiek došlo k ďalšiemu zintenzívneniu ročného rastu objemu úverov nefinančným spoločnostiam, ktorý sa z májových 0,9 % v júni zvýšil na 1,5 %, zatiaľ čo ročný rast objemu úverov domácnostiam sa v posledných mesiacoch pohyboval mierne nad 3 %.

Celková bilančná suma sektora peňažných finančných inštitúcií sa v posledných mesiacoch takmer nezmenila. V situácii, keď je potrebné zabezpečiť adekvátne možnosti zvýšenia objemu úverov súkromnému sektoru, je nevyhnutné, aby banky 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. V tomto smere Rada guvernérov víta stresové testovanie na úrovni EÚ, ktoré pripravil Európsky orgán pre bankovníctvo a národné orgány dohľadu v úzkej spolupráci s ECB. Rada guvernérov tiež víta záväzok vnútroštátnych orgánov v súvislosti s poskytnutím podporných mechanizmov bankám, ak sú prostriedky súkromného sektora nedostatočné.

Rada guvernérov na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že základné úrokové sadzby ECB, ktoré 7. júla 2011 zvýšila o 25 bázických bodov, ponechá na nezmenenej úrovni. Informácie získané od posledného zvýšenia sadzieb potvrdzujú, že úprava akomodačného nastavenia menovej politiky bola potrebná vzhľadom na inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu. Z porovnania so signálmi menovej analýzy vyplýva, že hoci je tempo menovej expanzie stále mierne, stav likvidity zostáva vysoký a môže uľahčiť pôsobenie cenových tlakov. Aktuálne hospodárske údaje v súlade s očakávaniami naznačujú, že po období výrazného rastu v prvom štvrtroku 2011 sa tempo hospodárskeho rastu v posledných mesiacoch spomaľuje. V nasledujúcom období sa očakáva pokračujúci mierny rast. Neistota je však mimoriadne vysoká. Z hľadiska menovej politiky je nevyhnutné, aby súčasný cenový vývoj neviedol k vzniku plošných inflačných tlakov. Inflačné očakávania v eurozóne musia zostať pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržiavať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Takéto ukotvenie inflačných očakávaní je základným predpokladom toho, aby menová politika dlhodobo podporovala hospodársky rast a tvorbu pracovných miest v eurozóne. Krátkodobé úrokové miery sú aj naďalej nízke a podmienky financovania sú priaznivé. Nastavenie menovej politiky tak zostáva akomodačné. Rada guvernérov bude aj naďalej veľmi pozorne sledovať celkový vývoj v súvislosti s inflačnými rizikami ohrozujúcimi cenovú stabilitu.

V oblasti rozpočtovej politiky Rada guvernérov zdôrazňuje potrebu dôslednej a včasnej implementácie adaptačných programov MMF/EÚ v Grécku, Írsku a Portugalsku. Zároveň vyzdvihuje význam obnoveného záväzku hláv štátov alebo predsedov vlád všetkých krajín eurozóny striktno dodržiavať dohodnuté rozpočtové ciele. V prípade viacerých krajín si tento záväzok vyžaduje oznámenie

a implementáciu dodatočných adaptačných opatrení, ktoré by sa mali uskutočniť v skorších fázach adaptačného obdobia. Krajiny, ktoré zaznamenávajú lepší než očakávaný hospodársky a rozpočtový vývoj, by mali dostupný manévrovací priestor v plnej miere využiť na rýchlejšiu redukciu deficitu a dlhu. Spoločným cieľom by malo byť čím skôr opätovne zabezpečiť udržateľnosť verejného dlhu a verejných financií. Ako zdôraznili hlavy štátov alebo predsedovia vlád krajín eurozóny, pevné odhodlanie všetkých krajín eurozóny v plnom rozsahu dodržať svoje štátne finančné záväzky má rozhodujúci význam z hľadiska zabezpečenia finančnej stability v eurozóne ako celku.

Rada guvernérov zároveň víta obnovenie záväzku všetkých členských štátov zvýšiť konkurencieschopnosť a zaoberať sa problémom makroekonomických nerovnováh. V krajinách eurozóny je potrebné realizovať zásadné a rozsiahle štrukturálne reformy s cieľom zvýšiť flexibilitu ich ekonomík a ich dlhodobější rastový potenciál. Zásadný význam má odstránenie nepružností na trhu práce a realizácia opatrení na zvýšenie mzdovej flexibility, najmä odstránenie klauzúl o automatickej indexácii miezd.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje jeden článok. Opisuje hlavné zlepšenia v oblasti menovej a finančnej štatistiky ECB, ktoré prispievajú k lepšej využiteľnosti štatistických údajov.

Nasledujúci box obsahuje vyhlásenie prezidenta ECB zo 7. augusta 2011.

#### Box I

#### Vyhlásenie prezidenta ECB zo 7. augusta 2011

1. Rada guvernérov Európskej centrálnej banky (ECB) víta oznámenia vlád Talianska a Španielska týkajúce sa nových opatrení a reforiem v oblasti rozpočtovej a štrukturálnej politiky. Ich rozhodnú a rýchlu implementáciu vládami oboch krajín považuje Rada guvernérov za nevyhnutnú v záujme podstatného zlepšenia konkurencieschopnosti a pružnosti ich ekonomík a rýchleho zníženia deficitu verejných financií.
2. Rada guvernérov zdôrazňuje význam záväzku hláv štátov alebo predsedov vlád všetkých krajín eurozóny dôsledne dodržiavať dohodnuté rozpočtové ciele, ktorý bol znovu potvrdený na samite krajín eurozóny dňa 21. júla 2011. Kľúčovým prvkom je zároveň zvýšenie rastového potenciálu hospodárstva.
3. Rada guvernérov považuje za nevyhnutnú okamžitú implementáciu všetkých rozhodnutí prijatých na samite krajín eurozóny. V tomto smere Rada guvernérov víta spoločný záväzok, ktorý dnes vyjadrilo Nemecko a Francúzsko.

4. Rada guvernérov pripisuje rozhodujúci význam vyhláseniu hláv štátov alebo predsedov vlád krajín eurozóny o ich pevnom odhodlaní v plnom rozsahu dodržať svoje štátne finančné záväzky ako kľúčovom prvku na zabezpečenie finančnej stability v eurozóne ako celku.

5. Rada guvernérov rovnako považuje za podstatné, aby boli vlády jednotlivých krajín pripravené aktivovať Európsky fond finančnej stability (European Financial Stability Facility – EFSF) na sekundárnom trhu, akonáhle bude EFSF funkčný, a to na základe analýzy ECB poukazujúcej na existenciu mimoriadnych okolností na finančných trhoch a na existenciu rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu.

6. Na základe uvedených hodnotení bude ECB aktívne uplatňovať svoj program pre trhy s cennými papiermi. Účelom tohto programu je pomôcť obnoviť náležité fungovanie transmisie našich menovopolitických rozhodnutí – s prihliadnutím na nefunkčné segmenty trhu – a tým zabezpečiť cenovú stabilitu v eurozóne.