

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadnutí 6. septembra 2012 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Vzhľadom na vysoké ceny energií a zvyšovanie nepriamych daní v niektorých krajinách eurozóny sa očakáva, že miera inflácie zostane počas roka 2012 nad úrovňou 2 %. V priebehu nasledujúceho roka by mala znova klesnúť pod 2 % a v horizonte relevantnom z hľadiska menovej politiky by mala zostať na úrovni, ktorá je v súlade s cenovou stabilitou. Takémuto vývoju zodpovedá aj stále nevýrazné tempo menovej expanzie. Inflačné očakávania v hospodárstve eurozóny sú aj naďalej pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržiavať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Očakáva sa, že hospodársky rast v eurozóne bude naďalej nízky, pričom pretrvávajúce napätie na finančných trhoch a zvýšená neistota nepriaznivo vplyvajú na dôveru a celkový ekonomický sentiment. Opätovné zintenzívnenie napätia na finančných trhoch by mohlo ovplyvniť rovnováhu rizík týkajúcich sa hospodárskeho rastu i inflácie.

Za týchto okolností Rada guvernérov na svojom zasadnutí rozhodla o podmienkach realizácie priamych menových transakcií (Outright Monetary Transactions – OMT) so štátnymi dlhopismi na sekundárnych trhoch v eurozóne. Ako bolo uvedené v auguste, ECB si musí uchovať schopnosť zabezpečiť fungovanie mechanizmu transmisie menovej politiky vo všetkých krajinách eurozóny. Jej cieľom je zachovať jednotnosť menovej politiky ECB a zabezpečiť jej účinnú transmisiu do reálnej ekonomiky v celej eurozóne. Priame menové transakcie ECB umožnia korigovať závažné nedostatky vo fungovaní trhov so štátnymi dlhopismi spôsobené predovšetkým neopodstatnenými obavami investorov o nezvratnosť eura. Za adekvátnych podmienok tak ECB bude mať k dispozícii plne účinný nástroj, ktorý jej umožní zabrániť deštruktívnym scenárom vývoja s potenciálne závažnými dôsledkami pre cenovú stabilitu v eurozóne. Rada guvernérov koná striktne v rámci svojho mandátu udržiavať

cenovú stabilitu v strednodobom horizonte a v rámci rozhodovania o menovej politike koná nezávisle. Euro je nezvratné.

V záujme obnovenia dôvery je potrebné, aby tvorcovia politik v eurozóne dôrazne pokračovali v rozpočtovej konsolidácii, štrukturálnych reformách zameraných na zvýšenie konkurencieschopnosti a budovaní európskych inštitúcií. Vlády musia byť zároveň v prípade výnimočných okolností na finančných trhoch a rizík ohrozujúcich finančnú stabilitu pripravené aktivovať nástroje EFSF/ESM na dlhohorisovom trhu, a to za prísnych a účinných podmienok na základe stanovených usmernení. Nevyhnutnou podmienkou realizácie priamych menových transakcií a ich účinnosti je, aby vlády dodržiavali svoje záväzky a aby EFSF/ESM plnili svoju úlohu.<sup>1</sup> Rada guvernérov ďalej prijala rozhodnutia s cieľom zabezpečiť dostupnosť primeraného kolaterálu v refinančných operáciách Eurosystemu.<sup>2</sup>

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, podľa najnovších zverejnených štatistík rast reálneho HDP eurozóny v druhom štvrtroku 2012 medzikvartálne klesol o 0,2 % (po nulovom raste v predchádzajúcom štvrtroku). Ekonomické ukazovatele poukazujú na naďalej slabú hospodársku aktivitu počas zvyšku roka 2012 v prostredí zvýšenej neistoty. V dlhodobejšom horizonte Rada guvernérov očakáva len veľmi postupné oživenie hospodárstva eurozóny. Očakáva sa, že tempo rastu bude i naďalej tlmené vzhľadom na potrebný proces úprav bilancií vo finančnom i nefinančnom sektore, vysokú nezamestnanosť a nerovnomerné globálne oživenie.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2012 by mal ročný rast reálneho HDP dosiahnuť -0,6 % až -0,2 % v roku 2012 a -0,4 % až 1,4 % v roku 2013. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2012 boli intervaly na roky 2012 a 2013 upravené nadol.

Riziká výhľadu hospodárskeho vývoja v eurozóne sa nachádzajú na strane pomalšieho rastu. Týkajú sa najmä napätia na niektorých finančných trhoch

---

<sup>1</sup> Podrobnejšie informácie sú v tlačovej správe zo 6. septembra 2012 *Technical features of Outright Monetary Transactions* (Technické vlastnosti priamych menových transakcií).

eurozóny a jeho možného vplyvu na reálnu ekonomiku eurozóny. Na obmedzenie týchto rizík by mali tvorcovia politik v eurozóne prijať účinné kroky.

Ročná miera inflácie HICP v eurozóne dosiahla v auguste 2012 podľa rýchleho odhadu Eurostatu 2,6 % (2,4 % v predchádzajúcom mesiaci). Tento nárast je spôsobený najmä obnoveným rastom cien energií denominovaných v eurách. Ako vyplýva zo súčasných cien ropných futures, miera inflácie by mohla byť o niečo vyššia, než sa očakávalo pred niekoľkými mesiacmi, ale v priebehu budúceho roka by mala znova klesnúť pod 2 %. V horizonte relevantnom z hľadiska menovej politiky by cenové tlaky vzhľadom na nevýrazný rast v eurozóne a pevne ukotvené dlhodobé inflačné očakávania mali zostať obmedzené.

Podľa makroekonomických projekcií odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2012 sa má ročná miera inflácie HICP v roku 2012 pohybovať v rozpätí od 2,4 % do 2,6 % a v roku 2013 od 1,3 % do 2,5 %. Tieto intervaly projekcií sú o niečo vyššie ako intervaly v makroekonomických projekciách odborníkov Eurosystemu z júna 2012.

Riziká ohrozujúce výhľad cenového vývoja zostávajú v strednodobom horizonte celkovo vyvážené. Riziká vyššej inflácie súvisia s ďalším zvyšovaním nepriamych daní vzhľadom na potrebu rozpočtovej konsolidácie. Hlavné riziká pomalšieho cenového vývoja sú spojené so slabším než očakávaným hospodárskym rastom v eurozóne, najmä v dôsledku ďalšieho zintenzívnenia napätia na finančných trhoch, a jeho účinkami na domáce zložky inflácie. Ak tvorcovia politik v všetkých krajinách eurozóny neprijmú účinné kroky, ďalšie zintenzívnenie napätia môže vplyvať na rovnováhu cenového výhľadu zvýšením rizík pomalšieho rastu cien.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, tempo menovej expanzie zostáva nevýrazné. Ročná miera rastu menového agregátu M3 sa v júli 2012 zvýšila na 3,8 % (3,2 % v júni 2012). Zrýchlenie rastu menového agregátu M3 bolo predovšetkým dôsledkom

---

<sup>2</sup> Podrobnejšie informácie sú v tlačovej správe zo 6. septembra 2012 *Measures to preserve collateral availability* (Opatrenia na zachovanie dostupnosti kolaterálu).

vyššieho záujmu o likviditu, čo potvrdzuje aj ďalšie zvýšenie ročnej miery rastu menového agregátu M1, ktorá z júnových 3,5 % v júli stúpila na 4,5 %.

Ročná miera rastu úverov súkromnému sektoru (upravená o predaj a sekuritizáciu úverov) bola v júli naďalej nízka na úrovni 0,5 % (v júni dosiahla 0,3 %). Ročný rast úverov PFI nefinančným spoločnostiam i úverov domácnostiam (v oboch prípadoch upravený o predaj a sekuritizáciu úverov) zostal nevýrazný na úrovni -0,2 % a 1,1 %. Nevýrazný úverový rast je do značnej miery dôsledkom slabého výhľadu vývoja HDP, zvýšenej averzie voči riziku a prebiehajúcich úprav bilancií domácností a podnikov, ktoré obmedzujú dopyt po úveroch. V mnohých krajinách eurozóny navyše na ponuku úverov negatívne vplýva segmentácia finančných trhov a kapitálové obmedzenia bánk.

V ďalšom období bude nevyhnutné, aby v prípade potreby banky i naďalej zvyšovali svoju odolnosť. Kvalita ich bilancií bude kľúčovým predpokladom zabezpečenia primeranej úrovne poskytovania úverov hospodárskym subjektom a normalizácie všetkých zdrojov financovania.

Celkovo možno na základe ekonomickej analýzy konštatovať, že cenový vývoj by mal v strednodobom horizonte zostať na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Tento záver potvrdzuje aj porovnanie so signálmi vyplývajúcimi z menovej analýzy.

V oblasti štrukturálnej a rozpočtovej konsolidácie sa darí dosahovať značný pokrok, avšak v mnohých európskych krajinách je potreba ďalších úprav stále výrazná. V oblasti štrukturálnych zmien sú v celej eurozóne potrebné ďalšie rýchle a rozhodné reformy trhu tovarov a služieb a trhu práce s cieľom zvýšiť konkurencieschopnosť a schopnosť adaptácie a dosiahnuť vyššie miery udržateľného rastu. Tieto štrukturálne reformy tiež doplnia a podporia rozpočtovú konsolidáciu a udržateľnosť dlhu. V rozpočtovej oblasti je mimoriadne dôležité, aby vlády prijali všetky opatrenia potrebné na splnenie svojich cieľov stanovených na tento i nasledujúce roky. V tomto smere by očakávaná rýchla realizácia fiškálnej dohody mala byť hlavným prvkom, ktorý pomôže zvýšiť dôveru

v stabilitu verejných financií. V neposlednom rade je dôležité dôrazne pokračovať aj v oblasti budovania európskych inštitúcií.