

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadnutí 4. októbra 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 však 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 eurozóne 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 slabý, pričom pretrvávajúce napätie na niektorých finančných trhoch v eurozóne a vysoká miera neistoty naďalej nepriaznivo vplyvajú na dôveru a ekonomický sentiment. Rozhodnutia Rady guvernérov o realizácii priamych menových transakcií prispeli počas uplynulých týždňov k zmierneniu tohto napätia a tým znížili obavy z naplnenia deštruktívnych scenárov. V súčasnosti je nevyhnutné, aby vlády pokračovali v realizácii potrebných krokov na zníženie rozpočtových i štrukturálnych nerovnováh a napredovali v zavádzaní opatrení na reštrukturalizáciu finančného sektora.

Rada guvernérov je naďalej pevne odhodlaná zachovávať jednotnosť svojej menovej politiky a zabezpečiť jej účinnú transmisiu do reálnej ekonomiky v celej eurozóne. Priame menové transakcie budú pre Radu guvernérov za adekvátnych podmienok plne účinným nástrojom, 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.

Rada guvernérov je pripravená uskutočniť priame menové transakcie po splnení všetkých základných predpokladov. Ich realizáciu zváži v miere potrebnej

z hľadiska menovej politiky a za predpokladu dôsledného plnenia podmienok programu, a ukončí ich, len čo bude dosiahnutý ich cieľ, resp. v prípade neplnenia programu. Priame menové transakcie sa nebudú uskutočňovať, ak bude prebiehať hodnotenie plnenia daného programu. Ich realizácia bude znova pokračovať po jeho ukončení a zabezpečení plnenia programu.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, reálny HDP eurozóny, ktorého rast v prvom štvrtroku 2012 stagnoval, v druhom štvrtroku 2012 medzikvartálne klesol o 0,2 %. Ekonomické ukazovatele, najmä výsledky prieskumov, potvrdzujú naďalej slabú hospodársku aktivitu v treťom štvrtroku 2012 v prostredí vysokej neistoty. Rada guvernérov očakáva, že hospodársky rast v eurozóne zostane v najbližšom období slabý a neskôr sa bude oživovať len veľmi postupne. Štandardné a neštandardné menovopolitické opatrenia Rady guvernérov podporujú tempo rastu, no očakáva sa, že rast zostane i naďalej tlmený vzhľadom na potrebný proces úprav bilancií vo finančnom i nefinančnom sektore, vysokú nezamestnanosť a nerovnomerné globálne oživenie.

Riziká výhľadu hospodárskeho vývoja v eurozóne zostávajú na strane pomalšieho rastu. Týkajú sa najmä pretrvávajúceho napätia na niektorých finančných trhoch eurozóny a jeho možného vplyvu na reálnu ekonomiku eurozóny. Na obmedzenie týchto rizík by mali všetci tvorcovia politik v eurozóne prijať účinné kroky.

Ročná miera inflácie HICP v eurozóne dosiahla v septembri 2012 podľa rýchleho odhadu Eurostatu 2,7 % (2,6 % v predchádzajúcom mesiaci). Táto vyššia než očakávaná hodnota je najmä odrazom predchádzajúceho zvyšovania nepriamych daní a cien energií vyjadrených v eurách. Ako vyplýva zo súčasných cien ropných futures, miera inflácie by mohla zostať na zvýšenej úrovni, 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. Súčasná úroveň inflácie by tak mala byť len prechodného charakteru a nemala by viesť k výskytu sekundárnych účinkov. Rada guvernérov bude aj naďalej pozorne sledovať ďalší vývoj v oblasti nákladov, miezd a cien.

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 prípade ďalšieho zintenzívnenia napätia na finančných trhoch, a jeho účinkami na domáce zložky inflácie. Ak tvorcovia politik vo všetkých krajinách eurozóny neprijmú účinné kroky, ďalšie zintenzívnenie napätia môže vplývať na rovnováhu cenového výhľadu zvýšením rizík pomalšieho rastu cien.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, najnovšie údaje potvrdzujú nevýrazné tempo menovej expanzie. Ročná miera rastu menového agregátu M3 v auguste klesla na 2,9 % (z 3,6 % v júli). Tento pokles bol predovšetkým dôsledkom bázického efektu, avšak mesačný prílev bol tiež pomerne obmedzený. Naopak výrazný mesačný prílev do jednodňových vkladov prispel v auguste k ďalšiemu zrýchleniu ročnej miery rastu menového agregátu M1 na 5,1 % (4,5 % v júli). Tento nárast je odrazom pokračujúceho veľkého záujmu o likviditu v prostredí nízkych úrokových sadzieb a vysokej miery neistoty.

Ročná miera rastu úverov súkromnému sektoru (upravená o predaj a sekuritizáciu úverov) sa v auguste znížila na -0,2 % (z 0,1 % v júli) v dôsledku poklesu ročnej miery rastu úverov nefinančným spoločnostiam na -0,5 % (z -0,2 % v júli). Ročný rast úverov domácnostiam sa naopak v auguste nezmenil a zostal na úrovni 1,0 %. Nevýrazné tempo rastu úverov 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 zároveň ponuku úverov obmedzuje segmentácia finančných trhov a kapitálové obmedzenia bánk.

Kvalita bilancií bánk bude kľúčovým predpokladom zabezpečenia primeranej úrovne poskytovania úverov v ekonomike a normalizácie všetkých zdrojov financovania bánk, čím sa podporí adekvátne transmissia menovej politiky do nákladov financovania nefinančných sektorov v rôznych krajinách eurozóny. Je

preto nevyhnutné, aby sa v prípade potreby pokračovalo v snahách o zvyšovanie odolnosti bánk.

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 jeho porovnanie so signálmi vyplývajúcimi z menovej analýzy.

Na zabezpečenie ďalšej stabilizácie finančných trhov a zlepšenie výhľadu hospodárskeho rastu je potrebné dosiahnuť výrazný pokrok aj v ďalších oblastiach hospodárskej politiky. Čo sa týka rozpočtovej politiky, krajiny eurozóny napredujú s konsolidáciou. Je nevyhnutné, aby pokračovalo úsilie o obnovenie stabilného rozpočtového hospodárenia, v súlade so záväzkami vyplývajúcimi z Paktu stability a rastu a odporúčaniami európskeho semestra 2012. Významnú úlohu v rámci zvyšovania dôvery v stabilitu verejných financií bude tiež zohrávať rýchla realizácia fiškálnej dohody. Rovnako nevyhnutné ako snahy o rozpočtovú konsolidáciu a opatrenia na zlepšenie fungovania finančného sektora sú pritom aj štrukturálne reformy. V krajinách najviac zasiahnutých krízou sa darí dosahovať značný pokrok v korekcii jednotkových nákladov práce a vývoja bežného účtu platobnej bilancie. Rázne reformy trhu tovarov a služieb a trhu práce prispejú v týchto krajinách k ďalšiemu zvýšeniu konkurencieschopnosti a schopnosti adaptácie.

V neposlednom rade je nevyhnutné pokračovať aj v budovaní európskych inštitúcií. ECB víta návrh Európskej komisie z 12. septembra 2012 na vytvorenie jednotného mechanizmu dohľadu s účasťou ECB, ktorý má byť zriadený prostredníctvom nariadenia Rady na základe článku 127 ods. 6 zmluvy. Rada guvernérov považuje jednotný mechanizmus dohľadu za jeden zo základných pilierov finančnej únie a jeden z hlavných predpokladov vytvorenia skutočnej hospodárskej a menovej únie. ECB v tejto súvislosti vydá oficiálne právne stanovisko, v ktorom zohľadní predovšetkým tieto princípy: jednoznačné a striktné oddelenie rozhodovania v oblasti dohľadu od rozhodovania v oblasti menovej politiky; adekvátne mechanizmy zodpovednosti; decentralizácia úloh v rámci Eurosystemu; účinný rámec kontroly na zabezpečenie jednotného dohľadu nad ECB

bankovým systémom eurozóny; plný súlad s rámcom jednotného trhu vrátane úloh a výsad Európskeho orgánu pre bankovníctvo. Keďže návrh Komisie stanovuje ambiciózny plán prechodu na jednotný mechanizmus dohľadu, ECB už začala s prípravnými prácami, aby mohla ustanovenia nariadenia Rady zaviesť hneď potom, ako nariadenie vstúpi do platnosti.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý článok podrobne definuje globálnu likviditu, hodnotí, ako môže v konečnom dôsledku ovplyvniť domácu cenovú stabilitu a rozoberá jej dôsledky na menovú politiku. Druhý článok sleduje vývoj na trhoch práce v eurozóne od začiatku hospodárskej a finančnej krízy v roku 2008 a hodnotí vplyv krízy na štrukturálne vlastnosti trhov práce v eurozóne.

Box I

Súlad priamych menových transakcií so zákazom menového financovania

Dňa 6. septembra 2012 Rada guvernérov ECB rozhodla o spôsobe realizácie priamych menových transakcií (outright monetary transactions – OMT) na sekundárnych trhoch so štátnymi dlhopismi v eurozóne.¹ Od vzniku hospodárskej a menovej únie sa prijímanie štátnych dlhopisov a iných verejných dlhových nástrojov ako kolaterálu v rámci úverových operácií so zmluvnými stranami menovopolitických operácií zo strany centrálnych bánk Eurosystemu považuje za zlučiteľné so zákazom menového financovania. Tento box sa stručne zaoberá súladom priamych menových transakcií so zákazom menového financovania.

Z pohľadu ECB sú priame menové transakcie potrebným, proporčným a účinným nástrojom menovej politiky. Ich účelom je zabezpečiť účinnú transmisiu menovej politiky Eurosystemu a tým vytvoriť podmienky na účinnú realizáciu jednotnej menovej politiky v eurozóne a dosiahnutie jej primárneho cieľa udržiavať cenovú stabilitu. Pri určovaní spôsobu realizácie priamych menových transakcií sa kládol osobitný dôraz na potrebu zabezpečiť ich súlad so zákazom menového financovania stanoveným v článku 123 Zmluvy o fungovaní Európskej únie (ZFEÚ). Tento článok zakazuje ECB a národným centrálnym bankám nakupovať verejné dlhové nástroje na primárnom trhu. Okrem toho sa nákupy verejných dlhových nástrojov na sekundárnom trhu – aj keď sú v rámci zákazu menového financovania v zásade prípustné – nesmú používať na obchádzanie cieľa, ktorý zákaz menového financovania sleduje. Toto vysvetlenie je uvedené v nariadení Rady (ES) 3603/93.² V rámci priamych menových transakcií sa nákupy verejných dlhových nástrojov na sekundárnom trhu za žiadnych okolností nebudú používať na obchádzanie cieľov zákazu menového financovania. Bol stanovený špecifický spôsob ich realizácie, ktorý zabezpečí, aby priame menové transakcie neboli v rozpore s tromi cieľmi zákazu menového financovania: (i) ochranou primárneho cieľa cenovej stability, (ii) ochranou nezávislosti centrálnej banky a (iii) ochranou rozpočtovej disciplíny. Jedným z hlavných východísk bola potreba zabezpečiť, aby tento nástroj menovej politiky v konečnom dôsledku nevedel k oslabeniu rozpočtovej disciplíny.

Priame menové transakcie ako opatrenie menovej politiky na dosiahnutie primárneho cieľa cenovej stability

Potrebné opatrenie menovej politiky

Súčasnú situáciu charakterizujú značné deformácie na trhoch so štátnymi dlhopismi spôsobenými predovšetkým neopodstatnenými obavami investorov o nezvratnosť eura. To vedie k vážnym poruchám vo fungovaní procesu cenotvorby na trhoch so štátnymi dlhopismi, ktoré narušajú fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky. Trhy so štátnymi dlhopismi hrajú zásadnú úlohu v rôznych fázach transmisného mechanizmu v eurozóne. Poruchy vo fungovaní týchto trhov tak v postihnutých štátoch narušajú fungovanie transmisného mechanizmu a znižujú tým efektívnosť štandardných nástrojov menovej politiky. Za týchto okolností je potrebné, aby ECB zasiahla a zmiernila tak strednodobé riziká ohrozujúce cenovú stabilitu. Za súčasných mimoriadnych podmienok na finančných trhoch sú tak priame menové transakcie neštandardným, ale zároveň potrebným nástrojom menovej politiky. Možnosť používania priamych nákupov dlhopisov ako jedného z nástrojov menovej politiky je výslovne upravená v článku 18.1 Štatútu ESCB.

Proporčné opatrenie menovej politiky

Priame menové transakcie sa budú používať len v rozsahu nevyhnutnom na dosiahnutie cieľa udržať cenovú stabilitu. Rada guvernérov zväzi ich uplatnenie ako nástroja menovej politiky len v miere potrebnej z hľadiska menovej politiky. Po dôkladnej analýze Rada guvernérov rozhodne o priamych menových transakciách potrebných na odstránenie porúch vo fungovaní určitých trhových segmentov. V rámci tohto hodnotenia platia prísne kritériá na výber členských štátov, v prípade ktorých sa priame menové transakcie uskutočnia. Priame menové transakcie budú navyše zamerané na nákup štátnych dlhopisov so splatnosťou od jedného do troch rokov, čím sa zdôrazňuje ich úzka väzba na tradičnú menovú politiku. Okrem toho Rada guvernérov priame menové transakcie ukončí, len čo splnia svoj účel.

Účinné opatrenie menovej politiky

Na realizáciu priamych menových transakcií bol vytvorený špecifický rámec s cieľom maximalizovať ich pozitívny vplyv na fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky. Účinnosť priamych menových transakcií závisí od prijatia náležitých a včasných makroekonomických, štrukturálnych, fiškálnych a finančných opatrení v členských štátoch, ktoré sú zamerané na obnovenie a udržanie ich makroekonomickej výkonnosti. Predpokladom realizácie priamych menových transakcií zo strany Eurosystemu na trhu so štátnymi dlhopismi členského štátu je, aby tento štát plnil svoje záväzky a termíny v súlade s rámcom hospodárskeho riadenia eurozóny. Zásadný význam bude mať prísna a účinná podmienenosť spojená s príslušným programom Európskeho nástroja finančnej stability/Európskeho mechanizmu pre stabilitu (EFSF/ESM), vrátane možnosti nákupov EFSF/ESM na primárnych trhoch, pričom účasť MMF bude žiaduca. To však nebude postačujúce. Rada guvernérov bude o začatí, pokračovaní a pozastavení priamych menových transakcií rozhodovať podľa vlastného uváženia, pričom bude konať v súlade so svojim menovopolitickým mandátom. Použitie priamych menových transakcií zväzi v miere potrebnej z hľadiska menovej politiky a ukončí ich po dosiahnutí príslušných cieľov, resp. v prípade neplnenia programu. Rada guvernérov bude preto pozorne monitorovať vývoj všetkých ukazovateľov a uskutočňovať potrebné hodnotenia.

Neutrálny vplyv na stav likvidity

Likvidita vytvorená prostredníctvom priamych menových transakcií bude v plnej miere sterilizovaná. To znamená, že nedôjde k žiadnemu nárastu ponuky peňazí ani k zmene stavu likvidity.

Rozpočtová disciplína

V záujme zabezpečenia a udržania rozpočtovej disciplíny budú priame menové transakcie obmedzené na členské štáty, na ktoré sa vzťahujú prísne podmienky týkajúce sa potrebných makroekonomických, štrukturálnych, fiškálnych a finančných reforiem. Všetky nákupy štátnych dlhopisov týchto členských štátov sa budú sústreďovať na dlhopisy so splatnosťou od jedného do troch rokov. Tento operatívny rámec je nevyhnutným predpokladom toho, aby priame menové transakcie zároveň nenarušili viditeľný pokrok, ktorý členské štáty dosiahli v oblasti rozpočtovej konsolidácie a predovšetkým v oblasti dlhodobých štrukturálnych reforiem.

Nezávislosť centrálnej banky

Operatívny rámec priamych menových transakcií vypracovala Rada guvernérov nezávisle, na základe jeho potrebnosti, proporčnosti a účinnosti z hľadiska menovej politiky. Rada guvernérov bude o začatí, pokračovaní a pozastavení priamych menových transakcií rozhodovať podľa vlastného uváženia v súlade so svojim menovopolitickým mandátom.

¹ Viac informácií sa nachádza v boxe „Opatrenia menovej politiky prijaté Radou guvernérov 6. septembra 2012“ v Mesačnom bulletine ECB zo septembra 2012.

² Nariadenie Rady (ES) č. 3603/93 z 13. decembra 1993, ktorým sa stanovujú definície na uplatňovanie zákazov uvedených v článkoch 104 (prečíslovanom po prijatí Lisabonskej zmluvy na článok 123 ZFEÚ) a 104 písm. b) ods. 1 (prečíslovanom po prijatí Lisabonskej zmluvy na článok 125 ZFEÚ) zmluvy (Ú. v. ES L 332, 31.12.1993, s. 1).