

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadnutí 10. januára na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Miera inflácie HICP sa v posledných mesiacoch podľa očakávaní znížila a predpokladá sa, že tento rok klesne pod úroveň 2 %. V horizonte relevantnom z hľadiska menovej politiky by inflačné tlaky mali zostať obmedzené. Tempo menovej expanzie je aj naďalej nevýrazné. Inflačné očakávania v eurozóne zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržiavať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Očakáva sa, že útlm hospodárskej aktivity v eurozóne bude pokračovať aj v roku 2013. Hospodársku aktivitu bude naďalej brzdiť najmä nevyhnutný proces úprav bilancií vo finančnom i nefinančnom sektore a pretrvávajúca neistota. V priebehu roka 2013 by malo dôjsť k postupnému oživeniu hospodárskej aktivity. Do ekonomiky by sa malo pozitívne premietat' najmä akomodačné nastavenie menovej politiky spolu s výrazne vyššou dôverou na finančnom trhu a jeho zníženou fragmentáciou, pričom by malo zároveň dôjsť k zvýšeniu svetového dopytu. Pre udržanie dôvery má zásadný význam to, aby vlády pokračovali v znižovaní rozpočtových i štrukturálnych nerovnováh a v reštrukturalizácii finančného sektora.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, po medzikvartálnom poklese o 0,2 % v druhom štvrtroku 2012 klesol reálny HDP eurozóny v treťom štvrtroku o 0,1 %. Dostupné štatistické údaje a ukazovatele z prieskumov aj naďalej signalizujú ďalšie oslabovanie hospodárskej aktivity, ktoré by malo podľa očakávaní pokračovať aj v tomto roku, a to vzhľadom na nepriaznivý vplyv slabého spotrebiteľského a investorského sentimentu na domáce výdavky a nízky zahraničný dopyt. V poslednom období však došlo k stabilizácii niekoľkých konjunkturálnych ukazovateľov (hoci na nízkej úrovni) a výraznému zlepšeniu dôvery na finančnom trhu. V priebehu roka 2013 by sa malo začať postupné oživenie, keď sa akomodačné nastavenie menovej politiky, výrazné zlepšenie dôvery na finančnom

trhu a jeho znížená fragmentácia začnú premietat' do súkromných domácich výdavkov, zatiaľ čo nárast zahraničného dopytu by mal podporiť rast vývozu.

Riziká spojené s výhľadom hospodárskeho vývoja v eurozóne zostávajú na strane pomalšieho rastu. Súvisia predovšetkým s pomalým zavádzaním štrukturálnych reforiem v eurozóne, geopolitickými otázkami a nerovnováhou vo významných priemyselných krajinách. Tieto faktory môžu utlmiť sentiment na dlhšie obdobie, než sa v súčasnosti očakáva, a ešte viac oddialiť oživenie súkromných investícií, zamestnanosti a spotreby.

Ročná miera inflácie HICP v eurozóne dosiahla v decembri 2012 podľa rýchleho odhadu Eurostatu rovnako ako v novembri 2,2 % (2,5 % v októbri a 2,6 % v auguste a v septembri). Na základe súčasných cien ropných futures sa očakáva, že miera inflácie tento rok ďalej klesne pod úroveň 2 %. Vzhľadom na nízku hospodársku aktivitu v eurozóne a pevne ukotvené dlhodobé inflačné očakávania by mali cenové tlaky v horizonte relevantnom z hľadiska menovej politiky zostať obmedzené.

Riziká ohrozujúce výhľad cenového vývoja v strednodobom horizonte sú celkovo vyvážené, pričom riziká pomalšieho cenového vývoja pramenia z nižšej hospodárskej aktivity a riziká rýchlejšieho cenového vývoja súvisia s vyššími regulovanými cenami a nepriamymi daňami, ako aj vyššími cenami ropy.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, tempo menovej expanzie zostáva nevýrazné. Ročná miera rastu menového agregátu M3 v novembri 2012 dosiahla 3,8 % (takmer bez zmeny oproti 3,9 % v októbri). Zdrojom rastu menového agregátu M3 bol aj naďalej záujem o likvidné aktíva – rast menového agregátu M1 sa zo 6,5 % v októbri zvýšil na 6,7 % v novembri, odrážajúc prílev do jednoduchých vkladov zo strany domácností a nefinančných spoločností. Po uskutočnení neštandardných opatrení menovej politiky ECB a opatrení ďalších tvorcov politik bolo zaznamenané plošné zvyšovanie objemu vkladov v peňažných finančných inštitúciách (PFI) vo viacerých krajinách s finančnými ťažkosťami. Výsledkom bolo zníženie závislosti niekoľkých PFI od financovania Eurosystemu i zníženie segmentácie na finančných trhoch. K rastu menového agregátu M3 prispieval aj

prílev kapitálu do eurozóny, čo dokumentuje výrazné zvýšenie čistých zahraničných aktív PFI.

Rast úverov sa výraznejšie nezmenil a v novembri bol aj naďalej slabý. Ročná miera rastu úverov súkromnému sektoru (upravená o predaj a sekuritizáciu úverov) v novembri zostala na úrovni -0,5 %. Tento vývoj je odrazom ďalšieho čistého splácania úverov nefinančnými spoločnosťami, ktoré však bolo menej výrazné ako v predchádzajúcich mesiacoch (v novembri predstavovalo 4 mld. €, pričom v októbri dosiahlo 7 mld. € a v septembri 21 mld. €). Ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam dosiahla v novembri -1,4 % (-1,5 % v októbri). Ročná miera rastu úverov PFI domácnostiam sa v novembri tiež takmer nezmenila a dosiahla 0,7 %. Tlmená dynamika úverov do značnej miery odráža aktuálnu fázu hospodárskeho cyklu, zvýšené úverové riziko a prebiehajúce úpravy bilancií domácností a podnikov.

V záujme zaistenia adekvátnej transmisie menovej politiky do podmienok financovania v krajinách eurozóny je nevyhnutné, aby v potrebných prípadoch pokračoval proces zvyšovania odolnosti bánk. Kvalita ich bilancií bude kľúčovým predpokladom zabezpečenia primeranej úrovne poskytovania úverov v ekonomike a normalizácie všetkých zdrojov financovania. K dosiahnutiu tohto cieľa prispejú rozhodné kroky pri vytváraní integrovaného finančného rámca. Jedným z jeho hlavných stavebných kameňov je budúci jednotný mechanizmus dohľadu (Single Supervisory Mechanism – SSM), ktorý predstavuje zásadný krok na ceste k reintegrácii bankového systému.

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.

Na zabezpečenie trvalejšej stabilizácie finančných trhov a na zlepšenie výhľadu hospodárskeho rastu bude potrebné dosiahnuť ďalší pokrok v ostatných oblastiach hospodárskej politiky. V záujme väčšej flexibility, dynamiky a konkurencieschopnosti eurozóny by sa mali urýchlene zaviesť ďalšie

štrukturálne reformy. Predovšetkým reformy trhu tovarov a služieb majú zásadný význam pre zvýšenie konkurencie a konkurencieschopnosti. Mali by byť sprevádzané opatreniami na zlepšenie fungovania trhov práce. Takéto reformy podporia rastový potenciál a zamestnanosť v eurozóne a zlepšia schopnosť adaptácie krajín eurozóny. Zároveň prispievajú k výsledkom, ktoré sa darí dosahovať v korekcii jednotkových nákladov práce a nerovnováh bežného účtu platobnej bilancie. Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, nedávny výrazný pokles výnosov štátnych dlhopisov by mal byť posilnený ďalším pokrokom v oblasti rozpočtovej konsolidácie v súlade so záväzkami vyplývajúcimi z Paktu stability a rastu.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý článok analyzuje užitočnosť ukazovateľov dôvery odvodených z výsledkov prieskumov na účely monitorovania a prognózovania hospodárskeho vývoja v eurozóne. Článok venuje pozornosť predovšetkým vývoju týchto ukazovateľov v období od začiatku svetovej finančnej krízy v roku 2007. Druhý článok skúma trendy vývoja obchodnej výmeny v rámci eurozóny za posledné desaťročie a hodnotí jej podiel na vzniku a následnej korekcii nerovnováh bežného účtu platobnej bilancie v eurozóne.