

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadaní 4. júla 2013 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Aktuálne informácie potvrdzujú jej predchádzajúce hodnotenie. Očakáva sa, že cenové tlaky v eurozóne zostanú v strednodobom horizonte tlmené. Zodpovedá tomu aj naďalej nevýrazná dynamika menového a predovšetkým úverového vývoja. Inflačné očakávania pre eurozónu zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržiavať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Aktuálne ukazovatele dôvery vychádzajúce z výsledkov prieskumov zároveň poukazujú na určité ďalšie zlepšenie z ich predchádzajúcich nízkych úrovní. Nastavenie menovej politiky je zamerané na zachovanie miery menovej akomodácie, ktorú si vyžaduje výhľad cenovej stability, a na podporu stabilných podmienok na peňažnom trhu. Menová politika takýmto spôsobom podporuje oživenie hospodárskej aktivity v ďalšom priebehu tohto roka i v roku 2014. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, nastavenie menovej politiky zostane akomodačné dovtedy, kým to bude potrebné. Rada guvernérov očakáva, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostanú na súčasnej alebo nižšej úrovni počas dlhšieho časového obdobia. Toto očakávanie vychádza z celkovo nevýrazného výhľadu inflácie zasahujúceho do strednodobého horizontu vzhľadom na všeobecný útlm reálnej ekonomiky a slabú dynamiku menového vývoja. V nadchádzajúcom období bude Rada guvernérov sledovať všetky aktuálne údaje o hospodárskom a menovom vývoji a vyhodnocovať všetky vplyvy na výhľad cenovej stability.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, reálny HDP, ktorý v poslednom štvrtroku 2012 zaznamenal pokles o 0,6 %, sa v prvom štvrtroku 2013 znížil o 0,3 %. Podmienky na trhu práce zároveň zostávajú nepriaznivé. Aktuálny vývoj cyklických ukazovateľov, najmä ukazovateľov vychádzajúcich z výsledkov prieskumov, poukazuje na určité zlepšenie z ich predchádzajúcich nízkych úrovní. V ďalšom priebehu roka a v roku 2014 by mal rast vývozu z eurozóny ťažiť z postupného oživenia svetového dopytu, zatiaľ čo domáci dopyt by mal byť podporený

akomodačným nastavením menovej politiky i aktuálnym rastom reálneho príjmu v dôsledku celkovo nižšej inflácie. Napriek nedávnomu vývoju by sa malo do reálnej ekonomiky premietat' aj celkové zlepšenie situácie na finančných trhoch, ku ktorému dochádza od minulého leta, ako aj pokrok dosiahnutý v rozpočtovej konsolidácii. Hospodársku aktivitu však bude zároveň naďalej spomaľovať proces ďalších potrebných úprav bilancií vo verejnom i súkromnom sektore. Hospodárska aktivita v eurozóne by sa mala v priebehu roka celkovo stabilizovať a oživiť, hoci len pomalým tempom.

Tento výhľad hospodárskeho vývoja v eurozóne aj naďalej ohrozujú riziká pomalšieho rastu. Hospodárske podmienky môže nepriaznivo ovplyvniť nedávne sprísnenie podmienok na svetových peňažných a finančných trhoch a s tým súvisiaca neistota. Medzi ďalšie riziká spomalenia patrí možnosť nižšieho než očakávaného domáceho a svetového dopytu a pomalé, resp. nedostatočné zavádzanie štrukturálnych reforiem v krajinách eurozóny.

Ako už bolo uvedené v predchádzajúcich mesiacoch, očakáva sa, že ročná miera inflácie bude počas roka podliehať určitej volatilitě, a to predovšetkým v dôsledku základných efektov. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla ročná miera inflácie HICP eurozóny v júni 2013 úroveň 1,6 %, čo predstavuje nárast oproti 1,4 % v máji. Tento nárast bol odrazom pozitívneho základného efektu, ktorý súvisí s vývojom cien energií pred 12 mesiacmi. Očakáva sa však, že cenové tlaky zostanú v strednodobom horizonte tlmené vzhľadom na všeobecne nízky agregátny dopyt a nevýrazné tempo oživenia. Strednodobé inflačné očakávania zostávajú aj naďalej pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite.

Očakáva sa, že riziká ohrozujúce výhľad cenového vývoja zostanú v strednodobom horizonte celkovo vyvážené. Riziká rýchlejšieho cenového vývoja súvisia s výraznejším než očakávaným rastom regulovaných cien a nepriamych daní, ako aj s vyššími cenami komodít, zatiaľ čo riziká pomalšieho cenového vývoja pramenia zo slabšej než očakávanej hospodárskej aktivity.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, najnovšie údaje potvrdzujú tlmenú dynamiku menového a predovšetkým úverového vývoja. Ročné tempo rastu menového

agregátu M3 sa v máji znížilo na 2,9 % (z 3,2 % v apríli). Došlo aj k spomaleniu ročného tempa rastu menového agregátu M1, a to z 8,7 % v apríli na 8,4 % v máji. Ročné tempo rastu úverov súkromnému sektoru zostalo záporné. Zatiaľ čo ročná miera rastu úverov domácnostiam (upravená o predaj a sekuritizáciu úverov) zostala v máji na úrovni 0,3 % a od prelomu rokov sa takmer nezmenila, ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam (upravená o predaj a sekuritizáciu úverov) sa v máji ďalej oslabil na -2,1 % (z -1,9 % v apríli). Rovnako ako v apríli sa výrazné mesačné čisté splácanie úverov v máji týkalo najmä krátkodobých úverov, pravdepodobne v dôsledku nižšieho dopytu po prevádzkovom kapitáli, ktorý súvisí s nepriaznivým stavom objednávok zo začiatku jari. Nízka úverová dynamika vo všeobecnosti i naďalej odráža najmä aktuálnu fázu hospodárskeho cyklu, zvýšené úverové riziko a prebiehajúce úpravy bilancií finančného i nefinančného sektora.

Od leta 2012 bol dosiahnutý výrazný pokrok v zlepšovaní financovania bánk a najmä v posilňovaní základne domácich vkladov v mnohých krajinách s finančnými ťažkosťami. To prispelo k zníženiu závislosti od financovania zo strany Eurosystemu, ktoré sa prejavilo ďalším splácaním trojročných dlhodobějších refinančných operácií. V záujme zaistenia adekvátnej transmisie menovej politiky do podmienok financovania v krajinách eurozóny je nevyhnutné pokračovať v znižovaní fragmentácie úverových trhov eurozóny a v prípade potreby zvyšovať odolnosť bánk. K dosiahnutiu tohto cieľa prispajú ďalšie rozhodné kroky vedúce k vytvoreniu bankovej únie. Nevyhnutným predpokladom ďalšieho postupu k reintegrácii bankového systému je budúci jednotný mechanizmus dohľadu a jednotný mechanizmus riešenia krízových situácií úverových inštitúcií a ich urýchlená implementácia.

Na základe ekonomickej analýzy teda možno konštatovať, že cenový vývoj by mal v strednodobom horizonte zostať na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Porovnanie so signálmi vyplývajúcimi z menovej analýzy toto konštatovanie potvrdzuje.

Pokiaľ ide o ďalšie oblasti hospodárskej politiky, Rada guvernérov berie na vedomie iniciatívy Európskej rady z 27. – 28. júna 2013 týkajúce sa

nezamestnanosti mladých, investícií a financovania malých a stredných podnikov, ako aj skutočnosť, že Európska rada schválila odporúčania európskeho semestra 2013 pre jednotlivé krajiny. Rada guvernérov zdôrazňuje, že realizácia týchto odporúčaní je nevyhnutným príspevkom k udržateľnému oživeniu v eurozóne. Okrem toho je podľa nej potrebné dôsledne uplatňovať nový európsky rámec riadenia rozpočtovej a hospodárskej politiky a vyvíjať oveľa intenzívnejšie úsilie o realizáciu štrukturálnych reforiem na podporu hospodárskeho rastu a zamestnanosti. Rada guvernérov v tejto súvislosti považuje za obzvlášť dôležité zamerať sa na otázky konkurencieschopnosti a adaptability trhu práce a trhu tovarov a služieb. V neposlednom rade Rada guvernérov víta vytýčenie celého radu krokov vedúcich k vytvoreniu bankovej únie ako postup správnym smerom, ale zároveň vyzýva k ich urýchlenej realizácii.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý článok hodnotí zmeny kolaterálneho rámca Eurosystemu uskutočnené v rôznych fázach finančnej krízy a ukazuje, akým spôsobom ovplyvnili objem a zloženie akceptovateľného i použitého kolaterálu v operáciách Eurosystemu. Druhý článok prináša informácie o aktuálnych i dlhodobjších protekcionistických trendoch v zahraničnom obchode a posudzuje, akú úlohu v nich zohráva finančná kríza.

#### Box

Signalizácia budúceho nastavenia **klúčových** úrokových sadzieb ECB Radou guvernérov

Rada guvernérov ECB po svojom zasadaní 4. júla 2013 oznámila, že očakáva, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostanú na súčasnej alebo nižšej úrovni počas dlhšieho časového obdobia. Toto očakávanie vychádza z celkovo nevýrazného výhľadu inflácie zasahujúceho do strednodobého horizontu vzhľadom na všeobecný útlm reálnej ekonomiky a slabú dynamiku menového vývoja. Nastavenie menovej politiky zostáva zamerané na zachovanie miery akomodácie menovej politiky, ktorá zodpovedá súčasnému výhľadu cenovej stability, a na potrebu podporovať stabilné podmienky na peňažnom trhu.

Tento box zdôvodňuje rozhodnutie Rady guvernérov signalizovať budúce nastavenie kľúčových úrokových sadzieb ECB a vysvetľuje jeho špecifiká.

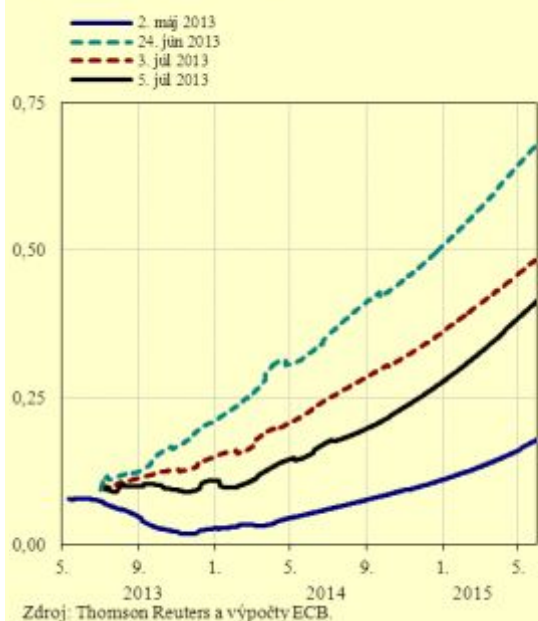
## Dôvody na signalizáciu budúceho nastavenia menovej politiky

Počas celého prvého polroka 2013 sa úrokové miery na eurovom peňažnom trhu vyznačovali značným stupňom volatility. V poslednom čase viedol nepretržitý trend rastu úrokových sadzieb na peňažnom trhu k sprísneniu úverových podmienok na peňažnom trhu, v dôsledku čoho časť menovej akomodácie zavedenej v čase, keď Rada guvernérov naposledy upravila nastavenie menovej politiky, v podstate stráca účinok. Napríklad forwardové sadzby na základe jednodňových indexových swapov, ktoré sú dôležitým ukazovateľom očakávaní trhu týkajúcich sa vývoja jednodňových úrokových sadzieb, sa v období od 2. mája do 3. júla v strednodobom horizonte zvýšili o približne 20 až 30 bázických bodov (graf). Tento posun bol najvýraznejší koncom júna.

Hoci faktorov ovplyvňujúcich tento vývoj mohlo byť niekoľko, v dôsledku zvýšenej volatility sadzieb na peňažnom trhu sa očakávania týkajúce sa nastavenia menovej politiky stali príliš zraniteľnými voči šokom, ktoré nesúvisia s východiskovými hospodárskymi a menovými podmienkami, na ktoré je menová politika kalibrovaná.

Za týchto okolností môže jednoznačná komunikácia o orientácii menovej politiky Rady guvernérov, v závislosti od jej hodnotenia výhľadu cenovej stability a vývoja tohto výhľadu pri zmene východiskových podmienok, pomôcť vytvoriť stabilnejšie podmienky na trhu a pevnejšie ukotviť očakávania trhu.

**Forwardové sadzby odvodené od jednodňových indexových swapov**  
(v percentách za rok, denné údaje)



Hodnotenie, že nastavenie menovej politiky by malo zostať akomodačné po dlhšiu dobu, je v súlade s očakávaním naďalej nevýrazného cenového vývoja v strednodobom horizonte. Toto očakávanie vychádza z pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy dvojpilierového analytického rámca Rady guvernérov.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, v súčasnosti sa predpokladá, že cenové tlaky v strednodobom horizonte sú nízke v dôsledku všeobecne tlmeneho trendu vývoja agregátneho dopytu v prostredí nepriaznivých podmienok na trhu práce a nízkej miery využitia kapacít. Tento záver potvrdzuje aj jej porovnanie s výsledkami menovej analýzy. Dynamika menového vývoja, ktorá sa prejavuje pomalým rastom širšie definovaných menových agregátov a veľmi slabým úverovým vývojom, nepodporuje hospodársky vývoj. Konkrétne, zlepšenie podmienok financovania bánk pozorované od prelomu rokov zatiaľ nevedlo k zvýšenej dynamike poskytovania úverov nefinančnému súkromnému sektoru. Prebiehajúce úpravy bilancií vo verejnom i súkromnom sektore, hoci potrebné, budú naďalej brzdiť hospodársku aktivitu.

Na základe tohto hodnotenia Rada guvernérov v súčasnosti očakáva, že kľúčové úrokové sadzby ECB zotrávajú na súčasnej alebo nižšej úrovni počas dlhšieho časového obdobia. Vývoj kľúčových úrokových sadzieb ECB bude i naďalej závisieť od výhľadu inflácie a bude sa priebežne prehodnocovať pomocou analytického rámca menovopolitickej stratégie ECB. Rada guvernérov bude prostredníctvom tohto rámca v nadchádzajúcom období sledovať všetky aktuálne údaje o hospodárskom a menovom vývoji a vyhodnocovať ich vplyv na výhľad cenovej stability. Ako vidieť z grafu, po vyhlásení Rady guvernérov zo 4. júla forwardové sadzby na základe jednoduchých indexových swapov zreteľne klesli.

### **Špecifiká signalizácie budúceho nastavenia menovej politiky**

Signalizácia budúceho nastavenia menovej politiky Radou guvernérov má tri hlavné aspekty.

Po prvé, k signalizácii došlo skôr, než bol vyčerpaný priestor na ďalšie znižovanie kľúčových úrokových sadzieb ECB. Neistota spojená s očakávaným podmieneným vývojom menovej politiky sa dá znížiť bez ohľadu na úroveň veľmi krátkodobých úrokových sadzieb. V prípade potreby je v závislosti od vývoja výhľadu cenovej stability možné kľúčové úrokové sadzby ECB ďalej znižovať.

Po druhé, signalizácia budúceho nastavenia menovej politiky nemá priamu spojitosť s rozhodnutím Rady guvernérov z 2. mája o predĺžení realizácie tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov do júla 2014, aj keď je s ním v súlade. Účelom tohto rozhodnutia bolo zabezpečiť bankám nepretržitý a neobmedzený prístup k likvidite centrálnej banky ako stabilnému zdroju financovania, a to aj v prípade obnovenia finančných turbulencií a nedostatku súkromných finančných zdrojov. Takýto prísľub je možné poskytnúť bez ohľadu na úroveň kľúčových úrokových sadziieb ECB, a stalo sa tak aj v minulosti.

Tretím, najdôležitejším aspektom je skutočnosť, že signalizácia je v plnom súlade s mandátom ECB a jej menovopolitickou stratégiou. Konkrétne:

- Rada guvernérov stanovila, že predpokladaný vývoj kľúčových úrokových sadziieb ECB vychádza z *výhľadu inflácie zasahujúceho do strednodobého horizontu*. To je v súlade s primárnym cieľom ECB udržiavať cenovú stabilitu, ako aj s cieľom Rady guvernérov udržiavať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %.
- *Dlhšie časové obdobie*, počas ktorého Rada guvernérov očakáva, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostanú na súčasnej alebo nižšej úrovni, je flexibilný horizont bez vopred stanoveného konečného termínu, ktorého dĺžka závisí od hodnotenia ekonomických fundamentov zo strany Rady guvernérov.
- Východiskové podmienky očakávaní týkajúcich sa kľúčových úrokových sadziieb ECB vychádzajú z postupu ECB pri zostavovaní, hodnotení a overovaní informácií relevantných pre hodnotenie rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Pri scenári tlmenej inflácie bude potrebné zachovať kľúčové úrokové sadzby ECB na veľmi nízkej úrovni tak dlho, ako potrvá tmený trend vývoja agregátneho dopytu a dlhodobo slabé menové a úverové trendy.

V súčasnosti signalizácia budúceho nastavenia menovej politiky pomáha ECB účinne plniť svoj mandát udržiavať cenovú stabilitu, a to v rámci a v plnom súlade s jej stratégiou. Po rozhodnutí Rady guvernérov o signalizácii budúceho nastavenia menovej politiky sa očakáva udržanie cenovej stability v strednodobom horizonte a jej premietnutie do strednodobých až dlhodobých inflačných očakávaní.