

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadaní 1. augusta 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 predchádzajúcej nízkej úrovne a predbežne potvrdzujú očakávania stabilizácie hospodárskej aktivity. Nastavenie menovej politiky zostáva 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 postupné 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 potvrdzuje, že očakáva, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostanú na súčasnej alebo nižšej úrovni počas dlhšieho časového obdobia. Toto očakávanie vychádza z naďalej celkovo nevýrazného výhľadu inflácie zasahujúceho do strednodobého horizontu vzhľadom na všeobecný útlm hospodárskej aktivity 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, po šiestich štvrtrokoch hospodárskeho poklesu v eurozóne aktuálne ukazovatele dôvery vychádzajúce z výsledkov prieskumov poukazujú na určité ďalšie zlepšenie z ich predchádzajúcej nízkej úrovne a predbežne potvrdzujú očakávania stabilizácie hospodárskej aktivity na nízkej

úrovni. Podmienky na trhu práce zároveň zostávajú nepriaznivé. 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. Okrem toho by sa do reálnej ekonomiky malo premietiť celkové zlepšovanie 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 celkovo stabilizovať a pomaly oživovať.

Tento výhľad hospodárskeho vývoja v eurozóne aj naďalej ohrozujú riziká pomalšieho rastu. Hospodárske podmienky môže nepriaznivo ovplyvniť nedávny vývoj 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.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v júli 2013 zostala na júnovej úrovni 1,6 %. V súčasnosti sa očakáva, že ročná miera inflácie v najbližších mesiacoch prechodne klesne, a to najmä v dôsledku bázičného efektu, ktorý súvisí s vývojom cien energií pred 12 mesiacmi. V relevantnom strednodobom horizonte sa očakáva, že cenové tlaky zostanú tlmené vzhľadom na všeobecne nízky agregátny dopyt a nevýrazné tempo oživenia. Strednodobé až dlhodobé 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, dynamika menového a predovšetkým úverového vývoja v júni zostala tlmená. Ročné tempo rastu menového agregátu M3 sa v júni znížilo na 2,3 % (z 2,9 % v máji). Došlo aj k spomaleniu ročného tempa rastu menového agregátu M1, a to z 8,4 % v máji na 7,5 % v júni. Ročné tempo rastu úverov súkromnému sektoru opäť kleslo. Zatiaľ čo ročná miera rastu úverov domácnostiam (upravená o predaj a sekuritizáciu úverov) zostala v júni na úrovni 0,3 % a od prelomu rokov sa takmer nezmenila, ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam (upravená o predaj a sekuritizáciu úverov) v júni klesla z májových -2,1 % na -2,3 %. Nízka úverová dynamika i naďalej odráža najmä aktuálnu fázu hospodárskeho cyklu, zvýšené úverové riziko a prebiehajúce úpravy bilancií finančného i nefinančného sektora. Prieskum bankových úverov za druhý štvrťrok 2013 potvrdzuje, že na úverovú politiku bánk i naďalej nepriaznivo vplyva predovšetkým riziko dlžníkov a makroekonomickej neistoty. Miera čistého sprísnenia úverových štandardov úverov nefinančným spoločnostiam zároveň v druhom štvrťroku 2013 zostala v porovnaní s prvým štvrťrokom nezmenená a v prípade úverov domácnostiam klesla.

Od leta 2012 sa dosiahol výrazný pokrok v zlepšovaní financovania bánk a najmä v posilňovaní základne domácich vkladov v mnohých krajinách s finančnými ťažkosťami. 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 prispejú ďalšie rozhodné kroky smerujúce k vytvoreniu bankovej únie.

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 rozpočtovú politiku, krajiny eurozóny by v záujme obnovenia klesajúceho trendu miery zadlženosti nemali poľavovať vo svojom úsilí o znižovanie deficitu štátneho rozpočtu. Dôraz by sa mal klásť na prorastové rozpočtové stratégie so strednodobou perspektívou, ktoré spájajú zvyšovanie

kvality a efektívnosti verejných služieb s minimalizáciou deformačných účinkov zdanenia. Na prehĺbenie celkového vplyvu takejto stratégie musia členské štáty urýchliť zavádzanie nevyhnutných štrukturálnych reforiem na podporu konkurencieschopnosti, hospodárskeho rastu a tvorby pracovných miest. Odstránenie nepružností na trhu práce, zníženie administratívnej záťaže a zvýšenie konkurencie na trhoch tovarov a služieb podporí najmä malé a stredné podniky. Tieto štrukturálne reformy sú nevyhnutné na zníženie v súčasnosti vysokej miery nezamestnanosti najmä mladých občanov eurozóny.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý článok analyzuje premietanie úrokových sadzieb v eurozóne v podmienkach vysokej fragmentácie finančných trhov a prináša nové empirické dôkazy o pôsobení tohto javu v štyroch najväčších ekonomikách eurozóny. Druhý článok približuje rámec ECB na záťažové testovanie platobnej schopnosti bánk a uvádza príklady jeho použitia v politickej analýze.