

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadnutí 5. septembra na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Aktuálne informácie a analýzy potvrdzujú predchádzajúce hodnotenie Rady guvernérov. 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 udržiavať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Po šiestich štvrtrokoch záporného rastu produkcie bol v druhom štvrtroku zároveň zaznamenaný kladný rast reálneho HDP a ukazovatele dôvery za obdobie do augusta potvrdzujú očakávané postupné zvyšovanie hospodárskej aktivity z predchádzajúcich nízkych úrovní. 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. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, nastavenie menovej politiky zostane akomodačné dovtedy, kým to bude potrebné, v súlade s júlovou signalizáciou budúceho nastavenia menovej politiky. 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 strednodobý výhľad cenovej stability. Pokiaľ ide o podmienky na peňažnom trhu, vplýva na ne aj postupná redukcia nadbytočnej likvidity. Splácanie prostriedkov nadobudnutých v rámci trojročných dlhodobějších refinančných operácií je odrazom zlepšovania dôvery na finančných trhoch, určitého zníženia ich fragmentácie a pokračujúceho znižovania miery dlhového financovania bánk

v eurozóne. Rada guvernérov bude aj naďalej venovať mimoriadnu pozornosť vplyvom, ktoré môže mať tento vývoj na nastavenie menovej politiky.

Čo sa týka ekonomickej analýzy, rast reálneho HDP eurozóny sa v druhom štvrtroku 2013 po šiestich štvrtrokoch záporného rastu produkcie medzištvrtročne zrýchlil o 0,3 %. Toto zrýchlenie je čiastočne odrazom prechodného efektu súvisiaceho s počasím v prvej polovici tohto roka. Odvtedy došlo k ďalšiemu zlepšeniu ukazovateľov dôvery odvodených z výsledkov prieskumov (za obdobie do augusta) z predchádzajúcich nízkych úrovní, čím sa celkovo potvrdili predchádzajúce očakávania Rady guvernérov týkajúce sa postupného oživovania hospodárskej aktivity. Počas zvyšku roka a v roku 2014 sa v súlade so základným scenárom očakáva pomalé oživenie produkcie, predovšetkým vzhľadom na postupné zlepšovanie domáceho dopytu, ku ktorému prispieva akomodačné nastavenie menovej politiky. Hospodárska aktivita v eurozóne by okrem toho mala ťažiť aj z postupného zvyšovania zahraničného dopytu po vývoze. Do reálnej ekonomiky sa zároveň podľa všetkého postupne premieta celkové zlepšovanie situácie na finančných trhoch, ku ktorému dochádza od minulého leta, ako aj pokrok dosiahnutý v rozpočtovej konsolidácii. Celkovo nižšia inflácia zároveň v súčasnosti podporuje reálny príjem. Napriek tomu však v eurozóne pretrváva vysoká nezamestnanosť a hospodársku aktivitu bude naďalej spomaľovať proces nevyhnutných úprav bilancií vo verejnom i súkromnom sektore.

Toto hodnotenie sa odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2013, podľa ktorých by mal ročný reálny HDP v roku 2013 klesnúť o 0,4 % a v roku 2014 vzrásť o 1,0 %. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2013 bola prognóza na rok 2013 upravená nahor o 0,2 percentuálneho bodu, a to najmä vzhľadom na aktuálne údaje. Prognóza na rok 2014 bola upravená nadol o 0,1 percentuálneho bodu.

Tento výhľad hospodárskeho vývoja v eurozóne aj naďalej ohrozujú riziká pomalšieho rastu. Hospodárske podmienky môže nepriaznivo ovplyvniť aktuálny vývoj podmienok na svetových peňažných a finančných trhoch a s ním súvisiaca neistota. Medzi ďalšie riziká spomalenia rastu patria vyššie ceny komodít

v kontexte obnoveného geopolitického napätia, slabší než očakávaný svetový dopyt a pomalé, resp. nedostatočné zavádzanie štrukturálnych reforiem v krajinách eurozóny.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v súlade s očakávaniami klesla v auguste 2013 na 1,3 % (z 1,6 % v júni a júli). Na základe aktuálnych predpokladov vývoja cien energií a výmenných kurzov sa očakáva, že ročná miera inflácie zostane v nadchádzajúcich mesiacoch na nízkej úrovni, najmä v dôsledku vývoja cien energií. V relevantnom strednodobom horizonte sa očakáva, že vzhľadom na všeobecne nízky agregátny dopyt a nevýrazné tempo oživenia zostanú cenové tlaky tlmené. Strednodobé až dlhodobé inflačné očakávania zostávajú aj naďalej pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite.

Toto hodnotenie sa odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2013, podľa ktorých by ročná miera inflácie HICP mala dosiahnuť úroveň 1,5 % v roku 2013 a 1,3 % v roku 2014. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2013 boli projekcie inflácie na rok 2013 upravené nahor o 0,1 percentuálneho bodu, zatiaľ čo projekcie na rok 2014 zostávajú nezmenené.

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

V oblasti menovej analýzy júlové údaje potvrdzujú pokračujúci tlmený vývoj tempa rastu peňažnej zásoby (M3) a predovšetkým úverov. Ročný rast menového agregátu M3 sa znížil z júnových 2,4 % na 2,2 % v júli. Ročný rast menového agregátu M1 bol aj naďalej výrazný, avšak z júnovej úrovne 7,5 % klesol v júli na 7,1 %. K rastu menového agregátu M3 naďalej prispieval najmä prílev kapitálu do eurozóny, zatiaľ čo ročná miera rastu úverov súkromnému sektoru ďalej klesala.

Ročná miera rastu úverov domácnostiam (upravená o predaj a sekuritizáciu úverov) v júli zostala na úrovni 0,3 % a od začiatku roka sa výraznejšie nezmenila. Ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam (upravená o predaj a sekuritizáciu úverov) dosiahla v júli úroveň -2,8 % (-2,3 % v júni). Nízka úverová dynamika aj naďalej odráža najmä aktuálnu fázu hospodárskeho cyklu, zvýšené úverové riziko a prebiehajúce úpravy bilancií finančného i nefinančného sektora.

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 prispajú 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.

V záujme ďalšej redukcie nerovnováh a podpory konkurencieschopnosti, rastu a tvorby pracovných miest je nevyhnutné, aby krajiny eurozóny pokračovali vo svojich reformách. V oblasti rozpočtovej politiky by vlády nemali poľavovať v úsilí o znižovanie deficitu a obnovenie klesajúceho trendu vývoja pomeru dlhu. Kompozícia rozpočtovej konsolidácie by mala byť zameraná na prorastové opatrenia so strednodobou perspektívou, spájajúce zvyšovanie kvality a efektívnosti verejných služieb s minimalizáciou deformačných účinkov zdanenia. V oblasti hospodárskych politík sú nevyhnutné reformy trhu tovarov a služieb zamerané na zvýšenie konkurencieschopnosti, ktoré zjednodušia zakladanie nových podnikov, podporia sektor obchodovateľných tovarov a prispievajú k tvorbe pracovných miest, zatiaľ čo zníženie vysokej miery nezamestnanosti si vyžaduje rôzne štrukturálne reformy na redukcii nepružností na trhu práce a na zvýšenie dopytu po pracovnej sile.