

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadnutí 6. novembra 2014 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy a v súlade so signalizáciou budúceho nastavenia menovej politiky rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. V nadväznosti na rozhodnutia z 2. októbra 2014 Eurosystem minulý mesiac začal s nákupmi v rámci nového programu nákupu krytých dlhopisov. Okrem toho onedlho začne nakupovať cenné papiere kryté aktívami. Programy budú trvať minimálne dva roky. Spolu so sériou cielených dlhodobějších refinančných operácií, ktoré sa majú uskutočňovať do júna 2016, budú mať tieto nákupy aktív značný vplyv na súvahu Eurosystemu, ktorej objem by sa mal blížil k hodnotám zo začiatku roka 2012.

Tieto opatrenia podpora fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky, prispejú k zlepšeniu podmienok financovania v eurozóne, podpora poskytovanie úverov reálnej ekonomike a podnetia pozitívny vývoj na ďalších trhoch. Tým prispejú k rozsiahlejšiemu uvoľneniu menovej politiky, podpora signalizáciu budúceho nastavenia kľúčových úrokových sadzieb ECB zo strany Rady guvernérov a zdôraznia skutočnosť, že v menovopolitickom cykle existujú medzi hlavnými vyspelými ekonomikami významné a čoraz väčšie rozdiely.

Prostredníctvom zavedených opatrení menová politika reaguje na výhľad nízkej inflácie, slabného tempa hospodárskeho rastu a naďalej nevýraznej dynamiky menového a úverového vývoja. Akomodačné nastavenie menovej politiky podporí pevné ukotvenie strednodobých až dlhodobých inflačných očakávaní na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržiavať mieru inflácie na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Postupné premietanie menovopolitických opatrení do ekonomiky spolu prispeje k návratu miery inflácie na úroveň bližšiu cieľu Rady guvernérov.

Čo sa týka ďalšieho vývoja, s prihliadnutím na nové informácie a analýzy bude Rada guvernérov adekvátnosť nastavenia menovej politiky pozorne sledovať a priebežne vyhodnocovať. V prípade potreby ďalších krokov zameraných na zníženie rizík príliš dlhého obdobia nízkej inflácie je Rada guvernérov

jednomyseľne odhodlaná použiť ďalšie neštandardné nástroje, ktoré má v rámci svojho mandátu k dispozícii. Rada guvernérov poverila pracovníkov ECB a príslušné výbory Euro systému včasným vypracovaním ďalších opatrení, ktoré budú v prípade potreby zavedené.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, reálny HDP eurozóny sa v druhom štvrtroku tohto roka medzikvartálne zvýšil o 0,1 % a prevýšil tak skoršie odhadované hodnoty. Dostupné údaje a výsledky prieskumov od leta celkovo poukazujú na oslabovanie tempa hospodárskeho rastu v eurozóne. Tieto informácie už boli zohľadnené v najnovších prognózach súkromných a verejných inštitúcií, ktoré na obdobie do roka 2016 upravili rast reálneho HDP nadol, zároveň však naďalej potvrdzujú výhľad mierneho oživenia hospodárskej aktivity. Tento vývoj je celkovo v súlade s aktuálnym hodnotením Rady guvernérov. Na jednej strane by domáci dopyt mali podporovať opatrenia menovej politiky, prebiehajúce zlepšovanie finančných podmienok, pokrok dosiahnutý v oblasti rozpočtovej konsolidácie a štrukturálnych reforiem a nižšie ceny energií podporujúce reálny disponibilný príjem. Okrem toho by sa mal vďaka oživeniu vo svete zvýšiť aj dopyt po vývoze. Na druhej strane však bude oživenie pravdepodobne naďalej tlmené v dôsledku vysokej nezamestnanosti, značnej miery nevyužitých kapacít a nevyhnutných úprav bilancií vo verejnom i súkromnom sektore.

Tento výhľad hospodárskeho vývoja v eurozóne aj naďalej ohrozujú riziká pomalšieho rastu. Predovšetkým oslabenie tempa hospodárskeho rastu v eurozóne a zvýšené geopolitické riziká by mohli oslabiť dôveru a najmä súkromné investície. Jedným z kľúčových rizík spomalenia hospodárskeho rastu je okrem toho aj nedostatočný pokrok v zavádzaní štrukturálnych reforiem v krajinách eurozóny.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v októbri 2014 dosiahla 0,4 % (0,3 % v septembri). V porovnaní s predchádzajúcim mesiacom je tento vývoj predovšetkým dôsledkom slabšieho záporného príspevku cien energií a mierne rýchlejšieho ročného rastu cien potravín. Pokles cien priemyselných tovarov bol čiastočne vykompenzovaný zvýšením inflácie cien

služieb. Na základe aktuálnych údajov a súčasných cien futures energetických komodít by mala ročná miera inflácie HICP v najbližších mesiacoch zostať v blízkosti súčasnej nízkej úrovne a v rokoch 2015 a 2016 by mala začať postupne rásť. Podobný priebeh vývoja vyplýva aj z najnovších prognóz, ktoré už zohľadňujú nedávny prudký pokles cien ropy.

Rada guvernérov bude aj naďalej pozorne sledovať riziká ohrozujúce výhľad cenového vývoja v strednodobom horizonte. Za týchto okolností sa bude Rada guvernérov zameriavať predovšetkým na možné dôsledky tlmenej dynamiky hospodárskeho rastu, geopolitického vývoja, kurzového vývoja, vývoja cien energií a účinkov opatrení menovej politiky.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, údaje za september 2014 aj naďalej poukazujú na tlmenej rast peňažnej zásoby (M3), ktorého ročné tempo sa však v septembri mierne zvýšilo na 2,5 % (z 2,1 % v auguste). Ročný rast menového agregátu M3 naďalej podporujú jeho najlikvidnejšie zložky: menový agregát M1 zaznamenal v septembri ročné tempo rastu 6,2 %.

Ročná miera zmeny úverov nefinančným spoločnostiam (upravená o predaj a sekuritizáciu úverov) zostala v septembri záporná na úrovni -1,8 % (-2,0 % v auguste a -2,2 % v júli). V posledných mesiacoch došlo v priemere k zmierneniu čistého splácania úverov, ktoré pred rokom dosahovalo historicky vysoké úrovne. Vývoj úverov nefinančným spoločnostiam aj naďalej odráža oneskorenie úverového vývoja voči hospodárskemu cyklu, ako aj úverové riziko, faktory v oblasti ponuky úverov a prebiehajúce úpravy bilancií finančného i nefinančného sektora. Ročná miera rastu objemu úverov domácnostiam (upravená o predaj a sekuritizáciu úverov) dosiahla v septembri 0,6 % (po 0,5 % v auguste). V súlade s určitou stabilizáciou úverových tokov výsledky októbrového prieskumu bankových úverov v eurozóne naznačujú, že došlo k čistému uvoľneniu úverových štandardov v prípade úverov poskytovaných podnikom a domácnostiam. Z historickej perspektívy sú však úverové štandardy stále prísne. Dá sa očakávať, že v nadväznosti na komplexné hodnotenie, ktoré uskutočnila ECB, prispeje ďalšie

posilňovanie bankových súvah k znižovaniu obmedzení v ponuke úverov a k zintenzívneniu úverovej aktivity.

Porovnanie výsledkov ekonomickej analýzy so signálmi vyplývajúcimi z menovej analýzy potvrdzuje nedávne rozhodnutia Rady guvernérov zamerané na zvýšenie miery akomodácie menovej politiky a podporu poskytovania úverov reálnej ekonomike.

Menová politika je zameraná na udržiavanie cenovej stability v strednodobom horizonte a jej akomodačné nastavenie prispieva k podpore hospodárskej aktivity. Na posilnenie investičnej aktivity, tvorby pracovných miest a rastu produktivity je však nevyhnutný aj výrazný príspevok iných oblastí politiky. Predovšetkým je potrebné, aby sa vo viacerých krajinách dosiahol väčší pokrok v legislatíve a v zavádzaní reforiem trhu tovarov a služieb a trhu práce, ako aj opatrení na zlepšenie podnikateľského prostredia. Účinné zavádzanie štrukturálnych reforiem zvýši očakávania vyšších príjmov, podnieti firmy, aby neodkladali zvyšovanie investícií, a podporí hospodárske oživenie. Čo sa týka rozpočtovej politiky, krajiny s pretrvávajúcou rozpočtovou nerovnováhou by mali udržať svoje doterajšie výsledky v oblasti rozpočtovej konsolidácie a postupovať v súlade s pravidlami Paktu stability a rastu. V priebehu procedurálnych krokov v dohodnutom rámci by mal byť pakt aj naďalej základom zachovania dôvery v udržateľné verejné financie. Súčasná flexibilita pravidiel by mala umožniť vládam zohľadniť rozpočtové náklady rozsiahlejších štrukturálnych reforiem, posilniť dopyt a zabezpečiť viac prorastový charakter rozpočtovej politiky. Dôsledné a konzistentné uplatňovanie existujúceho rámca eurozóny pre rozpočtový a makroekonomický dohľad je nevyhnutným predpokladom zníženia miery zadlženosti verejnej správy a zvýšenia potenciálneho rastu i odolnosti ekonomiky eurozóny voči šokom.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý článok poukazuje na tri nové cezhraničné komparatívne štúdiá týkajúce sa finančnej zraniteľnosti domácností v eurozóne. Druhý článok hodnotí nedávny pokrok v integrácii

skorých ukazovateľov finančného napätia do európskeho systému rozpočtového dohľadu a navrhuje ďalšie zdokonalenia.