

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadnutí 4. apríla 2012 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Nové informácie získané od začiatku marca zhruba potvrdzujú predchádzajúce hodnotenie Rady guvernérov. Miera inflácie v roku 2012 pravdepodobne zostane nad úrovňou 2 %, pričom prevládajú riziká jej zvýšenia. Rada guvernérov očakáva, že vývoj cien v strednodobom horizonte, relevantnom z hľadiska menovej politiky, zostane na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Tomuto obrazu vývoja zodpovedá aj naďalej nevýrazné tempo menovej expanzie. Ukazovatele vyplývajúce z výsledkov prieskumov týkajúce sa hospodárskeho rastu sa v prvých mesiacoch roka 2012 celkovo ustálili na nízkej úrovni. V priebehu roka sa očakáva mierne oživenie hospodárskej aktivity, pričom aj naďalej prevládajú riziká pomalšieho hospodárskeho rastu.

Strednodobé inflačné očakávania pre hospodárstvo eurozóny musia zostať pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržiavať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Eurosystém v posledných mesiacoch zaviedol niekoľko štandardných i neštandardných opatrení menovej politiky. Ich kombinácia prispela k stabilizácii finančného prostredia a zlepšeniu transmisie menovej politiky. Ďalší vývoj je potrebné pozorne sledovať. Je zároveň dôležité pripomenúť, že všetky neštandardné opatrenia menovej politiky majú dočasný charakter a že k dispozícii sú všetky potrebné nástroje na rázne a včasné riešenie inflačných rizík ohrozujúcich strednodobú cenovú stabilitu.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, reálny HDP v eurozóne sa v poslednom štvrtroku 2011 znížil o 0,3 %. Výsledky prieskumov potvrdzujú, že hospodárska aktivita sa začiatkom roka 2012 ustálila na nízkej úrovni. Rada guvernérov v priebehu tohto roka i naďalej očakáva postupné oživenie hospodárstva eurozóny. Výhľad vývoja hospodárskej aktivity by mal byť podporovaný zahraničným dopytom, veľmi nízkymi krátkodobými úrokovými mierami v eurozóne a všetkými opatreniami prijatými na podporu riadneho fungovania hospodárstva

eurozóny. Očakáva sa však, že zostávajúce napätie na trhoch so štátnymi dlhopismi krajín eurozóny a jeho vplyv na podmienky poskytovania úverov, ako aj proces úprav bilancií vo finančnom i nefinančnom sektore a vysoká miera nezamestnanosti v niektorých častiach eurozóny budú tempo rastu aj naďalej brzdiť.

Vo výhľade hospodárskeho vývoja prevažujú riziká spomalenia rastu. Týkajú sa najmä opätovného zintenzívnenia napätia na dlhopisových trhoch v eurozóne a jeho potenciálneho vplyvu na reálnu ekonomiku eurozóny. Riziká spomalenia rastu súvisia aj s ďalším zvyšovaním cien komodít.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v marci 2012 dosiahla 2,6 %, po 2,7 % v predchádzajúcich troch mesiacoch. V roku 2012 inflácia pravdepodobne zostane nad úrovňou 2 %, a to najmä v dôsledku nedávneho rastu cien energií, ako aj nedávno oznámeného zvyšovania nepriamych daní. Na základe súčasných cien komoditných futures by ročná miera inflácie mala opäť klesnúť pod úroveň 2 % začiatkom roka 2013. Rada guvernérov bude preto venovať osobitnú pozornosť akýmkoľvek známkam toho, že sa vyššie ceny energií premietajú do miezd, ziskov a cenotvorby všeobecne. V dlhodobejšom horizonte by však vzhľadom na mierny rast v eurozóne a pevne ukotvené dlhodobé inflačné očakávania mali cenové tlaky zostať obmedzené.

Riziká ohrozujúce výhľad vývoja miery inflácie HICP v nasledujúcich rokoch sa i naďalej považujú za celkovo vyvážené, pričom riziká vyššej inflácie v krátkodobom horizonte súvisia predovšetkým s vyšším než očakávaným rastom cien ropy a zvyšovaním nepriamych daní. Naďalej existujú aj riziká spojené s nižšou mierou inflácie, ktoré by mohli byť dôsledkom pomalšieho než očakávaného vývoja hospodárskej aktivity.

Menová analýza naznačuje, že tempo menovej expanzie zostáva nevýrazné. Ročná miera rastu menového agregátu M3 vo februári 2012 dosiahla 2,8 % (v porovnaní s 2,5 % v januári). V januári i februári banky zaznamenali posilnenie vkladov. Ročná miera rastu úverov súkromnému sektoru (upravená o predaj a sekuritizáciu úverov) zostáva nevýrazná, keď vo februári klesla z januárových 1,5 % na 1,1 %.

Ročné miery rastu úverov nefinančným spoločnostiam a úverov domácnostiam (upravené o predaj a sekuritizáciu úverov) vo februári dosiahli 0,6 % a 1,8 %. Objem úverov peňažných finančných inštitúcií poskytnutých nefinančným spoločnostiam a domácnostiam sa v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom prakticky nezmenil.

Údaje o vývoji peňažnej zásoby a objemu úverov do februára potvrdzujú celkovú stabilizáciu podmienok financovania, čo znamená, že opatreniam Eurosystemu sa podarilo splniť svoj zámer zabrániť náhlejšej a nekontrolovanej úprave bilancií úverových inštitúcií. Podmienky financovania bánk sa vo všeobecnosti zlepšili. Možno pozorovať zvýšenú emisnú aktivitu a obnovenie niektorých segmentov trhov financovania. Dopyt po úveroch zostáva vzhľadom na naďalej nevýraznú hospodársku aktivitu a prebiehajúci proces bilančných úprav v nefinančných sektoroch stále nízky. Prínos neštandardných opatrení Eurosystemu a ich pozitívny vplyv na rast objemu úverov sa v plnej miere prejaví až časom, po oživení dopytu. V tejto súvislosti je potrebné poznamenať, že druhá trojročná dlhodobější refinančná operácia sa uskutočnila ešte len 1. marca 2012.

Po stabilizácii finančného prostredia je nevyhnutné, aby banky i naďalej zvyšovali svoju odolnosť, okrem iného nerozdeľovaním zisku. Kvalita ich bilancií bude kľúčovým faktorom zabezpečenia primeranej úrovne poskytovania úverov hospodárskym subjektom a normalizácie všetkých zdrojov financovania.

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.

S cieľom podporiť dôveru, udržateľný rast a zamestnanosť Rada guvernérov vyzýva vlády k obnoveniu zdravého rozpočtového hospodárenia a k realizácii rôznych štrukturálnych reforiem. Je potrebné v plnom rozsahu dodržať záväzky prijaté v rámci Paktu stability a rastu a odhodlane odstraňovať slabiny v konkurencieschopnosti. Tvorcovia politiky na národnej úrovni musia v plnej miere niesť svoju zodpovednosť a zabezpečiť udržateľné rozpočtové hospodárenie,

zvýšiť schopnosť adaptácie trhov tovarov a služieb a trhu práce, zlepšiť produktivitu práce a konkurencieschopnosť a zabezpečiť zdravý vývoj svojho finančného systému. Predovšetkým krajiny, ktoré v minulosti zaznamenali straty nákladovej konkurencieschopnosti, musia zabezpečiť dostatočné prispôsobenie miezd a podporiť rast produktivity práce.

Je potrebné pripomenúť, že jednotná menová politika sa prirodzene zameriava na udržanie strednodobej cenovej stability v eurozóne ako celku. Usmerňovať domáci vývoj smerom, ktorý prispieva k zvyšovaniu konkurencieschopnosti ich ekonomík, je úlohou tvorcov národnej politiky. Obozretná rozpočtová politika a konkurencieschopnosť a flexibilita trhov tovarov a služieb a trhu práce majú pre fungovanie hospodárstva eurozóny zásadný význam.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok analyzuje problematiku udržateľnosti štátneho dlhu v eurozóne. Druhý článok hodnotí vývoj cien a nákladov počas recesie v rokoch 2008 – 2009 a tretí popisuje režim Eurosystemu v oblasti finančného vykazovania a účtovníctva a jeho hlavné zásady.