

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadaní 8. októbra 2009 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že základné úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Súčasná úroveň úrokových sadzieb je aj naďalej primeraná. Aktuálne informácie a analýzy získané od posledného zasadania Rady guvernérov začiatkom septembra potvrdzujú jej predchádzajúce hodnotenie. Hoci podľa rýchleho odhadu Eurostatu bola ročná miera inflácie HICP v septembri stále mierne záporná, očakáva sa, že v najbližších mesiacoch sa vráti do kladného pásma a počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky bude dosahovať mierne kladné hodnoty. Najnovšie informácie zároveň znova potvrdzujú záver Rady guvernérov o tom, že hospodárstvo eurozóny sa stabilizuje a očakáva sa jeho postupné oživenie. Neistota je však stále vysoká. Strednodobé až dlhodobjšie inflačné očakávania zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Výsledok menovej analýzy potvrdzuje záver o slabých strednodobých inflačných tlakoch, keďže menový a úverový rast sa stále zmierňuje. Vzhľadom na tento vývoj Rada guvernérov očakáva, že cenová stabilita sa v strednodobom horizonte udrží, a bude tak podporovať kúpnu silu domácností v eurozóne.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, dostupné ukazovatele vyplývajúce z prieskumov aj naďalej signalizujú pokračujúcu stabilizáciu hospodárskej aktivity. Eurozóna by mala ťažiť predovšetkým z oživenia vývozu, prebiehajúcich výrazných makroekonomických stimulov i z opatrení prijatých na obnovu fungovania finančného systému. Okrem toho sa očakáva, že cyklický efekt vývoja stavu zásob v druhom polroku 2009 pozitívne prispeje k rastu reálneho HDP, i keď v prvom polroku 2009 bol tento príspevok výrazne záporný. Vzhľadom na stále vysokú mieru neistoty a volatilitu nových údajov je však potrebné dostupné údaje interpretovať opatrne. Celkovo sa očakáva, že oživenie bude pomerne nerovnomerné. V krátkodobom horizonte ho podporí viacero dočasných faktorov, avšak v strednodobom horizonte ho pravdepodobne bude ovplyvňovať proces pokračujúcej korekcie súvah vo finančnom a nefinančnom sektore hospodárstva v eurozóne i za jej hranicami.

Podľa názoru Rady guvernérov zostávajú riziká ohrozujúce tento scenár hospodárskeho vývoja celkovo vyvážené. Rast môžu podporiť prípadné silnejšie než očakávané účinky rozsiahlych prebiehajúcich makroekonomických stimulov a ďalších prijatých opatrení. Zároveň je možné, že dôvera bude rásť rýchlejším tempom, že zhoršenie podmienok na trhu práce bude menej výrazné, než sa doteraz očakávalo, a že zahraničný dopyt

predstihne súčasné prognózy. Na druhej strane však pretrvávajú obavy spojené s výraznejším, resp. dlhodobejším pôsobením nepriaznivej vzájomnej spätnej väzby medzi reálnou hospodárskou aktivitou a finančným sektorom, obnovením rastu cien ropy a iných komodít, zintenzívnením protekcionistických tlakov a možnosťou nesystémovej korekcie globálnych nerovnováh, ktoré by mohli hospodársky rast spomaliť.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla ročná miera inflácie HICP v septembri úroveň -0,3 %, v porovnaní s -0,2 % v auguste. Súčasnú zápornú mieru inflácie sú v súlade s predchádzajúcimi očakávaniami a sú predovšetkým dôsledkom bazických efektov vyplývajúcich z pohybu svetových cien komodít pred rokom. V dôsledku týchto bazických efektov sa rovnako očakáva, že ročné miery inflácie v najbližších mesiacoch opäť dosiahnu kladné hodnoty. Pokiaľ ide o dlhodobjší vývoj v rámci obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky, očakáva sa, že inflácia zostane v kladnom pásme, pričom vývoj cien a nákladov bude naďalej tlmený vzhľadom na stále nízky dopyt v eurozóne i v ostatných častiach sveta. V tejto súvislosti je dôležité pripomenúť, že strednodobé až dlhodobšie inflačné očakávania zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %.

Riziká ohrozujúce tieto vyhliadky cenového vývoja sú celkovo vyvážené. Súvisia najmä s perspektívou vývoja hospodárskej aktivity a vývojom cien komodít. Vzhľadom na potrebu rozpočtovej konsolidácie v nasledujúcich rokoch je tiež možné, že rast nepriamych daní a regulovaných cien bude vyšší, ako sa v súčasnosti očakáva.

V oblasti menovej analýzy najnovšie údaje potvrdzujú pokračujúci tlmený vývoj tempa rastu peňažnej zásoby a úverov. Ročné tempo rastu menového agregátu M3 a úverov súkromnému sektoru v auguste znova kleslo, a to na historicky nízku úroveň 2,5 %, resp. 0,1 %. Toto súbežné spomaľovanie rastu peňažnej zásoby a objemu úverov potvrdzuje predchádzajúci záver Rady guvernérov o miernom tempe menovej expanzie a nízkych inflačných tlakoch v strednodobom horizonte.

Pokračujúce spomaľovanie ročného tempa rastu menového agregátu M3 je naďalej spojené so zrýchľovaním ročného tempa rastu menového agregátu M1, ktoré v auguste vzrástlo na 13,6 %. Intenzívny rast agregátu M1 je odrazom skutočnosti, že užšie rozpätie medzi sadzbami rôznych krátkodobých vkladov podnecuje presuny v alokácii zdrojov, predovšetkým z krátkodobých termínovaných vkladov do vkladov splatných na požiadanie. Zároveň je možné, že strmá výnosová krivka prispieva k presunom z agregátu M3 do dlhodobjších vkladov a cenných papierov mimo agregátu M3.

Celkový tok bankových úverov nefinančnému súkromnému sektoru bol v auguste naďalej tlmený. V prípade domácností najnovšie údaje poukazujú na ustáľovanie poklesu rastu úverov na nízkych mierach rastu. Tok úverov nefinančným spoločnostiam bol v auguste po niekoľkých mesiacoch záporných hodnôt znova mierne kladný. Aj napriek volatilité mesačných údajov zostáva rast úverov naďalej veľmi tlmený, čo je v súlade s bežným časovým odstupom medzi trendom vývoja hospodárskej aktivity a vývojom v oblasti úverov poskytovaných podnikom. V tomto smere je vzhľadom na tlmený vývoj výroby a obchodu a pretrvávajúcu neistotu v otázke ďalšieho vývoja v podnikovom sektore pravdepodobné, že vývoj v oblasti úverov poskytovaných nefinančným spoločnostiam bude v najbližších mesiacoch aj naďalej slabý. Postupné zlepšovanie podmienok financovania by však malo v nadchádzajúcom období podporiť dopyt po úveroch. Vzhľadom na náročnosť nadchádzajúceho obdobia by banky mali prijať vhodné opatrenia na ďalšie posilnenie vlastných zdrojov a v prípade potreby v plnej miere využiť vládne opatrenia zamerané na podporu finančného sektora, najmä pokiaľ ide o rekapitalizáciu.

Celkovo teda možno konštatovať, že súčasná úroveň úrokových sadzieb je aj naďalej primeraná. Aktuálne informácie a analýzy získané od posledného zasadania Rady guvernérov začiatkom septembra potvrdzujú jej predchádzajúce hodnotenie. Hoci podľa rýchleho odhadu Eurostatu bola ročná miera inflácie HICP v septembri stále mierne záporná, očakáva sa, že v najbližších mesiacoch sa vráti do kladného pásma a počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky bude dosahovať mierne kladné hodnoty. Najnovšie informácie zároveň znova potvrdzujú záver Rady guvernérov o tom, že hospodárstvo eurozóny sa stabilizuje a očakáva sa jeho postupné oživenie. Neistota je však stále vysoká. Strednodobé až dlhodobejšie inflačné očakávania zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy potvrdzuje záver o nízkych strednodobých inflačných tlakoch, keďže menový a úverový rast sa naďalej zmierňuje. Vzhľadom na tento vývoj Rada guvernérov očakáva, že cenová stabilita sa v strednodobom horizonte udrží, a bude tak podporovať kúpnu silu domácností v eurozóne.

Vzhľadom na to, že transmisia menovej politiky pôsobí s určitým oneskorením, Rada guvernérov očakáva, že sa jej menovopolitické opatrenia do ekonomiky v plnej miere premietnu len postupne. Prostredníctvom všetkých prijatých opatrení vrátane poslednej dvanásťmesačnej dlhodobejšej refinančnej operácie z 30. septembra tak menová politika priebežne poskytuje ekonomike významnú podporu. Rada guvernérov zabezpečí, aby boli tieto opatrenia po zlepšení makroekonomického prostredia v správny čas postupne

odstránené a poskytnutá likvidita absorbovaná s cieľom efektívne čeliť prípadným hrozbám pre cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte. Týmto spôsobom bude naďalej zabezpečovať pevné ukotvenie strednodobých inflačných očakávaní, ktoré je nevyhnutné na podporu udržateľného rastu a zamestnanosti a ktoré prispieva k finančnej stabilite. Rada guvernérov bude preto v ďalšom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

V oblasti rozpočtovej politiky sa čoraz naliehavejšou stáva potreba ambiciózných a realistických stratégií na ukončenie podporných opatrení a na rozpočtovú konsolidáciu. Je absolútne nevyhnutné, aby vlády zaviedli konkrétne štrukturálne opatrenia a presvedčivým spôsobom vyjadrili svoj záväzok zabezpečiť udržateľnosť verejných financií. Vlády by mali svoje konsolidačné plány navrhnuť tak, aby boli v súlade s ustanoveniami Paktu stability a rastu. Mali by zabezpečiť, aby sa konsolidácia začala čím skôr, ale najneskôr vtedy, keď nastane oživenie. Súčasťou konsolidačných plánov by malo byť aj posilnenie národných rozpočtových rámcov. V roku 2011 by sa malo konsolidačné úsilie zintenzívniť, pričom jeho rozsah bude musieť byť podstatne vyšší, ako je referenčná hodnota 0,5 % HDP ročne, stanovená v Pakte stability a rastu. V krajinách s vysokým deficitom a/alebo vysokou mierou zadlženosti by rozsah ročných štrukturálnych úprav mal dosiahnuť najmenej 1 % HDP. Vzhľadom na rýchlo rastúce verejné výdavky, ako aj očakávané ďalšie tlaky na rast výdavkov v dôsledku vyššieho úrokového zaťaženia a nákladov spojených so starnutím obyvateľstva by sa mali štrukturálne opatrenia zameriavať na výdavkovú stranu.

V oblasti štrukturálnych reforiem je nevyhnutné, aby všetky krajiny vynakladali väčšie úsilie na podporu udržateľného rastu a zamestnanosti, keďže je pravdepodobné, že finančná kríza postihla výrobné kapacity ekonomík eurozóny. Vyžaduje si to predovšetkým primeranú tvorbu miezd, dostatočnú pružnosť trhu práce a efektívnu motiváciu k práci. Zároveň sú naliehavo potrebné opatrenia na podporu konkurencie a inovácií, ktoré urýchlia reštrukturalizáciu a investičnú aktivitu a zabezpečia podnikateľské príležitosti a zvýšenie produktivity práce potrebné na trvalejšie oživenie. V tejto súvislosti by mala dôležitú úlohu zohrať aj vhodná reštrukturalizácia a konsolidácia bankového sektora. Pre posilnenie finančnej stability bánk a zvýšenie ich odolnosti voči šokom, a teda pre polozenie základov udržateľného hospodárskeho rastu a finančnej stability sú kľúčové kvalita súvahových aktív, spoľahlivé riadenie rizík a transparentné a robustné obchodné modely.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok sa zaoberá menovou politikou a ponukou úverov v eurozóne. Druhý článok informuje o najnovšom vývoji

súvah Eurosystemu, Federálneho rezervného systému a Bank of Japan. Tretí článok hodnotí finančný vývoj v rozvíjajúcich sa ekonomikách a príslušné menovopolitické dôsledky.