

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB sa na svojom zasadaní 5. novembra 2009 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla ponechať základné úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Súčasná úroveň úrokových sadzieb zostáva primeraná. Informácie a analýzy získané od predchádzajúceho zasadania z 8. októbra potvrdzujú očakávania Rady guvernérov. Hoci podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v októbri dosiahla -0,1 %, v najbližších mesiacoch sa očakáva jej návrat do kladného pásma a počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky by mala zostať mierne kladná. Najnovšie informácie zároveň naďalej signalizujú oživovanie hospodárskej aktivity v druhej polovici tohto roka. Rada guvernérov očakáva, že hospodárstvo eurozóny sa bude v roku 2010 postupne oživovať, ale zároveň si uvedomuje, že táto perspektíva je i naďalej spojená s vysokou mierou neistoty. Strednodobé až dlhodobšie inflačné očakávania zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržiavať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Výsledok menovej analýzy potvrdzuje záver o nízkych inflačných tlakoch v strednodobom horizonte, keďže menový a úverový rast sa naďalej spomaľuje. 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 údaje a ukazovatele vyplývajúce z prieskumov naznačujú zlepšovanie hospodárskej aktivity v druhej polovici tohto roka. Eurozóna by mala ťažiť predovšetkým z cyklického vývoja zásob a oživenia vývozu, ako aj z prebiehajúcich výrazných makroekonomických stimulov a opatrení prijatých na obnovu fungovania finančného systému. Po zohľadnení všetkých dostupných informácií by mohla štvrtročná miera rastu reálneho HDP v druhom polroku tohto roka opäť dosiahnuť kladné hodnoty. Miera neistoty však zostáva vysoká, pretože viacero podporných faktorov je len prechodnej povahy. Ak odhliadneme od volatility prichádzajúcich údajov, predpokladá sa, že hospodárstvo eurozóny sa bude v roku 2010 postupne oživovať, pretože je pravdepodobné, že v strednodobom horizonte ho ovplyvní úprava bilancií, ktorá už prebieha vo finančnom i nefinančnom sektore v eurozóne, aj mimo nej.

Podľa názoru Rady guvernérov zostávajú riziká ohrozujúce tento výhľad celkovo vyvážené. Na jednej strane môžu hospodársky rast zrýchliť prípadné výraznejšie než

očakávané účinky prebiehajúcich rozsiahlych 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 zase pretrvávajú obavy spojené s výraznejším alebo dlhodobejším pôsobením negatívnej vzájomnej spätnej väzby medzi reálnou hospodárskou aktivitou a finančným sektorom, opätovným zvyšovaním 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 októbri -0,1 %, v porovnaní so septembrovými -0,3 %. Súčasnú zápornú mieru inflácie zodpovedajú očakávaniam z minulosti a sú predovšetkým odrazom pohybu svetových cien komodít v minulom roku. Predpokladá sa, že ročná miera inflácie v najbližších mesiacoch opäť dosiahne kladné hodnoty, a to aj v dôsledku bazických efektov. Neskôr, v rámci obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky sa očakáva, že inflácia zostane kladná, pričom celkový vývoj cien a nákladov by mal byť vzhľadom na stále nízky dopyt v eurozóne i v ostatných častiach sveta naďalej tlmenejší. V tejto súvislosti je dôležité znova zdôrazniť, že strednodobé až dlhodobšie inflačné očakávania zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržiavať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %.

Riziká, ktoré by tento výhľad cenového vývoja mohli ohroziť, zostávajú približne vyvážené. Súvisia najmä s perspektívou vývoja hospodárskej aktivity a vývojom cien komodít. Okrem toho vzhľadom na potrebu rozpočtovej konsolidácie v nasledujúcich rokoch môže dôjsť k vyššiemu rastu nepriamych daní a regulovaných cien, ako sa v súčasnosti očakáva.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, ročná miera rastu menového agregátu M3 a objemu úverov súkromnému sektoru v septembri opäť klesla, na 1,8 %, resp. -0,3 %. Toto súbežné spomaľovanie podporuje záver o miernom tempe menovej expanzie a nízkych inflačných tlakoch v strednodobom horizonte.

V najbližších mesiacoch budú ročnú mieru rastu menových agregátov s najväčšou pravdepodobnosťou znižovať bazické efekty vyplývajúce zo zintenzívnenia finančnej krízy pred rokom. Väčší vplyv na rast menových agregátov M1 a M3 má však i naďalej súčasná konštelácia úrokových mier. Kým malé rozdiely medzi úrokovými mierami rôznych krátkodobých vkladov stimulujú presun prostriedkov do najlikvidnejších aktív

v rámci menového agregátu M1, strmý sklon výnosovej krivky zároveň vedie k presunu z menového agregátu M3 do dlhodobějších vkladov a cenných papierov mimo neho.

Ročná miera rastu bankových úverov poskytnutých nefinančnému súkromnému sektoru v septembri dosiahla mierne zápornú hodnotu, pričom ročná miera rastu úverov nefinančným spoločnostiam i domácnostiam naďalej klesala a bola záporná. Mesačný tok úverov domácnostiam zároveň zostal kladný a dokonca sa aj zvýšil, na rozdiel od záporného mesačného toku úverov nefinančným spoločnostiam. V prípade domácností najnovšie údaje potvrdzujú stabilizáciu na nízkej úrovni. Čo sa týka nefinančných spoločností, pokles výroby a obchodu, ako aj pokračujúca neistota spojená s perspektívou podnikania aj naďalej tlmia dopyt podnikov po bankových úveroch, pričom tento trend zrejme pretrvá aj v nasledujúcich mesiacoch. V tejto súvislosti treba poznamenať, že oživenie rastu podnikových úverov spravidla o niečo zaostáva za vývojom hospodárskeho cyklu. Ďalšie zlepšovanie podmienok financovania by však malo dopyt po úveroch v nadchádzajúcom období podporiť. Banky by vzhľadom na náročné úlohy, ktoré ich čakajú, mali prijať vhodné opatrenia na ďalšie posilnenie svojho kapitálu 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. Informácie a analýzy získané od predchádzajúceho zasadania z 8. októbra potvrdzujú očakávania Rady guvernérov. Hoci podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v októbri dosiahla -0,1 %, v najbližších mesiacoch sa očakáva jej návrat do kladného pásma a počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky by mala zostať mierne kladná. Najnovšie informácie zároveň naďalej signalizujú oživovanie hospodárskej aktivity v druhej polovici tohto roka. Rada guvernérov očakáva, že hospodárstvo eurozóny sa bude v roku 2010 postupne oživovať, ale zároveň si uvedomuje, že tieto vyhliadky sú aj naďalej spojené s vysokou mierou neistoty. Strednodobé až dlhodobější 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 inflačných tlakoch v strednodobom horizonte, keďže menový a úverový rast sa naďalej spomaľuje. 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 jej menovopolitické opatrenia sa do ekonomiky v plnej miere premietnu len postupne. Menová politika prostredníctvom všetkých prijatých opatrení podporuje dostupnosť likvidity a oživenie hospodárstva eurozóny. V budúcnosti, vzhľadom na zlepšené podmienky na finančných trhoch, už nebude potrebné pokračovať vo všetkých opatreniach na zabezpečovanie likvidity v takom rozsahu ako doteraz. Rada guvernérov preto zabezpečí včasné a plynulé ukončenie týchto mimoriadnych opatrení a absorbovanie poskytnutej likvidity s cieľom účinne čeliť prípadným hrozbám pre cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobjšom horizonte. Týmto spôsobom naďalej zaručí pevné ukotvenie inflačných očakávaní v strednodobom horizonte, ktoré je nevyhnutné na podporu udržateľného rastu a zamestnanosti a ktoré prispieva k finančnej stabilite. Rada guvernérov bude preto aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, vlády viacerých krajín eurozóny čelia vysokej a prudko rastúcej rozpočtovej nerovnováhe. Pokiaľ sa táto nerovnováha nebude riešiť jednoznačnou a dôveryhodnou stratégiou ukončenia podporných opatrení, mohla by vážne narušiť dôveru verejnosti v udržateľnosť verejných financií a hospodárske oživenie. Rozsiahle úverové potreby vlády so sebou nesú riziko náhlych zmien nálady na trhu, ktoré by viedli k menej priaznivým strednodobým a dlhodobým úrokovým mieram. Následkom toho by bol útlm súkromných investícií a tým aj oslabenie základov pre návrat k udržateľnému rastu. Vysoký deficit verejných financií a vysoká miera zadlženosti okrem toho môžu skomplikovať úlohu menovej politiky udržiavať cenovú stabilitu. Rada guvernérov preto vyzýva vlády jednotlivých štátov, aby oznámili a včas zaviedli ambiciózne stratégie ukončenia rozpočtových podporných opatrení a stratégie rozpočtovej konsolidácie, ktoré budú postavené na realistických predpokladoch hospodárskeho rastu a zamerané na reformy na strane výdavkov. O znižovaní daní by sa malo uvažovať len v strednodobom horizonte, keď na to jednotlivé krajiny v rozpočte získajú dostatok priestoru. V tejto súvislosti závery z nedávneho zasadania Rady ECOFIN, ktoré požadujú, aby sa rozpočtová konsolidácia začala najneskôr v roku 2011 a aby výrazne presiahla referenčnú hranicu 0,5 % HDP ročne, predstavujú minimálnu požiadavku pre všetky krajiny eurozóny. Úspech stratégií rozpočtovej konsolidácie bude tiež v podstatnej miere závisieť od transparentnosti rozpočtových procesov a od spoľahlivosti a úplnosti štatistiky verejných financií. V tejto oblasti je pre príslušné krajiny i pre eurozónu ako celok nevyhnutné dosiahnuť rýchly a rýzný pokrok.

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 výrobnú kapacitu ekonomík eurozóny. Aby v nasledujúcich rokoch nedochádzalo k podstatne vyššej štrukturálnej nezamestnanosti, je potrebné zabezpečiť umiernenú tvorbu miezd, dostatočnú pružnosť trhu práce a účinné opatrenia motivujúce k práci. Zrýchlenie reštrukturalizácie a investičnej aktivity a tvorba nových podnikateľských príležitostí si zároveň vyžadujú opatrenia na podporu konkurencie a inovácií. V tejto súvislosti by mala dôležitú úlohu zohrať aj primeraná reštrukturalizácia bankového sektora. Pre posilnenie odolnosti bánk voči šokom, a teda aj pre polozenie základov udržateľného hospodárskeho rastu a finančnej stability je rozhodujúca kvalita ich bilancií, účinné riadenie rizík a transparentné, ako aj trvácne obchodné stratégie.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý sa venuje úlohe komunikácie centrálnych bánk v období zvýšenej neistoty. Druhý sa zaoberá menovou analýzou v prostredí finančných turbulencií. Tretí článok nazerá na poslednú recesiu v eurozóne v historických súvislostiach.