

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB sa na svojom zasadnutí 14. januára 2010 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla ponechať základné úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Súčasná úroveň úrokových sadzieb je i naďalej primeraná. Na základe všetkých informácií a analýz získaných od zasadnutia Rady guvernérov 3. decembra 2009 sa očakáva, že cenový vývoj zostane počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky nevýrazný. Najnovšie údaje tiež potvrdzujú, že hospodárska aktivita v eurozóne sa koncom roka 2009 ďalej zvyšovala. Niektoré faktory podporujúce rast reálneho HDP však majú len prechodný charakter. Rada guvernérov celkovo očakáva, že hospodárstvo eurozóny bude v roku 2010 mierne rásť, ale zároveň si uvedomuje, že proces oživenia bude pravdepodobne nerovnomerný a že táto perspektíva je i naďalej spojená s určitou neistotou. Výsledok menovej analýzy vzhľadom na pokračujúce súbežné spomaľovanie menového a úverového rastu potvrdzuje záver o nízkych strednodobých inflačných tlakoch. Vzhľadom na tento vývoj Rada guvernérov očakáva zachovanie cenovej stability v strednodobom horizonte, čo podporí kúpnu silu domácností v eurozóne. 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 %.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, po medzikvartálnom náraste reálneho HDP o 0,4 % v treťom štvrtroku 2009 najnovšie informácie potvrdzujú, že hospodárska aktivita sa koncom minulého roka ďalej zvyšovala. Eurozóna v súčasnosti ťaží z obratu v cyklickom vývoji stavu zásob a z oživenia vývozu, ako aj z prebiehajúcich rozsiahlych makroekonomických stimulov a opatrení prijatých na obnovu fungovania finančného systému. Viacero z týchto podporných faktorov však má len prechodný charakter. Okrem toho je pravdepodobné, že hospodársku aktivitu bude určitú dobu brzdiť prebiehajúci proces bilančných úprav vo finančnom i nefinančnom sektore tak v eurozóne, ako aj za jej hranicami. Zároveň je pravdepodobné, že nízka miera využitia výrobných kapacít bude tlmieť investičnú aktivitu a miera nezamestnanosti v eurozóne ešte o niečo narastie, čo spomalí rast spotreby. Z tohto dôvodu sa očakáva, že hospodárstvo eurozóny bude v roku 2010 rásť len miernym tempom a je možné, že proces oživenia bude nerovnomerný.

Riziká ohrozujúce tento výhľad vývoja sú podľa Rady guvernérov aj naďalej celkovo vyvážené. Na jednej strane môže reálny vývoj predstihnúť prognózy v dôsledku výraznejších než očakávaných účinkov rozsiahlych makroekonomických stimulov

a ďalších prijatých opatrení. Zároveň sa môže ešte viac upevniť dôvera a oživenie zahraničného obchodu môže byť výraznejšie, než sa očakáva v projekciách. Na druhej strane však pretrvávajú obavy spojené s výraznejším, resp. dlhodobejším pôsobením negatívnej vzájomnej spätnej väzby medzi reálnou ekonomikou a finančným sektorom, opätovným zvyšovaním cien ropy a ďalších cien komodít, zintenzívnením protekcionistických tlakov a možnosťou rušivého vývoja na trhu v dôsledku korekcie globálnych nerovnováh, ktoré by mohli hospodársky rast spomaliť.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, ročná miera inflácie HICP v eurozóne podľa očakávaní v decembri 2009 opäť vzrástla, z novembrových 0,5 % na 0,9 %. Tento nárast je predovšetkým dôsledkom bazických efektov vyplývajúcich najmä z poklesu svetových cien energií pred rokom. Inflácia by mala v najbližšom období zostať na úrovni okolo 1 %. Čo sa týka ďalšieho vývoja, v horizonte relevantnom z hľadiska menovej politiky sa aj naďalej očakáva mierny vývoj inflácie, pričom celkový vývoj cien, nákladov a miezd by mal byť vzhľadom na pomalé oživovanie dopytu v eurozóne i mimo nej stále tlmený. V tejto súvislosti je dôležité opätovne zdôrazniť, že inflačné očakávania v strednodobom až dlhodobjšom horizonte zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %.

Riziká ohrozujúce tento výhľad cenového vývoja zostávajú celkovo vyvážené. Súvisia predovšetkým s výhľadom vývoja hospodárskej aktivity a cien komodít. Okrem toho vzhľadom na potrebu rozpočtovej konsolidácie v nasledujúcich rokoch môže dôjsť k rýchlejšiemu rastu nepriamych daní a regulovaných cien, ako sa v súčasnosti očakáva.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, ročné miery rastu menového agregátu M3 i objemu úverov súkromnému sektoru v novembri dosiahli záporné hodnoty (-0,2 %, resp. -0,7 %). Súbežný pokles na historicky nízke miery rastu zaznamenaný v posledných mesiacoch v týchto dvoch údajových radoch podporuje záver o klesajúcom základnom tempe menovej expanzie a nízkych inflačných tlakoch v strednodobom horizonte. Tempo rastu agregátu M3 i objemu úverov pravdepodobne určitú dobu zostane veľmi nízke, resp. záporné.

Spomalenie skutočného tempa menového rastu pravdepodobne v plnej miere neodráža spomalenie základného tempa menovej expanzie. Dôvodom je i naďalej strmá výnosová krivka, ktorá vysvetľuje presun prostriedkov z agregátu M3 do dlhodobjšých vkladov a cenných papierov. Súčasná konštelácia úrokových mier zároveň naďalej podporuje rozdielny vývoj hlavných zložiek agregátu M3, keďže malé rozdiely medzi sadzbami

rôznych krátkodobých bankových vkladov znižujú oportunitné náklady presunu prostriedkov, napr. z krátkodobých termínovaných vkladov do vkladov splatných na požiadanie. V dôsledku toho menový agregát M1 v novembri medziročne opäť výrazne vzrástol (o 12,6 %), kým ročná miera rastu agregátu M3 dosiahla zápornú hodnotu.

Za zápornou ročnou mierou rastu bankových úverov súkromnému sektoru sa skrýva návrat ku kladným hodnotám ročného tempa rastu v prípade úverov domácnostiam, kým ročné tempo rastu úverov nefinančným spoločnostiam dosiahlo zápornejšie hodnoty. Tento odlišný vývoj i naďalej zodpovedá zákonitostiam hospodárskeho cyklu, v ktorom obrat vo vývoji tempa rastu podnikových úverov spravidla zaostáva za obratom vo vývoji hospodárskej aktivity. V prípade domácností najnovšie údaje potvrdzujú ustálenie na nízkej úrovni. Pokles objemu úverov poskytovaných nefinančným spoločnostiam je i naďalej predovšetkým odrazom výrazného čistého splácania úverov s kratšou dobou splatnosti, zatiaľ čo rast úverov s dlhšou dobou splatnosti stále dosahuje kladné hodnoty. Znížená úroveň výroby a obchodu, ako aj pokračujúca neistota podnikateľských vyhliadok budú v nasledujúcich mesiacoch pravdepodobne i naďalej tlmiť dopyt podnikov po bankových úveroch. Podmienky financovania podnikov – tak náklady na bankové úvery, ako aj na trhové financovanie – sa medzitým v posledných mesiacoch zlepšili. V tejto súvislosti je možné, že naďalej záporný tok krátkodobých bankových úverov nefinančným spoločnostiam pozorovaný v posledných mesiacoch čiastočne odráža lepšie možnosti substitúcie inými zdrojmi dlhodobejšieho financovania.

Banky pokračujú v znižovaní veľkosti svojich súvah, a to najmä znižovaním stavu aktív z obchodov s inými bankami. Hlavnou úlohou pritom i naďalej zostáva upraviť veľkosť a štruktúru súvah a pritom zároveň zabezpečiť dostupnosť úverov nefinančnému sektoru. Banky by v rámci tejto úlohy mali využiť lepšie podmienky financovania na ďalšie posilnenie svojho kapitálu a v prípade potreby v plnej miere využiť rekapitalizačné podporné opatrenia vlády.

Celkovo teda možno konštatovať, že súčasná úroveň základných úrokových sadzieb ECB je aj naďalej primeraná. Na základe všetkých informácií a analýz získaných od zasadnutia Rady guvernérov 3. decembra 2009 sa očakáva, že cenový vývoj zostane počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky nevýrazný. Najnovšie údaje tiež potvrdzujú, že hospodárska aktivita v eurozóne sa koncom roka 2009 ďalej zvyšovala. Niektoré faktory podporujúce rast reálneho HDP však majú len prechodný charakter. Rada guvernérov celkovo očakáva, že hospodárstvo eurozóny bude v roku 2010 mierne rásť, ale zároveň si

uvedomuje, že proces oživenia bude pravdepodobne nerovnomerný a že táto perspektíva je aj naďalej spojená s určitou neistotou. Porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy potvrdzuje záver o nízkych strednodobých inflačných tlakoch, keďže menový i úverový rast sa naďalej spomaľuje. Vzhľadom na tento vývoj Rada guvernérov očakáva zachovanie cenovej stability v strednodobom horizonte, čo podporí kúpnu silu domácností v eurozóne. 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 %.

Rada guvernérov bude pokračovať v poskytovaní rozšírenej úverovej podpory bankovému systému, ale zároveň bude prihliadať na postupné zlepšovanie podmienok na finančných trhoch a predchádzať nepriaznivým vplyvom spojeným s príliš dlhým uplatňovaním neštandardných opatrení. Rada guvernérov bude aj naďalej postupne ukončovať mimoriadne opatrenia na zabezpečenie likvidity, ktoré už nebudú potrebné v takom rozsahu ako v minulosti. S cieľom účinne predchádzať prípadnej hrozbe pre cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte sa poskytnutá likvidita bude v prípade potreby absorbovať. Rada guvernérov preto bude aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, vlády viacerých krajín eurozóny čelia vysokej a prudko rastúcej rozpočtovej nerovnováhe. Rozsiahle úverové potreby vlády so sebou nesú riziko náhlych zmien nálady na trhu, ktoré môžu mať za následok menej priaznivé strednodobé a dlhodobé úrokové miery. Výsledkom by bol útlm súkromných investícií a tým aj narušenie základov udržateľného rastu. Vysoká úroveň deficitu a dlhu verejnej správy by okrem toho vyvinula dodatočný tlak na menovú politiku a spochybnila dôveryhodnosť ustanovení Zmluvy o fungovaní Európskej únie i Paktu stability a rastu ako hlavného piliera hospodárskej a menovej únie. Rada guvernérov preto vyzýva vlády jednotlivých štátov, aby prijali a včas zaviedli ambiciózne stratégie ukončenia rozpočtových podporných opatrení a stratégie rozpočtovej konsolidácie, ktoré budú postavené na realistických predpokladoch hospodárskeho rastu a zamerané najmä na reformy na strane výdavkov. O znižovaní daní by sa malo uvažovať len v strednodobom horizonte, keď si na to jednotlivé krajiny v rozpočte vytvoria dostatok priestoru. V tejto súvislosti súčasný záväzok jednotlivých vlád začať s rozpočtovou konsolidáciou najneskôr v roku 2011 a výrazne pritom prekročiť referenčnú hranicu 0,5 % HDP ročne predstavuje minimálnu požiadavku pre všetky krajiny eurozóny. Úspech stratégií rozpočtovej konsolidácie bude tiež v zásadnej miere závisieť od primeraných národných rozpočtových pravidiel a

inštitúcií a bude si vyžadovať transparentné rozpočtové postupy i spoľahlivé a úplné štatistiky vládnych financií.

V oblasti štrukturálnych reforiem by mala významnú úlohu zohrať vhodná reštrukturalizácia bankového sektora. Kvalita súvah, účinné riadenie rizík a transparentné a stabilné obchodné modely majú zásadný význam pre posilnenie odolnosti bánk voči šokom, a teda aj pre polozenie základov udržateľného hospodárskeho rastu a finančnej stability.

Eurosystém predloží svoju reakciu na verejnú konzultáciu Európskej komisie o stratégii EÚ 2020, ktorá má nahradiť Lisabonskú stratégiu. Pri riešení budúcich otázok by sa stratégia EÚ 2020 mala zamerať na zvyšovanie potenciálneho hospodárskeho rastu a dosiahnutie vysokej miery zamestnanosti pomocou dobre fungujúcich trhov práce a trhov tovarov a služieb, zdravých finančných systémov a udržateľnej rozpočtovej politiky. Cieľom je vytvoriť vysoko konkurencieschopné sociálne trhové hospodárstvo v zmysle Zmluvy o fungovaní Európskej únie.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok popisuje spôsob, akým ECB vyhodnocuje, signalizuje a realizuje menovú politiku v kontexte súčasnej finančnej krízy. Druhý článok hodnotí vzťahy medzi ECB a ďalšími príslušným inštitúciami a orgánmi Európskej únie, ktoré boli založené od zavedenia eura. Tretí článok prináša prehľad a odhady nárokov domácností vyplývajúcich zo štátnych systémov dôchodkového zabezpečenia v eurozóne.