

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov sa na svojom zasadaní 4. marca 2010 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla ponechať základné úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Ich súčasná úroveň zostáva primeraná. Na základe všetkých informácií a analýz získaných od predchádzajúceho zasadania Rady guvernérov uskutočneného 4. februára 2010 sa očakáva, že počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky cenový vývoj zostane tlmený. Najnovšie informácie tiež svedčia o tom, že hospodárske oživenie v eurozóne pokračuje, aj keď jeho priebeh bude zrejme aj naďalej nerovnomerný. Rada guvernérov celkovo očakáva, že hospodárstvo eurozóny bude v roku 2010 v prostredí pretrvávajúcej neistoty rásť miernym tempom. Záver o nízkych inflačných tlakoch v strednodobom horizonte potvrdzuje aj výsledok menovej analýzy. Vzhľadom na tento vývoj Rada guvernérov očakáva zachovanie cenovej stability v strednodobom horizonte, čo podporí kúpnu silu domácností v eurozóne. Inflačné očakávania zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %.

Vzhľadom na aktuálny hospodársky vývoj a vývoj na finančných trhoch Rada guvernérov na svojom zasadaní 4. marca prediskutovala aj spôsob postupného ukončovania svojich neštandardných operácií. Výsledkom bolo rozhodnutie pokračovať v realizácii hlavných refinančných operácií (HRO) i refinančných operácií so špeciálnou dobou splatnosti v dĺžke jednej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených finančných prostriedkov, a to dovtedy, kým to bude potrebné, ale minimálne do konca tohtoročnej deviatej periódy 12. októbra 2010. V prípade refinančných operácií so špeciálnou dobou splatnosti bude platiť rovnaká pevná úroková sadzba ako v príslušných hlavných refinančných operáciách. Rada guvernérov tiež rozhodla, že s platnosťou od operácie uskutočnenej 28. apríla 2010 sa v rámci pravidelných trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií vráti k tendrom s pohyblivou úrokovou sadzbou. Objem prostriedkov pridelovaných v týchto operáciách bude stanovený tak, aby zabezpečil vyvážené podmienky na peňažných trhoch a nespôsobil žiadne výrazné rozdiely medzi ponukovými sadzbami a aktuálnou sadzbou HRO. Rada guvernérov okrem toho v súlade so svojim rozhodnutím o 12-mesačnej dlhodobejšej refinančnej operácii zo 16. decembra 2009 rozhodla o tom, že pevná úroková sadzba šesťmesačnej dlhodobejšej refinančnej

operácie, ktorá sa uskutoční 31. marca 2010, bude počas doby platnosti tejto operácie stanovená na úrovni priemernej minimálnej akceptovateľnej sadzby HRO.

Eurosystém týmito rozhodnutiami pokračuje v podpore poskytovania likvidity bankovému systému eurozóny za veľmi priaznivých podmienok, a tým podporuje poskytovanie úverových zdrojov hospodárskym subjektom v eurozóne. Tieto rozhodnutia zároveň pomáhajú predchádzať deformáciám trhu, ku ktorým dochádza, ak sa neštandardné opatrenia uskutočňujú dlhšie, než je to potrebné. Rada guvernérov bude pokračovať v postupnom ukončovaní mimoriadnych opatrení na poskytovanie likvidity. S cieľom účinne brániť prípadnému ohrozeniu cenovej stability v strednodobom až dlhodobjšom horizonte sa poskytnutá likvidita bude v prípade potreby absorbovať. Rada guvernérov preto bude v nasledujúcom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Ekonomická analýza ukazuje, že eurozóna v posledných štvrtrokoch naďalej ťaží z rozsiahlych makroekonomických stimulov a opatrení prijatých na obnovu fungovania bankového systému, ako aj z pokračujúceho oživovania svetového hospodárstva. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa reálny HDP eurozóny v poslednom štvrtroku 2009 medzikvartálne zvýšil o 0,1 %, po zvýšení o 0,4 % v treťom štvrtroku. Dostupné ukazovatele naznačujú, že hospodárske oživenie v eurozóne pokračuje, aj keď jeho priebeh bude zrejme aj naďalej nerovnomerný. Do úvahy pritom treba brať celý rad faktorov vrátane nepriaznivých poveternostných podmienok v časti eurozóny v prvom štvrtroku 2010. Vzhľadom na túto nerovnomernosť je potrebné odhliadnuť od štvrtročnej volatility a porovnávať vývoj rastu polročne. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, Rada guvernérov očakáva, že reálny rast HDP v roku 2010 zostane nevýrazný, a to v dôsledku pokračujúceho procesu bilančných úprav v rôznych hospodárskych sektoroch a vzhľadom na očakávanie, že nízka miera využitia výrobných kapacít bude zrejme tmiť investičnú aktivitu a že nepriaznivá perspektíva na trhu práce bude obmedzovať spotrebu.

Toto hodnotenie sa odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2010, podľa ktorých by mal ročný rast reálneho HDP v roku 2010 dosiahnuť 0,4 % až 1,2 % a v roku 2011 sa pohybovať od 0,5 % do 2,5 %. V porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystému z decembra 2009 je interval rastu reálneho HDP na rok 2010 o niečo užší, kým interval na rok 2011 bol v dôsledku výrazne intenzívnejšej hospodárskej aktivity na celom svete mierne upravený smerom nahor.

Rada guvernérov naďalej zastáva názor, že riziká ohrozujúce tento výhľad hospodárskeho vývoja zostávajú v prostredí pokračujúcej neistoty zhruba vyvážené. Na jednej strane je možné, že dôvera bude rásť rýchlejšie, ako sa v súčasnosti očakáva, a výraznejšie môže byť aj oživenie svetového hospodárstva i zahraničného obchodu. Okrem toho je možné, že očakávania prekročí aj vplyv rozsiahlych prebiehajúcich makroekonomických stimulov a ďalších prijatých opatrení. Na druhej strane, pokiaľ ide o riziká spomalenia hospodárskeho rastu, však naďalej pretrvávajú obavy spojené s výraznejším alebo dlhodobejším pôsobením negatívnej vzájomnej spätnej väzby medzi reálnou ekonomikou a finančným sektorom, opätovným zvyšovaním cien ropy a ďalších cien komodít, zintenzívnením protekcionistických tlakov a obnoveným napätím v niektorých segmentoch finančného trhu, ako aj s možnosťou nesystémovej korekcie globálnych nerovnováh.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne vo februári 2010 dosiahla 0,9 % (po 1,0 % v januári). V najbližšom období by sa mala inflácia pohybovať okolo 1 % a v horizonte relevantnom z hľadiska menovej politiky by mala zostať nevýrazná. Celkový vývoj cien, nákladov a miezd by mal byť vzhľadom na pomalé oživovanie domáceho a zahraničného dopytu i naďalej tlmový. V tejto súvislosti je dôležité zdôrazniť, že strednodobé a dlhodobejšie inflačné očakávania zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržiavať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %.

Toto hodnotenie sa odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu z marca 2010, podľa ktorých by mala ročná miera inflácie HICP v roku 2010 dosiahnuť 0,8 % až 1,6 % a v roku 2011 sa pohybovať od 0,9 % do 2,1 %. V porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystemu z decembra 2009 bol interval na rok 2010 mierne upravený smerom nadol, kým interval na rok 2011 bol mierne zvýšený.

Riziká ohrozujúce túto perspektívu vývoja zostávajú celkovo vyvážené. Súvisia predovšetkým s ďalším vývojom hospodárskej aktivity a vývojom cien komodít. Okrem toho vzhľadom na potrebu rozpočtovej konsolidácie v nasledujúcich rokoch môže dôjsť aj k výraznejšiemu rastu nepriamych daní a regulovaných cien, než sa v súčasnosti očakáva.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, ročné tempo rastu menového agregátu M3 v januári 2010 vzrástlo do kladného pásma a dosiahlo 0,1 %. Tento nárast bol predovšetkým dôsledkom bázičného efektu a potvrdzuje záver o stále pomalom raste peňažnej zásoby. Spolu so záporným ročným tempom rastu úverov súkromnému sektoru (-0,6 % v januári 2010)

najnovšie údaje potvrdzujú záver Rady guvernérov o miernom základnom tempe rastu peňažnej zásoby a o nízkych strednodobých inflačných tlakoch spojených s menovým vývojom. Rast menového agregátu M3 a úverov súkromnému sektoru pravdepodobne zostane slabý aj v nasledujúcich mesiacoch.

Skutočné tempo menového vývoja je zároveň pravdepodobne pomalšie ako základné tempo menovej expanzie, a to v dôsledku záporného vplyvu pomerne strmého sklonu výnosovej krivky. To stimuluje presun prostriedkov z M3 do dlhodobějších vkladov a cenných papierov. Na druhej strane úzke rozpätia úrokových sadzieb rôznych nástrojov zahrnutých do M3 znamenajú nízke oportunitné náklady spojené s držbou prostriedkov v najlikvidnejších zložkách zahrnutých do menového agregátu M1, ktorý v januári medziročne opäť výrazne vzrástol (o 11,5 %).

Za zápornou ročnou mierou rastu úverov súkromnému sektoru sa skrýva pokračujúci protichodný vývoj: kladné a zvyšujúce sa ročné tempo rastu úverov domácnostiam na jednej strane a na druhej strane záporné a znižujúce sa ročné tempo rastu úverov nefinančným spoločnostiam. Takéto rozdiely sú v súlade s historickým vývojom a cyklickými zákonitosťami, z ktorých vyplýva, že tempo rastu úverov nefinančným spoločnostiam zrejme ešte nejaký čas po oživení hospodárskej aktivity zostane nízke. Zároveň dochádza k znižovaniu nákladov financovania podnikov a tento sektor ako celok naďalej vo výraznej miere bankové úvery nahrádza trhovým financovaním.

Banky v posledných mesiacoch pokračovali v redukcii celkovej výšky svojich bilancií, pričom ich hlavnou úlohou zostáva zabezpečiť, aby tieto úpravy neovplyvnili dostupnosť úverov nefinančnému sektoru. Banky by pritom mali využiť zlepšené podmienky financovania na ďalšie posilnenie svojho kapitálu a v prípade potreby v plnej miere využiť podporné opatrenia vlády v oblasti rekapitalizácie.

Celkovo teda možno konštatovať, že súčasná úroveň základných úrokových sadzieb ECB zostáva primeraná. Po zvážení všetkých informácií a analýz získaných od zasadnutia Rady guvernérov uskutočneného 4. februára 2010 sa očakáva, že počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky zostane cenový vývoj tlmenejší. Najnovšie informácie tiež svedčia o tom, že hospodárske oživenie v eurozóne pokračuje, aj keď jeho priebeh bude zrejme aj naďalej nerovnomerný. Rada guvernérov celkovo očakáva, že hospodárstvo eurozóny bude v roku 2010 v prostredí pretrvávajúcej neistoty rásť miernym tempom. Porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy 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. 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 rozpočtovú politiku, vysoká úroveň deficitu a dlhu verejnej správy vyvíja dodatočný tlak na menovú politiku a narúša dôveryhodnosť Paktu stability a rastu ako hlavného piliera hospodárskej a menovej únie. V tejto situácii je nanajvýš dôležité, aby súčasťou programu stability každej krajiny eurozóny boli jednoznačne stanovené stratégie ukončenia podporných opatrení a stratégie rozpočtovej konsolidácie na nadchádzajúce obdobie. To si vyžaduje odhodlané úsilie, najmä zo strany krajín s vysokou mierou rozpočtového deficitu a zadlženosti. Od všetkých krajín sa bude vyžadovať, aby si plnili svoje záväzky v rámci postupu pri nadmernom deficite. Konsolidácia verejných financií by sa mala začať najneskôr v roku 2011, pričom jej rozsah bude musieť byť podstatne vyšší, ako je referenčná hodnota 0,5 % HDP ročne stanovená ako minimálna požiadavka v Pakte stability a rastu. Je nevyhnutné aktívne sa zamerať na reformy na strane výdavkov. Rada guvernérov 3. marca 2010 vydala vyhlásenie o dodatočných opatreniach na rozpočtovú konsolidáciu, ktoré oznámila grécka vláda.

Hlavnou úlohou všetkých krajín eurozóny v rámci zabezpečenia udržateľného rastu a tvorby pracovných miest je urýchliť štrukturálne reformy. Je potrebné prijať opatrenia na otvorenie prístupu na trh a zvýšenie konkurencie. Celkovo je nevyhnutné vytvoriť priestor na dlhodobé investície do inovácií, ktoré prinesú nové podnikateľské príležitosti. V súčasnosti je už potrebné ukončiť sektorové podporné opatrenia prijaté na zmiernenie bezprostredných účinkov krízy. Na trhu práce je potrebné zabezpečiť umiernenú tvorbu miezd v niektorých ekonomikách a dostatočnú pružnosť trhu, ktorá je potrebná na zamedzenie zvyšovania štrukturálnej nezamestnanosti v nasledujúcich rokoch. Tieto štrukturálne reformy by mali byť spojené s vhodnou reštrukturalizáciou bankového sektora. Kvalita bilancií, účinné riadenie rizík a transparentné, stabilné obchodné modely majú zásadný význam pri zvyšovaní odolnosti bánk voči šokom a pri zabezpečovaní adekvátneho prístupu k finančným prostriedkom, čo je základom udržateľného hospodárskeho rastu a finančnej stability.