

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadaní 2. septembra 2010 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy dospela k záveru, že súčasná úroveň základných úrokových sadziieb ECB je primeraná, a preto sa rozhodla ponechať ich na nezmenenej úrovni. Po zvážení všetkých nových informácií získaných od zasadania uskutočneného 5. augusta 2010 Rada guvernérov naďalej očakáva, že v strednodobom horizonte, relevantnom z hľadiska menovej politiky, cenový vývoj zostane vďaka nízkym domácim cenovým tlakom mierny. Aktuálne ekonomické údaje za eurozónu sú priaznivejšie, než sa očakávalo, a to čiastočne vďaka dočasným faktorom. V nasledujúcom období by malo oživenie pokračovať miernym tempom v prostredí pretrvávajúcej neistoty. Menová analýza potvrdzuje, že inflačné tlaky zostávajú v strednodobom horizonte tlmené, o čom svedčí pomalý rast peňažnej zásoby a úverov. Rada guvernérov v strednodobom horizonte celkovo očakáva zachovanie cenovej stability, ktorá tak bude podporovať kúpnu silu domácností v eurozóne. Inflačné očakávania zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu udržať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Pevné ukotvenie inflačných očakávaní má i naďalej zásadný význam.

Dňa 2. septembra 2010 sa Rada guvernérov tiež rozhodla 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 dovedy, kým to bude potrebné, minimálne však do konca tohtoročnej dvanástej periódy, t. j. do 18. januára 2011. Pevná sadzba refinančných operácií so špeciálnou dobou splatnosti bude rovnaká ako sadzba HRO platná v danom čase. Okrem toho rozhodla o uskutočnení trojmesačných dlhodobějších refinančných operácií (DRO) v októbri, novembri a decembri 2010 formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených finančných prostriedkov. Úroková sadzba týchto trojmesačných operácií sa bude rovnať priemernej sadzbe HRO počas doby splatnosti príslušnej DRO. Rada guvernérov zároveň rozhodla o uskutočnení troch dodatočných dolaďovacích operácií v termínoch 30. septembra, 11. novembra a 23. decembra, t. j. v čase splatnosti šesťmesačných a dvanásťmesačných refinančných operácií.

Nastavenie menovej politiky tak i naďalej zostáva akomodatívne. V rámci menovej politiky budú prijaté všetky opatrenia potrebné na zachovanie cenovej stability v eurozóne v strednodobom horizonte. Menová politika tak nevyhnutným a zásadným spôsobom

prispieva k podpore udržateľného hospodárskeho rastu, tvorbe pracovných miest a finančnej stabilite. Všetky neštandardné opatrenia prijaté počas obdobia akútneho napätia na finančných trhoch, označované ako „rozšírená úverová podpora“ a Program pre trhy s cennými papiermi, sú plne v súlade s mandátom Rady guvernérov a vzhľadom na svoju štruktúru majú dočasný charakter. Rada guvernérov je naďalej pevne odhodlaná zabezpečovať cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte, pričom nastavenie menovej politiky i celkové poskytovanie likvidity sa bude podľa potreby upravovať. Rada guvernérov bude preto v nasledujúcom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Z ekonomickej analýzy vyplýva, že po období prudkého poklesu hospodárska aktivita v eurozóne od polovice roka 2009 rastie. Reálny HDP eurozóny zaznamenal výrazný medzikvartálny rast. V druhom štvrtroku 2010 vzrástol o 1,0 % vďaka pokračujúcemu rastu na globálnej úrovni, ale čiastočne aj v dôsledku prechodných domácich faktorov. Aktuálne údaje a výsledky prieskumov vo všeobecnosti potvrdzujú očakávania zmiernenia rastu v druhej polovici tohto roka tak na svetovej úrovni, ako aj na úrovni eurozóny. Napriek pretrvávajúcej neistote však naďalej vypovedajú o pozitívnom trende hospodárskeho oživenia v eurozóne. Prebiehajúci rast na globálnej úrovni a jeho vplyv na dopyt po vývoze z eurozóny spolu s akomodatívnym nastavením menovej politiky a opatreniami prijatými na obnovenie fungovania finančného systému by mali hospodárstvo eurozóny naďalej podporovať. Očakáva sa však, že hospodárske oživenie budú tlmiť proces úprav bilancií vo viacerých sektoroch a vyhliadky na trhu práce.

Toto hodnotenie sa odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2010, podľa ktorých ročná miera rastu reálneho HDP v roku 2010 dosiahne 1,4 % až 1,8 % a v roku 2011 medzi 0,5 % a 2,3 % . V porovnaní s júnovými makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu bol interval prognóz rastu reálneho HDP upravený smerom nahor v dôsledku výraznejšieho oživenia hospodárskeho rastu v druhom štvrtroku a vplyvom priaznivejšieho vývoja v letných mesiacoch, než sa pôvodne očakávalo. Interval na rok 2011 bol tiež upravený nahor, a to najmä v dôsledku efektu prenosu vyššieho prognózovaného rastu ku koncu roka 2010.

Podľa hodnotenia Rady guvernérov sú riziká ohrozujúce tento priaznivejší výhľad hospodárskeho vývoja mierne naklonené k nižšiemu rastu, pričom naďalej pretrváva neistota. Na jednej strane je možné, že vývoj svetového obchodu bude naďalej priaznivejší, než sa očakáva, a podporí tak vývoz z eurozóny. Na druhej strane pretrvávajú

obavy z obnovenia napätia na finančných trhoch, ako aj určitá neistota spojená s perspektívou rastu v ostatných rozvinutých ekonomikách a v svetovej ekonomike. Riziká spomalenia hospodárskeho rastu súvisia tiež s obnoveným rastom cien ropy a ostatných komodít, protekcionistickými tlakmi, ako aj s možnosťou nesystémovej korekcie globálnych nerovnováh.

V oblasti cenového vývoja ročná miera inflácie HICP v eurozóne podľa rýchleho odhadu Eurostatu v auguste klesla z júlových 1,7 % na 1,6 %. Tento mierny pokles pravdepodobne súvisí s základnými efektmi v energetickej zložke cien. V ďalšom priebehu roka sa očakáva mierny rast ročnej miery inflácie HICP sprevádzaný určitou volatilitou. V roku 2011 by mala miera inflácie vďaka nízkym domácim cenovým tlakom zostať celkovo mierna. 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 %.

Toto hodnotenie sa odráža aj v makroekonomických projekciách odborníkov ECB pre eurozónu zo septembra 2010, podľa ktorých by mala ročná miera inflácie HICP v roku 2010 dosiahnuť 1,5 % až 1,7 % a v roku 2011 by mala dosiahnuť 1,2 % až 2,2 %. V porovnaní s júnovými makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu boli intervaly projekcií mierne upravené smerom nahor, a to predovšetkým v dôsledku vyšších cien komodít.

Výhľad cenového vývoja ohrozuje skôr inflačné riziká, a to najmä vývoj cien energií a cien komodít iných ako ropa. 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. Riziká ohrozujúce vývoj cien a nákladov v eurozóne sú pritom obmedzené.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, ročná miera rastu menového agregátu M3 v júli 2010, rovnako ako v júni, dosiahla 0,2 %. Ročné tempo rastu úverov súkromnému sektoru, ktoré sa postupne zvyšuje, opäť vzrástlo (na 0,9 %), ale naďalej zostáva pomerne nízke. Nevýrazný rast peňažnej zásoby a objemu úverov naďalej podporuje záver o miernom tempe menovej expanzie a obmedzených inflačných tlakoch v strednodobom horizonte.

Tlmiaci vplyv strmej výnosovej krivky na menový rast, ktorý sa prejavuje umiestňovaním finančných prostriedkov do dlhodobjších vkladov a cenných papierov mimo menového agregátu M3, postupne slabne. Okrem toho klesá aj vplyv úzkeho rozpätia medzi rôznymi

krátkodobými úrokovými sadzbami na rast jednotlivých komponentov agregátu M3. V dôsledku toho ročná miera rastu menového agregátu M1 naďalej klesá z pôvodnej vysokej úrovne a v júli 2010 dosiahla 8,1 %, kým ročné tempo rastu ostatných krátkodobých vkladov dosiahlo menej zápornej hodnoty.

Stále nízke ročné tempo rastu bankových úverov nefinančnému súkromnému sektoru naďalej zakrýva kladné tempo rastu úverov domácnostiam a znižujúce sa záporné ročné tempo rastu úverov nefinančným spoločnostiam. Tento vývoj zodpovedá zvyčajnej oneskorenej reakcii vývoja úverov na stav hospodárskej aktivity v rámci hospodárskeho cyklu.

Vzhľadom na tlmený vývoj celkových bilancií bánk hlavnou úlohou bánk zostáva zvýšiť dostupnosť úverov nefinančnému sektoru vo chvíli, keď dopyt začne rásť. Banky by v rámci plnenia tejto úlohy mali použiť nerozdelený zisk, využiť trhové financovanie na ďalšie posilnenie svojho kapitálu alebo v plnej miere využiť podporné opatrenia vlády zamerané na rekapitalizáciu.

Celkovo možno konštatovať, že súčasná úroveň základných úrokových sadziieb ECB zostáva primeraná. Po zvážení všetkých nových informácií získaných od zasadania uskutočneného 5. augusta 2010 Rada guvernérov naďalej očakáva, že v strednodobom horizonte, relevantnom z hľadiska menovej politiky, cenový vývoj zostane vďaka nízkym domácim cenovým tlakom mierny. Aktuálne ekonomické údaje za eurozónu sú priaznivejšie, než sa očakávalo, čiastočne vďaka dočasným faktorom. V nasledujúcom období by malo oživenie pokračovať miernym tempom v prostredí pretrvávajúcej neistoty. Porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy potvrdzuje záver o tlmených inflačných tlakoch v strednodobom horizonte, čo naznačuje aj nízke tempo menového a úverového rastu. Rada guvernérov v strednodobom horizonte celkovo očakáva zachovanie cenovej stability, ktorá tak bude podporovať kúpnu silu domácností v eurozóne. Inflačné očakávania zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu udržať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Pevné ukotvenie inflačných očakávaní má i naďalej zásadný význam.

V oblasti rozpočtovej politiky súčasný vývoj na úrovni eurozóny ako celku podľa všetkého zhruba zodpovedá predchádzajúcim očakávaniam. Na úrovni jednotlivých krajín je potrebné využiť všetky prípadné pozitívne zmeny v rozpočtovom hospodárení, ktoré môžu nastať napríklad v dôsledku priaznivejšieho makroekonomického prostredia, na urýchlenie procesu rozpočtovej konsolidácie. V krajinách, v ktorých je naďalej potrebné

realizovať dodatočné špecifické opatrenia na dosiahnutie rozpočtových cieľov, by takéto opatrenia mali byť prijaté čo najskôr v snahe splniť konsolidačné záväzky. Je to predpokladom zachovania dôveryhodnosti rozpočtových cieľov vlád. V prípade, že konsolidačné stratégie budú považované za presvedčivé, rázne a zamerané na stranu výdavkov, ich pozitívny vplyv na mieru dôvery môže kompenzovať pokles dopytu spôsobený rozpočtovou konsolidáciou. Predpoklady pôsobenia takýchto pozitívnych efektov sú priaznivé predovšetkým v súčasnom prostredí makroekonomickej neistoty.

V záujme podpory procesu rozpočtovej konsolidácie, riadneho fungovania eurozóny a vytvorenia lepších podmienok na vyšší udržateľný rast je nevyhnutné realizovať rozsiahle štrukturálne reformy. Zásadné reformy sú potrebné predovšetkým v krajinách, ktoré v minulosti zaznamenali straty konkurencieschopnosti a ktoré trpia vysokým deficitom štátneho rozpočtu a bežného účtu platobnej bilancie. Prijaté opatrenia by mali zabezpečiť, aby proces mzdového vyjednávania umožňoval pružnú úpravu miezd v závislosti od miery nezamestnanosti a strát konkurencieschopnosti. Proces adaptácie týchto ekonomík by navyše podporili aj reformy zamerané na zvýšenie rastu produktivity práce.