

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB sa na svojom zasadnutí 3. decembra 2009 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Súčasná úroveň úrokových sadzieb zostáva primeraná. Na základe všetkých informácií a analýz získaných od predchádzajúceho zasadnutia Rady guvernérov 5. novembra 2009 sa očakáva, že cenový vývoj zostane počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky tlmový. Najnovšie informácie zároveň potvrdzujú očakávané zlepšenie hospodárskej aktivity v druhej polovici tohto roka, keď sa rast reálneho HDP eurozóny v treťom štvrtroku 2009 vracia do kladného pásma. Niektoré z faktorov, ktoré v súčasnosti podporujú oživenie, majú však len dočasný charakter. Rada guvernérov očakáva, že hospodárstvo eurozóny bude v roku 2010 mierne rásť, ale zároveň si uvedomuje, že proces oživenia bude pravdepodobne nerovnomerný a že tieto vyhliadky sú aj naďalej spojené s vysokou mierou neistoty. Výsledok menovej analýzy potvrdzuje záver o nízkych inflačných tlakoch v strednodobom horizonte. Tie sú spojené s ďalším spomaľovaním menového a úverového rastu. Vzhľadom na tento vývoj Rada guvernérov očakáva zachovanie cenovej stability v strednodobom horizonte, čo podporí kúpnu silu domácností v eurozóne. 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 %.

Rada guvernérov tiež na svojom zasadnutí 3. decembra 2009 rozhodla, že hlavné refinančné operácie sa budú aj naďalej uskutočňovať formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou s neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov tak dlho, ako to bude potrebné, minimálne však do konca tretej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2010, t. j. do 13. apríla 2010. Tento druh tendrov sa bude aj naďalej používať v rámci refinančných operácií so špeciálnou dĺžkou trvania so splatnosťou jednej udržiavacej periódy, a to minimálne po dobu prvých troch udržiavacích periód v roku 2010. Rada guvernérov tiež rozhodla, že sadzba poslednej 12-mesačnej dlhodobjšej refinančnej operácie, v rámci ktorej majú byť pridelené prostriedky 16. decembra 2009, bude počas trvania tejto operácie stanovená na úrovni priemernej minimálnej akceptovateľnej sadzby hlavných refinančných operácií. A nakoniec, pokiaľ ide o dlhodobjšie refinančné operácie v prvom štvrtroku 2010, Rada guvernérov rozhodla, že posledná šesťmesačná dlhodobjšia refinančná operácia sa uskutoční 31. marca 2010. Táto operácia sa uskutoční formou tendra s pevnou úrokovou sadzbou s plným objemom

pridelených prostriedkov, rovnako ako pravidelné mesačné dlhodobejšie refinančné operácie s trojmesačnou splatnosťou, ktoré už boli ohlásené na prvý štvrtrok 2010.

Zlepšené podmienky na finančných trhoch naznačujú, že nie všetky opatrenia na poskytovanie likvidity sú v súčasnosti potrebné v rovnakej miere ako v minulosti. Prostredníctvom uvedených rozhodnutí Eurosystem predlžuje obdobie, počas ktorého bude bankovému systému eurozóny dodávať likviditu za veľmi priaznivých podmienok a umožňovať poskytovanie úverov hospodárskym subjektom v eurozóne.

Z ekonomickej analýzy vyplýva, že hospodárska aktivita v eurozóne sa v treťom štvrtroku 2009 ďalej zlepšila, pričom rast reálneho HDP sa po piatich štvrtrokoch poklesov znova vracia do kladného pásma. Podľa prvého odhadu Eurostatu sa reálny HDP štvrtročne zvýšil o 0,4 %. Dostupné výsledky prieskumov naznačujú, že oživenie pokračuje aj v poslednom štvrtroku 2009. Eurozóna v súčasnosti ťaží z cyklického vývoja stavu zásob a z oživenia vývozu, ako aj z prebiehajúcich významných makroekonomických stimulov a opatrení prijatých na obnovenie fungovania finančného systému. Viacero podporných faktorov má však len dočasný charakter a hospodárska aktivita bude pravdepodobne nejaký čas ovplyvnená prebiehajúcim procesom úprav v súvahách vo finančnom a nefinančnom sektore v rámci eurozóny i mimo nej. Z tohto dôvodu sa očakáva, že hospodárstvo eurozóny bude v roku 2010 rásť len miernym tempom a proces oživenia bude pravdepodobne nerovnomerný.

Podľa projekcií odborníkov Eurosystemu by mal ročný rast reálneho HDP dosiahnuť -4,1 % až -3,9 % v roku 2009, +0,1 % až +1,5 % v roku 2010 a +0,2 % až +2,2 % v roku 2011. Interval projekcií na rok 2010 bol v porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov ECB zo septembra 2009 upravený smerom nahor. Decembrové projekcie odborníkov Eurosystemu sú zhruba v súlade s prognózami medzinárodných organizácií.

Riziká ohrozujúce tento výhľad sú podľa Rady guvernérov aj naďalej celkovo vyvážené. Na jednej strane môže reálny vývoj prekonať výhľad v dôsledku výraznejších než očakávaných účinkov rozsiahlych makroekonomických stimulov a ďalších prijatých opatrení. Zároveň sa môže ešte viac zvýšiť dôvera a oživenie zahraničného obchodu môže byť výraznejšie, ako sa očakáva v projekciách. Na druhej strane však 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 možnosťou rušivého

vývoja na trhu v dôsledku nesystémovej korekcie globálnych nerovnováh, ktoré by mohli hospodársky rast spomaliť.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, ročná miera inflácie HICP v eurozóne sa v súlade s očakávaniami po piatich mesiacoch záporných hodnôt znova vrátila do kladného pásma. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla v novembri úroveň +0,6 %, pričom v októbri predstavovala -0,1 %. Tento nárast odráža najmä bázické efekty vyplývajúce z poklesu svetových cien komodít pred rokom. Očakáva sa, že inflácia bude v najbližších mesiacoch ďalej stúpať, predovšetkým v dôsledku bázických efektov v energetickej a potravinovej zložke cien. 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 naďalej tlmený. V tejto súvislosti je dôležité opätovne zdôrazniť, že inflačné očakávania v strednodobom až dlhodobejšom horizonte zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %.

Podobný záver vyplýva aj z decembrových projekcií odborníkov Eurosystemu, podľa ktorých má ročná miera inflácie HICP predstavovať 0,3 % v roku 2009, 0,9 % až 1,7 % v roku 2010 a 0,8 % až 2,0 % v roku 2011. V porovnaní s projekciami odborníkov ECB zo septembra 2009 zostávajú projekcie inflácie na rok 2010 väčšinou nezmenené. Podobný vývoj vyplýva aj z dostupných prognóz medzinárodných organizácií.

Riziká ohrozujúce výhľad cenového vývoja zostávajú celkovo vyvážené. Týkajú sa predovšetkým výhľadu vývoja hospodárskej aktivity a vývoja 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.

V oblasti menovej analýzy údaje za október potvrdzujú pokračujúci pokles ročných mier rastu menového agregátu M3 a objemu úverov súkromnému sektoru, a to na úroveň 0,3 %, resp. -0,8 %. Toto súbežné spomaľovanie naďalej podporuje záver o miernom tempe menovej expanzie a nízkych inflačných tlakoch v strednodobom horizonte. Ročná miera rastu menového agregátu M1 zároveň v októbri 2009 klesla na 11,8 % (zo septembrových 12,8 %), najmä v dôsledku bázického efektu.

Súčasný pokles ročných mier rastu menových agregátov ovplyvňujú viaceré špecifické faktory, preto pravdepodobne nadhodnocuje spomaľovanie základného tempa menovej

expanzie. Po prvé, na pokles ročnej miery rastu agregátu M3 posledné dva mesiace vplývajú bázické efekty spojené so zintenzívnením napätia na finančných trhoch na jeseň 2008. Druhý, dôležitejší faktor, je strmý sklon výnosovej krivky, ktorý stimuluje presun prostriedkov z menového agregátu M3 do dlhodobějších vkladov a cenných papierov, čo tlmí rast agregátu M3. Súčasná konštelácia úrokových sadzieb zároveň naďalej spôsobuje presuny prostriedkov v rámci agregátu M3, keďže nízke rozpätia sadzieb rôznych krátkodobých vkladov znižujú náklady príležitostí spojené s držbou najlikvidnejších aktív zahrnutých v menovom agregáte M1.

Ročná miera rastu bankových úverov poskytovaných nefinančnému súkromnému sektoru dosiahla v októbri o niečo horšie výsledky. V prípade úverov domácnostiam najnovšie údaje znova potvrdzujú stabilizáciu na nízkej úrovni rastu. Čo sa týka úverov nefinančným spoločnostiam, je vhodné poznamenať, že oživenie rastu podnikových úverov spravidla mierne zaostáva za vývojom hospodárskeho cyklu. V tomto smere je pravdepodobné, že stále tlmený vývoj výroby a obchodu ako aj pretrvávajúca neistota vo vyhliadkach podnikového sektora budú aj v nasledujúcich mesiacoch tmiť dopyt podnikov po bankových úveroch, najmä po krátkodobých úveroch. Celkové podmienky financovania sa však aj naďalej zlepšujú, čo by malo v ďalšom období podporiť dopyt po úveroch. Banky v súčasnosti čelia výzvam spojeným s úpravou výšky a štruktúry svojich celkových súvahových účtov a zároveň zabezpečovaním dostupnosti úverov nefinančnému sektoru. Vzhľadom na ich lepšiu situáciu v oblasti likvidity a prístupu k trhovému financovaniu by mali banky tieto otázky riešiť prijatím vhodných opatrení zameraných na posilnenie svojho kapitálu a v prípade potreby i opatrení umožňujúcich v plnej miere ťažiť z podporných vládnych opatrení v oblasti rekapitalizácie.

Celkovo teda možno konštatovať, že súčasná úroveň úrokových sadzieb je aj naďalej primeraná. Na základe všetkých informácií a analýz získaných od zasadnutia Rady guvernérov 5. novembra 2009 sa očakáva, že cenový vývoj zostane počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky tlmený. Najnovšie informácie zároveň potvrdzujú očakávané zlepšenie hospodárskej aktivity v druhej polovici tohto roka, keď sa rast reálneho HDP eurozóny v treťom štvrtroku 2009 vracia do kladného pásma. Niektoré z faktorov, ktoré v súčasnosti podporujú oživenie, majú však len dočasný charakter. Rada guvernérov očakáva, že hospodárstvo eurozóny bude v roku 2010 mierne rásť, ale zároveň si uvedomuje, že proces oživenia bude pravdepodobne nerovnomerný a že tieto vyhliadky sú aj naďalej spojené s vysokou mierou neistoty. 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 zachovanie cenovej stability v strednodobom horizonte, čo podporí kúpnu silu domácností v eurozóne.

Prostredníctvom všetkých opatrení prijatých v reakcii na zintenzívnenie finančnej krízy Rada guvernérov podporuje dostupnosť likvidity pre bankový sektor i oživenie hospodárstva eurozóny. Vzhľadom na to, že transmisia menovej politiky pôsobí s určitým oneskorením, sa očakáva, že menovopolitické opatrenia sa budú aj naďalej postupne premietat' do ekonomiky. Rada guvernérov bude pokračovať v poskytovaní rozšírenej úverovej podpory bankovému systému, ale zároveň bude prihliadať na prebiehajúce zlepšovanie podmienok na finančných trhoch a vyhýbať sa nepriaznivým vplyvom príliš dlhého uplatňovania neštandardných opatrení. Mimoriadne opatrenia na poskytovanie likvidity, ktoré už nebudú potrebné v existujúcom rozsahu, sa v príslušnom čase postupne zrušia. S cieľom účinne zabrániť prípadnej hrozbe pre cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte sa poskytnutá likvidita bude v prípade potreby absorbovať. Týmto spôsobom bude Rada guvernérov aj naďalej zabezpečovať pevné ukotvenie strednodobých inflačných očakávaní, ktoré je nevyhnutné na podporu udržateľného rastu a zamestnanosti a ktoré prispieva k finančnej stabilite. Preto sa bude aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

V oblasti rozpočtovej politiky Rada guvernérov znova zdôrazňuje význam toho, aby vlády včas pripravili, oznámili a zaviedli ambiciózne stratégie rozpočtovej konsolidácie. Tieto stratégie musia vychádzať z realistických predpokladov hospodárskeho rastu a zameriavať sa na štrukturálne reformy výdavkov, a to nielen vzhľadom na potrebu vyrovnať sa s rozpočtovými nákladmi spojenými so starnutím obyvateľstva. V zmysle dohody Rady ECOFIN z 2. decembra 2009 musia vlády určiť konkrétne a merateľné adaptačné opatrenia, ktoré povedú k udržateľnej korekcii rozpočtových nerovnováh. Viacero krajín bude musieť s konsolidáciou začať už v roku 2010, ostatné najneskôr v roku 2011.

Pokiaľ ide o štrukturálne reformy, podľa väčšiny odhadov finančná kríza znížila produkčné kapacity ekonomík eurozóny a tento jav bude ešte nejaký čas pretrvávajúť. Na podporu udržateľného rastu a zamestnanosti bude potrebné zabezpečiť pružnosť trhu práce a účinnejšie pracovné stimuly. Zrýchlenie reštrukturalizácie a investičnej aktivity a tvorba nových podnikateľských príležitostí si zároveň súrne vyžadujú opatrenia na podporu konkurencie a inovácií. V tejto súvislosti by mala dôležitú úlohu zohrať aj primeraná reštrukturalizácia bankového sektora. Kvalita súvahových účtov, účinné

riadenie rizík a transparentné, ako aj robustné obchodné modely majú kľúčový význam z hľadiska zvyšovania odolnosti bánk voči šokom, a teda aj budovania základov udržateľného hospodárskeho rastu a finančnej stability.