

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov sa na svojom zasadaní 6. mája 2010 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla ponechať základné úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Ich súčasná úroveň zostáva primeraná. Po zvážení všetkých nových informácií získaných od zasadania uskutočneného 8. apríla 2010 Rada guvernérov očakáva, že počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky zostane cenový vývoj mierny. Globálne inflačné tlaky, prameniace najmä z vývoja cien na komoditných trhoch a v rýchlo rastúcich hospodárskych regiónoch sveta, sú naďalej kompenzované nízkymi inflačnými tlakmi v eurozóne. Najnovšie informácie tiež potvrdzujú, že hospodárske oživenie v eurozóne v prvých mesiacoch roku 2010 pokračovalo. Rada guvernérov očakáva, že v roku 2010 bude hospodárstvo eurozóny rásť miernym tempom, aj keď priebeh rastu môže byť v prostredí mimoriadne vysokej neistoty nerovnomerný. Výsledok menovej analýzy potvrdzuje, že inflačné tlaky zostávajú v strednodobom horizonte obmedzené, o čom svedčí pomalý rast peňažnej zásoby a úverov. Rada guvernérov v strednodobom horizonte očakáva zachovanie cenovej stability, ktorá bude podporovať 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 %. Pevné ukotvenie inflačných očakávaní má i naďalej zásadný význam. V rámci menovej politiky budú prijaté všetky opatrenia nevyhnutné na zachovanie strednodobej cenovej stability v eurozóne. Rada guvernérov bude preto v nasledujúcom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Podľa ekonomickej analýzy po období prudkého poklesu hospodárska aktivita v eurozóne od polovice roka 2009 rastie. Hospodárska aktivita ťaží najmä z prebiehajúceho oživenia svetového hospodárstva, rozsiahlych makroekonomických stimulov a opatrení prijatých na obnovenie fungovania bankového systému. Aktuálne hospodárske údaje vrátane kladných výsledkov prieskumov tiež potvrdzujú záver, že hospodárske oživenie v eurozóne pokračuje aj v roku 2010. Napriek tomu, že začiatkom roka rast pribrzdiť najmä nepriaznivé počasie, v priebehu jari dochádza k určitému zrýchľovaniu. Rada guvernérov očakáva, že reálny HDP bude v nasledujúcom období rásť miernym tempom. Prebiehajúce oživenie na globálnej úrovni a jeho vplyv na dopyt po vývoze z eurozóny by mali podporiť hospodársky vývoj v eurozóne. Zároveň sa však očakáva, že finančná kríza bude mať na hospodársky rast tlmiaci účinok, a to vzhľadom na pokračujúci proces úprav

bilancií v rôznych sektoroch, predpokladané nízke využitie výrobných kapacít a slabé vyhliadky na trhu práce.

Rada guvernérov naďalej zastáva názor, že riziká ohrozujúce tento výhľad hospodárskeho vývoja zostávajú v prostredí mimoriadne vysokej neistoty zhruba vyvážené. Na jednej strane je možné, že oživenie svetového hospodárstva a zahraničného obchodu bude výraznejšie, ako sa očakáva, čo spolu s prípadne rýchlejším rastom dôvery môže viesť k tomu, že sa oživenie stane samohybným. Na druhej strane pretrvávajú obavy spojené s obnovením napätia v niektorých segmentoch finančného trhu, ktoré by hospodársky rast mohli spomaliť. K spomaleniu rastu tiež môže prispieť výraznejšie alebo dlhodobejšie pôsobenie negatívnej vzájomnej spätnej väzby medzi reálnou ekonomikou a finančným sektorom, opätovné zvyšovanie cien ropy a ďalších komodít, zintenzívnenie protekcionistických tlakov a možnosť nesystémovej korekcie globálnych nerovnováh.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa rýchleho odhadu Eurostatu, ročná miera inflácie HICP v eurozóne v apríli 2010 dosiahla 1,5 % (po 1,4 % v marci). Táto hodnota mierne prevyšuje očakávania pred niekoľkými mesiacmi a podľa všetkého súvisí najmä s tlakom na rast cien energií. V nasledujúcom období je možné, že sa globálne inflačné tlaky zvýšia, a to najmä v dôsledku cenového vývoja na komoditných trhoch a v rýchlo rastúcich hospodárskych regiónoch sveta, kým domáce cenové tlaky v eurozóne by mali zostať obmedzené. V dôsledku toho sa očakáva, že celková miera inflácie bude v horizonte relevantnom z hľadiska menovej politiky mierna. 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 %.

Pokiaľ ide o vývoj v krátkodobom horizonte, hoci vzhľadom na vývoj cien energií existuje skôr riziko, že miera inflácie HICP bude v porovnaní so skoršími projekciami mierne vyššia, riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom horizonte sa stále považujú za celkovo vyvážené. Inflačné riziká v strednodobom horizonte súvisia predovšetkým s 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. Riziká súvisiace s vývojom cien a nákladov v eurozóne sú obmedzené. Rada guvernérov bude pozorne sledovať ďalší vývoj všetkých dostupných cenových ukazovateľov.

Čo sa týka menovej analýzy, ročná miera rastu menového agregátu M3 v marci 2010 zostala mierne záporná na úrovni -0,1 %. Spolu s naďalej zápornou ročnou mierou rastu úverov súkromnému sektoru, ktorá v marci dosiahla -0,2 %, najnovšie údaje ďalej podporujú záver o tom, že skutočné tempo menovej expanzie je mierne a že inflačné tlaky v strednodobom horizonte sú obmedzené. Krátkodobý vývoj menového agregátu M3 a úverov tiež zostáva nevýrazný.

Rast agregátu M3 zaznamenáva pomalšie tempo ako rast peňažnej zásoby, keďže pomerne strmá výnosová krivka naďalej stimuluje alokáciu finančných zdrojov do dlhodobějších vkladov a cenných papierov mimo agregátu M3. Naďalej úzke rozpätia úrokových mier medzi rôznymi nástrojmi zahrnutými do agregátu M3 vytvárajú nízke náklady príležitostí spojené s ukladaním prostriedkov do jednodňových vkladov oproti ostatným nástrojom v tomto agregáte. To sa prejavuje na stále výraznom rozdieli medzi nízkym ročným tempom rastu agregátu M3 a vysokým ročným tempom rastu agregátu M1, ktoré v marci dosiahlo 10,9 %. Pri súčasnej konštelácii úrokových mier, ktorá sa už dlhšiu dobu nemení, však najnovšie údaje naznačujú, že výrazné zmeny v alokácii zdrojov sú na ústupe.

Ročné tempo rastu bankových úverov poskytnutých súkromnému sektoru zostalo v marci záporné, aj keď za touto hodnotou sa skrýva ďalšia kladná mesačná zmena. Tento údaj tiež zakrýva pokračujúci protichodný vývoj na sektorovej úrovni, kde bolo zaznamenané kladné a zvyšujúce sa ročné tempo rastu úverov domácnostiam na jednej strane a záporné ročné tempo rastu úverov nefinančným spoločnostiam na strane druhej. Hoci oneskorená reakcia vývoja úverov nefinančným spoločnostiam na vývoj hospodárskej aktivity je bežným znakom hospodárskeho cyklu, údaje za niekoľko posledných mesiacov poukazujú na možné prerušenie predchádzajúceho klesajúceho trendu ročného tempa rastu úverov.

Najnovšie údaje zároveň potvrdzujú, že pokles veľkosti celkových bankových bilancií od prelomu rokov nepokračuje. Ďalšie úpravy však nemožno vylúčiť, pričom hlavnou úlohou bánk zostáva zvýšiť dostupnosť úverov nefinančnému sektoru pri raste dopytu. Banky by sa v rámci zabezpečenia tejto úlohy mali obrátiť na trh a využiť súčasné podmienky financovania na ďalšie posilnenie svojho kapitálu.

Celkovo teda možno konštatovať, že súčasná úroveň základných úrokových sadzieb ECB zostáva primeraná. Po zvážení všetkých nových informácií získaných od zasadania uskutočneného 8. apríla 2010 Rada guvernérov očakáva, že počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky zostane cenový vývoj mierny. Globálne inflačné tlaky, prameniace najmä z vývoja cien na komoditných trhoch a v rýchlo rastúcich

hospodárskych regiónoch sveta, sú zatiaľ stále kompenzované nízkymi inflačnými tlakmi v eurozóne. Najnovšie informácie tiež potvrdzujú, že v prvých mesiacoch roku 2010 hospodárske oživenie v eurozóne pokračovalo. Rada guvernérov očakáva, že v roku 2010 bude hospodárstvo eurozóny rásť miernym tempom, aj keď priebeh rastu môže byť v prostredí mimoriadne vysokej neistoty nerovnomerný. Porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy potvrdzuje záver o obmedzených strednodobých inflačných tlakoch, keďže tempo rastu menového agregátu M3 a tempo rastu úverov je nízke. Rada guvernérov celkovo v strednodobom horizonte očakáva zachovanie cenovej stability, ktorá bude podporovať 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 %. Pevné ukotvenie inflačných očakávaní má aj naďalej zásadný význam. V rámci menovej politiky budú prijaté všetky opatrenia nevyhnutné na zachovanie strednodobej cenovej stability v eurozóne. Rada guvernérov bude preto v nasledujúcom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, Rada guvernérov vlády jednotlivých krajín vyzýva k rôznym opatreniam, ktoré zabezpečia trvalú a presvedčivú konsolidáciu verejných financií. Aktuálne informácie ukazujú, že korekcia veľkých rozpočtových nerovnováh si vo všeobecnosti vyžiada zintenzívnenie súčasného úsilia. Tempo rozpočtovej konsolidácie bude musieť byť podstatne vyššie než minimálna požiadavka Paktu stability a rastu na zníženie štrukturálneho deficitu o 0,5 % HDP ročne. Čím dlhšie sa bude rozpočtová konsolidácia odkladať, tým väčšie budú potrebné úpravy a tým vyššie riziko straty reputácie a dôvery. Urýchlená realizácia rôznych a komplexných konsolidačných plánov zameraných na výdavkovú stranu a spojených so štrukturálnymi reformami upevní dôveru verejnosti v schopnosť vlád obnoviť udržateľnosť verejných financií, znížiť rizikové prémie zahrnuté do úrokových mier a tým podporiť udržateľný rast v strednodobom horizonte. Rada guvernérov v tejto súvislosti víta program ekonomických a finančných opatrení, ktorý schválila grécka vláda po úspešnom završení rokovaní s Európskou komisiou v spojení s ECB a Medzinárodným menovým fondom s cieľom chrániť finančnú stabilitu eurozóny ako celku.

Pre všetky krajiny eurozóny platí, že udržateľné oživenie hospodárskej aktivity si vyžaduje štrukturálne reformy vedúce k vyššiemu rastu a zamestnanosti. Vzhľadom na nedávny nárast nezamestnanosti sú s cieľom zabrániť zvýšeniu štrukturálnej nezamestnanosti potrebné daňové systémy a systémy sociálneho zabezpečenia, ktoré

vytvoria účinnú motiváciu pracovať, lepšie vzdelávacie systémy a dostatočná pružnosť v rámci pracovných zmlúv. Zároveň je potrebné, aby príslušné krajiny bezodkladne riešili existujúce otázky konkurencieschopnosti a problémy domácich a zahraničných nerovnováh. V tejto súvislosti sú nevyhnutné také inštitúcie mzdového vyjednávania, ktoré umožnia prispôbenie miezd strate konkurencieschopnosti a situácii v nezamestnanosti. Zásadný význam majú aj opatrenia na zvyšovanie pružnosti cien a necenovej konkurencieschopnosti. V neposlednom rade by mala dôležitú úlohu zohrať aj primeraná reštrukturalizácia bankového sektora. Kvalita bilancií, účinné riadenie rizík a transparentné, stabilné obchodné modely majú zásadný význam pri zvyšovaní odolnosti bánk voči šokom a zabezpečovaní adekvátneho prístupu k finančným prostriedkom, čo je základom udržateľného hospodárskeho rastu a finančnej stability.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý článok hodnotí vývoj transmisného mechanizmu menovej politiky v eurozóne od zavedenia eura. Druhý článok sa zaoberá hlavnými príčinami „veľkej inflácie“ v sedemdesiatych rokoch 20. storočia a poukazuje na najdôležitejšie ponaučenia pre menovú politiku. V nasledujúcom boxe sú uvedené opatrenia, ktoré prijala Rada guvernérov 10. mája 2010.

Box 1

DODATOČNÉ OPATRENIA RADY GUVERNÉROV

Dňa 10. mája 2010 Rada guvernérov prijala viacero opatrení na zmiernenie výrazného napätia v niektorých trhových segmentoch, ktoré narúša fungovanie transmisného mechanizmu menovej politiky a tým aj účinný výkon menovej politiky zameranej na strednodobú cenovú stabilitu. Tieto opatrenia sú navrhnuté tak, aby neovplyvnili nastavenie menovej politiky.

Rada guvernérov predovšetkým rozhodla, že uskutoční intervencie na trhoch so štátnymi a súkromnými dlhovými cennými papiermi v eurozóne (v rámci Programu pre trhy s cennými papiermi), aby zabezpečila dostatočnú hĺbku a likviditu nefunkčných trhových segmentov. Cieľom tohto programu je odstrániť poruchy vo fungovaní trhov s cennými papiermi a obnoviť náležité pôsobenie transmisného mechanizmu menovej politiky. Rozsah týchto intervencií určí Rada guvernérov. Rada guvernérov toto rozhodnutie prijala berúc na vedomie vyhlásenie vlád krajín eurozóny, podľa ktorého „prijmú všetky potrebné opatrenia na splnenie [svojich] rozpočtových cieľov v tomto i v nasledujúcich rokoch v súlade s postupom pri nadmernom deficite“, a konkrétne dodatočné záväzky vlád niektorých krajín eurozóny urýchliť rozpočtovú konsolidáciu a zabezpečiť udržateľnosť svojich verejných financií. Účinok týchto intervencií bude neutralizovaný osobitnými sterilizačnými operáciami na absorbovanie likvidity poskytnutej prostredníctvom Programu pre trhy s cennými papiermi.

Rada guvernérov tiež rozhodla, že pravidelné trojmesačné dlhodobejšie refinančné operácie (DRO) plánované na 26. mája a 30. júna 2010 sa uskutočnia formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov. Okrem toho sa 12. mája 2010 uskutočnila šesťmesačná DRO s neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov, ktorej sadzba bola

stanovená na úrovni priemernej minimálnej sadzby ponuky v hlavných refinančných operáciách počas doby splatnosti tejto operácie.

Na záver Rada guvernérov v súčinnosti s ďalšími centrálnymi bankami rozhodla o reaktivácii dočasných likviditných swapových liniek s Federálnym rezervným fondom a o obnovení operácií na poskytovanie likvidity v amerických dolároch so splatnosťou 7 a 84 dní. Tieto operácie sa budú uskutočňovať formou repo obchodov zabezpečených kolaterálom akceptovateľným ECB ako tendre s pevnou úrokovou sadzbou a neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov. Prvá operácia sa uskutočnila 11. mája 2010.

Rada guvernérov tieto opatrenia považuje za nevyhnutné na zabezpečenie účinnosti transmisného mechanizmu menovej politiky. Tieto opatrenia predovšetkým pomôžu obmedziť šírenie zvýšenej volatility finančného trhu, likviditných rizík a trhových dislokácií v prístupe k finančným prostriedkom v ekonomike. Sterilizácia intervencií na trhoch so štátnymi a súkromnými dlhovými cennými papiermi v eurozóne zároveň zabezpečí, aby Program pre trhy s cennými papiermi neovplyvnil hladinu likvidity a úrokové miery na peňažnom trhu. Tieto opatrenia tak nemajú vplyv na nastavenie menovej politiky.