

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadaní 13. januára 2011 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy potvrdila, že súčasné základné úrokové sadzby ECB zostávajú aj naďalej primerané. Rozhodla sa preto ponechať ich na nezmenenej úrovni. Vychádzajúc zo všetkých nových informácií a analýz získaných od zasadania 2. decembra 2010 Rada guvernérov pozoruje znaky krátkodobého tlaku na rast celkovej inflácie, najmä v dôsledku cien energií. To však zatiaľ neovplyvnilo jej hodnotenie, že cenový vývoj bude v horizonte relevantnom z hľadiska menovej politiky aj naďalej v súlade s cenovou stabilitou. Zároveň je potrebné veľmi pozorne sledovať ďalší vývoj. Aktuálne hospodárske údaje sú v súlade s pozitívnym trendom oživenia hospodárskej aktivity, neistota je však stále zvýšená. Z menovej analýzy vyplýva, že inflačné tlaky by mali byť v strednodobom horizonte naďalej obmedzené. Rada guvernérov v strednodobom horizonte 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 zásadný význam.

Súčasnú nastavenie menovej politiky zostáva celkovo akomodačné. Nastavenie menovej politiky, poskytovanie likvidity a režimy pridelovania finančných prostriedkov sa budú podľa potreby upravovať, zohľadňujúc skutočnosť, že všetky neštandardné opatrenia prijaté počas obdobia akútneho napätia na finančných trhoch majú vzhľadom na svoju štruktúru dočasný charakter. Rada guvernérov bude preto v nasledujúcom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, po medzikvartálnom raste reálneho HDP eurozóny o 0,3 % v treťom štvrtroku 2010 najnovšie štatistické údaje a výsledky prieskumov potvrdzujú, že ku koncu roka 2010 pokračoval v eurozóne pozitívny trend hospodárskeho oživenia. Čo sa týka výhľadu na rok 2011, vývoz z eurozóny by mal profitovať z prebiehajúceho oživovania svetového hospodárstva. Okrem toho by sa na raste mal najmä vzhľadom na pomerne vysokú úroveň dôvery v podnikateľskom sektore v čoraz vyššej miere podieľať aj domáci dopyt súkromného sektora. Ten by malo podporovať akomodačné nastavenie menovej politiky a opatrenia prijaté na obnovenie fungovania finančného systému. Očakáva sa však, že proces úprav bilancií vo viacerých sektoroch bude obmedzovať oživenie hospodárskej aktivity.

Podľa hodnotenia Rady guvernérov sú riziká ohrozujúce tento výhľad hospodárskeho vývoja mierne naklonené k nižšej miere rastu, pričom neistota je naďalej zvýšená. Na

jednej strane je možné, že rast svetového obchodu bude rýchlejšia, než sa očakáva, a podporí tak vývoz z eurozóny. Vysoká úroveň dôvery v podnikateľskom sektore by navyše mohla podporiť domácu hospodársku aktivitu v eurozóne výraznejšie, ako sa v súčasnosti očakáva. Na druhej strane riziká spomalenia hospodárskeho rastu súvisia s napätím v určitých segmentoch finančného trhu a s možnosťou, že toto napätie prenikne do reálnej ekonomiky eurozóny. Riziká spomalenia hospodárskeho rastu súvisia tiež s obnovením rastu cien ropy a ostatných komodít, protekcionistickými tlakmi a možnosťou nesystémovej korekcie globálnych nerovnováh.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v eurozóne v decembri dosiahla 2,2 % (po 1,9 % v novembri). Tento údaj mierne prekročil očakávania, pričom v značnej miere odráža vyššie ceny energií. V ďalších mesiacoch by sa miera inflácie mohla ešte dočasne zvýšiť. Je pravdepodobné, že najmä v dôsledku vývoja cien komodít zostane miera inflácie mierne nad 2 % a ku koncu roka dôjde opäť k jej zmierneniu. Rada guvernérov celkovo pozoruje znaky krátkodobého tlaku na rast celkovej inflácie, ktorého zdrojom sú najmä svetové ceny komodít. To síce zatiaľ neovplyvnilo jej hodnotenie, že cenový vývoj bude v horizonte relevantnom z hľadiska menovej politiky aj naďalej v súlade s cenovou stabilitou, je však potrebné veľmi pozorne sledovať ďalší cenový vývoj. 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 %.

Riziká ohrozujúce výhľad strednodobého cenového vývoja sú stále celkovo vyvážené, mohli by sa však vyskytnúť určité inflačné riziká. Tie súvisia predovšetkým s vývojom cien energetických a neenergetických komodít. Vzhľadom na potrebu rozpočtovej konsolidácie v nasledujúcich rokoch môže tiež dôjsť k výraznejšiemu rastu nepriamych daní a regulovaných cien, než sa v súčasnosti očakáva, a tie môžu znova zvýšiť tlaky na rast cien vo výrobnom reťazci. Riziká pomalšieho rastu cien súvisia vzhľadom na pretrvávajúcu neistotu najmä s vplyvom potenciálne slabšieho hospodárskeho rastu na infláciu.

Čo sa týka menovej analýzy, ročná miera rastu menového agregátu M3 v novembri 2010 stúpila z októbrových 0,9 % na 1,9 %. Tento výrazný nárast čiastočne súvisí s bazickými efektmi a volatilnými faktormi. Zvýšila sa aj ročná miera rastu úverov súkromnému sektoru, ktorá sa v novembri zvýšila z októbrových 1,5 % na 2,0 %. Odhliadnuc od pôsobenia špecifických faktorov v novembri tempo rastu peňažnej zásoby a objemu úverov zostáva nízke a podporuje záver, že tempo menovej expanzie je mierne a že inflačné tlaky v strednodobom horizonte by mali zostať obmedzené.

Na rast menových agregátov mala naďalej výrazný vplyv konštelácia úrokových sadzieb. V rámci zložiek M3 boli úrokové sadzby krátkodobých vkladov aj naďalej vyššie ako sadzby vkladov splatných na požiadanie. Ročný rast menového agregátu M1 sa preto ďalej zmiernoval a v novembri 2010 dosiahol 4,6 %, kým ročná miera rastu ostatných krátkodobých vkladov dosahovala stále menej záporné hodnoty. Sklon výnosovej krivky sa nedávno znova zvýšil, z čoho vyplýva, že atraktivita krátkodobých vkladov zahrnutých do agregátu M3 sa v porovnaní s vyššie úročenými dlhodobjšími aktívami mimo agregátu M3 mierne znížila.

Ročná miera rastu bankových úverov súkromnému sektoru sa v novembri naďalej zvyšovala, čiastočne v dôsledku špecifických faktorov. Na úrovni sektorov je toto zvyšovanie v čoraz väčšej miere odrazom zrýchľovania rastu objemu úverov poskytovaných nefinančným spoločnostiam, ktorý v novembri dosiahol -0,1 % (po -0,5 % v októbri), čím sa znova potvrdzuje, že k obratu došlo v priebehu roka 2010. Rast úverov domácnostiam bol aj naďalej výraznejší (po októbrových 2,9 % dosiahol v novembri 2,7 %), najnovšie údaje však poukazujú na určité vyrovnávanie dosiahnutých objemov.

V priebehu posledných mesiacov banky zvyšujú objem úverov poskytovaných súkromnému sektoru, pričom celková veľkosť ich bilancií zostáva vcelku stabilná. Úlohou naďalej zostáva zvýšiť dostupnosť týchto úverov, keď dopyt začne ešte viac rásť. V príslušných prípadoch je v rámci riešenia tejto otázky nevyhnutné, aby banky použili nerozdelené výnosy, využili trhové financovanie na ďalšie posilnenie svojho kapitálu, alebo v plnej miere využili podporné opatrenia vlády zamerané na rekapitalizáciu.

Celkovo možno konštatovať, že súčasná úroveň základných úrokových sadzieb ECB zostáva naďalej primeraná. Rada guvernérov sa preto rozhodla ponechať ich na nezmenenej úrovni. Vychádzajúc zo všetkých nových informácií a analýz získaných od zasadania 2. decembra 2010 Rada guvernérov pozoruje znaky krátkodobého tlaku na rast celkovej inflácie, najmä v dôsledku cien energií. To však zatiaľ neovplyvnilo jej hodnotenie, že cenový vývoj bude v horizonte relevantnom z hľadiska menovej politiky aj naďalej v súlade s cenovou stabilitou. Zároveň je potrebné veľmi pozorne sledovať ďalší vývoj. Aktuálne hospodárske údaje sú v súlade s pozitívnym trendom oživenia hospodárskej aktivity, neistota je však stále zvýšená. Z porovnania výsledkov ekonomickej a menovej analýzy vyplýva, že inflačné tlaky v strednodobom horizonte by mali byť naďalej obmedzené. Rada guvernérov v strednodobom horizonte 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 zásadný význam.

V oblasti rozpočtovej politiky je nevyhnutné, aby krajiny vzhľadom na pretrvávajúcu citlivosť na nepriaznivé reakcie trhu urobili všetko, aby splnili svoje ciele v oblasti deficitu a zabezpečili stabilný pokles pomeru dlhu k HDP. Rada guvernérov v tomto smere berie na vedomie nedávno ohlásené opatrenia na korekciu súčasných rozsiahlych rozpočtových nerovnováh v niektorých krajinách eurozóny. V nevyhnutných prípadoch by sa mali urýchlene definovať a implementovať aj dodatočné nápravné opatrenia, podľa možností na strane výdavkov. Všetky krajiny eurozóny by zároveň mali uplatňovať ambiciózne a dôveryhodné viacročné konsolidačné stratégie, čo pomôže posilniť dôveru v udržateľnosť verejných financií, znížiť rizikové prémie zahrnuté do úrokových mier a zlepšiť podmienky pre stabilný a udržateľný rast. Prípadný pozitívny vývoj v rozpočtovom hospodárení, ktorý môže nastať napríklad v dôsledku priaznivejšieho hospodárskeho prostredia, treba využiť na urýchlzenie procesu rozpočtovej konsolidácie.

S cieľom zlepšiť vyhliadky rýchlejšieho udržateľného rastu by sa mali popri fiškálnych úpravách urýchlene zaviesť podstatné a rozsiahle štrukturálne reformy. Zásadné reformy sú potrebné predovšetkým v krajinách, ktoré v minulosti zaznamenali straty konkurencieschopnosti a v krajinách s vysokým deficitom štátneho rozpočtu a bežného účtu platobnej bilancie. Proces adaptácie týchto ekonomík by podporilo aj odstránenie nepružností na trhu práce. Zvýšenie konkurencie na trhu tovarov a služieb, najmä v sektore služieb, by zároveň pomohlo urýchliť reštrukturalizáciu ekonomík a podporilo by inovácie. Takéto opatrenia sú nevyhnutné na zvýšenie rastu produktivity práce, ktorá je jedným z hlavných faktorov dlhodobého rastu. Všetky tieto štrukturálne reformy by mali byť spojené s potrebným zlepšením štruktúry bankového sektora. Kvalita bilancií, účinné riadenie rizík a transparentné a stabilné obchodné modely majú naďalej zásadný význam pri zvyšovaní odolnosti bánk voči šokom a pri zabezpečovaní adekvátneho prístupu k finančným prostriedkom a tvoria tak základ udržateľného hospodárskeho rastu a finančnej stability.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok hodnotí aktuálny vývoj v oblasti úverov súkromnému sektoru. Druhý článok analyzuje trendy potenciálneho produktu v eurozóne. Tretí článok sa zaoberá opatreniami, ktoré boli prijaté s cieľom posilniť globálny makroekonomický a finančný dohľad po finančnej kríze.