

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy na svojom zasadnutí 7. mája 2009 rozhodla, že s účinnosťou od 13. mája 2009 zníži úrokovú sadzbu hlavných refinančných operácií Eurosystemu o ďalších 25 bázických bodov na 1,00 % a úrokovú sadzbu jednodňových refinančných operácií o 50 bázických bodov na 1,75 %. Úroková sadzba jednodňových sterilizačných operácií zostáva nezmenená na úrovni 0,25 %. Týmto rozhodnutím sa úroková sadzba hlavných refinančných operácií Eurosystemu od 8. októbra 2008 celkovo znížila o 325 bázických bodov.

Súčasnú základnú úrokovú sadzbu ECB sú vzhľadom na všetky dostupné informácie a analýzy primerané. Okrem zníženia úrokových sadzieb Rada guvernérov 7. mája 2009 rozhodla aj o uskutočnení rozšírenej úverovej podpory. V nadväznosti na operácie realizované od 8. októbra 2008 a v súlade s nimi, ako aj vzhľadom na zásadnú úlohu bankového systému vo financovaní hospodárstva eurozóny, bude Eurosystem uskutočňovať dlhodobejšie refinančné operácie na poskytovanie likvidity s dobou splatnosti jeden rok. Tieto operácie sa budú realizovať formou tendrov s pevnou úrokovou sadzbou s neobmedzeným objemom pridelených prostriedkov. Pevná úroková sadzba pre prvú z týchto operácií, ktorá bude oznámená 23. júna 2009, bude zodpovedať sadzbe hlavných refinančných operácií v danom čase. V závislosti od konkrétnej situácie v danom čase môže táto pevná úroková sadzba obsahovať aj prémie pripočítané k sadzbe hlavných refinančných operácií.

Rada guvernérov v zásade rozhodla o tom, že Eurosystem bude nakupovať kryté dlhopisy denominované v eurách a vydané v eurozóne. Podrobné podmienky budú zverejnené po zasadnutí Rady guvernérov, ktoré sa bude konať 4. júna 2009.

Rada guvernérov taktiež rozhodla o tom, že Európska investičná banka sa s účinnosťou od 8. júla 2009 stane akceptovateľnou zmluvnou stranou pre menovopolitické operácie Eurosystemu za rovnakých podmienok ako všetky ostatné zmluvné strany.

Účelom týchto rozhodnutí je podporiť pokračujúci pokles úrokových mier s rôznou dobou splatnosti na peňažnom trhu, motivovať banky k udržiavaniu a zvyšovaniu objemu poskytovaných úverov, pomôcť zlepšiť likviditu trhu v dôležitých segmentoch trhu so súkromnými dlhovými cennými papiermi a zlepšiť podmienky financovania pre banky a podniky.

Tieto rozhodnutia zohľadňujú očakávania, že cenový vývoj bude naďalej tlmený vzhľadom na významný pokles cien komodít a značné oslabenie hospodárskej aktivity v eurozóne i vo svete. Najnovšie hospodárske údaje a výsledky prieskumov naznačujú predbežné známky stabilizácie na veľmi nízkych úrovniach po prvom štvrtroku, ktorý bol výrazne slabší, než sa očakávalo. Svetová ekonomika vrátane eurozóny naďalej prechádza obdobím výrazného poklesu hospodárskej aktivity, pričom vyhladky vývoja zahraničného i domáceho dopytu na rok 2009 zostávajú veľmi slabé. Postupné oživenie dopytu by malo nastať v priebehu roka 2010. Toto hodnotenie zohľadňuje množstvo nepriaznivých okolností, ktoré pravdepodobne nastanú v nasledujúcich mesiacoch, ako je napríklad ďalšie zhoršenie podmienok na trhu práce. Dostupné ukazovatele strednodobých až dlhodobjších inflačných očakávaní zároveň zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Výsledok menovej analýzy potvrdzuje ústup inflačných tlakov, ktorý je dôsledkom ďalšieho spomaľovania menového a úverového rastu v posledných mesiacoch. Vzhľadom na uvedený vývoj Rada guvernérov po svojich rozhodnutiach zo 7. mája predpokladá zachovanie cenovej stability v strednodobom horizonte, čo podporí kúpnu silu domácností v eurozóne.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, v dôsledku turbulencií na finančných trhoch hospodárska aktivita v eurozóne v prvom štvrtroku 2009 naďalej klesala, a to súbežne s pokračujúcim poklesom globálnej hospodárskej aktivity. Oslabenie v prvom štvrtroku bolo podľa všetkého výraznejšie, než sa očakávalo v marci. Výsledky najnovších prieskumov naznačujú predbežné známky stabilizácie, hoci na veľmi nízkej úrovni. Je pravdepodobné, že hospodárska aktivita bude po zvyšok tohto roka veľmi slabá, pričom k jej postupnému oživeniu by malo dôjsť v priebehu roka 2010. Predovšetkým významný pokles cien komodít od leta 2008 podporuje reálny disponibilný príjem a tým aj spotrebu. Rozsiahle prebiehajúce makroekonomické stimuly, ako aj opatrenia prijaté na obnovu fungovania finančného systému v eurozóne i za jej hranicami by mali tiež výraznejšie podporiť zahraničný i domáci dopyt.

Po zohľadnení všetkých týchto opatrení a ich účinkov, ako aj výrazne záporného rastu v prvom štvrtroku tohto roka a nedávno zverejnených prognóz verejných inštitúcií, zostávajú riziká, ktoré by tento scenár vývoja mohli ohroziť, naďalej celkovo vyrovnané. Riziká pre nižší ako očakávaný rast vyplývajú z obáv, ktoré sú spojené s potenciálne väčším dosahom problémov na finančných trhoch na reálnu ekonomiku, rastom protekcionistických tlakov a možnosťou nepriaznivého vývoja svetového hospodárstva

z dôvodu nesystémovej korekcie globálnych nerovnováh. Zároveň je však možné, že priaznivé účinky budú v dôsledku poklesu cien komodít a prijatých opatrení silnejšie, než sa očakáva.

Podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v apríli dosiahla 0,6 % a v porovnaní s marcom sa nezmenila. Pokles inflácie od minulého leta je predovšetkým odrazom prudkého pádu cien komodít počas tohto obdobia. Okrem toho sa množia známky rozsiahlejšieho znižovania inflačných tlakov. V ďalšom období krátkodobú dynamiku vývoja HICP podstatným spôsobom ovplyvnia základné efekty vyplývajúce z predchádzajúceho vývoja cien energií. Rada guvernérov preto očakáva, že celková ročná miera inflácie bude ďalej klesať a že približne v polovici roka na niekoľko mesiacov prechodne dosiahne záporné hodnoty. Neskôr by ročná miera inflácie mala opäť vzrásť. Z hľadiska menovej politiky sú však takéto krátkodobé pohyby nepodstatné. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, v roku 2010 miera inflácie HICP pravdepodobne zostane kladná na úrovni pod 2 %, pričom cenový vývoj bude tlmený naďalej slabým dopytom v eurozóne i v ostatných častiach sveta. Dostupné ukazovatele strednodobých až dlhodobějších inflačných očakávaní zároveň zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %.

Riziká ohrozujúce túto perspektívu vývoja sú celkovo vyvážené. Ide predovšetkým o riziká súvisiace s vývojom hospodárskej aktivity a cien komodít.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, najnovšie údaje potvrdzujú pokračujúce spomaľovanie tempa menovej expanzie. Prejavuje sa to napríklad súčasným ďalším spomalením ročného tempa rastu menového agregátu M3 na 5,1 % a objemu úverov súkromnému sektoru na 3,2 %. Toto spomalenie podporuje hodnotenie, že inflačné tlaky v strednodobom horizonte klesajú.

Medzimesačný vývoj menového agregátu M3 a jeho zložiek zostáva volatilný, pričom marcové údaje svedčia o znížení stavu väčšiny jeho komponentov. Príčinou môžu byť čiastočne aj investičné rozhodnutia účastníkov trhu reagujúce na predchádzajúci pokles základných úrokových sadzieb ECB, ktorý spôsobil zníženie úročenia krátkodobých vkladov a obchodovateľných nástrojov a stimuloval zodpovedajúce presuny v alokácii finančných prostriedkov nielen v rámci menového agregátu M3, ale aj do nástrojov mimo menového agregátu M3.

Stav nesplatených úverov PFI poskytnutých súkromnému sektoru v marci znova klesol, a to najmä v dôsledku záporného toku úverov nefinančným podnikom. Tento nižší objem financovania sa opäť týka predovšetkým úverov s kratšou dobou splatnosti, zatiaľ čo čistý tok úverov s dlhšou dobou splatnosti zostal kladný. Pokles objemu krátkodobých úverov zrejme do veľkej miery odráža nižší dopyt spôsobený prudkým zhoršením hospodárskej aktivity a vyhliadok pre podnikanie zo začiatku roka. Úrokové sadzby krátkodobých bankových úverov a bankových úverov s pohyblivou sadzbou poskytovaných domácnostiam a nefinančným podnikom v posledných mesiacoch výrazne klesajú a naznačujú tak, že transmisia impulzov menovej politiky do ekonomiky pokračuje. Najnovšie údaje o vývoji peňažnej zásoby a objemu úverov celkovo podporujú hodnotenie, že banky i sektory držiteľov peňazí znižujú svoju vysokú mieru zadlženosti vytvorenú v minulých rokoch.

Celkovo teda možno konštatovať, že rozhodnutie Rady guvernérov zo 7. mája zohľadňuje očakávania, že cenový vývoj bude vzhľadom na podstatný pokles cien komodít a značné oslabenie hospodárskej aktivity v eurozóne i vo svete tlmený. Najnovšie hospodárske údaje a výsledky prieskumov naznačujú predbežné známky stabilizácie na veľmi nízkych úrovniach po prvom štvrtroku, ktorý bol výrazne slabší, než sa očakávalo. Svetová ekonomika vrátane eurozóny naďalej prechádza obdobím výrazného poklesu hospodárskej aktivity, pričom vyhliadky vývoja zahraničného i domáceho dopytu na rok 2009 zostávajú veľmi slabé. Postupné oživenie dopytu by malo nastať v priebehu roka 2010. Toto hodnotenie zohľadňuje množstvo nepriaznivých okolností, ktoré pravdepodobne nastanú v nasledujúcich mesiacoch, ako je napríklad ďalšie zhoršovanie podmienok na trhu práce. Dostupné ukazovatele strednodobých až dlhodobějších inflačných očakávaní zároveň zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Porovnanie s výsledkami menovej analýzy potvrdzuje ústup inflačných tlakov, ktorý je dôsledkom ďalšieho spomaľovania menového a úverového rastu v posledných mesiacoch. Za tejto situácie Rada guvernérov po svojich rozhodnutiach zo 7. mája očakáva, že cenová stabilita v strednodobom horizonte zostane zachovaná, a podporí tak kúpnu silu domácností v eurozóne.

Eurosystém od zintenzívnenia finančnej krízy v septembri 2008 prijal celý rad opatrení, ktoré svojou povahou, rozsahom a načasovaním nemajú obdobu. Vďaka tomu došlo k významnému poklesu základných úrokových sadzieb na peňažnom trhu, ktoré banky v eurozóne bežne používajú ako referenčné sadzby pri úprave pohyblivých úrokových

sadzieb úverov a pri určovaní cien nových krátkodobých úverov. To zase viedlo k prudkému poklesu sadzieb týchto úverov pre domácnosti a nefinančné podniky. Vzhľadom na to, že transmisia menovej politiky pôsobí s určitým oneskorením, rozhodnutia Rady guvernérov sa postupne premietnu do ekonomiky v plnej miere. Menová politika tak prostredníctvom všetkých prijatých opatrení domácnostiam i podnikom poskytuje priebežnú podporu.

Rada guvernérov zabezpečí, aby po zlepšení makroekonomického prostredia bolo možné tieto opatrenia rýchlo odstrániť a absorbovať poskytnutú likviditu tak, aby sa účinne a včas zabránilo prípadnej hrozbe pre cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte. Rada guvernérov bude aj naďalej zabezpečovať pevné ukotvenie strednodobých inflačných očakávaní. Ich ukotvenie je nevyhnutné pre podporu udržateľného rastu a zamestnanosti a prispieva k finančnej stabilite. Rada guvernérov bude preto v ďalšom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Čo sa týka rozpočtovej politiky, najnovšie prognózy pre krajiny eurozóny poukazujú na pokračujúce revízie odhadov a prognóz rozpočtovej bilancie. Vyššie rozpočtové deficity a rozpočtový dosah opatrení na podporu finančného sektora spôsobia výrazný nárast pomeru dlhu verejnej správy k HDP. Aktualizované projekcie Európskej komisie a Výboru pre hospodársku politiku zostavené na základe poverenia Rady ECOFIN navyše ukazujú, že väčšina krajín stojí pred náročnou úlohou v súvislosti s rozpočtovými nákladmi spojenými so starnutím obyvateľstva. Je preto nevyhnutné, aby sa jednotlivé krajiny rzným a presvedčivým spôsobom zaviazali ku konsolidácii a návratu k zdravým rozpočtovým pozíciám a v plnej miere rešpektovali ustanovenia Paktu stability a rastu. Takýmto spôsobom zachovávajú dôveru obyvateľstva v udržateľnosť verejných financií a podporia oživenie i dlhodobý hospodársky rast. Dôveryhodnosť záväzkov týkajúcich sa rozpočtovej konsolidácie sa zvýši, ak sa stanú súčasťou rámca národných opatrení so strednodobou perspektívou.

Pokiaľ ide o štrukturálnu politiku, je nevyhnutné, aby sa pozornosť v súčasnosti zamerala na zlepšenie adaptačnej schopnosti a flexibility hospodárstva eurozóny v súlade so zásadou otvoreného trhového hospodárstva. To si vyžaduje rýchlejšie zavádzanie reforiem na trhu práce, ktoré uľahčia primeranú tvorbu miezd a mobilitu pracovných síl medzi jednotlivými sektormi i regiónmi, ako aj reforiem na trhu tovarov a služieb zameraných na posilnenie konkurencie a urýchlenie reštrukturalizácie.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok sa zaoberá rozhodujúcou úlohou očakávaní, a to najmä pevne ukotvených dlhodobých inflačných očakávaní, vo výkone menovej politiky. Druhý opisuje základné inštitucionálne a hospodárske črty dvanástich krajín, ktoré vstúpili do EÚ v máji 2004 a januári 2007, a poukazuje tak na súvislosti ich vývoja od vstupu do EÚ. Tretí článok skúma hlavné črty vývoja a otázky súvisiace s reguláciou ratingových agentúr hodnotiacich úvery.