

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadnutí 3. septembra na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že základné úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Súčasná výška úrokových sadzieb je vzhľadom na všetky aktuálne informácie a analýzy získané od jej zasadania 6. augusta 2009 aj naďalej primeraná. Rada guvernérov v tejto súvislosti tiež rozhodla o tom, že v rámci dvanástmesačnej dlhodobejšej refinančnej operácie, ktorá sa uskutoční 30. septembra 2009, sa použije aktuálna sadzba hlavných refinančných operácií. Toto rozhodnutie, ktoré bankovému systému eurozóny i naďalej garantuje dlhodobejšiu podporu likvidity za veľmi výhodných podmienok, by malo stimulovať poskytovanie úverov v hospodárstve eurozóny a tým prispieť k jeho oživeniu.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, očakáva sa, že počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky zostane tlmený. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu bola ročná miera inflácie HICP v auguste mierne záporná. Dôvodom boli predovšetkým bázické efekty vyplývajúce z výrazného rastu cien komodít v roku 2008. V najbližších mesiacoch sa očakáva návrat inflácie HICP k mierne kladným hodnotám. Najnovšie informácie zároveň podporujú názor Rady guvernérov, podľa ktorého sa množia známky stabilizácie hospodárskej aktivity v eurozóne i v ostatných častiach sveta. To zodpovedá očakávaniam, že podstatný pokles hospodárskej aktivity sa už skončil a v súčasnosti nasleduje fáza stabilizácie a mierneho postupného oživenia. Dostupné ukazovatele strednodobých až dlhodobějších inflačných očakávaní 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 záver o slabých strednodobých inflačných tlakoch, keďže menový a úverový rast sa stále spomaľuje. Za týchto okolností Rada guvernérov očakáva zachovanie cenovej stability v strednodobom horizonte, čo bude naďalej podporovať kúpnu silu domácností v eurozóne.

Z ekonomickej analýzy vyplýva, že po výrazne záporných mierach rastu zaznamenaných na

prelome roka sa hospodárska aktivita v eurozóne podľa prvého odhadu Eurostatu v druhom štvrtroku 2009 znížila len mierne, a to o 0,1 % medzikvartálne. Názor o stabilizácii hospodárstva v eurozóne podporujú aj ukazovatele vyplývajúce z prieskumov za tretí štvrtrok 2009. V krátkodobom horizonte by eurozóna mala i naďalej ťažiť z oživenia vývozu, prebiehajúcich výrazných makroekonomických stimulov i z opatrení prijatých na obnovu fungovania finančného systému. Okrem toho sa očakáva aj pozitívny cyklický efekt vývoja stavu zásob. Vzhľadom na stále vysokú mieru neistoty a pretrvávajúcu volatilitu nových údajov je však potrebné dostupné údaje interpretovať opatrne. Celkovo sa očakáva, že z dôvodu prechodnej povahy niektorých podporných faktorov a pokračujúcej korekcie na súvahových účtoch vo finančnom i nefinančnom sektore hospodárstva tak v eurozóne, ako aj za jej hranicami bude proces oživenia pomerne nerovnomerný.

Toto hodnotenie celkovo zodpovedá aj septembrovým projekciám makroekonomického vývoja eurozóny odborníkov ECB. Tie predpovedajú priemerný ročný rast reálneho HDP v roku 2009 v rozmedzí od -4,4 % do -3,8 % a v roku 2010 od -0,5 % do +0,9 %. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2009 to znamená úpravu intervalov na rok 2009 i 2010 smerom nahor, a to predovšetkým v dôsledku aktuálneho pozitívnejšieho vývoja a prichádzajúcich informácií. Prognózy medzinárodných organizácií sa s projekciami odborníkov ECB zo septembra 2009 zhruba zhodujú.

Podľa názoru Rady guvernérov zostávajú riziká ohrozujúce tento scenár hospodárskeho vývoja celkovo vyvážené. Na jednej strane môžu na hospodársky rast pozitívnejšie pôsobiť účinky rozsiahlych prebiehajúcich makroekonomických stimulov a ďalších prijatých opatrení. Zároveň je možné, že dôvera bude rásť rýchlejším tempom, že zhoršenie podmienok na trhu práce bude menej výrazné, než sa momentálne očakáva, a že zahraničný dopyt predstihne súčasné prognózy. Na druhej strane však pretrvávajú obavy spojené s výraznejším, resp. dlhodobej-

ším pôsobením nepriaznivej vzájomnej spätnej väzby medzi reálnou hospodárskou aktivitou a pokračujúcim napätím na finančných trhoch, obnovením rastu cien ropy a iných komodít, zintenzívnením protekcionistických tlakov a nesystémovou korekciou globálnych nerovnováh, ktoré by mohli hospodársky rast spomaliť. Miera neistoty spojenej s týmto výhľadom hospodárskeho vývoja je okrem toho stále vyššia ako zvyčajne.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla ročná miera inflácie HICP v auguste úroveň -0,2 %, v porovnaní s -0,7 % v júli. Tento vývoj je v súlade s predchádzajúcimi očakávaniami a je predovšetkým dôsledkom bazických efektov vyplývajúcich z pohybu svetových cien pred rokom. Predovšetkým v dôsledku týchto bazických efektov sa očakáva, že ročné miery inflácie v najbližších mesiacoch opäť dosiahnu kladné hodnoty. Pokiaľ ide o dlhodobější vývoj, očakáva sa, že inflácia zostane v kladnom pásme, pričom vývoj cien a nákladov bude naďalej tlmený stále nízkym dopytom v eurozóne i v ostatných častiach sveta. V tejto súvislosti je dôležité pripomenúť, že ukazovatele strednodobých až dlhodobějších inflačných očakávaní zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržať mieru inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %.

Tento výhľad vývoja zodpovedá septembrovým projekciám inflácie v eurozóne, ktoré zostavili odborníci ECB. Podľa týchto projekcií by sa ročná miera inflácie HICP v roku 2009 mala pohybovať v rozmedzí od 0,2 % do 0,6 % a v roku 2010 od 0,8 % do 1,6 %, pričom v porovnaní s projekciami odborníkov Eurosystemu z júna 2009 boli tieto intervaly mierne upravené smerom nahor, predovšetkým v dôsledku úpravy cien energií. Podobný obraz vývoja vyplýva aj z dostupných prognóz medzinárodných organizácií.

Riziká ohrozujúce výhľad cenového vývoja zostávajú celkovo vyvážené. Ide predovšetkým o riziká súvisiace s výhľadom vývoja hospodárskej aktivity a s vyššími než očakávanými cena-

mi komodít. Okrem toho, vzhľadom na potrebu rozpočtovej konsolidácie v nasledujúcich rokoch, môže byť rast nepriamych daní a regulovaných cien vyšší, ako sa v súčasnosti očakáva.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, najnovšie údaje potvrdzujú pokračujúce spomaľovanie tempa rastu peňažnej zásoby a úverov. V júli ročné tempo rastu menového agregátu M3 a úverov poskytnutých súkromnému sektoru po ďalšom poklese dosiahlo 3,0 %, resp. 0,6 %, čo predstavuje najnižšiu úroveň od roku 1999. Tento vývoj potvrdzuje záver o pomalšom tempe menovej expanzie a nízkych inflačných tlakoch v strednodobom horizonte.

Krátkodobý vývoj menového agregátu M3 a jeho zložiek zostáva volatilný. Dôvodom výrazných presunov v alokácii zdrojov, predovšetkým z krátkodobých vkladov do jednoduchých vkladov, sú aj naďalej nedávne zmeny úrokových mier jednotlivých nástrojov zahrnutých do menového agregátu M3. Spomalenie ročného tempa rastu menového agregátu M3 je tak i naďalej spojené s podstatným zrýchlením ročného tempa rastu agregátu M1, ktoré v júli vzrástlo na 12,1 %. Okrem toho je možné, že rast M3 do istej miery tlmí relatívne strmá výnosová krivka a oživenie rizikového apetítu, ktorý sa prejavuje najmä rastom cien akcií v posledných mesiacoch.

Celkový tok bankových úverov nefinančnému súkromnému sektoru bol v júli naďalej nevýrazný, pričom rozdiely vývoja v jednotlivých úverových segmentoch sa prehĺbili. Tok úverov domácnostiam bol naďalej mierne kladný, zatiaľ čo v prípade úverov nefinančným spoločnostiam bol znova záporný. Pokles objemu úverov poskytovaných nefinančným spoločnostiam je i naďalej predovšetkým odrazom výrazného čistého splácania úverov s kratšou dobou splatnosti, zatiaľ čo poskytovanie úverov s dlhšou dobou splatnosti dosahuje stále kladné hodnoty. Pokles objemu výroby a obchodu a pretrvávajúca neistota v otázke ďalšieho vývoja v podnikovom sektore zrejme tlmia dopyt podnikov po finančných prostriedkoch. Vzhľadom na bežný časový posun medzi oživením hospodárskej ak-

tivity a nárastom objemu úverov poskytovaných podnikom je pravdepodobné, že vývoj objemu úverov poskytovaných nefinančným spoločnostiam v najbližších mesiacoch zostane nevýrazný. V nasledujúcom období by sa však dopyt po úveroch mal zvýšiť vďaka postupnému zlepšovaniu podmienok financovania, pri ktorom sa nižšie trhové úrokové miery postupne premietajú aj do nižších sadzieb bankových úverov. Vzhľadom na náročnosť nadchádzajúceho obdobia by banky mali prijať vhodné opatrenia na ďalšie posilnenie vlastných zdrojov a v prípade potreby v plnej miere využiť vládne opatrenia zamerané na podporu finančného sektora, najmä pokiaľ ide o rekapitalizáciu.

Celkovo možno konštatovať, že najnovšie informácie a analýzy získané od zasadania Rady guvernérov 6. augusta 2009 potvrdzujú jej názor, že súčasná úroveň úrokových sadzieb ECB je i naďalej primeraná. Rada guvernérov v tejto súvislosti na svojom zasadnutí 3. septembra tiež rozhodla o tom, že v rámci dvanásťmesačnej dlhodobejšej refinančnej operácie, ktorá sa uskutoční 30. septembra 2009, sa použije aktuálna sadzba hlavných refinančných operácií. Očakáva sa, že cenový vývoj zostane počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky tlmený. Ročná miera inflácie HICP bola v auguste znova mierne záporná. Dôvodom boli predovšetkým bazické efekty výrazného rastu cien komodít v roku 2008. V najbližších mesiacoch sa očakáva návrat inflácie HICP k mierne kladným hodnotám. Najnovšie informácie zároveň podporujú názor Rady guvernérov, podľa ktorého sa množia známky stabilizácie hospodárskej aktivity v eurozóne i v ostatných častiach sveta. To zodpovedá očakávaniam, že výrazný pokles hospodárskej aktivity sa skončil a v súčasnosti nasleduje fáza stabilizácie a mierneho postupného oživenia. Dostupné ukazovatele strednodobých až dlhodobějších inflačných očakávaní zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržať miery inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %. Porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy potvrdzuje záver o slabých strednodobých inflačných tlakoch, keďže menový a úverový rast sa naďalej

spomaľuje. Na základe týchto skutočností Rada guvernérov očakáva zachovanie cenovej stability v strednodobom horizonte, ktorá bude naďalej podporovať kúpnu silu domácností v eurozóne.

Vzhľadom na to, že transmisia menovej politiky pôsobí s určitým oneskorením, očakáva sa, že rozhodnutia Rady guvernérov sa do ekonomiky v plnej miere premietnu len postupne. Menová politika tak prostredníctvom všetkých prijatých opatrení priebežne podporuje domácnosti i podniky. Rada guvernérov zabezpečí, aby tieto opatrenia boli po zlepšení makroekonomického prostredia v správny čas postupne odstránené a poskytnutá likvidita bola absorbovaná s cieľom efektívne čeliť prípadným hrozbám pre cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobjšom horizonte. Týmto spôsobom bude naďalej zabezpečovať pevné ukotvenie strednodobých inflačných očakávaní, ktoré je nevyhnutné na podporu udržateľného rastu a zamestnanosti a ktoré prispieva k finančnej stabilite. Rada guvernérov bude preto v ďalšom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, posledné štvrtročné údaje za eurozónu a vývoj v jednotlivých krajinách potvrdzujú podstatné zhoršenie rozpočtových pozícií v roku 2009, ktoré má pokračovať aj v roku 2010. Vlády preto teraz pri finalizácii rozpočtov na rok 2010 a strednodobých rozpočtových plánov musia preukázať svoju snahu o rýchly návrat k zdravému a udržateľnému stavu verejných financií v súlade s Paktom stability a rastu. Je predovšetkým nevyhnutné prijať ambiciózne a realistické stratégie ukončenia podporných opatrení a rozpočtovej konsolidácie podporené konkrétnymi štrukturálnymi opatreniami. Proces štrukturálnej adaptácie by sa rozhodne nemal začať neskôr ako proces hospodárskeho oživenia a v roku 2011 by sa malo konsolidačné úsilie zintenzívniť. Rozsah opatrení na štrukturálnu konsolidáciu bude musieť byť podstatne vyšší, ako je referenčná hodnota 0,5 % HDP ročne stanovená v Pakte stability a rastu. V krajinách s vysokým deficitom a v krajinách s vysokou

mierou zadlženosti by rozsah ročných štruktúrálnych úprav mal predstavovať najmenej 1 % HDP. Štruktúralne opatrenia by sa mali zamerať na výdavkovú stranu, pretože vo väčšine krajín eurozóny je už miera zdanenia a odvodov na sociálne zabezpečenia vysoká.

Pokiaľ ide o štruktúrálnu politiku, je pravdepodobné, že finančná kríza postihne rastový potenciál eurozóny. Táto perspektíva zdôrazňuje potrebu posilniť reformné snahy zamerané na podporu udržateľného rastu a zamestnanosti v eurozóne. Vyžaduje si to predovšetkým primeranú tvorbu miezd, dostatočnú pružnosť trhu práce a efektívne stimuly práce. Zároveň sú naliehavo potrebné opatrenia na podporu konkurencie a inovácií, ktoré urýchlia reštrukturalizáciu a investičnú aktivitu a zabezpečia podnikateľské príležitosti a zvýšenie produktivity práce potrebné na trvalejšie oživenie. V tejto súvislosti hrá dôležitú úlohu vhodná reštrukturalizácia a konsolidácia bankového sektora. Pre posilnenie finančnej stability bánk a zvýšenie ich odolnosti voči šokom, a teda pre polozenie základov udržateľného hospodárskeho rastu a finančnej stability, je zásadná kvalita súvahových účtov, spoľahlivé riadenie rizík a transparentné a robustné obchodné modely.