

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov sa na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy na svojom zasadnutí 15. januára 2009 rozhodla, že zníži úrokovú sadzbu hlavných refinančných operácií Eurosystemu o ďalších 50 bázických bodov. Od 8. októbra 2008 sa tak ich úroveň celkovo znížila o 225 bázických bodov. V dôsledku tohto rozhodnutia sa úroková sadzba hlavných refinančných operácií Eurosystemu znížila na 2,00 %, sadzba jednodňových refinančných operácií zostala nezmenená na úrovni 3,00 % a sadzba jednodňových sterilizačných operácií bola stanovená na úrovni 1,00 %. Rozhodnutie o znížení úrokovej sadzby hlavných refinančných operácií o ďalších 50 bázických bodov zohľadňuje pokračujúce oslabovanie inflačných tlakov predovšetkým v dôsledku ďalšieho zhoršovania vyhliadok hospodárstva. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, Rada guvernérov aj naďalej očakáva, že miera inflácie v eurozóne bude v strednodobom, z hľadiska menovej politiky relevantnom horizonte na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite a tým podporí kúpnu silu príjmov a úspor. Po prijatí tohto rozhodnutia Rada guvernérov považuje riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom horizonte za celkovo vyvážené. Berie pritom do úvahy najnovšie údaje o hospodárskom vývoji a výsledky prieskumov, ktoré prinášajú ďalšie jednoznačné dôkazy o tom, že hospodárstvo eurozóny zažíva výrazný útlm, a to predovšetkým v dôsledku zintenzívnenia a rozšírenia finančných turbulencií. Svetový dopyt, ako aj dopyt v eurozóne bude zrejme utlmený počas dlhšieho obdobia. Rast peňažnej zásoby sa ďalej zmiernuje, čo podporuje záver, že inflačné tlaky a riziká klesajú. Miera neistoty zostáva aj naďalej mimoriadne vysoká. Rada guvernérov bude naďalej udržiavať inflačné očakávania pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej jej strednodobému inflačnému cieľu na úrovni tesne pod 2 %. Takýmto spôsobom podporuje udržateľný rast a zamestnanosť a prispieva k finančnej stabilite. Rada guvernérov bude preto aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, turbulencie na finančných trhoch sa od septembra 2008 zintenzívnila a rozšírili. Napätie sa v čoraz väčšej miere prenáša z finančného sektora do reálnej ekonomiky. V dôsledku toho sa na celom svete vrátane eurozóny oslabuje hospodárska aktivita. Klesá predovšetkým zahraničný dopyt po vývoze z eurozóny, pričom domáca ekonomická aktivita v eurozóne sa v dôsledku slabších vyhliadok pre dopyt a prísnejších podmienok financovania znížila. Výsledky prieskumov a mesačné ukazovatele za november a december, ktoré boli zverejnené po predchádzajúcom zasadnutí Rady guvernérov jasne poukazujú na ďalšie oslabovanie hospodárskej aktivity

na prelome rokov, čo naznačuje naplnenie skôr identifikovaných rizík týkajúcich sa slabej hospodárskej aktivity.

Čo sa týka ďalšieho vývoja, Rada guvernérov na základe svojej aktuálnej analýzy a hodnotenia vzhľadom na pokračujúci vplyv finančného napätia na hospodársku aktivitu predpokladá, že globálny ekonomický útlm a veľmi slabý domáci dopyt bude trvať aj počas najbližších štvrtrokov. Rada guvernérov zároveň očakáva, že pokles cien komodít v nasledujúcom období podporí reálny disponibilný príjem. Eurozóna by okrem toho mala postupom času v plnej miere pocítiť pozitívne účinky opatrení hospodárskej politiky, ktoré boli ohlásené v posledných týždňoch.

Túto perspektívu hospodárskeho vývoja podľa Rady guvernérov aj naďalej sprevádza mimoriadne vysoká miera neistoty. Naďalej jednoznačne prevládajú riziká, ktoré by mohli hospodársky rast spomaliť. Rizikom je predovšetkým potenciálne výraznejší vplyv problémov na finančných trhoch na reálnu ekonomiku, ako aj obavy zo vzniku a zvyšovania protekcionistických tlakov a možnosť nepriaznivého vývoja svetovej ekonomiky z dôvodu nerovnomernej korekcie globálnych nerovnováh.

Je nevyhnutné, aby všetky zainteresované strany prispeli k vytvoreniu pevných základov pre udržateľné hospodárske oživenie. Ak má k tomu dôjsť čo najskôr, je absolútne nevyhnutná disciplína a strednodobá orientácia makroekonomickej politiky na stabilitu a udržateľnosť. Týmto spôsobom možno najlepšie zachovať a posilniť dôveru. Rozsiahle opatrenia, ktorými vlády reagujú na turbulencie na finančných trhoch, by mali pomôcť zabezpečiť dôveru vo finančný systém a znížiť obmedzenia ponuky úverov podnikom a domácnostiam.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, ročná inflácia meraná HICP od polovice roka 2008, keď dosiahla svoje maximum 4,0 %, podstatne klesla. Po novembrových 2,1 % inflácia meraná HICP v decembri dosiahla 1,6 %. Ako už bolo zdôraznené pri predchádzajúcich príležitostiach, výrazný pokles celkovej inflácie v druhom polroku 2008 je predovšetkým odrazom prudkého pádu svetových cien komodít v posledných mesiacoch.

Nižšie ceny komodít a klesajúci dopyt potvrdzujú výhľad ďalšieho znižovania inflačných tlakov v eurozóne. Očakáva sa, že celková ročná miera inflácie bude v najbližších mesiacoch naďalej klesať, najmä v dôsledku bazických efektov vyvolaných predchádzajúcim vývojom cien energií, a je možné, že v polovici roka dosiahne veľmi nízku úroveň. V druhej polovici tohto roka by však bazické efekty vyvolané minulým

vývojom cien energií mali naopak spôsobiť opätovný nárast inflácie. Je preto pravdepodobné, že miera inflácie meranej HICP bude v roku 2009 prudko kolísať. Z hľadiska menovej politiky však táto krátkodobá volatilita nie je relevantná. V strednodobom horizonte, ktorý je pre menovú politiku rozhodujúci, sa očakáva, že inflácia meraná HICP bude na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Tento záver sa opiera o dostupné ukazovatele strednodobých inflačných očakávaní.

Riziká pre cenovú stabilitu sú v strednodobom horizonte celkovo vyvážené. Tlak na pokles inflácie by mohlo spôsobiť neočakávané ďalšie znižovanie cien komodít alebo výraznejšie než očakávané spomalenie hospodárskeho rastu, zatiaľ čo inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu by sa mohli naplniť najmä vtedy, ak by došlo k obratu nedávneho poklesu cien komodít, alebo ak by domáce cenové tlaky boli výraznejšie, než sa očakávalo. Je preto nevyhnutné, aby si zúčastnené strany zodpovedné za tvorbu cien a miezd dôsledne plnili svoje povinnosti.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, najnovšie údaje potvrdzujú zmierňovanie tempa menovej expanzie v eurozóne. Tento trend teda podporuje záver o klesajúcich inflačných tlakoch a rizikách.

Pri analýze menového vývoja je potrebné zohľadniť to, že zintenzívnenie turbulencií na finančných trhoch od polovice septembra 2008 môže mať výrazný vplyv na vývoj menových agregátov. Z najnovších údajov o menových agregátoch a úveroch vyplýva, že zintenzívnenie napätia výrazne ovplyvňuje správanie účastníkov na trhu. Menový agregát M3, ale predovšetkým jeho zložky, ktoré sú najužšie späté s pokračujúcim finančným napätím, ako napr. investície do nástrojov peňažného trhu, vykazujú v poslednom čase výraznú medzimesačnú volatilitu. Ak však v rámci možností od tejto volatility odhliadneme, tempo rastu peňažnej zásoby sa naďalej zmierňuje. Zodpovedá to trendu vývoja za posledných 18 mesiacov, kým zvýšenie finančného napätia od septembra vedie aspoň zatiaľ skôr k významnej substitúcii medzi jednotlivými zložkami menového agregátu M3, ako k výrazným zmenám trendu vývoja samotného menového agregátu M3.

Pokiaľ ide o vývoj bankových úverov, sprísnenie podmienok financovania v dôsledku nárastu finančného napätia prispieva v posledných mesiacoch k spomaleniu toku úverov od peňažných finančných inštitúcií (PFI) do nefinančného súkromného sektora. Jednoznačný záver o vážnosti a rozsahu úverových obmedzení a ich možných dôsledkoch pre hospodársku aktivitu bude možné vysloviť až na základe ďalších údajov a analýz.

Rozhodnutie o znížení úrokovej sadzby hlavných refinančných operácií Eurosystemu o ďalších 50 bázických bodov z 15. januára 2009 zohľadňuje pokračujúce oslabovanie inflačných tlakov predovšetkým v dôsledku ďalšieho zhoršovania hospodárskych vyhliadok. Rada guvernérov zároveň pripomenula svoje operatívne rozhodnutie z 18. decembra 2008 o opätovnom rozšírení koridoru úrokových sadzieb automatických operácií Eurosystemu s účinnosťou od 21. januára 2009. Pokiaľ ide o ďalší vývoj, Rada guvernérov očakáva, že miera inflácie v eurozóne zostane v strednodobom, z hľadiska menovej politiky relevantnom horizonte na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite a tým podporí kúpnu silu príjmov a úspor. Rada guvernérov považuje riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom horizonte za celkovo vyvážené. Berie pritom do úvahy najnovšie údaje o hospodárskom vývoji a výsledky prieskumov, ktoré prinášajú ďalšie jednoznačné dôkazy o tom, že hospodárstvo eurozóny zažíva výrazný útlm, a to predovšetkým v dôsledku zintenzívnenia a rozšírenia finančných turbulencií. Svetový dopyt, ako aj dopyt v eurozóne bude zrejme utlmený počas dlhšieho obdobia. Tento záver potvrdzuje aj porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy. Rast peňažnej zásoby sa ďalej zmierňuje, čo podporuje záver, že inflačné tlaky a riziká klesajú. Miera neistoty zostáva aj naďalej mimoriadne vysoká. Rada guvernérov bude naďalej udržiavať inflačné očakávania pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej jej strednodobému inflačnému cieľu tesne pod 2 %. Takýmto spôsobom bude podporovať udržateľný rast a zamestnanosť a prispievať k finančnej stabilite. Rada guvernérov bude preto v ďalšom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, Rada guvernérov víta vyhlásenie Európskej rady, ktorým opätovne potvrdzuje plné odhodlanie zabezpečiť udržateľnosť verejných financií. Súčasná hospodárska situácia si v tejto súvislosti vyžaduje osobitnú obozretnosť pri prijímaní rozsiahlych stimulačných rozpočtových opatrení, pričom treba zohľadniť konkrétnu rozpočtovú situáciu v jednotlivých krajinách. Popri už ohlásených expanzívnych rozpočtových opatreniach a štátnej podpore pre bankový sektor bude pre oslabené hospodárstvo relatívne veľkým a silným rozpočtovým impulzom aj pôsobenie automatických stabilizátorov. Dodatočné opatrenia, ktoré boli doteraz prijaté, predstavujú ako celok značnú záťaž pre verejné financie v mnohých krajinách eurozóny. Ak nedôjde včas k ich odvolaniu, budú mať nepriaznivý vplyv predovšetkým na mladú generáciu a budúce generácie. Je preto nevyhnutné vrátiť sa čo najskôr k zodpovednému plneniu strednodobých rozpočtových cieľov. Značná rozpočtová expanzia a z toho vyplývajúci nárast štátneho dlhu by v žiadnom prípade nemali riskovať narušenie dôvery verejnosti

v udržateľnosť verejných financií, ktoré by mohlo ísť na úkor účinnosti rozpočtových stimulov.

Čo sa týka štrukturálnej politiky, súčasné obdobie slabej hospodárskej aktivity a vysokej neistoty týkajúcej sa ďalšieho hospodárskeho vývoja poukazuje na potrebu posilniť odolnosť a flexibilitu hospodárstva eurozóny. Reformy trhu tovarov a služieb by mali podporiť konkurenciu a urýchliť účinnú reštrukturalizáciu. Reformy trhu práce by mali prispieť k primeranej tvorbe miezd a podporiť sektorovú i regionálnu mobilitu pracovných síl. Súčasnú situáciu je preto potrebné vnímať ako katalyzátor zavedenia nevyhnutných domácich reforiem v súlade so zásadou otvoreného trhového hospodárstva s voľnou hospodárskou súťažou.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý článok hodnotí teoretické a empirické dôkazy o vplyve bohatstva domácností vo forme vlastníctva nehnuteľností na bývanie na ich spotrebu, pričom poukazuje na to, že v eurozóne je tento efekt bohatstva v porovnaní so Spojenými štátmi americkými a Spojeným kráľovstvom relatívne obmedzený. Druhý článok približuje dôvody značnej akumulácie zahraničných aktív v rukách orgánov verejnej správy v rozvíjajúcich sa trhových ekonomikách za posledné desaťročie a s tým spojeného vzniku štátnych majetkových fondov.