

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy na svojom zasadnutí 4. júna 2009 rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Vzhľadom na rozhodnutia Rady guvernérov zo začiatku mája vrátane opatrení rozšírenej úverovej podpory a vzhľadom na všetky dostupné informácie a analýzy sú súčasné sadzby primerané. Rada guvernérov opakovane potvrdila svoje očakávanie, že cenový vývoj bude v horizonte relevantnom z hľadiska menovej politiky naďalej tlmený značným oslabovaním hospodárskej aktivity v eurozóne i vo svete. Najnovšie výsledky prieskumov naznačujú, že po dvoch štvrtrokoch výrazne záporného rastu by hospodárska aktivita počas zvyšku roka 2009 mala oslabovať oveľa pomalším tempom. Po období stabilizácie sa v polovici roka 2010 opäť očakávajú kladné štvrtročné miery rastu. Toto hodnotenie zohľadňuje oneskorené nepriaznivé vplyvy, ako napríklad ďalšie zhoršenie podmienok na trhu práce, ktoré sa pravdepodobne prejavia v nasledujúcich mesiacoch. 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 %. Výsledok menovej analýzy potvrdzuje záver o miernych inflačných tlakoch, keďže medziročný rast peňažných agregátov a úverov sa ďalej znížil. Vzhľadom na tento vývoj Rada guvernérov predpokladá zachovanie cenovej stability v strednodobom horizonte, čo podporí kúpnu silu domácností v eurozóne.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, v reakcii na vplyv turbulencií na finančných trhoch a predovšetkým na prudký pokles globálneho dopytu a obchodu sa hospodárska aktivita v prvom štvrtroku 2009 značne oslabil. Podľa prvého odhadu Eurostatu hospodárska aktivita v eurozóne medzi štvrtrokmi klesla o 2,5 %, pričom v poslednom štvrtroku 2008 predstavoval pokles 1,8 %. Tento pokles bude mať výrazne negatívny vplyv na priemernú mieru rastu v roku 2009. Výsledky novších prieskumov však naznačujú zlepšenie, hoci len veľmi mierne. V súlade s týmto vývojom sa očakáva, že po mimoriadne

slabom prvom štvrtroku by hospodárska aktivita mala počas zvyšku tohto roka klesať oveľa pomalším tempom. Po období stabilizácie sa v polovici roka 2010 opäť očakávajú kladné štvrtročné miery rastu.

Toto hodnotenie sa zhruba zhoduje s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu pre eurozónu z júna 2009, podľa ktorých ročná miera rastu reálneho HDP dosiahne -5,1 % až -4,1 % v roku 2009 a -1,0 % až 0,4 % v roku 2010. V porovnaní s makroekonomickými projekciami odborníkov Eurosystemu z marca 2009 boli intervaly projekcií upravené smerom nadol, najmä za rok 2009. K tejto úprave smerom nadol výrazne prispel prenos významného negatívneho vplyvu z predchádzajúceho roka a veľmi slabý výsledok za prvý štvrtrok 2009. Predpokladané postupné hospodárske oživenie, pri ktorom by sa miery rastu mali do polovice roka 2010 znova vrátiť do kladných hodnôt, je odrazom rozsiahlych prebiehajúcich makroekonomických stimulov, ako aj opatrení prijatých na obnovu fungovania finančného systému v eurozóne i mimo nej. Prognózy medzinárodných organizácií, ktoré tiež zohľadňujú výsledky z prvého štvrtroka, zhruba zodpovedajú projekciám odborníkov Eurosystemu z júna 2009.

Podľa názoru Rady guvernérov sú riziká ohrozujúce tento scenár hospodárskeho vývoja vyvážené. Na zlepšenie scenára môžu pôsobiť účinky rozsiahlych prebiehajúcich makroekonomických stimulov a prípadné silnejšie účinky ďalších prijatých opatrení oproti očakávaniam. Rovnako aj dôvera sa môže zvýšiť rýchlejšie, ako sa očakáva v súčasnosti. Na druhej strane však stále pretrvávajú obavy spojené s nasledujúcimi potenciálnymi faktormi: výraznejším vplyvom turbulencií na finančných trhoch na reálnu ekonomiku, nepriaznivejším vývojom na trhu práce, rastom protekcionistických tlakov a nakoniec aj nepriaznivým vývojom svetovej ekonomiky z dôvodu nerovnomernej korekcie globálnych nerovnováh.

V oblasti cenového vývoja dosiahla podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v máji 2009 úroveň 0,0 %, v porovnaní

s 0,6 % v apríli. Ďalší pokles mier inflácie sa v plnej miere očakával a je predovšetkým odrazom základných efektov vyplývajúcich z prudkého kolísania globálnych cien komodít za posledných 12 mesiacov.

V ďalšom období by sa mali ročné miery inflácie v dôsledku týchto základných efektov ďalej znižovať a v nasledujúcich mesiacoch dočasne dosahovať negatívne hodnoty, pričom na úrovni kladných hodnôt by sa mali vrátiť pred koncom roka 2009. Z hľadiska menovej politiky však takéto krátkodobé pohyby nie sú relevantné. Pokiaľ ide o dlhodobjší vývoj, očakáva sa, že vývoj cien a nákladov bude naďalej tlmený pretrvávajúcim slabým dopytom v eurozóne i v ostatných častiach sveta.

Tento scenár vývoja zodpovedá projekciám odborníkov Eurosystemu z júna 2009, podľa ktorých by mala ročná inflácia meraná HICP v eurozóne v roku 2009 dosiahnuť 0,1 % až 0,5 %, čo v porovnaní s marcovými projekciami odborníkov ECB predstavuje miernu úpravu smerom nadol. V roku 2010 by sa mala inflácia meraná HICP podľa odborníkov Eurosystemu pohybovať na úrovni od 0,6 % do 1,4 %, čo je zhruba rovnaký interval, ako vyplýva z marcových projekcií odborníkov ECB. Podobný obraz vývoja vyplýva poskytujú aj z dostupné prognózy medzinárodných organizácií.

Vzhľadom na tieto skutočnosti je znova dôležité zdôrazniť, 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 %.

Riziká ohrozujúce tieto projekcie sú celkovo vyvážené. Riziká projekcie inflácie smerom nadol sa týkajú najmä perspektívy vývoja hospodárskej aktivity, zatiaľ čo riziká smerom nahor súvisia s vyššími ako očakávanými cenami komodít. Navyše vzhľadom na potrebu rozpočtovej konsolidácie v nasledujúcich rokoch môže byť aj rast nepriamych daní a regulovaných cien vyšší, ako sa v súčasnosti očakáva.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, najnovšie údaje potvrdzujú pokračujúce spomaľovanie tempa menovej expanzie a podporujú tak záver o miernych inflačných tlakoch. V apríli sa ročné tempo rastu agregátu M3 ďalej znížilo na 4,9 % a tempo rastu úverov súkromnému sektoru na 2,4 %. Vzhľadom na rýchly rast menových agregátov v apríli však bol pokles ročných mier rastu v porovnaní s predchádzajúcimi mesiacmi pomalší, predovšetkým pokiaľ ide o rast agregátu M3.

Vývoj komponentov M3 v súčasnosti aj naďalej do veľkej miery odráža vplyv predchádzajúceho znižovania kľúčových úrokových sadzieb ECB, ktoré viedlo k poklesu úrovne rôznych vkladových úrokových sadzieb a rozpätí medzi nimi. Tento vývoj má za následok napríklad nižšie náklady príležitostí pre účastníkov trhu na presun prostriedkov do vysokoliquidných vkladov splatných na požiadanie a vysvetľuje zrýchlenie ročného rastu agregátu M1 na 8,4 % v apríli. Znížené úročenie ostatných krátkodobých vkladov a obchodovateľných nástrojov zároveň aj naďalej podporuje alokáciu prostriedkov do nástrojov mimo agregátu M3.

Objem nesplatených úverov peňažných finančných inštitúcií súkromnému sektoru sa v apríli znova mierne znížil. Príčinou je znova predovšetkým záporný tok krátkodobých úverov nefinančným spoločnostiam, ktorý čiastočne odráža nižšiu potrebu prevádzkového kapitálu vzhľadom na prudké oslabenie hospodárskej aktivity a zhoršenie podnikateľských vyhládok v prvých mesiacoch roka, a tiež tendenciu využívať na financovanie prevádzkového kapitálu skôr rezervnú likviditu. Tok dlhodobějších úverov nefinančným spoločnostiam zostal naopak kladný. Predchádzajúce znižovanie kľúčových úrokových sadzieb ECB sa aj naďalej prenáša do sadzieb úverov poskytovaných nefinančným spoločnostiam i domácnostiam. Výsledné zlepšovanie podmienok financovania by malo v prichádzajúcom období naďalej stimulovať hospodársku aktivitu. Vzhľadom na náročnosť budúceho obdobia by však mali banky prijať vhodné opatrenia s cieľom ešte viac posilniť svoj základný kapitál a v potrebných prípadoch

v plnej miere využiť vládne opatrenia zamerané na podporu finančného sektora, najmä pokiaľ ide o rekapitalizáciu.

Celkovo teda možno konštatovať, že vzhľadom na rozhodnutia Rady guvernérov zo začiatku mája vrátane opatrení rozšírenej úverovej podpory a na všetky dostupné informácie a analýzy sú súčasné kľúčové úrokové sadzby ECB primerané. Rada guvernérov opätovne potvrdila svoje očakávanie, že cenový vývoj bude v horizonte relevantnom z hľadiska menovej politiky naďalej tlmený v dôsledku značného oslabovania hospodárskej aktivity v eurozóne i vo svete. Najnovšie výsledky prieskumov naznačujú, že po dvoch štvrtrokoch výrazne záporného rastu by sa hospodárska aktivita počas zvyšku tohto roka mala oslabovať oveľa pomalším tempom. Po období stabilizácie sa v polovici roka 2010 očakávajú kladné štvrtročné miery rastu. Toto hodnotenie zohľadňuje oneskorené nepriaznivé vplyvy, ako napríklad ďalšie zhoršenie podmienok na trhu práce, ktoré sa pravdepodobne prejavia v nasledujúcich mesiacoch. 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 výsledkom menovej analýzy potvrdzuje záver o miernych inflačných tlakoch, keďže ročné tempo menového a úverového rastu sa ďalej spomalilo. Vzhľadom na tento vývoj Rada guvernérov predpokladá zachovanie cenovej stability v strednodobom horizonte, čo podporí kúpnu silu domácností v eurozóne.

Vzhľadom na to, že transmisia menovej politiky pôsobí s určitým oneskorením, rozhodnutia Rady guvernérov sa postupne plne prejavujú do ekonomiky. Menová politika tak prostredníctvom všetkých prijatých opatrení poskytuje domácnostiam a podnikom priebežnú podporu. Keď nastane zlepšenie makroekonomického prostredia, Rada guvernérov zabezpečí, aby sa prijaté opatrenia dali rýchlo odstrániť a poskytnutá likvidita absorbovať. Týmto spôsobom bude možné účinne a včas zabrániť prípadnej hrozbe pre cenovú stabilitu v strednodobom

až dlhodobjšom horizonte. Rada guvernérov bude naďalej zabezpečovať pevné ukotvenie strednodobých inflačných očakávaní, ktoré je nevyhnutné z hľadiska podpory udržateľného rastu a zamestnanosti a prispieva k finančnej stabilite. Rada guvernérov bude preto v ďalšom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, z najnovších projekcií Európskej komisie vyplýva prudké zvýšenie deficitu a dlhu sektora verejnej správy eurozóny v roku 2009. Podľa projekcií by mal deficit v roku 2009 vzrásť na 5,3 % HDP a v roku 2010 ďalej na 6,5 % HDP, a to z úrovne 1,9 % HDP v roku 2008. Pomer dlhu k HDP by mal v roku 2010 prevýšiť 80 %. Očakáva sa, že veľká väčšina krajín eurozóny prekročí v rokoch 2009 a 2010 referenčnú hodnotu deficitu 3 % HDP. Na zabezpečenie dôvery v udržateľnosť verejných financií bude potrebné ambiciózne a dôveryhodné úsilie o nápravu s cieľom vrátiť sa čím skôr k zdravým rozpočtovým pozíciám, k čomu prispeje aj dôsledné uplatňovanie ustanovení Paktu stability a rastu. Rýchle dosiahnutie zdravých rozpočtových pozícií bude nevyhnutné, aby sa jednotlivé krajiny dokázali vysporiadať s dodatočnými rozpočtovými nákladmi spojenými so starnutím obyvateľstva, ako aj s rizikami spojenými s vládnyimi zárukami, ktoré boli poskytnuté s cieľom stabilizovať finančný sektor.

V oblasti štrukturálnej politiky existuje naliehavá potreba vyvinúť väčšie úsilie s cieľom podporiť potenciálny rast v eurozóne. V súčasnosti je nevyhnutné sústrediť pozornosť na zlepšenie adaptačnej schopnosti a flexibility hospodárstva eurozóny v súlade so zásadou otvoreného trhového hospodárstva. V tomto smere možno súčasnú situáciu chápať ako katalyzátor na urýchlenie zavádzania potrebných domácich reforiem, najmä reforiem trhu práce, ktoré uľahčia primeranú tvorbu miezd a mobilitu pracovných síl medzi jednotlivými sektormi a regiónmi, ako aj reforiem trhu tovarov a služieb, ktoré posilnia konkurenciu a urýchlia reštrukturalizáciu a rast produktivity. Okrem toho je potrebné, aby sa včas začalo s postup-

ným odstraňovaním opatrení, ktoré boli v posledných mesiacoch prijaté s cieľom podporiť konkrétne segmenty hospodárstva.