

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov na svojom zasadaní 6. augusta 2009 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že základné úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Nové informácie a analýzy získané od zasadania Rady guvernérov 2. júla 2009 potvrdzujú názor, že súčasná úroveň úrokových sadzieb zostáva naďalej primeraná.

V súlade s očakávaniami došlo v júli k ďalšiemu poklesu ročnej miery inflácie HICP do záporných hodnôt, najmä v dôsledku dočasných vplyvov. Rada guvernérov aj naďalej očakáva, že po návrate inflácie do kladných hodnôt v priebehu druhého polroka bude cenový vývoj počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky tlmenejší. Z aktuálnych údajov a výsledkov prieskumov aj naďalej vyplýva, že hospodárska aktivita bude počas zvyšku roka pravdepodobne stále slabá, avšak tempo jej poklesu sa jednoznačne spomaľuje. Toto hodnotenie zohľadňuje oneskorené nepriaznivé vplyvy, ako napríklad ďalšie zhoršenie podmienok na trhu práce, ktoré sa pravdepodobne prejaví v nasledujúcich mesiacoch. Čo sa týka vývoja v budúcom roku, po fáze stabilizácie sa očakáva postupné oživenie a kladné štvrtročné miery rastu. 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 %. Výsledok menovej analýzy potvrdzuje záver o slabých inflačných tlakoch, keďže menový a úverový rast sa stále spomaľuje. V tejto situácii Rada guvernérov očakáva, že súčasná fáza mimoriadne nízkej, resp. zápornej miery inflácie bude trvať len krátko a že cenová stabilita sa v strednodobom horizonte udrží, čím bude i naďalej podporovať kúpnu silu domácností v eurozóne.

V rámci ekonomickej analýzy najnovšie hospodárske údaje a výsledky prieskumov získané od zasadania Rady guvernérov 2. júla 2009 celkovo potvrdzujú predchádzajúce očakávania. Hoci neistota je ešte stále vysoká, existuje čoraz viac náznakov, že globálna recesia dosahuje svoje dno. V prípade eurozóny aktuálne výsledky prieskumov naznačujú, že tempo poklesu hospodárskej aktivity sa jednoznačne spomaľuje. Počas zvyšku tohto roka sa však očakáva naďalej slabá hospodárska aktivita. Čo sa týka vývoja v budúcom roku, po fáze stabilizácie sa očakáva postupné oživenie a kladné štvrtročné miery rastu. Výrazné stimulačné opatrenia vo všetkých hlavných hospodárskych oblastiach by mali podporiť rast na globálnej úrovni vrátane eurozóny.

Podľa Rady guvernérov je však neistota stále vysoká a je veľmi pravdepodobné, že údaje budú aj naďalej volatilné. Riziká ohrozujúce túto perspektívu vývoja zostávajú celkovo vyvážené. Rast môžu podporiť prípadné silnejšie než očakávané účinky rozsiahlych prebiehajúcich makroekonomických stimulov a ďalších prijatých opatrení. Rovnako aj dôvera sa môže zvýšiť rýchlejšie, ako sa očakáva v súčasnosti. Na druhej strane však pretrvávajú obavy spojené s výraznejším, resp. dlhodobejším pôsobením nepriaznivej vzájomnej spätnej väzby medzi reálnou hospodárskou aktivitou a turbulenciami na finančných trhoch, obnovením rastu cien ropy a iných komodít, zintenzívnením protekcionistických tlakov, horšou než očakávanou situáciou na trhu práce a napokon aj nepriaznivým vývojom svetového hospodárstva v dôsledku nesystémovej korekcie globálnych nerovnôh.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa rýchleho odhadu Eurostatu dosiahla ročná miera inflácie HICP v júli úroveň -0,6 %, v porovnaní s -0,1 % v júni. Ďalší pokles ročnej miery inflácie Rada guvernérov očakávala a je predovšetkým dôsledkom bazických efektov vyplývajúcich z vysokých svetových cien komodít zaznamenaných pred rokom.

V najbližšom období by mala ročná miera inflácie v dôsledku týchto bazických efektov zostať prechodne záporná a neskôr počas roka by sa mala znova vrátiť do kladného pásma. Z hľadiska menovej politiky však takéto krátkodobé pohyby nie sú relevantné. Čo sa týka ďalšieho vývoja, v súlade s dostupnými prognózami a projekciami sa očakáva, že hodnoty inflácie budú kladné, zatiaľ čo vývoj cien a nákladov by mal byť podľa očakávaní naďalej tlmený v dôsledku stále slabého dopytu v eurozóne i v ostatných častiach sveta. Ukazovatele strednodobých až dlhodobějších inflačných očakávaní teda zostávajú pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cieľu Rady guvernérov udržať miery inflácie v strednodobom horizonte na úrovni nižšej, ale blízkej 2 %.

Riziká ohrozujúce tento výhľad vývoja inflácie sú celkovo vyvážené. Ide predovšetkým o riziká súvisiace s perspektívou vývoja hospodárskej aktivity a s vyššími než očakávanými cenami 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.

V oblasti menovej analýzy najnovšie údaje potvrdzujú pokračujúce spomaľovanie tempa rastu peňažnej zásoby a úverov. Ročné tempá rastu menového agregátu M3 a úverov súkromnému sektoru zaznamenané v júni – 3,5 %, resp. 1,5 % – sú najnižšie od začiatku

tretej etapy HMÚ. Tento vývoj potvrdzuje záver o pomalšom tempe menovej expanzie a nízkych inflačných tlakoch v strednodobom horizonte.

Klesajúce tempo menovej expanzie od posledného štvrtroka 2008 aj naďalej sprevádza volatilný krátkodobý vývoj menového agregátu M3 a jeho zložiek. Tento stav je do značnej miery odrazom vplyvu absolútnych a relatívnych zmien úrokových mier na alokáciu prostriedkov, pokiaľ ide o finančné investície v rámci a mimo agregátu M3, a medzi rôznymi kategóriami vkladov vnútri agregátu M3. V tejto súvislosti presuny v alokácii z krátkodobých termínovaných vkladov do vkladov splatných na požiadanie v rámci agregátu M3 viedli v júni k ďalšiemu výraznému zvýšeniu ročnej miery rastu agregátu M1.

Tok bankových úverov nefinančnému súkromnému sektoru bol v júni naďalej tmený, aj keď v jednotlivých podsektoroch bol odlišný vývoj. Tok úverov nefinančným spoločnostiam zaznamenal výrazne zápornejšie hodnoty v dôsledku prudkého poklesu objemu krátkodobých úverov. Tok úverov domácnostiam bol pritom o niečo pozitívnejší ako v predchádzajúcom mesiaci. Pretrvávajúca neistota pravdepodobne tlmí dopyt po financovaní. Podľa najnovšieho prieskumu bankových úverov v eurozóne však poskytovatelia úverov sprísnilí svoje štandardy úverovej bonity v podstatne menšom rozsahu. Vzhľadom na náročnosť budúceho obdobia by mali banky prijať vhodné opatrenia na ďalšie upevnenie svojho základného kapitálu a v prípade potreby v plnej miere využiť vládne opatrenia zamerané na podporu finančného sektora, najmä pokiaľ ide o rekapitalizáciu.

Celkovo teda možno konštatovať, že nové informácie a analýzy získané od zasadania Rady guvernérov 2. júla 2009 potvrdzujú jej záver, že súčasná úroveň úrokových sadzieb zostáva naďalej primeraná. V súlade s očakávaniami došlo v júli k ďalšiemu poklesu ročnej miery inflácie HICP do záporných hodnôt, najmä v dôsledku dočasných vplyvov. Rada guvernérov naďalej očakáva, že po návrate inflácie do kladných hodnôt v priebehu druhého polroka bude cenový vývoj počas obdobia relevantného z hľadiska menovej politiky tmený. Z aktuálnych údajov a výsledkov prieskumov aj naďalej vyplýva, že hospodárska aktivita bude počas zvyšku roka pravdepodobne stále slabá, avšak tempo jej poklesu sa jednoznačne spomaľuje. Toto hodnotenie zohľadňuje oneskorené nepriaznivé vplyvy, ako napríklad ďalšie zhoršenie podmienok na trhu práce, ktoré sa pravdepodobne prejavia v nasledujúcich mesiacoch. Čo sa týka vývoja v budúcom roku, po fáze stabilizácie sa očakáva postupné oživenie a kladné štvrtročné miery rastu. 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 inflačných tlakoch, keďže menový a úverový rast sa naďalej spomaľuje. V tejto situácii Rada guvernérov očakáva, že súčasná fáza mimoriadne nízkej, resp. zápornej miery inflácie bude trvať len krátko a že cenová stabilita sa v strednodobom horizonte udrží, čím bude i naďalej podporovať kúpnu silu domácností v eurozóne.

Vzhľadom na to, že transmisia menovej politiky pôsobí s určitým oneskorením, menovopolitické rozhodnutia Rady guvernérov by sa mali do ekonomiky v plnej miere premietnuť len postupne. Menová politika tak prostredníctvom všetkých prijatých opatrení vrátane nákupu krytých dlhopisov poskytuje domácnostiam a podnikom nepretržitú podporu. Po zlepšení makroekonomického prostredia Rada guvernérov zabezpečí, aby sa prijaté opatrenia dali rýchlo ukončiť a nadbytočná likvidita absorbovať. Týmto spôsobom bude možné účinne a včas zabrániť prípadnej hrozbe pre cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobjšom horizonte. Rada guvernérov bude aj naďalej zabezpečovať pevné ukotvenie strednodobých inflačných očakávaní, ktoré je nevyhnutné na 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.

V oblasti rozpočtovej politiky Rada guvernérov víta stanovisko Euroskupiny, podľa ktorého vzhľadom na súčasnú perspektívu hospodárskeho vývoja a projektovaný vývoj deficitu a dlhu verejných financií nie sú potrebné ďalšie stimulačné rozpočtové opatrenia. Rozpočtové plány na rok 2010, ktoré sa v súčasnosti dokončujú vo viacerých krajinách, a strednodobé konsolidačné stratégie musia vychádzať zo záväzku čím skôr zabezpečiť zdravý a udržateľný stav verejných financií. Vlády by preto mali vypracovať a zverejniť ambiciózne, ale zároveň realistické stratégie na ukončenie podporných opatrení a konsolidáciu v rámci Paktu stability a rastu. Proces štrukturálnej adaptácie by sa rozhodne nemal začať neskôr ako proces hospodárskeho oživenia a v roku 2011 by sa malo konsolidačné úsilie ešte 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 mal rozsah ročných štrukturálnych úprav dosiahnuť najmenej 1 % HDP. Vzhľadom na riziká pomalšieho potenciálneho hospodárskeho rastu v eurozóne počas

dlhšieho obdobia by mali vlády v primeranom rozsahu prispôbiť verejné výdavky novým makroekonomickým podmienkam a čím skôr zastaviť ich prudký rast. Takýto postup je nevyhnutný aj z hľadiska prípravy rozpočtu na budúce náklady spojené so starnutím obyvateľstva.

Čo sa týka štrukturálnej politiky, je potrebné zintenzívniť úsilie v oblasti realizácie štrukturálnych reforiem s cieľom podporiť udržateľný rast v eurozóne. Na to, aby kríza nemala dlhodobý nepriaznivý vplyv na trh práce, je nevyhnutné zabezpečiť primeranú tvorbu miezd a dostatočnú flexibilitu v začleňovaní nezamestnaných späť do pracovného procesu. Je preto dôležité vytvárať primerané pracovné stimuly. Opatrenia na urýchlenie reštrukturalizácie a investícií v súlade so zásadou otvoreného trhového hospodárstva s voľnou súťažou zároveň vytvoria podnikateľské príležitosti a prinesú zvýšenie produktivity potrebné na zabezpečenie udržateľného oživenia.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý článok prináša prehľad vývoja v oblasti financovania nehnuteľností na bývanie od roku 1999. Druhý článok sa zaoberá faktormi stanovovania úrokových sadzieb bankami a vyhodnocuje vplyv súčasného napätia na finančných trhoch na transmisný mechanizmus menovej politiky.