

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí 4. októbra 2007 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Informácie získané od posledného zasadania Rady guvernérov 6. septembra potvrdzujú, že strednodobý výhľad cenovej stability naďalej ohrozujú inflačné riziká. Za daných okolností a na pozadí dynamického rastu peňažnej zásoby a úverov v eurozóne je menová politika ECB pripravená čeliť inflačným rizikám ohrozujúcim cenovú stabilitu, ako to vyplýva z jej hlavného cieľa. Základné ekonomické podmienky v eurozóne podporujú priaznivý strednodobý výhľad hospodárskej aktivity. Dokazujú to najmä ustálené príjmy podnikov a ich ziskovosť, výrazný rast zamestnanosti a pokles miery nezamestnanosti. Vzhľadom na volatilitu na finančnom trhu a prehodnocovanie rizík v posledných týždňoch je však toto hodnotenie spojené so zvýšenou mierou neistoty. Keďže od posledného zasadania Rady guvernérov 6. septembra je k dispozícii iba obmedzené množstvo nových ekonomických údajov, pri hodnotení možného vplyvu vývoja na finančnom trhu na reálne hospodárstvo je potrebné postupovať obzvlášť opatrne. Pred vyvodením ďalších menovopolitických záverov v kontexte strednodobej stratégie menovej politiky ECB zameranej na udržiavanie cenovej stability je preto i naďalej potrebné získať viac informácií a vyhodnotiť nové údaje. Rada guvernérov preto bude naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov. Rada guvernérov bude na základe svojho hodnotenia prijímať rúzne a včasné opatrenia s cieľom predchádzať naplneniu rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte a zabezpečiť naďalej pevné ukotvenie strednodobých a dlhodobých očakávaní na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite, čím podporí prostredie priaznivé pre udržateľný hospodársky rast, dobre fungujúce trhy a ďalšiu tvorbu pracovných miest. Ukotvenie strednodobých a dlhodobých inflačných očakávaní je dôležité najmä v čase volatility a zvýšenej neistoty na finančnom trhu. Pokiaľ ide o vývoj na finančných trhoch, Rada guvernérov mu bude v nadchádzajúcom období aj naďalej venovať veľkú pozornosť.

Čo sa týka ekonomickej analýzy, z dostupných údajov sa zdá, že udržateľný rast reálneho HDP, zaznamenaný v eurozóne v prvej polovici roku 2007, pokračoval aj počas leta. Vyplýva to aj z dostupných predpovedí rastu reálneho HDP na tretí a štvrtý štvrťrok 2007. Napriek tomu, že sa volatilita finančného trhu podľa všetkého podieľala na septembrovom poklese ukazovateľov dôvery spotrebiteľov a podnikov v eurozóne, tieto ukazovatele zostávajú historicky nadpriemerné a naďalej naznačujú, že udržateľný rast pokračuje aj v druhej polovici roku 2007.

Čo sa týka ďalšieho vývoja, dostupné predpovede na rok 2008 potvrdzujú základný scenár pokračujúceho rastu reálneho HDP na úrovni blízkej svojmu potenciálu. Tento scenár Rady guvernérov vychádza z očakávania naďalej výraznej globálnej hospodárskej aktivity, pričom spomalenie rastu hospodárstva Spojených štátov má byť vo veľkej miere kompenzované pokračujúcim rastom nových trhových ekonomík. Z toho bude naďalej ťažiť export a investičná aktivita v eurozóne. V súlade s vývojom reálneho disponibilného príjmu vďaka stále priaznivým podmienkam v oblasti zamestnanosti sa dá očakávať, že k hospodárskemu rastu prispeje aj rast spotreby v eurozóne. Vzhľadom na potenciálny vplyv zvýšenej volatility finančného trhu a prehodnocovania rizík na reálne hospodárstvo je táto vcelku priaznivá perspektíva vývoja hospodárskej aktivity spojená s väčšou neistotou než doteraz.

Celkovo však projekcie vývoja rastu ohrozujú riziká, ktoré by mohli spôsobiť, že skutočné tempo rastu bude nižšie. Tieto riziká sú spojené najmä s potenciálne väčším vplyvom pokračujúceho prehodnocovania rizík na finančných trhoch na dôveru a podmienky financovania, s obavami z protekcionistických tlakov a možného nerovnomerného vývoja spôsobeného globálnymi nerovnováhami, a tiež s ďalším rastom cien ropy a iných komodít.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa ročná miera inflácie HICP v septembri 2007 výrazne zvýšila z augustových 1,7 % na 2,1 %. Ako už Rada guvernérov v minulosti niekoľkokrát naznačila, nepriaznivé účinky vývoja cien energií budú mať v najbližšom období výrazne negatívny dopad na ročnú mieru inflácie HICP. Najmä kvôli týmto vplyvom, ktoré spôsobil minuloročný výrazný pokles cien energií a nedávny podstatný nárast cien ropy, Rada guvernérov očakáva, že sa miera inflácie po zvyšok roku 2007 a začiatkom roka 2008 bude pohybovať výrazne nad úrovňou 2 %. Neskôr by sa mala opäť mierne znížiť. Očakáva sa, že priemerná miera inflácie sa bude v roku 2008 pohybovať okolo úrovne 2 %, a to najmä kvôli kapacitným obmedzeniam a relatívnemu nedostatku pracovnej sily.

Perspektívu cenového vývoja aj naďalej ohrozujú inflačné riziká. Tie stále zahŕňajú možnosť ďalšieho rastu cien ropy a poľnohospodárskych produktov, ako aj možnosť dodatočného zvyšovania regulovaných cien a nepriamych daní nad rámec už avizovaných zmien. S prihliadnutím na existujúce kapacitné obmedzenia, priaznivé tempo rastu reálneho HDP zaznamenané v posledných štvrtrokoch a pozitívne signály z trhov práce je možné očakávať rýchlejší než očakávaný rast miezd a nárast vplyvu na cenotvorbu v trhových segmentoch s nízkou úrovňou konkurencie. Takýto vývoj by viedol k vzniku inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Je preto nevyhnutné, aby všetky zúčastnené strany k tejto otázke pristupovali zodpovedne.

Menová analýza potvrdzuje, že cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte ohrozujú predovšetkým inflačné riziká. Komplexné zhodnotenie najnovších údajov podporuje názor, že skutočná miera rastu peňažnej zásoby a úverov zostáva i naďalej vysoká. Medziročný rast peňažného agregátu M3, ktorý v auguste dosiahol takmer 12 %, a augustový rekordne vysoký medziročný rast objemu úverov nefinančným spoločnostiam na úrovni viac ako 14 % však mohlo ovplyvniť hneď niekoľko dočasných, resp. osobitých faktorov, ako napríklad vyrovnávanie výnosovej krivky a nedávna volatilita na finančnom trhu. Skutočná miera peňažnej a úverovej expanzie preto môže byť nižšia.

Komplexné zhodnotenie skutočných trendov rastu peňažnej zásoby a úverov je obzvlášť dôležité v čase momentálnej volatility na finančnom trhu, nakoľko rast úverov môže ovplyvniť krátkodobé správanie súkromných subjektov, a tým aj menový vývoj. Údaje o peňažnej zásobe a úveroch preto môžu poskytnúť dôležité informácie o spôsobe, akým sa finančné inštitúcie, domácnosti a podniky vyrovnávajú s volatilitou na finančnom trhu. Prípady zvýšenej neistoty na finančnom trhu z minulosti boli spojené s veľkými portfóliovými presunmi do bezpečných a likvidných peňažných aktív. Od nárastu volatility na finančnom trhu na začiatku augusta však v dostupných menových údajoch zatiaľ o takýchto presunoch nájdeme iba málo dôkazov. Nemožno však vylúčiť, že tok bankových úverov do sektora nefinančných podnikov v auguste čiastočne súvisí s presunom časti finančných prostriedkov do bankových súvah. Ucelenejší prehľad o vplyve volatility finančného trhu na súvahy bánk, podmienky financovania a rast peňažnej zásoby a úverov bude možné vytvoriť až po získaní ďalších údajov.

Naďalej intenzívny menový a úverový rast celkovo poukazuje na to, že cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte ohrozujú inflačné riziká. Menový vývoj je preto nutné aj naďalej veľmi pozorne sledovať, aby bolo možné odhaliť skutočné trendy a lepšie porozumieť jeho krátkodobejšej dynamike. Vďaka tomu bude možné získať komplexnejšiu predstavu o spôsobe, akým verejný sektor reaguje na zvýšenú volatilitu finančného trhu.

Porovnanie údajov získaných ekonomickou analýzou s výsledkom menovej analýzy teda potvrdzuje existenciu inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte v podmienkach silných ekonomických fundamentov eurozóny. Za daných okolností a na pozadí dynamického rastu peňažnej zásoby a úverov v eurozóne je menová politika ECB pripravená čeliť inflačným rizikám ohrozujúcim cenovú stabilitu, ako to vyplýva z jej hlavného cieľa. Kvôli zvýšenej miere neistoty je zároveň pred vyvodením ďalších záverov pre menovú politiku potrebné získať viac informácií. Rada guvernérov preto bude naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov. Rada guvernérov bude na základe svojho

hodnotenia prijímať rózne a včasné opatrenia s cieľom predchádzať naplneniu rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte a zabezpečiť naďalej pevné ukotvenie strednodobých a dlhodobých očakávaní na úrovni zodpovedajúcej cenovej stability, ktorá je v súčasnosti o to dôležitejšia. Pokiaľ ide o vývoj na finančných trhoch, Rada guvernérov mu bude v nadchádzajúcom období aj naďalej venovať veľkú pozornosť.

Čo sa týka fiškálnej politiky, Rada guvernérov má stále väčšie obavy z poľavovania v snahe o štrukturálnu rozpočtovú konsolidáciu a z odkladania zásadných opatrení na riešenie rozpočtových nerovnováh. Vyzýva preto všetky príslušné krajiny eurozóny, aby plnili záväzky prijaté v Pakte stability a rastu a štrukturálne zlepšili svoje rozpočtové saldá. Všetky krajiny eurozóny musia zároveň rešpektovať záväzok prijatý v rámci Euroskupiny, t. j. dosiahnuť strednodobé rozpočtové ciele v roku 2008 alebo 2009, najneskôr však v roku 2010. Krajiny, ktoré už vyrovnaný rozpočet dosiahli, sa musia zdržať procyklickej rozpočtovej politiky. Zdravá rozpočtová politika tiež významne prispieje k udržovaniu dôvery v čase zvýšenej neistoty na finančných trhoch.

Pokiaľ ide o štrukturálne reformy, Rada guvernérov plne podporuje všetky snahy o zvyšovanie konkurencie, produktivity práce a pružnosti trhu. Dôležitou oblasťou vyžadujúcou si reformy sú okrem sektora služieb aj poľnohospodárske trhy, ktorých fungovanie je potrebné naďalej zlepšovať. V období výrazného rastu medzinárodných cien potravinových komodít je potrebné pokračovať v liberalizácii a reformovaní poľnohospodárskych trhov EÚ a zvyšovať tak ich efektivitu, čo sa pozitívne odrazí na nižších cenách pre európskych spotrebiteľov. Úspešné ukončenie rokovaní o svetovom obchode v Dohe by tiež mohlo pomôcť zlepšiť fungovanie nielen globálneho obchodu ako takého, ale najmä poľnohospodárskych trhov v Európe a na celom svete.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok sa zaoberá dlhodobým vývojom v oblasti úverov poskytovaných domácnostiam peňažnými finančnými inštitúciami v eurozóne. Druhý článok porovnáva kolaterálne systémy Federálneho rezervného systému v Spojených štátoch, japonskej Bank of Japan a Eurosystemu, pričom poukazuje tak na podobnosti v základných princípoch, ako aj na praktické rozdiely. V treťom článku nájdete súhrnné informácie o obehú a dodávke eurových bankoviek, a tiež o prípravách na zavedenie druhej série bankoviek.