

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB sa na svojom zasadnutí 3. júla 2008 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla zvýšiť minimálnu akceptovateľnú sadzbu hlavných refinančných obchodov Eurosystemu o 25 bázických bodov na 4,25 % s účinnosťou od začiatku nasledujúcej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv 9. júla 2008. Zároveň rozhodla o zvýšení úrokových sadzieb jednodňových refinančných obchodov a jednodňových sterilizačných obchodov, a to o 25 bázických bodov na 5,25 %, resp. 3,25 %. Tieto rozhodnutia nadobúdajú účinnosť tiež na začiatku nasledujúcej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv 9. júla 2008.

Rada guvernérov toto rozhodnutie prijala v snahe zabrániť rozsiahlym sekundárnym vplyvom a zasiahnuť proti rastúcim inflačným rizikám ohrozujúcim cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. Miera inflácie HICP od jesene minulého roka naďalej značne rastie a očakáva sa, že zostane výrazne nad úrovňou zodpovedajúcou cenovej stabilite dlhšie, než sa pôvodne očakávalo. Predpoklad Rady guvernérov, že cenovú stabilitu v strednodobom horizonte ohrozujú inflačné riziká, okrem toho potvrdzuje i naďalej veľmi rýchly menový a úverový rast a doterajšia absencia výraznejších obmedzení ponuky bankových úverov v kontexte pretrvávajúceho napätia na finančných trhoch. Ekonomické fundamenty v eurozóne sú však priaznivé, hoci najnovšie údaje potvrdzujú očakávané spomaľovanie rastu reálneho HDP v polovici roka 2008 po období výnimočne rýchleho rastu v prvom štvrtroku. Za týchto okolností a v plnom súlade so svojím mandátom Rada guvernérov zdôrazňuje, že jej prvoradým cieľom je udržiavanie cenovej stability v strednodobom horizonte a že je pevne odhodlaná udržiavať strednodobé a dlhodobé inflačné očakávania pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Tým sa v strednodobom horizonte zachová kúpna sila a naďalej podporí udržateľný rast a zamestnanosť v eurozóne. Podľa súčasného hodnotenia Rady guvernérov nastavenie menovej politiky po rozhodnutí z 3. júla o zvýšení úrokových sadzieb prispeje k dosiahnutiu cieľa ECB. Rada guvernérov bude v ďalšom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, informácie dostupné od 5. júna 2008 potvrdzujú predchádzajúce očakávanie Rady guvernérov týkajúce sa pomerne pomalého rastu reálneho HDP v druhom štvrtroku 2008, ktorý je čiastočne technickou protireakciou na výrazný medzištvrtročný rast 0,8 % v prvom štvrtroku. Ako už Rada guvernérov

v minulosti zdôraznila, na štvrtročné tempo rastu v prvom polroku vplývali významné dočasné a kompenzačné faktory, najmä vplyvy počasia na stavebnú činnosť. Na posúdenie skutočnej dynamiky hospodárskej aktivity v eurozóne a vylúčenie zavádzajúceho vplyvu vysokovolatilných štvrtročných výsledkov je preto nevyhnutné hodnotiť prvé dva štvrťroky 2008 spolu. Z tohto pohľadu dostupné informácie aj naďalej v podstate potvrdzujú očakávanie Rady guvernérov, podľa ktorého má pokračovať mierny rast.

Čo sa týka budúceho vývoja, domáci i zahraničný dopyt by mali v roku 2008 podporovať rast reálneho HDP v eurozóne, hoci v menšej miere ako v roku 2007. Rast svetového hospodárstva by mal i napriek určitému spomaleniu pokračovať, najmä vďaka pokračujúcemu dynamickému rastu v nových trhových ekonomikách. Z toho by mal ťažiť zahraničný dopyt po produktoch eurozóny. Pokiaľ ide o domáci vývoj, základné ekonomické fundamenty v eurozóne zostávajú priaznivé a hospodárstvo eurozóny nevykazuje žiadnu výraznú nerovnováhu. Za týchto okolností by hospodársku aktivitu mal i naďalej podporovať investičný rast v eurozóne, vzhľadom na stále vysokú mieru využitia výrobných kapacít a neklesajúcu ziskovosť sektora nefinančných podnikov. V posledných rokoch zároveň dochádza k výraznému rastu zamestnanosti a miery zapojenia pracovných síl, pričom miera nezamestnanosti dosahuje najnižšie hodnoty za posledných 25 rokov. Je však nepravdepodobné, že by tento vývoj, ktorý podporuje disponibilný príjem a spotrebu domácností, v plnej miere vykompenzoval stratu kúpnej sily spôsobenú vyššími cenami energií a potravín.

Podľa názoru Rady guvernérov tento scenár vývoja hospodárskej aktivity aj naďalej sprevádza vysoká miera neistoty spôsobená najmä veľmi vysokými cenami komodít, pričom prevažuje riziko, že skutočné tempo rastu bude nižšie. Riziká vyplývajú predovšetkým z tlmiaceho vplyvu ďalšieho neočakávaného rastu cien energií a potravín na spotrebu a investičnú aktivitu. Riziko pomalšieho rastu stále súvisí aj s možnosťou, že negatívny dopad pretrvávajúceho napätia na finančnom trhu na reálnu ekonomiku bude väčší, než sa pôvodne očakávalo. Riziko spomalenia hospodárskeho rastu predstavujú aj obavy z protekcionistických tlakov a možnosť nerovnomerného vývoja v dôsledku globálnych nerovnováh.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, ročná miera inflácie HICP od jesene minulého roka výrazne prekračuje úroveň zodpovedajúcu cenovej stabilite, pričom v máji 2008 dosiahla 3,7 % a v júni (podľa rýchleho odhadu Eurostatu) 4,0 %. Táto znepokojujúca úroveň inflácie je

vo veľkej miere dôsledkom prudkého rastu globálnych cien energií a potravín v posledných mesiacoch.

Čo sa týka ďalšieho vývoja, zo súčasných termínovaných cien týchto komodít vyplýva, že ročná miera inflácie HICP pravdepodobne určitý čas zostane výrazne nad úrovňou 2 % a jej rast sa bude zmiernovať len postupne v roku 2009. To znamená, že eurozóna v súčasnosti prechádza dlhším obdobím vysokých ročných mier inflácie, ktoré zrejme potrvá dlhšie, než sa očakávalo pred niekoľkými mesiacmi.

Cenovú stabilitu v strednodobom horizonte, relevantnom z hľadiska menovej politiky, jednoznačne naďalej ohrozujú inflačné riziká, ktoré sa v posledných mesiacoch ďalej zvýšili. Patrí medzi ne najmä možnosť ďalšieho rastu cien energií a potravín. Veľmi vážnou obavou je aj riziko, že by inflačné tlaky prostredníctvom rozsiahlych sekundárnych vplyvov mohla ešte zvýšiť cenová a mzdová politika. Rada guvernérov preto veľmi pozorne sleduje tvorbu cien a mzdové vyjednávania v eurozóne. Potenciálne inflačné riziká tiež vyplývajú z neplánovaného zvyšovania nepriamych daní a regulovaných cien.

V tejto situácii je nevyhnutné zabezpečiť, aby boli strednodobé a dlhodobjšie inflačné očakávania aj naďalej pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stability. Je potrebné akceptovať zmenu relatívnych cien a súvisiaci presun príjmov z krajín dovážajúcich komodity do krajín vyvážajúcich komodity. Tieto zmeny si vyžadujú prispôbenie správania podnikov a domácností. Je preto nutné zabrániť rozsiahlym sekundárnym vplyvom vyšších cien energií a potravín na tvorbu cien a miezd. Všetky zainteresované strany v súkromnom i verejnom sektore si musia v tomto ohľade plniť svoje povinnosti. V tejto súvislosti je Rada guvernérov znepokojená existenciou systémov indexácie nominálnych miezd na hladinu spotrebiteľských cien. Tieto systémy totiž so sebou nesú riziko inflačných šokov vedúcich k roztočeniu mzdovo-cenovej špirály, ktorá by mala nepriaznivý vplyv na zamestnanosť a konkurencieschopnosť príslušných krajín. Rada guvernérov preto vyzýva, aby sa systémy tohto druhu nepoužívali.

Menová analýza potvrdzuje, že v strednodobom až dlhodobjšom horizonte prevládajú inflačné riziká cenovej stability. V súlade so svojou stratégiou menovej politiky Rada guvernérov zastáva názor, že nepretržitá dynamika menovej a úverovej expanzie v eurozóne v posledných rokoch je zdrojom inflačných rizík ohrozujúcich cenovú

stabilitu. Tieto riziká sa v posledných štvrtrokoch podľa všetkého naplňajú, keďže inflácia vykazuje stúpajúci trend. V tejto situácii je pokračujúca intenzita menového rastu dôležitým signálom ohrozenia cenovej stability v strednodobom horizonte, na ktorý Rada guvernérov reaguje prostredníctvom svojich opatrení už od konca roka 2005, vrátane rozhodnutia z 3. júla zvýšiť kľúčové úrokové sadzby ECB.

Ročné tempo rastu agregátu M3 dosahuje v posledných mesiacoch stále veľmi vysoké hodnoty, k čomu prispieva naďalej výrazný rast úverov PFI poskytovaných súkromnému sektoru. Aj keď vplyv plochej výnosovej krivky a ďalšie prechodné faktory naznačujú, že ročné tempo rastu M3 stále nad úrovňou 10 % skutočnú dynamiku rastu peňažnej zásoby nadhodnocuje, aj po zohľadnení tohto vplyvu komplexné hodnotenie najnovších údajov potvrdzuje, že skutočná dynamika menového i úverového rastu zostáva vysoká.

Súčasná štruktúra výnosov podnietila substitúciu smerom k širokému peňažnému agregátu M3 i v rámci neho, čo viedlo k výraznému spomaleniu ročného rastu agregátu M1 a veľmi rýchlemu nárastu termínovaných vkladov. Vyššie krátkodobé úrokové miery zároveň zmierňujú rast objemu úverov poskytovaných domácnostiam, hoci v tejto súvislosti významnú úlohu zohráva aj ochladenie trhov s nehnuteľnosťami na bývanie vo viacerých častiach eurozóny. Tempo rastu bankových úverov nefinančným spoločnostiam však aj napriek zvýšeniu krátkodobých úrokových sadzieb zostáva veľmi výrazné. Aj keď v budúcnosti sa vzhľadom na menej priaznivé podmienky financovania a pomalší hospodársky rast dá očakávať určité spomalenie, objem bankových úverov poskytnutých nefinančným spoločnostiam v eurozóne v máji 2008 medziročne vzrástol o 14,2 % a tok úverov je aj v posledných mesiacoch vysoký.

Predovšetkým v prostredí pretrvávajúceho napätia na finančných trhoch menová analýza pomáha podporovať nevyhnutnú strednodobú orientáciu menovej politiky tým, že sa zameriava na inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte. Dôkladná analýza údajov o vývoji peňažnej zásoby a úverov je zdrojom dôležitých informácií o správaní bánk a podmienkach financovania. Predovšetkým z informácií o objeme, splatnosti a sektorovom členení bankových úverov vyplýva, že na úrovni eurozóny ako celku zatiaľ napätie na finančných trhoch ponuku bankových úverov výraznejšie neovplyvnilo.

Porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy jednoznačne potvrdzuje záver, že cenovú stabilitu v strednodobom horizonte ohrozujú rastúce inflačné riziká v podmienkach veľmi rýchleho rastu peňažnej zásoby a úverov, bez známkov výrazného obmedzenia ponuky bankových úverov. Ekonomické fundamenty v eurozóne sú pritom priaznivé a dostupné makroekonomické údaje po náležitom zohľadnení vysokej volatility mier rastu v prvom polroku tohto roka naďalej vypovedajú o síce miernom, ale pokračujúcom raste reálneho HDP. V tejto situácii je nevyhnutné, aby Rada guvernérov v plnom súlade so svojím mandátom prijala potrebné kroky na zabránenie rozsiahlym sekundárnym vplyvom a zasiahla proti rastúcim inflačným rizikám cenovej stability. Rada guvernérov zdôrazňuje, že jej prvoradým cieľom je udržiavanie cenovej stability v strednodobom horizonte a že je pevne odhodlaná udržiavať strednodobé a dlhodobé inflačné očakávania pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite a tým zachovávať kúpnu silu v strednodobom horizonte a podporovať udržateľný rast a zamestnanosť v eurozóne. Podľa súčasného hodnotenia Rady guvernérov nastavenie menovej politiky po rozhodnutí z 3. júla o zvýšení úrokových sadzieb prispeje k dosiahnutiu cieľa ECB. Rada guvernérov bude v ďalšom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, ciele rozpočtovej konsolidácie sú v mnohých krajinách eurozóny ohrozené. Okrem toho sa zvyšuje riziko, že sa rozpočtový deficit v jednotlivých krajinách priblíži k referenčnej hodnote 3 % HDP, alebo ju dokonca prekročí. Rada guvernérov preto opätovne zdôrazňuje, že plne podporuje dôsledné plnenie rozpočtov na rok 2008 v eurozóne a obozretnú prípravu plánov rozpočtovej politiky na rok 2009 v súlade s dohodou Euroskupiny z mája 2008. Dosiahnutie a udržanie zdravých štrukturálnych rozpočtových pozícií je nevyhnutné na zaistenie udržateľnosti verejných financií a tiež na vytvorenie priestoru na neobmedzené pôsobenie automatických stabilizátorov vo všetkých krajinách eurozóny, čo pomôže zmierňovať cyklické fluktuácie.

V oblasti štrukturálnych reforiem Rada guvernérov znova vyjadruje svoju plnú podporu všetkým snahám o zvyšovanie konkurencie, produktivity práce a pružnosti trhu. Vzhľadom na značný nárast medzinárodných cien potravinových komodít by odstraňovanie prekážok konkurencie na jednotlivých stupňoch reťazca ponuky potravín v maloobchodnom a distribučnom sektore prinieslo spotrebiteľom v Európe výhody v podobe nižších cien. Pokiaľ ide o trhy práce, ECB vo svojej správe Structural Issues Report z roku 2008, nedávno predloženej Európskemu parlamentu, zdôrazňuje celkovo

priaznivý vývoj na trhu práce v eurozóne v poslednom desaťročí, zároveň však poukazuje na naliehavú potrebu zakročiť proti znižovaniu stavu pracovných síl v dôsledku starnutia obyvateľstva, a to najmä zvyšovaním zamestnanosti všetkých vrstiev spoločnosti, zvyšovaním pružnosti trhov práce a zvyšovaním investícií do vzdelávania a odbornej prípravy.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok vyzdvihuje výhody výkonu menovej a rozpočtovej politiky v rámci systému založenom na pravidlách a predstavuje empirický pohľad na celkové výsledky menovej a rozpočtovej politiky v eurozóne v období rokov 1999 až 2007. Druhý článok skúma kľúčové štylizované fakty týkajúce sa obchodu so službami v eurozóne. Tretí článok prináša prehľad o technickej pomoci, ktorú Eurosystem poskytuje regiónom susediacim s EÚ.