

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB sa na svojom zasadnutí 7. augusta 2008 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Informácie získané od posledného zasadnutia znova potvrdzujú opodstatnenosť rozhodnutia Rady guvernérov o júlovom zvýšení úrokových sadzieb. Potvrdzujú, že ročná miera inflácie pravdepodobne dlhší čas zostane výrazne nad hladinou zodpovedajúcou cenovej stabilite a že cenovú stabilitu v strednodobom horizonte naďalej ohrozujú inflačné riziká. K tomuto záveru vedie aj stále rýchly rast peňažnej zásoby, zatiaľ bez známkov výrazného obmedzenia ponuky bankových úverov. Za týchto okolností je stále dôležité predchádzať plošným sekundárnym účinkom na tvorbu miezd a cien. Podľa najnovších hospodárskych údajov v polovici roka 2008 došlo k spomaleniu rastu reálneho HDP, ktoré bolo čiastočne spôsobené výnimočne rýchlym rastom 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. Týmto spôsobom zachová kúpnu silu v strednodobom horizonte a podporí udržateľný rast a zamestnanosť. Súčasné nastavenie menovej politiky na základe hodnotenia Rady guvernérov k dosiahnutiu tohto cieľa ECB prispeje. Rada guvernérov bude v ďalšom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Nové údaje o hospodárskej aktivite získané od 3. júla 2008 naznačujú, že hodnoty rastu reálneho HDP v polovici roka 2008 budú o poznanie nižšie ako v prvom štvrtroku. Ako už bolo spomenuté pri predchádzajúcich príležitostiach, ide čiastočne o technickú reakciu na rýchly rast z prvých mesiacov roka. Ďalším dôvodom je aj nižší rast HDP v dôsledku pomalšieho globálneho hospodárskeho rastu a tlmiacich vplyvov vysokých a kolísavých cien ropy a potravín. Pri hodnotení skutočného tempa hospodárskej aktivity v eurozóne, neskresleného vysoko volatilnými štvrťročnými výsledkami, je preto potrebné preskúmať volatilitu štvrťročných mier rastu a mesačných ukazovateľov.

Z tohto pohľadu má rast svetového hospodárstva i napriek určitému spomaleniu pomerne nerušene pokračovať, a to najmä vďaka nepretržitému rastu v nových trhových ekonomikách. To by malo prispieť k zahraničnému dopytu po tovaroch a službách z eurozóny. Pokiaľ ide o domáci vývoj, základné ekonomické veličiny sú strednodobo priaznivé a eurozóna netrpí žiadnou výraznou nerovnováhou. Investičný rast priebežne

podporuje hospodársku aktivitu, aj keď jeho tempo sa zmierňuje. Navyše dochádza k podstatnému rastu zamestnanosti a miery zapojenia pracovných síl, pričom miera nezamestnanosti je historicky nízka. 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, a to najmä kvôli veľmi vysokým a volatilným cenám komodít a napätiu na finančných trhoch. Celkovo prevládajú riziká, že skutočné tempo hospodárskeho rastu bude nižšie. Riziká vyplývajú predovšetkým z tlmiaceho vplyvu ďalšieho neočakávaného rastu cien energií a potravín na spotrebu a investičnú aktivitu. Riziká pomalšieho rastu sú aj naďalej spojené 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. Nedávny neúspech rokovaní Svetovej obchodnej organizácie v Doha o liberalizácii obchodu v tejto súvislosti znamená veľký krok späť.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, ročná miera inflácie HICP od jesene minulého roka výrazne prekračuje úroveň zodpovedajúcu cenovej stabilite, pričom v júni 2008 dosiahla 4,0 % a v júli (podľa rýchleho odhadu Eurostatu) 4,1 %. Táto znepokojujúca hladina inflácie je spôsobená predovšetkým priamymi a nepriamymi účinkami predchádzajúceho prudkého rastu svetových cien energií a potravín. Zároveň popri slabšom raste produktivity práce vidieť náznaky rýchlejšieho rastu nákladov práce v posledných štvrťrokoch. Čo sa týka ďalšieho vývoja, zo súčasných cien komoditných futures vyplýva, že ročná miera inflácie HICP pravdepodobne určitý čas zostane výrazne nad úrovňou zodpovedajúcou cenovej stabilite a že v roku 2009 sa zmierni len postupne.

Cenovú stabilitu v strednodobom horizonte, relevantnom z hľadiska menovej politiky, jednoznačne naďalej ohrozujú inflačné riziká, ktoré sa v posledných mesiacoch ďalej zvyšujú. Rizikom je predovšetkým možnosť ďalšieho zvyšovania cien energií a potravín a rozsiahlejších nepriamych dopadov na spotrebiteľské ceny. Existujú veľmi vážne obavy, že by inflačné tlaky prostredníctvom rozsiahlych sekundárnych vplyvov mohla ešte zintenzívniť cenová a mzdová politika. Rada guvernérov preto obzvlášť 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 dlhodobejšie inflačné očakávania aj naďalej pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Pohyby relatívnych cien a s tým súvisiaci prevod príjmov z krajín dovážajúcich komodity do exportérskych krajín si vyžaduje zmenu 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 smere plniť svoje povinnosti. Rada guvernérov v tejto súvislosti opakovane vyjadrila svoje obavy z existencie 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 cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte ohrozujú predovšetkým inflačné riziká. V súlade so stratégiou menovej politiky ECB 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. 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. Zatiaľ čo v súčasnosti vidieť určité známky zmiernenia rastu širokých peňazí a úverov, čiastočne v dôsledku protiinflačných opatrení prijatých od roku 2005, stále dynamický menový rast naznačuje, že riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom horizonte pretrvávajú. Súčasný stav výnosovej krivky spôsobuje veľmi rýchly rast termínovaných vkladov a podstatný pokles ročného tempa rastu agregátu M1. Pri hodnotení menového vývoja tieto vplyvy a ďalšie prechodné faktory treba brať do úvahy. Komplexná analýza dostupných údajov, po zohľadnení strednodobého hľadiska, celkovo potvrdzuje intenzitu menového rastu.

Jedným z hlavných faktorov vedúcich k tomuto záveru je stále vysoký rast objemu úverov PFI poskytovaných súkromnému sektoru, ktorý sa podieľa na dynamike menového rastu. 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. Vyššie krátkodobé úrokové miery a slabý trh s nehnuteľnosťami na bývanie vo viacerých častiach eurozóny v posledných rokoch tlmia

rast úverov domácnostiam. Naopak rast bankových úverov poskytovaných nefinančným spoločnostiam zatiaľ napriek menej priaznivým podmienkam financovania a slabnúcemu hospodárskemu rastu zostáva veľmi vysoký.

Porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy jednoznačne potvrdzuje záver, že cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte v rastúcej miere ohrozujú inflačné riziká. Ročná miera inflácie sa pravdepodobne udrží výrazne nad hladinou zodpovedajúcou cenovej stabilite a menové agregáty budú zrejme pokračovať v rýchlym raste, zatiaľ bez známk podstatného obmedzenia ponuky bankových úverov. Podľa najnovších hospodárskych údajov v polovici roka 2008 došlo k spomaleniu rastu reálneho HDP, ktoré bolo čiastočne spôsobené výnimočne rýchlym rastom v prvom štvrtroku. Za týchto okolností je stále dôležité predchádzať plošným sekundárnym účinkom na tvorbu miezd a cien. Rada guvernérov v súlade so svojím mandátom 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. Súčasnú nastavenie menovej politiky na základe hodnotenia Rady guvernérov k dosiahnutiu tohto cieľa ECB prispeje. Rada guvernérov bude v ďalšom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Čo sa týka rozpočtovej politiky, hrozí, že niektoré krajiny v tomto roku nespĺnia svoje rozpočtové ciele. Za danej situácie má zásadný význam striktná realizácia rozpočtových plánov a neprekračovanie plánovaných výdavkov. Rozpočtové plány na rok 2009, ktoré sú v súčasnosti vo viacerých krajinách v štádiu finalizácie, musia vychádzať zo záväzkov prijatých na európskej úrovni. Predovšetkým krajiny so stále vysokými deficitmi musia prísť s ambicióznymi a konkrétnymi plánmi na znižovanie deficitu, postavenými na jasne určených opatreniach, podľa možnosti na výdavkovej strane. V prípade, že to rozpočet umožňuje, môžu k vyrovnávaniu fluktuácií spôsobených hospodárskym cyklom prispieť automatické stabilizátory.

Pokiaľ ide o štrukturálnu politiku, hrajú zásadnú úlohu opatrenia zamerané na znižovanie adaptačných nákladov a presadzovanie mierneho rastu jednotkových nákladov práce, a to najmä v súčasnom prostredí vysokej inflácie a pomalšieho rastu reálneho HDP. Okrem iného ide o odstraňovanie prekážok konkurencie v sektore služieb vo všeobecnosti, a konkrétnejšie na rôznych stupňoch potravinárskeho reťazca v sektoroch maloobchodu

a distribúcie, ako aj v energetickom sektore. Zvýšenie pružnosti trhu práce a podpora investícií do vzdelávania a odbornej prípravy by prispeli k produktivite práce, a tým vytvorili väčší priestor na rast reálneho príjmu.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý článok rozoberá vonkajší rozmer menovej analýzy ECB. Zaoberá sa predovšetkým cezhraničnými portfóliovými presunmi a ich vplyvom na medzinárodnú portfóliovú alokáciu, pričom sa snaží zistiť skutočné trendy menového vývoja, ktoré signalizujú strednodobé a dlhodobé inflačné riziká. Druhý článok je zameraný na úlohu bánk v transmisnom mechanizme menovej politiky. Posudzuje aj dôsledky nedávnych zmien vo finančnom, a najmä v bankovom sektore na menovú politiku.