

ROZHODNUTIA Z 8. OKTÓBRA 2008

Uzávierka tohto vydania Mesačného bulletinu bola predtým, ako Rada guvernérov dňa 8. októbra 2008 rozhodla o znížení kľúčových úrokových sadzieb ECB a o zmenách týkajúcich sa tendrov a koridoru automatických operácií. V súvislosti s týmito rozhodnutiami boli zverejnené nasledujúce tlačové správy:

ROZHODNUTIA O MENOVEJ POLITIKE

V období súčasnej finančnej krízy centrálné banky spolu nepretržite intenzívne rokujú a spolupracujú na mimoriadnych spoločných opatreniach, ako je poskytovanie likvidity s cieľom znížiť napätie na finančných trhoch.

Vo viacerých krajinách sa začali zmiernovať inflačné tlaky, čiastočne v reakcii na značný pokles cien energií a ďalších komodít. Inflačné očakávania sa znižujú a zostávajú ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Súčasné zintenzívnenie finančnej krízy zvýšilo riziká spomalenia hospodárskeho rastu a tým ešte viac znížilo inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu.

Je preto potrebné určité uvoľnenie globálnych menových podmienok. V tejto súvislosti dnes Bank of Canada, Bank of England, Európska centrálna banka (ECB), Federálny rezervný systém, Sveriges Riksbank a Swiss National Bank oznámili zníženie úrokových sadzieb. Bank of Japan vyjadрила týmto opatreniam svoju plnú podporu.

Rada guvernérov ECB prijala prostredníctvom telekonferencie tieto rozhodnutia o menovej politike:

- minimálna akceptovateľná úroková sadzba pre hlavné refinančné obchody Eurosystemu sa s účinnosťou od obchodu splatného 15. októbra 2008 zníži o 50 bázických bodov na 3,75 %,
- úroková sadzba pre jednodňové refinančné obchody sa s okamžitou účinnosťou znižuje o 50 bázických bodov na 4,75 %,
- úroková sadzba pre jednodňové sterilizačné obchody sa s okamžitou účinnosťou znižuje o 50 bázických bodov na 2,75 %.

Eurozóna v súčasnosti zaznamenáva ďalší pokles inflačných rizík. Je naďalej nevyhnutné predchádzať plošným sekundárnym účinkom na tvorbu cien a miezd. Udržiavanie

inflačných očakávaní pevne ukotvených na úrovni zodpovedajúcej nášmu cieľu a zabezpečenie cenovej stability v strednodobom horizonte podporí udržateľný rast a zamestnanosť a prispeje k finančnej stabilite.

ZMENY TÝKAJÚCE SA TENDROV A KORIDORU AUTOMATICKÝCH OPERÁCIÍ

Rada guvernérov Európskej centrálnej banky (ECB) dnes prostredníctvom telekonferencie prijala nasledujúce dve opatrenia:

Týždenné hlavné refinančné obchody sa budú od obchodu splatného 15. októbra uskutočňovať prostredníctvom tendra s pevnou úrokovou sadzbou s plným objemom pridelenia pri úrokovej sadzbe hlavných refinančných obchodov, čo je v súčasnosti 3,75 %.

Od 9. októbra ECB zúži koridor automatických operácií z 200 bázičných bodov na 100 bázičných bodov okolo úrokovej sadzby hlavného refinančného obchodu. Od 9. októbra sa teda sadzba jednodňových refinančných obchodov zníži zo 100 na 50 bázičných bodov nad úroveň úrokovej sadzby hlavného refinančného obchodu, čiže v súčasnosti na 4,25 %, a sadzba jednodňových sterilizačných obchodov sa zvýši zo 100 na 50 bázičných bodov pod úroveň úrokovej sadzby hlavného refinančného obchodu, čiže v súčasnosti na 3,25 %.

Tieto opatrenia zostanú v platnosti, kým to bude potrebné, minimálne však do konca prvej periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv v roku 2009, t. j. do 20. januára.

ECB bude aj naďalej riadiť likviditu v snahe zabezpečiť vyrovnaný stav, a to spôsobom, ktorý je v súlade s cieľom udržiavať krátkodobé úrokové sadzby blízko úrokovej sadzby hlavných refinančných obchodov.

ÚVODNÉ SLOVO¹

Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí 2. októbra 2008 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Rada guvernérov podrobne prediskutovala súčasné zintenzívnenie napätia na finančných trhoch a jeho možný vplyv na hospodársku aktivitu a infláciu, pričom potvrdila mimoriadne vysokú úroveň neistoty vyplývajúcej z nedávneho vývoja. V tomto kontexte Rada guvernérov zdôraznila zásadný význam udržiavania inflačných očakávaní pevne ukotvených na úrovni zodpovedajúcej jej cieľu cenovej stability. Cenová stabilita podporuje efektívne rozdeľovanie zdrojov, brzdí rast prémie za inflačné riziko a nákladov na dlhodobé financovanie a chráni kúpnu silu eura, čím podporuje udržateľný rast a zamestnanosť a prispieva k finančnej stabilite. Najnovšie údaje jednoznačne potvrdzujú, že pri oslabenom domácom dopyte a menej priaznivých podmienkach financovania hospodárska aktivita v eurozóne slabne. Rada guvernérov zároveň konštatovala, že ročná miera inflácie pravdepodobne dlhší čas zostane výrazne nad úrovňou zodpovedajúcou cenovej stabilite. S oslabením dopytu sa inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu mierne znížili, nezmizli však úplne. Hoci stále výrazné tempo rastu peňažnej zásoby poukazuje na inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom horizonte, rast širokého menového i úverového agregátu naďalej vykazuje známky spomaľovania. Za týchto okolností Rada guvernérov zdôraznila, že je stále nevyhnutné predchádzať plošným sekundárnym účinkom na tvorbu cien a miezd a vyzvala všetky zainteresované strany, aby si v súčasnej mimoriadne zložitej situácii plnili svoje povinnosti. Rada guvernérov v tomto smere potvrdila, že je odhodlaná zabezpečiť cenovú stabilitu v strednodobom horizonte a že bude v ďalšom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

V rámci analýzy aktuálneho vývoja hospodárskej aktivity je potrebné zdôrazniť, že terajšiu situáciu sprevádza mimoriadne vysoký stupeň neistoty, ktorá vo veľkej miere vyplýva zo súčasného zintenzívnenia napätia na finančných trhoch. Táto skutočnosť komplikuje akékoľvek hodnotenie hospodárskeho vývoja z krátkodobej až strednodobej perspektívy. V období, keď na svetovú ekonomiku ako celok nepriaznivo vplyva intenzívne a dlhotrvajúce napätie na finančných trhoch, najnovšie údaje jednoznačne potvrdzujú, že pri oslabenom domácom dopyte a menej priaznivých podmienkach financovania hospodárska aktivita v eurozóne slabne. Pokles cien ropy z vysokých

¹ Uzávierka Úvodného slova bola 6. októbra 2008.

júlových hodnôt a pokračujúci hospodársky rast v rozvíjajúcich sa ekonomikách by mohli v priebehu roka 2009 prispieť k postupnému oživeniu.

Podľa názoru Rady guvernérov výhľad hospodárskeho vývoja ohrozujú zvýšené riziká pomalšieho rastu, ktoré vyplývajú najmä z možnosti, že pretrvávajúce napätie na finančných trhoch bude mať na reálnu ekonomiku horší vplyv, ako sa očakáva v súčasnosti. Riziká sa tiež spájajú s možnosťou obnoveného rastu vysoko volatilných cien energií a potravín, nerovnomerného vývoja v dôsledku globálnych nerovnováh a vyšších protekcionistických tlakov.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, ročná miera inflácie HICP od jesene minulého roka výrazne prekračuje úroveň zodpovedajúcu cenovej stabilite, keď v septembri 2008 (podľa rýchleho odhadu Eurostatu) dosiahla 3,6 % a v auguste 3,8 %. Táto stále znepokojujúca hladina inflácie je vo veľkej miere dôsledkom priamych i nepriamych účinkov predchádzajúceho výrazného rastu svetových cien energií a potravín. Okrem toho sa v posledných štvrtrokoch pomerne výrazne zrýchľuje rast miezd, napriek slabšej dynamike hospodárskeho rastu a v čase, keď sa spomaľuje rast produktivity práce. Výsledkom tohto vývoja bol prudký medziročný nárast jednotkových nákladov práce (na 3,4 %) v druhom štvrtroku tohto roka po niekoľkých rokoch miernejšieho rastu (na úrovni 1 až 1,5 %).

Čo sa týka ďalšieho vývoja, zo súčasných cien komoditných futures vyplýva, že ročná miera inflácie HICP pravdepodobne dlhší čas zostane výrazne nad úrovňou zodpovedajúcou cenovej stabilite a v roku 2009 sa bude postupne znižovať. V strednodobom horizonte, relevantnom z hľadiska menovej politiky, sa inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu spolu s oslabením dopytu mierne znížili, nezmizli však úplne. Je tu riziko, že predchádzajúci rast cien komodít bude mať ďalší a výraznejší nepriamy vplyv na spotrebiteľské ceny, ako aj riziko, že rast cien komodít sa obnoví. Predovšetkým existujú vážne obavy, že k zvýšeniu inflačných tlakov by mohol výrazným spôsobom prispieť vznik plošných sekundárnych účinkov na tvorbu cien a miezd. Zároveň môže dôjsť k neočakávanému zvýšeniu nepriamych daní a regulovaných cien.

V tejto situácii je nevyhnutné zabezpečiť, aby boli strednodobé až dlhodobjšie inflačné očakávania aj naďalej pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite, a to predovšetkým v prostredí veľmi vysokej neistoty. Musí sa zabrániť plošným sekundárnym vplyvom predchádzajúceho rastu cien energií a potravín na tvorbu cien a miezd. Rada guvernérov veľmi pozorne sleduje cenotvorbu a mzdové vyjednávania v eurozóne a znova vyjadruje svoje obavy z existencie systémov indexácie nominálnych miezd podľa rastu

spotrebiteľských cien. Tieto systémy 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 zrušili.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, najnovšie údaje o menovom vývoji sa vzťahujú na koniec augusta a preto ešte nie sú ovplyvnené súčasným zintenzívnením napätia na finančných trhoch. Novšie údaje sa budú dôkladne analyzovať s cieľom vyhodnotiť tento vplyv. Na základe predchádzajúcich skúseností možno všeobecne konštatovať, že napätie na finančných trhoch môže mať na menový vývoj relatívne obmedzený vplyv, no môže sa tiež spájať s rozsiahlymi portfóliovými presunmi a teda môže výrazne ovplyvniť údaje o menovom vývoji.

Hoci stále výrazné tempo rastu peňažnej zásoby poukazuje na inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom horizonte, podľa údajov za obdobie do augusta 2008 sa rast širokého menového i úverového agregátu v posledných štvrtrokoch spomalil, a to v dôsledku menovopolitických opatrení prijatých od roku 2005 s cieľom zakročiť proti rizikám ohrozujúcim cenovú stabilitu. Ako vyplýva z podrobnejšieho skúmania, plochý tvar výnosovej krivky a štruktúra úrokových sadzieb z vkladov v bankách vedú k viacerým substitučným efektom. Po prvé, dochádza k prechodu od aktív s dlhšou splatnosťou k nástrojom zahrnutým v menovom agregáte M3, ktoré ponúkajú podobné úročenie, ale vyššiu likviditu a menšie riziko. Výsledkom toho je, že ročná miera rastu agregátu M3 pravdepodobne nadhodnocuje skutočné tempo menovej expanzie. Po druhé, substitučné efekty sa prejavujú aj v rámci agregátu M3. Na rozdiel od dynamického vývoja agregátu M3 sa ročné tempo rastu agregátu M1 spomalilo na veľmi nízku úroveň. Príčinou tohto vývoja sú relatívne atraktívne úrokové sadzby z termínovaných vkladov, ktoré zvýšili oportunitné náklady držby hotovosti alebo vkladov splatných na požiadanie.

Pokračujúce napätie na finančných trhoch ponuku bankových úverov na úrovni eurozóny ako celku zatiaľ výraznejšie neovplyvnilo, avšak augustové údaje v súlade s očakávaniami poukázali na pokračujúce postupné spomaľovanie rastu úverov, vzhľadom na slabnúci dopyt po úveroch zo strany podnikov. Súčasne aj rast úverov domácnostiam naďalej pokračuje v klesajúcom trende z posledných rokov v dôsledku vyšších krátkodobých úrokových mier a slabého trhu s nehnuteľnosťami na bývanie vo viacerých častiach eurozóny.

Rada guvernérov podrobne prediskutovala súčasné zintenzívnenie napätia na finančných trhoch a jeho možný vplyv na hospodársku aktivitu a infláciu, pričom potvrdila mimoriadne vysokú úroveň neistoty vyplývajúcej z nedávneho vývoja. V tomto kontexte Rada guvernérov zdôraznila, aký zásadný význam má z hľadiska menovej politiky udržiavanie inflačných očakávaní pevne ukotvených na úrovni zodpovedajúcej jej cieľu cenovej stability. Cenová stabilita podporuje efektívne rozdeľovanie zdrojov, brzdí rast prémie za inflačné riziko a nákladov na dlhodobjšie financovanie a chráni kúpnu silu eura, čím podporuje udržateľný rast a zamestnanosť a prispieva k finančnej stabilite. Najnovšie údaje jednoznačne potvrdzujú, že pri oslabenom domácom dopyte a menej priaznivých podmienkach financovania hospodárska aktivita v eurozóne slabne. Z porovnania výsledkov ekonomickej a menovej analýzy jasne vyplýva, že ročná miera inflácie pravdepodobne dlhší čas zostane výrazne nad úrovňou zodpovedajúcou cenovej stabilite, a že sa inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu popri oslabení dopytu mierne znížili, nezmizli však úplne. Hoci stále výrazné tempo rastu peňažnej zásoby poukazuje na inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom horizonte, rast širokého menového i úverového agregátu naďalej vykazuje známky spomaľovania. Je nevyhnutné predchádzať plošným sekundárnym účinkom na tvorbu cien a miezd. Všetky zainteresované strany čelia mimoriadnym výzvam a žiada sa od nich, aby si plnili svoje povinnosti. Rada guvernérov v tomto smere potvrdzuje svoje odhodlanie zabezpečiť cenovú stabilitu v strednodobom horizonte a zdôrazňuje, že bude v ďalšom období aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, v súčasnej situácii pretrvávajúcej hospodárskej neistoty je nevyhnutné, aby vlády dodržiavali pravidlá Paktu stability a rastu a zabezpečili udržateľnosť verejných financií. Udržiavaním dobrého stavu verejných financií si vlády vytvoria priestor na voľné pôsobenie automatických stabilizátorov a tým prispievajú k stabilizácii hospodárskeho cyklu a zvýšeniu dôvery súkromného sektora.

V oblasti štrukturálnej politiky sú v súčasnej ekonomickej situácii nesmierne dôležité opatrenia, ktoré zvyšujú konkurenciu a flexibilitu a podporujú mierny rast jednotkových nákladov práce. Mierny rast jednotkových nákladov práce je dôležitý vo všetkých krajinách eurozóny, predovšetkým však v tých, ktoré v posledných rokoch zaznamenávajú výrazné straty nákladovej a cenovej konkurencieschopnosti a v ktorých už začala stúpať nezamestnanosť. Okrem toho sú aj naďalej nevyhnutné reformy trhu práce, ktoré zvyšujú zamestnanosť a investície a podporujú zručnosti, inovácie a efektívnosť, pretože z dlhodobjšieho hľadiska podporujú rast a reálny príjem.

Toto vydanie Mesečného bulletinu obsahuje dva články. Prvý článok hodnotí fiškálny vývoj v eurozóne a v členských štátoch EÚ od roku 1998, keď vstúpil do platnosti Pakt stability a rastu. Druhý článok opisuje aktivitu v oblasti cezhraničných fúzií a akvizícií bánk v posledných rokoch v eurozóne, pričom sa zameriava na úlohu inštitucionálnych investorov.