

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB sa na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy na svojom zasadaní 6. novembra 2008 rozhodla ďalej znížiť úrokovú sadzbu pre hlavné refinančné obchody v Eurosysteme o 50 bázických bodov na 3,25 %, s účinnosťou od 12. novembra 2008, t. j. od začiatku nasledujúcej periódy plnenia povinných minimálnych rezerv. Zároveň rozhodla o znížení úrokovej sadzby pre jednodňové refinančné obchody a jednodňové sterilizačné obchody o 50 bázických bodov na 3,75 %, resp. 2,75 %, tiež s účinnosťou od 12. novembra 2008. Tieto rozhodnutia nasledovali po koordinovanom znížení úrokových sadzieb z 8. októbra 2008.

Rada guvernérov pritom vychádzala zo svojho hodnotenia, podľa ktorého sa perspektíva vývoja cenovej stability ďalej zlepšuje. V najbližších mesiacoch sa očakáva ďalší pokles miery inflácie, ktorá by v priebehu roka 2009 mala dosiahnuť úroveň zodpovedajúcu cenovej stabilite. Rastúca intenzita i rozsah turbulencií na finančných trhoch pravdepodobne spôsobia dlhodobejší útlm dopytu v eurozóne i vo svete. V takomto prostredí by sa vzhľadom na výrazný pokles cien komodít v posledných mesiacoch mali v eurozóne zmierniť aj cenové, nákladové a mzdové tlaky. Tempo rastu peňažnej zásoby zostáva ešte stále vysoké, aj keď naďalej vykazuje známky spomaľovania. Z dostupných údajov i z aktuálnej analýzy Rady guvernérov celkovo vyplýva ďalšie zmiernovanie inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte, ktorý je pre menovú politiku relevantný. Tieto riziká však ešte úplne nezmizli. V danej situácii je preto nevyhnutné, aby si všetky zúčastnené strany vrátane orgánov štátnej správy, hospodárskych subjektov stanovujúcich ceny a sociálnych partnerov plne uvedomovali svoju zodpovednosť. Neistota vyplývajúca z vývoja na finančných trhoch zostáva na mimoriadne vysokej úrovni a očakávané úlohy budú mimoriadne náročné. Rada guvernérov očakáva od bankového sektora, že prispeje k obnoveniu potrebnej dôvery. Rada guvernérov bude naďalej udržiavať inflačné očakávania pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej jej strednodobému cieľu. Tým podporuje trvalo udržateľný rast a zamestnanosť a prispieva k finančnej stabilite. Rada guvernérov bude preto aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pre súčasný vývoj hospodárskej aktivity je naďalej príznačná mimoriadne vysoká miera neistoty, ktorá je z veľkej časti spôsobená rastúcou intenzitou a rozsahom problémov na finančných trhoch. Nepriaznivé vplyvy sa prejavujú v celom svetovom hospodárstve, pretože napätie z finančných trhov sa stále viac prenáša do reálnej ekonomiky, ako aj z

vyspelých krajín do rozvíjajúcich sa ekonomík. Pokiaľ ide o eurozónu, najnovšie prieskumy potvrdzujú, že dynamika hospodárskej aktivity výrazne slabne, vzhľadom na nízky domáci a zahraničný dopyt a prísnejšie podmienky financovania. V ďalšom období bude naďalej nevyhnuté vytvárať pevné základy pre hospodárskeho oživenie. Aby k tomu došlo čo najskôr, je v rámci makroekonomickej politiky absolútne nevyhnuté udržať jej disciplínu a strednodobú orientáciu a zároveň predchádzať sekundárnym účinkom na tvorbu cien a miezd. Rovnako dôležité je, aby bankový sektor v plnej miere zohľadnil výrazné podporné opatrenia, ktorými sa vlády snažia riešiť aktuálnu situáciu na finančných trhoch. Tieto opatrenia by mali podporiť dôveru vo finančný systém a pomôcť zabrániť neprimeraným obmedzeniam ponuky úverov pre podniky a domácnosti. Spolu s nedávnym rozsiahlym poklesom cien komodít by tieto opatrenia mali pomôcť znovu obnoviť dôveru.

Podľa Rady guvernérov sa naplnilo viacero rizík spomalenia hospodárskej aktivity, na ktoré vopred poukazovala, a to najmä riziká spojené s napätím na finančných trhoch. Ďalšie riziká, ktoré by mohli spomaliť hospodársky rast, súvisia s nerovnomerným vývojom v dôsledku globálnych nerovnováh a s rastúcimi protekcionistickými tlakmi, ako aj s možnosťou obnovenia rastu cien komodít.

Čo sa týka cenového vývoja, ročná miera inflácie HICP zostáva od minulej jesene podstatne nad úrovňou zodpovedajúcou cenovej stabilite. Od júla však priebežne klesá a podľa rýchleho odhadu Eurostatu sa z augustových 3,8 % a septembrových 3,6 % v októbri znížila na 3,2 %. Táto naďalej vysoká hladina inflácie je do značnej miery dôsledkom priamych i nepriamych účinkov predchádzajúceho výrazného rastu svetových cien energií a potravín. Navyše výrazný rast miezd v prvom polroku tohto roka, a to i napriek slabnúcemu hospodárskemu rastu, v spojení so spomalením rastu produktivity práce mal za následok výrazný nárast jednotkových nákladov práce.

Pokiaľ ide o budúci vývoj, nedávny prudký pokles cien komodít a pokračujúce oslabovanie dopytu naznačujú, že ročná miera inflácie HICP bude v najbližších mesiacoch aj naďalej klesať a že sa počas roka 2009 dostane na úroveň zodpovedajúcu cenovej stabilite. V závislosti od budúceho vývoja cien ropy a ďalších komodít nie je možné vylúčiť ešte výraznejšie zníženie inflácie HICP približne v polovici budúceho roka, najmä v dôsledku bazických efektov. Tento pokles by mal byť krátkodobý, a teda z hľadiska menovej politiky irelevantný. Ak však odhliadneme od takejto volatility, inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu sa v strednodobom horizonte, relevantnom pre menovú

politiku, zmiernujú. Zostávajúce inflačné riziká spočívajú v možnosti neočakávaného rastu cien komodít, nepriamych daní či regulovaných cien, ako aj v možnosti rozsiahlych sekundárnych vplyvov na tvorbu cien a miezd, a to najmä v ekonomikách s indexáciou nominálnych miezd na rast spotrebiteľských cien. Rada guvernérov naďalej vyzýva, aby sa systémy tohto druhu zrušili. Je nevyhnutné zabezpečiť, aby strednodobé a dlhodobější inflačné očakávania zostali aj naďalej pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite.

Pokiaľ ide o menovú analýzu, ročné tempo rastu širokého peňažného a úverového agregátu síce ešte zostáva vysoké, ale v septembri ďalej klesalo. Menové údaje z obdobia do septembra potvrdzujú, že inflačné riziká pre cenovú stabilitu sa v strednodobom horizonte zmiernujú, aj keď ešte úplne nezmizli.

Z podrobnejšieho hodnotenia menových a úverových údajov vyplýva, že nedávne zvýšenie napätia na finančných trhoch sa už viditeľne prejavuje najmä odlevom prostriedkov z fondov peňažného trhu a výraznejším prílevom do jednoduchých vkladov. Celkový vplyv neistoty investorov na spôsob, akým alokujú svoje portfóliá, sa však ukáže až v nasledujúcich mesiacoch. V nadchádzajúcom období nie je možné vylúčiť presuny medzi aktívami peňažného trhu a ďalšími aktívami, ani presuny medzi rôznymi druhmi aktív peňažného trhu. Pri hodnotení menového rastu a jeho dôsledkov na cenovú stabilitu v strednodobom horizonte preto bude potrebné zohľadniť tieto vplyvy.

Septembrové údaje do istej miery naznačujú, že nedávne zvýšenie a rozšírenie napätia na finančných trhoch vedie k určitému spomaleniu poskytovania bankových úverov pre rezidentov eurozóny, ktoré sa väčšinou prejavuje menšou držbou cenných papierov. Zároveň v prípade eurozóny ako celku do septembra nič nenaznačovalo, že by sa zhoršila dostupnosť bankových úverov pre domácnosti a nefinančné spoločnosti. Predovšetkým štruktúra úverov podľa doby splatnosti naznačuje, že nefinančné spoločnosti získavali finančné prostriedky aj naďalej, a to aj s relatívne dlhšou dobou splatnosti. Jednoznačnejšie stanovisko si však vyžaduje ďalšie údaje a analýzy.

Celkovo teda možno konštatovať, že rastúca intenzita a rozsah turbulencií na finančných trhoch pravdepodobne spôsobia dlhodobější útlm dopytu v eurozóne i vo svete. V takomto prostredí by sa vzhľadom na výrazný pokles cien komodít v posledných mesiacoch mali v eurozóne zmierniť aj cenové, nákladové a mzdové tlaky. Tempo rastu peňažnej zásoby pritom napriek známkam ďalšieho spomaľovania zostáva vysoké. Porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy potvrdzuje, že dochádza k ďalšiemu znižovaniu

inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte, relevantnom z hľadiska menovej politiky. Tieto riziká však ešte nezanikli úplne. V danej situácii je preto nevyhnutné, aby si všetky zúčastnené strany vrátane orgánov štátnej správy, hospodárskych subjektov stanovujúcich ceny a sociálnych partnerov plne uvedomovali svoju zodpovednosť. Neistota vyplývajúca z vývoja na finančných trhoch zostáva na mimoriadne vysokej úrovni a očakávané úlohy budú mimoriadne náročné. Rada guvernérov od bankového sektora očakáva, že prispeje k obnoveniu potrebnej dôvery. Rada guvernérov bude aj naďalej udržiavať inflačné očakávania pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej jej strednodobému cieľu, a tým bude podporovať trvalo udržateľný rast a zamestnanosť a prispievať k finančnej stabilite. Bude preto aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

V oblasti rozpočtovej politiky strednodobé problémy, akým je napríklad starnutie obyvateľstva, jednoznačne poukazujú na potrebu sústrediť sa na strednodobú udržateľnosť rozpočtovej politiky a následné upevnenie dôvery. Je preto potrebné, ako nedávno potvrdila aj Rada ECOFIN a Európska rada, v plnej miere uplatňovať ustanovenia Maastrichtskej zmluvy a Paktu stability a rastu týkajúce sa rozpočtovej politiky. Rozpočtové pravidlá predstavujú jeden z nevyhnutných pilierov HMÚ a spoločnej meny, a preto musia zostať nedotknuté, aby sa neoslabila dôvera v udržateľnosť verejných rozpočtov. Nakoniec je v súčasnej situácii potrebné zabezpečiť aj kvalitné a včasné štatistické údaje o vládnych zásahoch, ktoré umožnia transparentné a zodpovedné vynakladanie verejných prostriedkov.

Čo sa týka štrukturálnej politiky, pokračujúce obdobie nízkej hospodárskej aktivity a vysokej neistoty týkajúcej sa ďalšieho hospodárskeho vývoja si vyžiada vysokú odolnosť hospodárstva eurozóny. Súčasnú situáciu je preto potrebné vnímať ako príležitosť na rásnejšiu implementáciu potrebných domácich reforiem, ktoré jednotlivým krajinám umožnia naplno využiť výhody intenzívnejšieho medzinárodného obchodu a integrácie trhov v súlade so zásadou otvoreného trhového hospodárstva s voľnou konkurenciou.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok vysvetľuje, prečo je z hľadiska menovej politiky dôležité sledovať vývoj mzdových nákladov a ukazovateľov konkurencieschopnosti v jednotlivých krajinách eurozóny. Druhý článok predstavuje rámec pre oceňovanie akciových trhov a rizikových prémieí držby akcií. V treťom článku sa hodnotí desať rokov fungovania systému TARGET a spustenie systému TARGET2.