

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí 2. augusta 2007 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Informácie, ktoré sú k dispozícii od posledného zasadnutia Rady guvernérov dňa 5. júla 2007, potvrdzujú jej predchádzajúce hodnotenie situácie. Najnovšie informácie o hospodárskom vývoji a výsledky prieskumov poukazujú na naďalej ustálený hospodársky rast v eurozóne aj v druhom štvrtroku. Rastúce ceny ropy, vznikajúce kapacitné obmedzenia a možnosť rýchlejšieho rastu miezd a nákladov spolu s ďalšími faktormi potvrdzujú predchádzajúci záver Rady guvernérov, že cenovú stabilitu v strednodobom horizonte ohrozujú inflačné riziká. Prítomnosť inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte potvrdzuje aj intenzita menovej expanzie. Je preto potrebné venovať veľkú pozornosť ďalšiemu vývoju s cieľom predísť naplneniu rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. To pomôže udržať strednodobé až dlhodobšie inflačné očakávania v eurozóne pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Ako už bolo zdôraznené v minulosti, takéto ukotvenie inflačných očakávaní je predpokladom toho, aby menová politika mohla priebežne prispievať k udržateľnému hospodárskemu rastu a tvorbe pracovných miest v eurozóne. Vzhľadom na súčasné priaznivé hospodárske prostredie v eurozóne je menová politika ECB naďalej akomodatívna. Celkové podmienky financovania sú stále priaznivé, rast peňažnej zásoby a úverov je dynamický a úroveň likvidity je vysoká. Dôvody na rázne a včasné kroky na zabezpečenie cenovej stability v strednodobom horizonte preto pretrvávajú.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, Eurostat nedávno upravil svoj odhad rastu reálneho HDP v prvom štvrtroku 2007 smerom nahor na 0,7 %, potvrdzujúc tak pokračujúci intenzívny rast hospodárstva eurozóny. Najnovšie údaje a výsledky prieskumov navyše naznačujú, že hospodárska aktivita aj naďalej stabilne rástla aj v druhom štvrtroku, čo je v súlade so základným scenárom Rady guvernérov.

Čo sa týka budúceho vývoja, strednodobá perspektíva hospodárskeho rastu zostáva priaznivá. V eurozóne naďalej pretrvávajú podmienky na udržateľný rast hospodárskej aktivity. Pokiaľ ide o situáciu v zahraničí, rast svetového hospodárstva je regionálne vyváženejší a zostáva výrazný. Vonkajšie podmienky teda aj naďalej podporujú vývoz z eurozóny. Pomerne vysokú úroveň by si mal zachovať aj domáci dopyt v eurozóne. Investičná aktivita by mala byť naďalej dynamická a mala by ťažiť z celkovo výhodných podmienok financovania, vysokého akumulovaného zisku a pretrvávajúcej vysokej ziskovosti podnikov, reštrukturalizácie podnikových bilancií a tiež z dlhodobého zvyšovania efektívnosti podnikov. K zvyšovaniu

spotreby bude prispievať vývoj reálneho disponibilného dôchodku v kontexte pokračujúceho rýchleho rastu zamestnanosti.

Riziká ohrozujúce túto priaznivú perspektívu vývoja hospodárskeho rastu sú v krátkodobejšom horizonte zhruba vyvážené. V strednodobom až dlhodobejšom horizonte pretrvávajú riziká pomalšieho rastu, najmä v dôsledku vonkajších vplyvov. Ide predovšetkým o možnosť náhlych zmien nálady na finančných trhoch vedúcich k upraveniu rizikových prémie, ďalší rast cien ropy, obavy z možného rušivého vývoja v dôsledku globálnych nerovnováh a obavy zo zvyšovania protekcionistických tlakov.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v júli 2007 predstavovala 1,8 %, v porovnaní s 1,9 % v júni. Vývoj ročnej miery inflácie v krátkodobom horizonte stále vo veľkej miere ovplyvňuje vývoj cien energií, keďže minuloročná volatilita cien energií má za následok podstatné bazické efekty. Ako vyplýva zo súčasných cien ropy a ropných futures, ročná miera inflácie sa v najbližších mesiacoch pravdepodobne udrží na terajšej úrovni a ku koncu roka sa najmä v dôsledku bazických efektov výrazne zvýši.

V strednodobom horizonte, ktorý je relevantný z hľadiska menovej politiky, perspektívu cenového vývoja naďalej ohrozujú inflačné riziká. Nedávny vývoj cien ropy v pravý čas upozorňuje na možné riziká vyplývajúce z dynamiky rastu cien komodít. Inflačné riziká však celkovo vyplývajú najmä z vývoja v eurozóne. Vzhľadom na vysokú mieru využívania zdrojov v hospodárstve eurozóny a rýchly rast zamestnanosti začínajú vznikať kapacitné obmedzenia, ktoré by mohli spôsobiť predovšetkým rýchlejší ako očakávaný rast miezd a nákladov. Okrem toho v takomto prostredí môže vďaka vplyvu na určovanie cien v trhových segmentoch so slabou konkurenciou dochádzať k rastu ziskových marží. Takýto vývoj by predstavoval podstatné inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu. Je preto nevyhnutné, aby všetky zúčastnené strany k tejto otázke pristupovali zodpovedne. Najmä mzdové dohody by mali byť dostatočne diferencované a mali by brať do úvahy stav cenovej konkurencieschopnosti, stále vysokú mieru nezamestnanosti v mnohých ekonomikách, ako aj vývoj produktivity práce v konkrétnych sektoroch. Rada guvernérov zdôrazňuje potrebu vyhýbať sa takému mzdovému vývoju, ktorý by v konečnom dôsledku viedol k vzniku inflačných tlakov a tým znížil kúpnu silu všetkých obyvateľov eurozóny. Ďalším zdrojom inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu je zvyšovanie regulovaných cien a nepriamych daní nad rámec už očakávaných zmien a potenciálna procyklická povaha rozpočtovej politiky v niektorých krajinách.

Vzhľadom na naďalej výraznú skutočnú mieru menového a úverového rastu v kontexte už teraz vysokého stavu likvidity menová analýza potvrdzuje, že cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte ohrozujú inflačné riziká. Naďalej dynamický menový rast sa prejavuje v stále výraznom raste agregátu M3, ktorý v júni medziročne vzrástol o 10,9 %, ako aj v naďalej vysokej miere rastu úverov. Stále výrazný rast peňažnej zásoby a úverov je čiastočne dôsledkom priaznivých podmienok financovania a silného hospodárskeho rastu.

Pri určovaní a hodnotení trendov menového a úverového rastu, ktoré sú relevantné z hľadiska menovej politiky, je potrebné ignorovať krátkodobejšiu volatilitu, vplyv zmien sklonu výnosovej krivky a ďalšie faktory, ktoré majú pravdepodobne len prechodný charakter. Z tohto hľadiska viac zameraného na strednodobý horizont vidieť viacero náznakov, že dynamiku menového vývoja v súčasnosti ovplyvňujú vyššie krátkodobé úrokové miery, hoci celkovú intenzitu menovej a úverovej expanzie zatiaľ výrazne neobmedzili. Zvyšovanie krátkodobých úrokových mier v posledných štvrtrokoch napríklad prispelo k miernejšiemu rastu úzkeho agregátu M1. Určité známky ustálenia od polovice roka 2006 vykazuje aj ročná miera rastu úverov poskytovaných súkromnému sektoru, aj keď jej hodnoty sú stále dvojciferné. O stabilizácii úverového rastu svedčí najmä vývoj úverov poskytovaných domácnostiam, ktorý reaguje na určité spomalenie rastu cien nehnuteľností na bývanie, hoci ten zostáva v eurozóne v priemere aj naďalej výrazný.

Vzhľadom na pokračujúcu výraznú expanziu peňažnej zásoby a úverov je zjavné, že cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte ohrozujú inflačné riziká. Objem likvidity v eurozóne je po niekoľkých rokoch výrazného rastu peňažnej zásoby naďalej vysoký. Za týchto podmienok je potrebné menový vývoj i naďalej veľmi pozorne sledovať, a to najmä vzhľadom na rýchly rast hospodárskej aktivity a stále výrazný vývoj na trhu s nehnuteľnosťami.

Pri hodnotení trendov cenového vývoja je dôležité nebrať do úvahy krátkodobú volatilitu úrokových mier. Pre výkon menovej politiky je dôležitý strednodobý horizont. Strednodobú perspektívu cenovej stability aj naďalej ohrozujú inflačné riziká, ktoré súvisia s cenami ropy a predovšetkým s domácim vývojom. V dôsledku vysokej miery využívania zdrojov a pokračujúceho zlepšovania podmienok na trhu práce sa vynárajú kapacitné obmedzenia, ktoré by mohli viesť predovšetkým k rýchlejšej než očakávanej dynamike rastu miezd a nákladov, ako aj k zvyšovaniu ziskových marží v tých sektoroch, kde majú firmy čoraz väčší vplyv na určovanie cien. Porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy potvrdzuje záver, že cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte ohrozujú

inflačné riziká. Rada guvernérov bude preto venovať veľkú pozornosť ďalšiemu vývoju s cieľom zabrániť naplneniu týchto rizík a zabezpečiť pevné ukotvenie strednodobých až dlhodobjších inflačných očakávaní v eurozóne na úrovni zodpovedajúcej cenovej stability. Dôvody na rázne a včasné kroky na zabezpečenie cenovej stability v strednodobom horizonte preto pretrvávajú.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, vzhľadom na súčasné priaznivé hospodárske prostredie je nevyhnutné, aby sa vlády krajín eurozóny vyhýbali procyklickej politike a urýchlili rozpočtovú konsolidáciu. Je dôležité neupúšťať od rozpočtových cieľov, ktoré v niektorých krajinách aj tak nie sú dostatočne ambiciózne, a využívať neočakávané príjmy na znižovanie deficitu. Rozpočtové plány na rok 2008 by mali vzhľadom na neustálu potrebu konsolidácie obsahovať konkrétne opatrenia na znižovanie deficitu, podľa možností na strane výdavkov. V prípade krajín, ktoré v reakcii na neočakávané pozitívne rozpočtové výsledky redukujú svoje konsolidačné plány, hrozí riziko, že sa zopakuje situácia z rokov 2000 a 2001, keď nedostatočná príprava na pokles hospodárskej aktivity viedla v krátkom čase k vzniku nadmerného deficitu.

Ako už bolo viackrát zdôraznené v minulosti, je tiež nevyhnutné, aby vlády jednotlivých krajín odhodlane realizovali štrukturálne reformy a prispeli tak k zlepšeniu fungovania a pružnosti trhov a k zvýšeniu konkurencie. Uplatňovanie zásady „otvoreného trhového hospodárstva s voľnou súťažou“ má kľúčový význam pre dlhodobý hospodársky rast a tvorbu pracovných miest. Ďalšia liberalizácia trhu, najmä v poľnohospodárskom sektore a v sektore služieb, silnejšia konkurencia na trhu a redukcia cezhraničných prekážok by boli prospešné pre spotrebiteľov, pretože by viedli k nižším cenám, vyšším reálnym mzdám a širšej ponuke produktov. V prípade firiem by prispeli k vyššej efektívnosti, dynamickejšiemu rastu a lepšej schopnosti vyrovnávať sa s hospodárskymi šokmi a čeliť výzvam a možnostiam, ktoré so sebou prináša globalizácia. Dobudovanie jednotného trhu teda musí byť prioritou, najmä pokiaľ ide o ďalšiu integráciu finančných trhov, presadzovanie účinnej konkurencie v sieťových odvetviach a uplatňovanie smernice o službách.

Finančné trhy v súčasnosti prechádzajú nepokojným obdobím sprevádzaným zvýšenou volatilitou a prehodnocovaním rizík. Tento vývoj poukazuje na normalizáciu oceňovania rizík. Zmeny nálady na trhoch je potrebné pozorne sledovať. Rada guvernérov bude v nadchádzajúcom období aj naďalej venovať veľkú pozornosť vývoju na trhoch.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok rozoberá hlavné faktory globálnych nerovnováh a hodnotí možné adaptačné mechanizmy a menovopolitické dôsledky v prostredí globálnej finančnej integrácie. Druhý článok skúma rozdiely medzi financovaním

malých a stredných firiem a financovaním veľkých firiem a hodnotí prítomnosť finančných obmedzení v prípade malých a stredných podnikov v eurozóne. Tretí článok podáva prehľad vývoja v úverovo financovanej akvizícii podnikov v rámci EÚ a informuje o súvisiacich rizikách pre bankový sektor a finančný trh ako celok.