

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB sa na svojom zasadnutí 8. novembra 2007 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Informácie získané od posledného zasadnutia Rady guvernérov 4. októbra jasne potvrdzujú, že strednodobý výhľad cenovej stability naďalej ohrozujú inflačné riziká. Za daných okolností a na pozadí dynamického rastu peňažnej zásoby a úverov v eurozóne je menová politika ECB pripravená čeliť inflačným rizikám ohrozujúcim cenovú stabilitu, ako to vyplýva z jej mandátu. Ekonomické ukazovatele eurozóny zostávajú priaznivé a podporujú priaznivý strednodobý výhľad hospodárskej aktivity. Pokračujúce prehodnocovanie rizík na finančných trhoch však naďalej spôsobuje neistotu. Pred vyvedením ďalších menovo-politických záverov v kontexte strednodobej stratégie menovej politiky ECB zameranej na udržiavanie cenovej stability je preto nutné dôkladne preskúmať dodatočné informácie. Rada guvernérov preto bude veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov. Na základe svojho hodnotenia bude Rada guvernérov prijímať rzné a včasné opatrenia s cieľom predísť naplneniu rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte a zabezpečiť naďalej pevné ukotvenie strednodobých a dlhodobých očakávaní na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite, ktorá je veľmi dôležitá najmä v čase volatility a zvýšenej neistoty na finančnom trhu. Podporí tak prostredie vhodné pre stabilný hospodársky rast, dobre fungujúce trhy a pokračujúcu tvorbu pracovných miest. Pokiaľ ide o vývoj na finančných trhoch, Rada guvernérov mu bude v nadchádzajúcom období aj naďalej venovať veľkú pozornosť.

Dostupné údaje naznačujú, že udržateľný hospodársky rast zaznamenaný v eurozóne v prvej polovici roku 2007 pokračoval aj v treťom štvrtroku, čo potvrdzujú údaje o priemyselnej produkcii a maloobchodnom predaji, zverejnené po poslednom zasadnutí Rady guvernérov na začiatku októbra. Napriek tomu, že sa volatilita finančného trhu podľa všetkého v posledných mesiacoch podieľala na poklese ukazovateľov dôvery spotrebiteľov a podnikov v eurozóne, tieto ukazovatele zostávajú na historicky nadpriemernej úrovni a naďalej naznačujú pokračovanie stabilného rastu. Ekonomické ukazovatele eurozóny zostávajú vo všeobecnosti priaznivé, najmä čo sa týka trvalých tržieb a ziskovosti firiem, výrazného rastu zamestnanosti a nezamestnanosti klesajúcej na najlepšie úrovne za posledných 25 rokov.

Dostupné prognózy na rok 2008 naďalej potvrdzujú základný scenár rastu reálneho HDP na úrovni blízkej svojmu potenciálu. Tento scenár Rady guvernérov vychádza z očakávania naďalej rastúcej globálnej hospodárskej aktivity, pričom spomalenie rastu hospodárstva Spojených štátov má byť čiastočne kompenzované stabilným rastom rozvíjajúcich sa

trhových ekonomík. Vysoký zahraničný dopyt by mal i naďalej podporovať export a investičnú aktivitu v eurozóne. V súlade s vývojom reálneho disponibilného príjmu sa vďaka priaznivým podmienkam spôsobeným pokračujúcim rastom zamestnanosti dá očakávať, že k hospodárskemu rastu prispeje aj rast spotreby v eurozóne. Vzhľadom na potenciálny vplyv dlhšie trvajúcej volatility na finančných trhoch a prehodnocovania rizík na reálne hospodárstvo je však táto vcelku priaznivá perspektíva vývoja hospodárskej aktivity naďalej spojená s vysokou mierou neistoty.

Celkovo však projekcie vývoja rastu ohrozujú riziká, ktoré by mohli spôsobiť, že skutočné tempo rastu bude nižšie. Tieto riziká sú spojené najmä s potenciálne väčším vplyvom pokračujúceho prehodnocovania rizík na finančných trhoch na dôveru a podmienky financovania, ďalším zvyšovaním cien ropy a iných komodít, a tiež s obavami z protekcionistických tlakov a možného nerovnomerného vývoja spôsobeného globálnymi nerovnováhami.

Pokiaľ ide o vývoj cien, podľa predbežného odhadu Eurostatu sa ročná miera inflácie HICP v októbri 2007 výrazne zvýšila zo septembrových 2,1 % na 2,6 %. Toto prudké zvýšenie je dôvodom na značné obavy a je nevyhnutné, aby tento vývoj neovplyvnil strednodobé a dlhodobé inflačné očakávania. V tejto súvislosti už Rada guvernérov v minulosti niekoľkokrát naznačila, že nepriaznivé účinky vývoja cien energií majú v tomto období výrazne negatívny dopad na ročnú mieru inflácie HICP, najmä kvôli poklesu cien energií pred rokom. Okrem toho boli tieto účinky posilnené nedávnym výrazným nárastom cien ropy, neropných komodít a najmä potravín. Rada guvernérov očakáva, že sa miera inflácie HICP v najbližších mesiacoch udrží výrazne nad úrovňou 2 % a počas roku 2008 by mala opäť klesnúť.

Potvrdilo sa, že perspektívu strednodobého cenového vývoja ohrozujú inflačné riziká. Tieto riziká zahŕňajú možnosť pokračovania trvalo vysokých cien ropy a poľnohospodárskych produktov v dynamickej raste zaznamenanom v posledných mesiacoch, a tiež neočakávané zvyšovanie regulovaných cien a nepriamych daní. V dôsledku existujúcich kapacitných obmedzení, priaznivého tempa rastu reálneho HDP zaznamenaného v posledných štvrtrokoch a pozitívnych signálov z trhov práce je možné očakávať rýchlejší než predpokladaný rast miezd. Okrem toho môže dôjsť k zvýšeniu vplyvu na cenotvorbu v trhových segmentoch s nízkou úrovňou konkurencie. Takýto vývoj by viedol k nárastu inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu. Je preto nevyhnutné, aby všetky zúčastnené strany pristupovali k tejto otázke zodpovedne a aby sa predišlo sekundárnym účinkom. Zároveň by sa mala zredukovať a nakoniec zrušiť priama alebo skutočná indexácia nominálnych miezd na základe vývoja cien.

Menová analýza potvrdzuje, že cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte ohrozujú predovšetkým inflačné riziká. Silný rast peňažnej zásoby a úverov v posledných mesiacoch (ročná miera rastu úverov agregátu M3 a úverov poskytnutých peňažnými finančnými inštitúciami súkromnému sektoru v septembri v oboch prípadoch dosiahla viac ako 11 %) mohlo ovplyvniť niekoľko prechodných alebo špeciálnych faktorov, ako napríklad vyrovňavanie výnosovej krivky a nedávna volatilita na finančnom trhu. Aj s prihliadnutím na tieto špeciálne faktory však skutočná miera rastu peňažnej zásoby a úverov zostáva vysoká. Menový vývoj je preto nutné aj naďalej veľmi pozorne sledovať, aby bolo možné odhaliť skutočné trendy a lepšie porozumieť jeho krátkodobej dynamike. Vďaka tomu bude možné získať komplexnejšiu predstavu o spôsobe, akým súkromný sektor reaguje na zvýšenú volatilitu finančného trhu.

Komplexné zhodnotenie skutočných trendov rastu peňažnej zásoby a úverov je obzvlášť dôležité v čase súčasného vývoja na finančnom trhu, nakoľko finančná volatilita môže ovplyvniť krátkodobé správanie subjektov trhu, a tým aj menový vývoj. Údaje o peňažnej zásobe a úveroch preto môžu poskytnúť dôležité informácie o spôsobe, akým finančné inštitúcie, domácnosti a podniky reagujú na volatilitu a zvýšenú neistotu na finančnom trhu. Prípady zvýšenej neistoty na finančnom trhu z minulosti boli spojené s veľkými portfóliovými presunmi do bezpečných a likvidných peňažných aktív. Zatiaľ však existuje iba málo dôkazov o tom, že by od nástupu volatility na finančnom trhu začiatkom augusta takéto presuny ovplyvnili dynamiku širokých menových a úverových agregátov, aj keď na niektoré súvahové položky, ako napríklad na držbu podielov/akcií podielových fondov peňažného trhu, mohli mať tieto presuny výrazný vplyv.

Miera rastu úverov bánk domácnostiam a nefinančným spoločnostiam bola v posledných mesiacoch i naďalej vysoká, čo zatiaľ naznačuje, že v oblasti poskytovania úverov nebolo zaznamenané žiadne výraznejšie zhoršenie. S prihliadnutím na nedostatok likvidity v niektorých segmentoch trhov s cennými papiermi krytými aktívami sa však nedá vylúčiť, že veľký objem úverov čiastočne súvisí s presunom časti finančných prostriedkov do bankových súvah. Ucelenejší prehľad o vplyve volatility finančného trhu na súvahy bánk, podmienky financovania a rast peňažnej zásoby a úverov bude možné vytvoriť až po získaní ďalších údajov a vykonaní následných analýz.

Porovnanie výsledkov ekonomickej analýzy s výsledkami menovej analýzy teda jednoznačne potvrdzuje existenciu inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte za podmienok dynamického rastu peňažnej zásoby a úverov a priaznivých ekonomických ukazovateľov v eurozóne. Kvôli pretrvávajúcej neistote je preto pred vyvedením ďalších záverov pre menovú politiku zároveň potrebné získať viac informácií.

Rada guvernérov preto bude naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov. Menová politika ECB je pripravená čeliť inflačným rizikám ohrozujúcim cenovú stabilitu, ako to vyžaduje jej mandát. Rada guvernérov bude na základe svojho hodnotenia prijímať rúzne a včasné opatrenia s cieľom predísť naplneniu rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte a zabezpečiť naďalej pevné ukotvenie strednodobých a dlhodobých očakávaní na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite, ktorá je v danom kontexte o to dôležitejšia. Pokiaľ ide o vývoj na finančných trhoch, Rada guvernérov mu bude v nadchádzajúcom období naďalej venovať veľkú pozornosť.

Čo sa týka fiškálnej politiky, Rada guvernérov víta dohodu Rady ECOFIN o posilnení preventívnej funkcie Paktu stability a rastu. Rada guvernérov taktiež víta, že Rada ECOFIN nedávno potvrdila zintenzívnenie svojho záväzku plne implementovať pakt. Všetky krajiny s fiškálnou nerovnováhou sa musia riadiť najmä ustanovením o preventívnej funkcii, ktorého súčasťou je štrukturálna úprava minimálne 0,5 % HDP za rok. Návrhy rozpočtov na rok 2008 naznačujú v mnohých krajinách posun k procyklickej fiškálnej politike a k neželanému poľavovaniu snáh o konsolidáciu. Rastú preto obavy, či nedostatočná konsolidácia neohrozí predovšetkým dohodu Euroskupiny o dosiahnutí priaznivej rozpočtovej situácie najneskôr do roku 2010.

Pokiaľ ide o štrukturálne reformy, Rada guvernérov zdôrazňuje, že hlavným výsledkom dobre pripravených štrukturálnych reforiem je udržateľné zlepšenie zamestnanosti a príjmov pracujúcich a domácností. Reformy, ktoré motivujú firmy a jednotlivcov investovať do ľudského kapitálu, zväčša zvyšujú celkový dopyt po pracovnej sile a produktivitu. Znižovanie nemzdových pracovných nákladov môže tiež zvýšiť zamestnanosť a výšku čistých príjmov pracujúcich. Právne predpisy týkajúce sa pracovného trhu by navyše nemali odrádzať podniky od vytvárania pracovných miest alebo pracujúcich od ich obsadzovania. Je povzbudzujúce sledovať, ako reformy pracovného trhu v minulosti prispeli k vytváraniu pracovných miest a k znižovaniu nezamestnanosti. Vlády by mali pokračovať v tomto smere a nemali by meniť už prijaté reformy, ktoré práve začínajú prinášať ovocie. Rada guvernérov opätovne vyjadruje plnú podporu všetkým snahám o zvýšenie pružnosti trhu a konkurencie. To platí aj pre poľnohospodárske trhy. V období výrazného rastu medzinárodných cien potravinových komodít je potrebné pokračovať v liberalizácii a reformovaní poľnohospodárskych trhov EÚ a zvyšovať tak ich efektivitu, čo sa pozitívne prejaví v nižších cenách pre európskych spotrebiteľov.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý článok analyzuje pokračujúcu konsolidáciu európskych búrzných cenových papierov a jej možné dôsledky pre menovú politiku.

Druhý článok predstavuje hlavné prvky a koncepty integrovanej štatistiky štvrťročných účtov eurozóny, so zvláštnym zreteľom na ich možné využitie Európskou centrálnou bankou.