

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadaní 10. januára 2008 na základe svojej pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Podľa informácií získaných od predchádzajúceho zasadania Rady guvernérov 6. decembra 2007 silné krátkodobé inflačné tlaky trvajú, pričom miera inflácie HICP zostala v decembri 2007 na úrovni 3,1 %. Zo strednodobého hľadiska, ako aj vzhľadom na veľmi rýchly peňažný a úverový rast, sa hodnotenie Rady guvernérov v súvislosti s inflačnými rizikami ohrozujúcimi cenovú stabilitu v plnej miere potvrdilo. Rada guvernérov je naďalej pripravená konať preventívne, aby zabránila naplneniu sekundárnych účinkov a inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte a zároveň zabezpečila naďalej pevné ukotvenie strednodobých a dlhodobých inflačných očakávaní na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Vzhľadom na mandát Rady guvernérov je takéto ukotvenie inflačných očakávaní jej najvyššou prioritou. Základné ekonomické veličiny v eurozóne sú síce priaznivé, ale pokračujúce prehodnocovanie rizík na finančných trhoch je stále spojené s neistotou v súvislosti s potenciálnym vplyvom na reálnu ekonomiku, pričom existuje riziko, že skutočný hospodársky rast bude nižší, ako sa predpokladá. Rada guvernérov bude v najbližších týždňoch naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

V rámci ekonomickej analýzy najnovšie údaje o hospodárskej aktivite naznačujú, že štvrtročný rast na prelome rokov o niečo zaostal za 0,8-percentnou štvrtročnou mierou rastu zaznamenanou v treťom štvrtroku 2007 (tento údaj bol mierne zvýšený z 0,7 %). Tento vývoj zodpovedá ukazovateľom dôvery podnikov a spotrebiteľov, ktoré síce v posledných mesiacoch klesajú, ale napriek tomu sa celkovo držia na úrovni naznačujúcej pokračovanie rastu.

Základný scenár Rady guvernérov naďalej predpokladá, že rast reálneho HDP sa bude pohybovať na úrovni svojho potenciálu. Základné ekonomické veličiny v eurozóne sú priaznivé. Ziskovosť neklesá, zamestnanosť rastie výrazným tempom a miera nezamestnanosti klesla na úroveň naposledy zaznamenanú pred 25 rokmi. K hospodárskemu rastu by preto mal aj naďalej prispievať rast spotreby, v súlade s vývojom reálneho disponibilného príjmu, ako aj investičný rast. Za predpokladu celkovo nenarušeného globálneho rastu, pričom spomalenie rastu v Spojených štátov má byť

čiasťočne kompenzované naďalej výrazným rastom v nových trhových ekonomikách, by mal zahraničný dopyt i naďalej podporovať vývoz z eurozóny.

Neistota spojená s perspektívou hospodárskeho rastu napriek tomu zostáva vysoká a výhľad hospodárskej aktivity ohrozuje skôr riziká, ktoré môžu rast spomaliť. Ide predovšetkým o potenciálne väčšie než v súčasnosti očakávaný dopad pokračujúceho prehodnocovania rizík na finančných trhoch na podmienky financovania a celkovej ekonomickú náladu, s negatívnym vplyvom na hospodársky rast vo svete i v eurozóne. Ďalšie riziká spomalenia rastu súvisia s rozsahom ďalšieho rastu cien ropy a iných komodít, obavami z protekcionistických tlakov a možnosťou nesúrodého vývoja v dôsledku globálnej nerovnováhy.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP dosiahla v decembri 2007, rovnako ako v novembri, úroveň 3,1 %. To potvrdzuje silný tlak na rast inflácie v krátkodobom horizonte, ktorý vyplýva predovšetkým z výrazného zvyšovania cien ropy a potravín v posledných mesiacoch.

Očakáva sa, že miera inflácie HICP v najbližších mesiacoch zostane výrazne nad úrovňou 2 % a v priebehu roka 2008 bude pravdepodobne klesať len postupne. To znamená, že obdobie dočasne vysokej inflácie by mohlo trvať dlhšie, než sa pôvodne očakávalo. Okrem toho je dôležité zdôrazniť, že predpoklad poklesu miery inflácie v decembrových projekciách odborníkov Eurosystemu vychádza z toho, že dôjde k určitému obratu nedávneho rastu cien komodít (v súlade s tým, čo naznačujú súčasné termínované ceny), a predovšetkým z toho, že nedávny rýchly rast cien ropy a potravín a ich vplyv na infláciu HICP nebudú mať plošné sekundárne účinky na tvorbu miezd a cien.

Potvrdzuje sa, že perspektívu strednodobého cenového vývoja jednoznačne ohrozujú inflačné riziká. Rizikom je okrem iného možnosť rýchlejšieho než v súčasnosti očakávaného mzdového rastu vzhľadom na kapacitné obmedzenia a možný vývoj na trhu práce. Okrem toho je možné, že vplyv podnikov na tvorbu cien, predovšetkým v trhových segmentoch s nízkou konkurenciou, bude väčší, než sa očakáva. Za daných okolností je preto nevyhnutné, aby všetky zainteresované strany k tejto otázke pristupovali zodpovedne a zabránili tak sekundárnym účinkom súčasnej miery inflácie na tvorbu miezd a cien. Podľa názoru Rady guvernérov je to absolútne nevyhnutným predpokladom udržania cenovej stability v strednodobom horizonte, a tým aj kúpnej sily všetkých

obyvateľov eurozóny. Rada guvernérov sleduje mzdové vyjednávania v krajinách eurozóny veľmi pozorne. Je potrebné odstrániť akúkoľvek indexáciu nominálnych miezd podľa cenovej hladiny. Rizikom je aj možnosť ďalšieho rastu cien ropy a poľnohospodárskych produktov, rovnako dynamického ako v posledných mesiacoch, ako aj neplánované zvyšovanie regulovaných cien a nepriamych daní.

Menová analýza potvrdzuje, že cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobjšom horizonte ohrozujú predovšetkým inflačné riziká. Peňažná zásoba i objem úverov v posledných mesiacoch naďalej rástli rýchlym tempom. Novembrová ročná miera rastu agregátu M3 na úrovni 12,3 % bola zrejme ovplyvnená viacerými prechodnými faktormi, ako napr. vyrovnávaním výnosovej krivky, turbulenciami na finančnom trhu a špecifickými transakciami súvisiacimi s reštrukturalizáciou niektorých bankových skupín. Aj s prihliadnutím na tieto mimoriadne faktory však skutočná miera rastu peňažnej zásoby zostáva vysoká. Neustály rast úverov domácomu súkromnému sektoru, ktorý v novembri dosiahol medziročne 11,0 %, poukazuje na neslabnúcu dynamiku menového vývoja. Menový vývoj si preto aj naďalej vyžaduje veľmi veľkú pozornosť, jednak kvôli sledovaniu základných trendov súvisiacich s inflačnými tlakmi v dlhodobjšom horizonte, ako aj kvôli lepšiemu pochopeniu jeho krátkodobjšej dynamiky.

Vďaka monitorovaniu bude tiež možné získať komplexnejšiu predstavu o spôsobe, akým súkromný sektor reaguje na zvýšenú volatilitu finančného trhu. Komplexné hodnotenie základných trendov peňažného a úverového rastu v súčasnosti nadobúda ešte väčšiu dôležitosť vzhľadom na aktuálny vývoj na finančnom trhu. Zvýšená finančná volatilita môže ovplyvniť krátkodobé správanie držiteľov peňazí, a tým sťažiť identifikáciu základných trendov menového vývoja. Údaje o menovom a úverovom raste môžu byť zároveň zdrojom dôležitých informácií o spôsobe, akým sa s turbulenciami na finančnom trhu vyrovnávajú finančné inštitúcie, domácnosti a podniky.

Zatiaľ však existuje iba málo dôkazov o tom, že by turbulencie na finančnom trhu od začiatku augusta 2007 výrazne ovplyvnili dynamiku širokého menového a úverového agregátu. Tempo rastu bankových úverov poskytnutých domácomu súkromnému sektoru bolo v posledných mesiacoch i naďalej vysoké, čo môže naznačovať, že ponuky úverov sa turbulencie zatiaľ nedotkli. Dynamika rastu agregátu M1 a úverov domácnostiam sa v posledných štvrtrokoch ďalej spomaľovala, avšak skôr v dôsledku vysokých kľúčových

úrokových sadzieb ECB od decembra 2005 ako v dôsledku turbulencií na finančných trhoch. Objem úverov nefinančným podnikom zostáva veľmi vysoký. Ucelenejší prehľad o vplyve vývoja na finančných trhoch na bankové súvahy, podmienky financovania a rast peňažnej zásoby a úverov bude možné získať až na základe ďalších údajov a analýz.

Porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy v plnej miere potvrdzuje záver, že cenovú stabilitu v strednodobom horizonte ohrozujú inflačné riziká v podmienkach veľmi rýchleho rastu peňažnej zásoby a úverov a priaznivých ekonomických veličín v eurozóne. Zároveň však trvá neistota v spojitosti s potenciálnym vplyvom pokračujúceho prehodnocovania rizík na finančných trhoch na reálnu ekonomiku. Rada guvernérov preto bude aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov. Rada guvernérov je okrem toho naďalej pripravená konať preventívne, aby zabránila naplneniu sekundárnych účinkov a inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte a zabezpečila tak naďalej pevné ukotvenie strednodobých a dlhodobých inflačných očakávaní na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Vzhľadom na mandát Rady guvernérov je takéto ukotvenie inflačných očakávaní jej najvyššou prioritou.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, väčšina krajín eurozóny už predložila svoje aktualizované programy stability. Na ich základe sa po znížení pomeru deficitu k HDP v eurozóne ako celku v roku 2007 predpokladá jeho nárast v roku 2008, a to napriek tomu, že mnohé krajiny zatiaľ nedosiahli zdravú rozpočtovú pozíciu. Existuje zrejme riziko, že niektoré krajiny nesplnia ustanovenia preventívnych opatrení Paktu stability a rastu, a tým naštobia jeho dôveryhodnosť. V roku 2008 niektoré krajiny s nevyrovnaným rozpočtom svoj schodok znížia o menej ako požadovaných 0,5 % HDP v štrukturálnom vyjadrení. Dosiahnutie strednodobých cieľov stanovených v apríli 2007 najneskôr do roka 2010 vo všetkých krajinách si vyžiada oveľa ambicióznejšiu politiku.

Pokiaľ ide o štrukturálne reformy, začal sa ďalší trojročný cyklus Lisabonskej stratégie na zabezpečenie hospodárskeho rastu a tvorby pracovných miest. Aj keď výsledky dosiahnuté za posledné tri roky realizácie obnovenej stratégie sú povzbudivé, je dôležité, aby vlády zintenzívnili svoju reformnú snahu a zabezpečili zvyšovanie kvalifikácie a inovácií, konkurencieschopnosti a pružnosti trhu práce. Reformy tohto druhu sú nevyhnutným predpokladom rastu produktivity a rozvoja pracovných príležitostí v eurozóne.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok sa zaoberá vývojom produktivity práce v eurozóne a jeho menovopolitickými dôsledkami. Druhý článok analyzuje príležitosti a problémy na makroekonomickej úrovni eurozóny, ktoré so sebou prináša globalizácia. Tretí článok hodnotí skúsenosti Eurosystemu s predpovedaním autonómnych faktorov a nadbytočných rezerv.