

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadaní 7. februára 2008 na základe svojej pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Toto rozhodnutie vychádza z hodnotenia Rady guvernérov, že v strednodobom horizonte pretrvávajú riziká rastu cenovej hladiny vzhľadom na veľmi rýchly rast peňažnej zásoby a úverov. Súčasné krátkodobé tlaky na rast inflácie sa nesmú premietnuť do strednodobého horizontu. Vzhľadom na mandát Rady guvernérov je pevné ukotvenie inflačných očakávaní v strednodobom a dlhodobom horizonte jej najväčšou prioritou. Za daných okolností je Rada guvernérov aj naďalej odhodlaná predchádzať vzniku sekundárnych vplyvov a možnosti naplnenia rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom výhľade. Pokračovanie prehodnocovania rizík na finančných trhoch je spojené s neobvykle veľkou neistotou súvisiacou s celkovým vplyvom na reálnu ekonomiku. Základné ekonomické veličiny v eurozóne sú síce priaznivé, ale dostupné údaje potvrdzujú, že stále existuje riziko, že skutočný hospodársky rast bude nižší, ako sa predpokladá. Rada guvernérov bude v najbližších týždňoch naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Čo sa týka ekonomickej analýzy, najnovšie údaje o hospodárskej aktivite na prelome rokov naznačujú, že rast v eurozóne o niečo zaostal za 0,8-percentnou štvrťročnou mierou rastu zaznamenanou v treťom štvrťroku 2007. Tento vývoj je v súlade s vývojom ukazovateľov dôvery podnikov a spotrebiteľov, ktoré síce v posledných mesiacoch klesajú, ale aj napriek tomu sa celkovo držia na úrovni naznačujúcej pokračovanie rastu.

Čo sa týka ďalšieho vývoja, spomalenie hospodárskeho rastu niektorých hlavných obchodných partnerov eurozóny môže síce mať vplyv na rast reálneho HDP eurozóny v roku 2008, ale očakáva sa, že domáci i zahraničný dopyt by mali pokračujúci rast podporiť. Toto hodnotenie je celkovo v súlade s dostupnými prognózami súkromných i verejných inštitúcií. Základné ekonomické veličiny v eurozóne zostávajú priaznivé a hospodárstvo eurozóny nevykazuje výraznú nerovnováhu. Ziskovosť neklesá a miera nezamestnanosti klesla na úroveň, aká bola naposledy zaznamenaná pred 25 rokmi. V dôsledku priaznivejších hospodárskych podmienok a obmedzeného rastu miezd sa počet zamestnaných osôb, ako i miera zapojenia pracovných síl do pracovného procesu podstatne zvýšili. K hospodárskemu rastu by preto mal aj naďalej prispievať rast spotreby, v súlade s vývojom reálneho disponibilného príjmu, rovnako ako aj investičný rast.

Neistota spojená s perspektívou hospodárskeho rastu napriek tomu zostáva neobvykle veľká a potvrdilo sa, že výhľad hospodárskej aktivity ohrozujú skôr riziká, ktoré môžu rast spomaliť. Tieto riziká sa týkajú predovšetkým potenciálne väčšieho ako v súčasnosti očakávaného vplyvu vývoja na finančných trhoch na podmienky financovania a celkovú ekonomickú náladu, s negatívnymi účinkami 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, ako i možnosťou nesúrodého vývoja v dôsledku globálnej nerovnováhy.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa predbežného odhadu Eurostatu dosiahla v januári 2008 ročná miera inflácie HICP úroveň 3,2 %, v porovnaní s 3,1 % v decembri 2007. To potvrdzuje pretrvávajúci silný tlak na rast inflácie v krátkodobom horizonte, ktorý vyplýva predovšetkým z výrazného zvyšovania cien komodít v posledných mesiacoch, a to najmä ropy a potravín.

Je veľmi pravdepodobné, že miera inflácie HICP v najbližších mesiacoch zostane výrazne nad úrovňou 2 % a počas roka 2008 bude klesať len veľmi pomaly. To potvrdzuje očakávania Rady guvernérov, že obdobie dočasne vysokej miery inflácie by mohlo trvať dlhšie. Okrem toho je dôležité zdôrazniť, že pokles miery inflácie, ktorý je uvedený v projekciách odborníkov Eurosystemu za december 2007, vychádza z predpokladu, že dôjde k určitému obratu nedávneho rastu cien komodít v súlade s tým, čo naznačujú súčasné ceny v termínovaných obchodoch. Konkrétnejšie, projekcie predpokladajú, 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. Riziko okrem iného predstavuje aj možnosť rýchlejšieho ako v súčasnosti očakávaného rastu miezd vzhľadom na vysokú mieru využitia kapacít a horšie podmienky 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 práve toto veľmi dôležité pre udržanie cenovej stability v strednodobom horizonte, a tým aj kúpnej sily všetkých obyvateľov eurozóny. Rada guvernérov veľmi pozorne sleduje mzdové vyjednávania v eurozóne. Je potrebné vyhnúť sa indexácii nominálnych miezd podľa cenovej hladiny. Ďalšie

zvyšovanie cien ropy a poľnohospodárskych produktov, rovnako dynamické ako v posledných mesiacoch, ako i neplánované zvyšovanie regulovaných cien a nepriamych daní tak predstavujú riziká, že skutočná inflácia presiahne vyhladky vývoja inflácie.

Menová analýza potvrdzuje, že cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobjšom horizonte ohrozujú predovšetkým inflačné riziká. Hoci sa ročný rast agregátu M3 v decembri trochu spomalil, aj napriek tomu zostal veľmi dynamický na úrovni 11,5 %, zatiaľ čo rast agregátu M1 sa naďalej spomaľuje a odráža tak tlmiaci účinok vyšších úrokových sadziieb. Dynamika širokého menového agregátu mohla byť v posledných štvrtrokoch ovplyvnená viacerými prechodnými faktormi, predovšetkým vyrovnávaním výnosovej krivky, ktoré mohli podporovať presun peňazí do peňažných aktív. Ak vezmeme do úvahy tieto mimoriadne faktory, celkové hodnotenie najnovších údajov potvrdzuje, že skutočná miera rastu peňažnej zásoby zostáva vysoká.

Tento záver potvrdzuje aj neustály rast úverov súkromnému sektoru, ktorý v decembri dosiahol medziročne úroveň 11,1 %. Hoci dynamika rastu úverov domácnostiam sa v posledných štvrtrokoch ďalej spomaľovala a odrážala tak vplyv vyšších kľúčových úrokových sadziieb ECB od decembra 2005 a oslabenie na trhu s nehnuteľnosťami v niektorých častiach eurozóny, rast úverov nefinančným spoločnostiam si udržal pomerne vysoké tempo. Objem úverov nefinančným spoločnostiam eurozóny bol ku koncu decembra 2007 o 14,4 % vyšší ako v predchádzajúcom roku.

Zatiaľ existuje iba málo dôkazov o tom, že by turbulencie na finančnom trhu od začiatku augusta 2007 výrazne ovplyvnili dynamiku širokého menového a úverového agregátu. Podľa dostupných údajov nevedla zvýšená volatilita na finančných trhoch k výrazným presunom v štruktúre portfólií do menových aktív, ako to bolo v období rokov 2001 až 2003. Pokračujúci rýchly rast úverov naznačuje, že i napriek sprísneniu úverových štandardov uvedených vo výsledkoch z prieskumu bankových úverov v eurozóne sa turbulencie na finančných trhoch zatiaľ ponuky bankových úverov v eurozóne výraznejšie nedotkli. Ucelenejší prehľad o vplyve vývoja na finančných trhoch na súvahy bánk, podmienky financovania a rast peňažnej zásoby a úverov bude možné získať až na základe ďalších údajov a analýz.

Porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy potvrdzuje záver, že cenovú stabilitu v strednodobom horizonte ohrozujú inflačné riziká v podmienkach veľmi rýchleho rastu peňažnej zásoby a úverov, ako i priaznivých ekonomických veličín v eurozóne. Vplyv prebiehajúceho prehodnocovania rizík na finančných trhoch na reálnu

ekonomiku je stále sprevádzaný vysokou mierou neistoty. Dostupné údaje potvrdzujú, že perspektívu vývoja hospodárskej aktivity stále ohrozujú riziká, ktoré môžu rast spomaliť. Rada guvernérov preto bude veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov a je i naďalej odhodlaná predchádzať vzniku sekundárnych vplyvov a možnosti naplnenia rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom výhľade. Je nanajvýš dôležité, aby strednodobé a dlhodobé inflačné očakávania zostali pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. V súlade s mandátom Rady guvernérov je takéto ukotvenie inflačných očakávaní jej najvyššou prioritou.

V oblasti rozpočtovej politiky je potrebné vyvarovať sa tomu, aby krajiny EÚ začali uvoľňovať svoje rozpočtové politiky na základe vlastného uváženia. Existuje dostatok dôkazov, že príliš aktívne rozpočtové politiky neboli z hľadiska stabilizácie európskych ekonomík účinné a viedli skôr k trvalému zvyšovaniu pomerov výdavkov a dlhu k HDP. Rozpočtová politika môže najlepšie prispieť k makroekonomickej stabilite tým, že umožní voľné pôsobenie automatických stabilizátorov v krajinách so stabilnou rozpočtovou pozíciou a zabezpečí dlhodobú udržateľnosť verejných financií. Krajiny s nevyrovnaným rozpočtom by mali pokračovať v konsolidácii v súlade s požiadavkami Paktu stability a rastu. Existuje reálne riziko, že niektoré krajiny nespĺnia ustanovenia preventívnych opatrení paktu, a tým naštobia jeho dôveryhodnosť.

Štrukturálne reformy pomáhajú ekonomikám, aby sa prispôbili nepriaznivým šokom, posilnili rast produktivity a zvýšili zamestnanosť a konkurenciu, a tým tiež pomohli zmierniť inflačné tlaky. K udržaniu cenovej stability v eurozóne by mohlo prispieť najmä posilnenie konkurencie v sektore služieb a sieťových odvetví, ako i uplatňovanie primeraných opatrení na poľnohospodárskom trhu v EÚ.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý sa zaoberá významom peňažného trhu eurozóny pre transmisiu rozhodnutí menovej politiky a vysvetľuje niektoré nástroje, ktoré ECB používa pri sledovaní tohto trhu. Druhý článok analyzuje vývoj sekuritizácie v eurozóne. Tretí poskytuje údaje o výnosových krivkách, ktoré zverejňuje ECB.