

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadaní 10. apríla 2008 na základe svojej pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Najnovšie informácie potvrdzujú existenciu silných krátkodobých inflačných tlakov. Eurozóna v súčasnosti prechádza pomerne dlhým obdobím prechodne vysokej ročnej miery inflácie, ktorej hlavnou príčinou je rast cien energií a potravín. Najnovšie údaje tiež jednoznačne potvrdzujú záver Rady guvernérov, že vzhľadom na veľmi rýchly rast peňažnej zásoby a objemu úverov cenovú stabilitu strednodobo ohrozujú inflačné riziká. Základné ekonomické veličiny v eurozóne sú priaznivé. Aktuálne makroekonomické údaje naďalej naznačujú síce pomalší, ale stále pokračujúci rast reálneho HDP. Miera neistoty spôsobenej nepokojmi na finančných trhoch však zostáva nezvyčajne vysoká a napätá situácia môže trvať dlhšie, než sa pôvodne očakávalo. Za daných okolností Rada guvernérov zdôrazňuje, že jej hlavnou úlohou v zmysle jej mandátu je udržiavanie cenovej stability v strednodobom horizonte. Pevné ukotvenie strednodobých až dlhodobějších inflačných očakávaní je pre Radu guvernérov najvyššou prioritou a v tomto smere rozhodne nie je dôvod na prílišnú spokojnosť. Rada guvernérov verí, že súčasné nastavenie menovej politiky jej tento cieľ pomôže dosiahnuť, a je naďalej pevne odhodlaná predchádzať vzniku sekundárnych vplyvov a naplneniu inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. Rada guvernérov bude v najbližších týždňoch naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, podľa druhého odhadu Eurostatu dosiahol medzikvartálny rast reálneho HDP v poslednom štvrtroku 2007 0,4 %, po 0,7 % v predchádzajúcom štvrtroku. Najnovšie informácie o hospodárskej aktivite tiež podporujú predchádzajúce očakávania síce mierneho, ale nepretržitého rastu v prvom štvrtroku 2008. Hospodárstvo eurozóny má celkovo pevné základy a nevykazuje žiadnu výraznú nerovnováhu.

Čo sa týka ďalšieho vývoja, v roku 2008 sa očakáva, že domáci i zahraničný dopyt prispejú k ďalšiemu rastu reálneho HDP v eurozóne, aj keď v menšej miere ako v roku 2007. Rast svetového hospodárstva má i napriek určitému spomaleniu pokračovať, najmä vďaka rýchlemu rastu v nových trhových ekonomikách. Z toho by mal naďalej ťažiť zahraničný dopyt po produktoch eurozóny. Investičný rast v eurozóne by mal naďalej podporovať hospodársku aktivitu vzhľadom na vysokú mieru využitia kapacít,

neklesajúcu ziskovosť a žiadne výrazné obmedzenie ponuky bankových úverov. Zároveň sa v dôsledku lepších hospodárskych podmienok a primeraného mzdového rastu podstatne zvýšila zamestnanosť a miera zapojenia pracovných síl, pričom miera nezamestnanosti klesla na úroveň naposledy zaznamenanú pred 25 rokmi. Rast spotreby by mal napriek určitému útlmu v dôsledku vplyvu vyšších cien energií a potravín na kúpnu silu naďalej prispievať k hospodárskemu rastu, v súlade s rastom reálneho disponibilného dôchodku.

Tento scenár hospodárskeho rastu naďalej sprevádza vysoká miera neistoty, pričom prevažuje riziko, že skutočné tempo rastu bude nižšie. Riziká súvisia najmä s turbulenciami na finančnom trhu, ktoré by mohli trvať dlhšie, než sa pôvodne očakávalo a mohli by mať väčší vplyv na reálnu ekonomiku, než sa v súčasnosti predpokladá. Ďalšie riziká pomalšieho hospodárskeho rastu súvisia s tlmiacim účinkom ďalšieho neočakávaného rastu cien energií a potravín na spotrebu a investičnú aktivitu, ako aj s protekcionistickými tlakmi a možnosťou nerovnomerného vývoja v dôsledku globálnych nerovnováh.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa rýchleho odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v marci 2008 dosiahla 3,5 %, po 3,3 % vo februári. Tento výsledok potvrdzuje naďalej vysoký a v poslednom čase stále rastúci krátkodobý tlak na rast inflácie, ktorý pramení z prudkého zvyšovania cien energií a potravín v posledných mesiacoch. Je pravdepodobné, že miera inflácie HICP v najbližších mesiacoch zostane výrazne nad úrovňou 2 % a počas roka 2008 bude klesať len postupne. Eurozóna teda v súčasnosti prechádza pomerne dlhým obdobím prechodne vysokých ročných mier inflácie.

Tento scenár vývoja inflácie v strednodobom horizonte jednoznačne naďalej sprevádzajú riziká, že miera inflácie bude v skutočnosti ešte vyššia. Tie zahŕňajú možnosť ďalšieho rastu cien energií a potravín, a tiež neplánované zvyšovanie regulovaných cien a nepriamych daní. Najvýznamnejším je však riziko, že inflačné tlaky by mohla ešte zvýšiť cenová a mzdová politika. Predovšetkým vplyv podnikov na cenotvorbu, najmä v trhových segmentoch s nízkou konkurenciou, by mohol byť vyšší, než sa v súčasnosti očakáva. Vzhľadom na vysoké využitie kapacít a nedostatok pracovnej sily by zároveň mohol byť vyšší aj mzdový rast.

V tejto situácii je nevyhnutné, aby všetky zainteresované strany zodpovedne plnili svoje úlohy. Je potrebné zabrániť sekundárnemu vplyvu vyšších cien energií a potravín na

mzdový rast a cenotvorbu. Podľa názoru Rady guvernérov je to zásadný predpoklad udržania cenovej stability v strednodobom horizonte, a tým aj kúpnej sily všetkých obyvateľov eurozóny. Rada guvernérov veľmi pozorne sleduje mzdové vyjednávania v eurozóne. V tejto súvislosti je znepokojená existenciou systémov indexácie nominálnych miezd na hladinu spotrebiteľských cien. Tieto systémy totiž so sebou nesú riziko inflačných šokov vedúcich k roztočeniu mzdovo-cenovej špirály, ktorá by mala nepriaznivý vplyv na zamestnanosť a konkurencieschopnosť príslušných krajín. Rada guvernérov preto vyzýva, aby sa systémy tohto druhu nepoužívali.

Menová analýza potvrdzuje, že cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobjšom horizonte ohrozujú predovšetkým inflačné riziká. Ročné tempo rastu agregátu M3 vo februári zostalo na veľmi vysokej úrovni 11,3 %, vďaka naďalej rýchlemu rastu úverov peňažných finančných inštitúcií poskytovaných súkromnému sektoru. Zatiaľ čo ročná miera rastu agregátu M1 sa v posledných mesiacoch naďalej spomaľovala, vzhľadom na to, že vyššie krátkodobé úrokové sadzby zvýšili oportunitné náklady držby najlikvidnejších zložiek M3, objem termínovaných vkladov naďalej rástol extrémne rýchlym tempom. Dôvodom je pomerne plochá výnosová krivka, ktorá zvýšila atraktivnosť peňažných aktív úročených takmer trhovou sadzbou v porovnaní s riskantnejšími nástrojmi s dlhšou dobou splatnosti. Účinok plochej výnosovej krivky a celý rad ďalších prechodných faktorov naznačuje, že ročné tempo rastu M3 v súčasnosti nadhodnocuje tempo skutočnej menovej expanzie. Aj po zohľadnení týchto vplyvov však komplexné hodnotenie najnovších údajov potvrdzuje, že skutočná miera rastu peňažnej zásoby a úverov zostáva vysoká.

Rast objemu úverov domácnostiam sa v posledných mesiacoch spomalil v dôsledku zvyšovania základných úrokových sadzieb ECB od decembra 2005 a ochladenia na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie vo viacerých častiach eurozóny. Úvery nefinančným spoločnostiam však aj naďalej rastú veľmi rýchlym tempom. Objem bankových úverov poskytnutých nefinančným spoločnostiam v eurozóne za rok do februára 2008 medziročne vzrástol o 14,8 %. Za posledné dva roky objem bankových úverov domácemu súkromnému sektoru celkovo rástol o 11 % ročne.

Zatiaľ existuje len málo dôkazov o tom, že by turbulencie na finančnom trhu od začiatku augusta 2007 výrazne ovplyvnili celkovú dynamiku širokého menového a úverového agregátu. Naďalej rýchly rast úverov nefinančným spoločnostiam naznačuje, že i napriek

sprihsneniu úverových podmienok podľa výsledkov 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 jednoznačne potvrdzuje záver, že cenovú stabilitu v strednodobom horizonte ohrozujú inflačné riziká v podmienkach veľmi rýchleho rastu peňažnej zásoby a úverov, bez známkov výrazného obmedzenia ponuky bankových úverov domácnostiam a nefinančným spoločnostiam. Základné ekonomicke veličiny v eurozóne sú priaznivé. Aktuálne makroekonomické údaje naďalej naznačujú síce pomalší, ale stále pokračujúci rast reálneho HDP. Miera neistoty vyplývajúca z nepokojov na finančnom trhu však zostáva nezvyčajne vysoká a napätie môže trvať dlhšie, než sa pôvodne očakávalo. Rada guvernérov v danej situácii zdôrazňuje, že jej najvyššou prioritou je pevné ukotvenie strednodobých až dlhodobějších inflačných očakávaní. Rada guvernérov verí, že súčasné nastavenie menovej politiky jej tento cieľ pomôže dosiahnuť a je naďalej pevne odhodlaná predchádzať vzniku sekundárnych vplyvov a naplneniu inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. Rada guvernérov bude v najbližších týždňoch aj naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, zo zámerov uvedených v aktuálnych programoch stability vyplýva zvýšenie pomeru deficitu verejnej správy v eurozóne v roku 2008. Okrem toho je pravdepodobné, že vzniknú aj ďalšie rozpočtové tlaky. Už teraz dochádza k znižovaniu príliš optimistických makroekonomických predpokladov a nárastu politických požiadaviek na uvoľnenie rozpočtovej disciplíny. V tejto situácii by krajiny s nevyrovnaným rozpočtom mali pokračovať v štrukturálnej konsolidácii v súlade s požiadavkami Paktu stability a rastu. V súčasnosti by k obmedzeniu inflačných tlakov prispela aj obozretná rozpočtová politika orientovaná na stabilitu.

V oblasti štrukturálnych reforiem Rada guvernérov víta obnovenú Lisabonskú stratégiu Európskej rady na roky 2008 – 2010 so zameraním na hospodársky rast a zamestnanosť. Priaznivé trendy na trhu práce v eurozóne naznačujú, že hospodárske reformy sa vyplácajú. Napriek tomu však zostáva viacero nevyriešených otázok, keďže celková zamestnanosť je stále pod úrovňou 70 % – cieľa stanoveného v Lisabonskej zmluve –

a nezamestnanosť je naďalej príliš vysoká. Navyše rast produktivity práce je stále nízky a brzdí celkový rast príjmov. Rada guvernérov preto vyzýva krajiny eurozóny, aby zintenzívnili svoje reformné snahy a predovšetkým podporili integráciu trhov, znížili rigiditu na trhu tovarov a služieb a na trhu práce, ktorá obmedzuje konkurenciu, flexibilitu na trhu práce a mzdovú diferenciáciu. Rada guvernérov ich v tomto úsilí podporuje. Reformy by nielen podporili zamestnanosť a potenciálny rast, ale zároveň by prispeli k zmierneniu cenových tlakov.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý hodnotí význam finančných pozícií podnikov z hľadiska dynamiky investičnej aktivity v eurozóne. Druhý opisuje vybrané štatistické nástroje založené na vysokofrekvenčných ukazovateľoch, ktoré sú k dispozícii pri zostavovaní krátkodobých prognóz HDP v eurozóne. Tretí článok prináša prehľad hlavných iniciatív EÚ zameraných na posilnenie opatrení v oblasti finančnej stability.