

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadaní 8. mája 2008 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Miera inflácie sa od jesene 2007 podstatne zvýšila, a to najmä v dôsledku rastúcich cien energií a potravín. Ako už Rada guvernérov viackrát poznamenala, očakáva sa, že miera inflácie zostane vysoká pomerne dlhú dobu, než začne znova postupne klesať. Najnovšie informácie potvrdzujú záver, že v prostredí naďalej veľmi rýchleho menového a úverového rastu cenová stabilitu v strednodobom horizonte ohrozujú inflačné riziká. Ekonomické fundamenty v eurozóne sú priaznivé a dostupné makroekonomické údaje naďalej vypovedajú o síce miernom, ale pokračujúcom raste reálneho HDP. Miera neistoty spojenej s turbulenciami na finančnom trhu však zostáva nezvyčajne vysoká a situácia je stále napätá. Za týchto okolností Rada guvernérov zdôrazňuje, že jej hlavnou úlohou v zmysle jej mandátu je udržiavanie cenovej stability v strednodobom horizonte. Najvyššou prioritou je pevné ukotvenie strednodobých až dlhodobějších inflačných očakávaní. Rada guvernérov je i naďalej pevne odhodlaná brániť vzniku sekundárnych vplyvov a možnosti naplnenia rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. Podľa jej názoru súčasné nastavenie menovej politiky prispeje k dosiahnutiu tohto cieľa. Rada guvernérov bude v najbližších týždňoch i naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, najnovšie údaje a výsledky prieskumov hospodárskej aktivity potvrdzujú predchádzajúce očakávania síce mierneho, ale pokračujúceho rastu v prvej polovici roka 2008. Predovšetkým údaje o priemyselnej výrobe za prvé mesiace roka vypovedajú o neslabnúcej aktivite, aj keď všeobecná nálada v hospodárstve sa naďalej zhoršovala. Hospodárstvo eurozóny má celkovo pevné základy a nevykazuje žiadnu výraznú nerovnováhu.

V súlade s dostupnými prognózami sa očakáva, že domáci i zahraničný dopyt v roku 2008 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. Hospodársku aktivitu by mal i naďalej podporovať investičný rast v eurozóne, vzhľadom na stále vysokú mieru využitia výrobných kapacít a neklesajúcu ziskovosť nefinančného podnikového sektora. Zároveň

dochádza k výraznému rastu zamestnanosti a miery zapojenia pracovných síl, pričom miera nezamestnanosti dosahuje najnižšie hodnoty za posledných 25 rokov. Táto skutočnosť podporuje reálny disponibilný príjem, a tým aj rast spotreby, aj keď kúpnu silu momentálne tlmí vplyv vyšších cien energií a potravín.

Tento scenár hospodárskeho rastu naďalej sprevádza vysoká miera neistoty, pričom prevažuje riziko, že skutočné tempo rastu bude nižšie. Rizikom je predovšetkým možnosť, že negatívny dopad turbulencií na finančnom trhu na reálnu ekonomiku bude väčší, než sa pôvodne očakávalo. Hospodársky rast môže okrem toho ohroziť aj tlmiaci vplyv ďalšieho neočakávaného rastu cien energií a potravín na spotrebu a investičnú aktivitu. Rizikom sú aj protekcionistické tlaky a možnosť nerovnomerného vývoja v dôsledku globálnych nerovnováh.

Čo sa týka vývoja cien, ročná miera inflácie HICP sa v posledných šiestich mesiacoch pohybovala nad úrovňou 3 %. Podľa rýchleho odhadu Eurostatu v apríli 2008 dosiahla 3,3 %. Tento výsledok potvrdzuje naďalej vysoký krátkodobý tlak na rast inflácie, ktorý pramení najmä z prudkého zvyšovania globálnych cien energií a potravín v posledných mesiacoch.

Zo súčasných termínovaných cien týchto komodít vyplýva, že miera inflácie HICP pravdepodobne v najbližších mesiacoch zostane výrazne nad úrovňou 2 % a počas roka 2008 bude klesať len postupne. Eurozóna teda v súčasnosti prechádza pomerne dlhým obdobím vysokých ročných mier inflácie. Nato, aby súčasná zvýšená hladina miery inflácie bola len prechodným javom, je nevyhnutné zabrániť jej premietnutiu do dlhodobějších očakávaní, resp. jej prípadným rozsiahlejším sekundárnym vplyvom na tvorbu miezd a cien.

Tento scenár vývoja inflácie v strednodobom horizonte jednoznačne naďalej sprevádzajú riziká, že miera inflácie bude v skutočnosti ešte vyššia. Medzi riziká patrí 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 je možné, že vplyv podnikov na tvorbu cien, predovšetkým v trhových segmentoch s nízkou konkurenciou, bude väčší, než sa očakáva. Navyše vzhľadom na vysokú mieru využitia výrobných kapacít, nedostatok

pracovních síl na trhu práce a riziko sekundárných účinkov súčasnej vysokej úrovne miery inflácie môže dôjsť k rýchlejšiemu než očakávanému rastu miezd.

Za daných okolností je nevyhnutné, aby všetky zainteresované strany v súkromnom i vo verejnom sektore zodpovedne plnili svoje úlohy. Pri stanovovaní miezd je potrebné brať do úvahy vývoj produktivity práce, stále vysokú mieru nezamestnanosti v mnohých krajinách i postavenie z hľadiska cenovej konkurencieschopnosti. Mierny rast nákladov práce je potrebný najmä v krajinách, ktoré v posledných rokoch strácajú svoju cenovú konkurencieschopnosť. Je nevyhnutné zabrániť sekundárnemu vplyvu vyšších cien energií a potravín na tvorbu miezd a cien. Rada guvernérov je v tejto súvislosti 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. Rada guvernérov veľmi pozorne sleduje mzdové vyjednávania v eurozóne. Podľa jej názoru sú primerané mzdové dohody i naďalej zásadným predpokladom udržania cenovej stability v strednodobom horizonte, a tým aj kúpnej sily všetkých obyvateľov eurozóny.

Menová analýza potvrdzuje, že cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte ohrozujú predovšetkým inflačné riziká. Ročné tempo rastu agregátu M3 bolo aj v marci veľmi výrazné a dosiahlo 10,3 % k čomu prispel naďalej rýchly rast úverov peňažných finančných inštitúcií poskytovaných súkromnému sektoru. Ročné tempo rastu agregátu M1 sa v marci opäť spomalilo v dôsledku vyšších krátkodobých úrokových mier, ktoré viedli k ďalším presunom z vkladov splatných na požiadanie do termínovaných vkladov. Aj keď vplyv plochej výnosovej krivky a ďalšie prechodné faktory naznačujú, že ročné tempo rastu M3 skutočnú dynamiku rastu peňažnej zásoby v súčasnosti nadhodnocuje, aj po zohľadnení tohto vplyvu komplexné hodnotenie najnovších údajov potvrdzuje, že skutočná dynamika menového i úverového rastu zostáva vysoká.

Rast objemu úverov domácnostiam sa v posledných mesiacoch spomaľuje v dôsledku zvyšovania krátkodobých úrokových sadziieb a ochladenia na trhu s nehnuteľnosťami na bývanie vo viacerých častiach eurozóny. Úvery nefinančným spoločnostiam však aj naďalej rastú veľmi rýchlym tempom. Aj keď sa v budúcnosti vzhľadom na menej priaznivé podmienky financovania a pomalší hospodársky rast dá očakávať určité

spomalenie, objem bankových úverov poskytnutých nefinančným spoločnostiam v eurozóne v marci 2008 medziročne vzrástol o 15,0 % a tok úverov je aj v posledných mesiacoch vysoký.

Zatiaľ existuje iba málo dôkazov o tom, že by turbulencie na finančnom trhu od začiatku augusta 2007 výrazne ovplyvnili dynamiku širokého menového agregátu a úverov. Naďalej rýchly rast objemu úverov nefinančným spoločnostiam naznačuje, že finančné turbulencie doteraz dostupnosť bankových úverov podnikom v eurozóne nijako výrazne nenarušili. 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. Ekonomické fundamenty v eurozóne sú priaznivé a dostupné makroekonomické údaje naďalej vypovedajú o síce miernom, ale pokračujúcom raste reálneho HDP. V dôsledku turbulencií na finančných trhoch však i naďalej panuje vysoká miera neistoty. 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 brániť 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.

Čo sa týka rozpočtovej politiky, najnovšia prognóza Európskej komisie v eurozóne predpovedá nárast pomeru deficitu rozpočtu verejnej správy v roku 2008 a ďalší mierny nárast v roku 2009. Toto zhoršenie je čiastočne odrazom menej priaznivého hospodárskeho prostredia a pravdepodobného výpadku neplánovaných príjmov z minulých rokov. Zároveň je však odrazom nečinnosti v oblasti rozpočtovej konsolidácie a nových opatrení zvyšujúcich deficit v mnohých krajinách s rozpočtovou nerovnováhou vrátane niektorých krajín s vysokým deficitom. Vo viacerých krajinách je dosiahnutie individuálnych strednodobých cieľov najneskôr do roka 2010, v zmysle záväzkov vlád krajín eurozóny prijatých v apríli 2007 v Berlíne, jednoznačne ohrozené. V týchto

krajinách je nevyhnuté prijať oveľa rôznejšie opatrenia. Pre všetky krajiny však platí, že obozretná rozpočtová politika by zároveň pomohla odolávať súčasným inflačným tlakom.

Za danej situácie je tiež dôležité zintenzívniť snahy v oblasti štrukturálnych reforiem, a to najmä s cieľom podporiť trhovú integráciu a zredukovať nepružnosť na trhoch tovaru a služieb a na trhu práce. Iniciatívy zamerané na zvyšovanie konkurencie v trhových segmentoch s nízkou úrovňou konkurencie – napr. v oblasti služieb a energetiky – by umožnili zmenu cenotvorby, a tým prispeli k znižovaniu inflačných tlakov. Okrem toho by opatrenia na zvyšovanie trendového rastu produktivity práce prispeli k pomalšiemu zvyšovaniu jednotkových nákladov práce a v konečnom dôsledku aj k vyššej zamestnanosti.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý rozoberá príčiny, prečo má inflácia systematicky negatívne účinky na reálnu hospodársku aktivitu. Tento článok analyzuje niektoré empirické dáta o vzťahu medzi mierou inflácie a rastom produkcie a rozoberá pozitívny vplyv udržiavania cenovej stability na dlhodobý výrobný potenciál hospodárstva. Druhý článok hodnotí realizáciu operácií Eurosystemu na voľnom trhu počas nedávneho obdobia turbulencií na finančných trhoch. Dospieva k záveru, že prevádzkový rámec Eurosystemu sa ukázal byť dostatočne pružný a odolný, bez toho, aby na riešenie zvýšenej volatility na eurovom peňažnom trhu od posledného augusta boli potrebné akékoľvek štrukturálne zmeny.