

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí 6. júla 2006 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Informácie, ktoré sú k dispozícii od predchádzajúceho zasadania Rady guvernérov uskutočneného 8. júna, potvrdzujú, že ďalšia redukcia menovej akomodácie bola na obmedzenie rizík rýchlejšieho rastu cien potrebná. Včasné reagovanie s cieľom obmedziť takéto riziká bude aj naďalej nevyhnutné, aby inflačné očakávania v eurozóne zostali pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Takéto ukotvenie inflačných očakávaní je predpokladom toho, aby menová politika mohla dlhodobo prispievať k udržateľnému hospodárskemu rastu a tvorbe pracovných miest v eurozóne. Vzhľadom na to, že kľúčové úrokové sadzby ECB sú v nominálnom i reálnom vyjadrení stále na nízkej úrovni, peňažný a úverový rast je dynamický a úroveň likvidity je podľa všetkých spoľahlivých ukazovateľov vysoká, menová politika zostáva akomodatívna. Ak sa teda potvrdia predpoklady Rady guvernérov a jej základný scenár ďalšieho vývoja, aj naďalej bude potrebná priebežná redukcia menovej akomodácie. Za týchto okolností bude Rada guvernérov venovať veľkú pozornosť ďalšiemu vývoju s úmyslom zabrániť naplneniu rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, najnovšie údaje a výsledky prieskumov zostávajú pozitívne a v posledných mesiacoch sa celkovo stále zlepšujú. Táto skutočnosť vcelku potvrdzuje záver Rady guvernérov, že hospodársky rast v prvom polroku 2006 znova nabral na intenzite a je zároveň rovnomernejšie rozložený a ustálenejší. Pritom sú vytvorené podmienky na to, aby sa hospodársky rast udržal blízko svojho potenciálu aj v budúcnosti, i napriek možnej volatilitě v štvrtročných údajoch. Naďalej živá globálna hospodárska aktivita podporuje vývoz z eurozóny. Očakáva sa, že investičná aktivita vzrastie a bude ťažiť z dlhodobo veľmi výhodných podmienok financovania, výsledkov reštrukturalizácie podnikových bilancií a z doterajšieho a ďalšieho zvyšovania ich ziskovosti a efektívnosti. S ďalším zlepšovaním podmienok v oblasti zamestnanosti by časom malo dochádzať aj k postupnému zrýchľovaniu rastu spotreby v eurozóne v súlade s vývojom reálneho disponibilného dôchodku. Túto vcelku priaznivú perspektívu vývoja hospodárskej aktivity vyjadrujú aj júnové makroekonomické projekcie odborníkov Eurosystemu a prognózy medzinárodných organizácií a verejných i súkromných inštitúcií.

Riziká ohrozujúce túto perspektívu vývoja hospodárskeho rastu sa v krátkodobom horizonte zdajú byť vyvážené, avšak v dlhodobejšom horizonte prevládajú riziká pomalšieho rastu, ktoré súvisia najmä s možnosťou ďalšieho zvyšovania cien ropy, nerovnomerným vyrovnávaním globálnych nerovnováh a potenciálnymi tlakmi na zvyšovanie protekcionizmu.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa predbežného odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v júni 2006 dosiahla 2,5 %, v porovnaní s 2,5 % v máji a 2,4 % v apríli. V druhom polroku 2006 a v priemere aj v roku 2007 miera inflácie pravdepodobne zostane nad úrovňou 2 %, pričom jej presná výška bude závisieť od budúceho vývoja cien energií. Tento predpoklad podporujú aj projekcie odborníkov Eurosystemu a dostupné prognózy verejného i súkromného sektora. Zatiaľ čo nevýrazný vývoj nákladov práce v eurozóne by mal v roku 2007 pokračovať – aj v dôsledku pretrvávajúcich konkurenčných tlakov vo svete, najmä vo výrobnom sektore – nepriame vplyvy rastu cien ropy v minulosti a avizované zmeny nepriamych daní by mali v priebehu budúceho roka viesť k podstatnému nárastu inflácie. Za daných okolností, a tiež v kontexte priaznivejšieho prostredia pre hospodársku aktivitu a zamestnanosť, je nevyhnutné, aby sociálni partneri k tejto otázke pristupovali aj naďalej zodpovedne.

Tento scenár naďalej ohrozujú riziká rýchlejšieho rastu cien, medzi ktoré patrí ďalšie zvyšovanie cien ropy, výraznejšie než v súčasnosti očakávané premietnutie rastu cien ropy do spotrebiteľských cien, ďalšie zvyšovanie regulovaných cien a nepriamych daní a predovšetkým vyšší než očakávaný rast miezd a cien v dôsledku sekundárnych účinkov predchádzajúceho rastu cien ropy.

Čo sa týka vývoja inflácie v strednodobom až dlhodobejšom horizonte, menová analýza potvrdzuje záver Rady guvernérov, že prevládajú riziká rýchlejšieho rastu cien. Peňažný a úverový rast sa v posledných štvrtrokoch ešte viac zrýchlil. Podľa najnovších údajov sa ročná miera rastu M3 v máji zvýšila na 8,9 %, čo je najvyššia ročná miera rastu M3 od začiatku tretej etapy HMÚ. Dôležitým faktorom vysokej trendovej miery rastu peňažnej zásoby zostáva stimulujúci účinok nízkej úrovne úrokových mier v eurozóne. Ročné tempo rastu objemu úverov súkromnému sektoru ako celku v posledných mesiacoch aj naďalej zaznamenávalo dvojciferný rast, pričom prudko rástli úvery domácnostiam i nefinančným podnikom. Za pokračujúcim výrazným rastom úverov domácnostiam sa aj naďalej skrýva najmä rast úverov na kúpu nehnuteľností na bývanie, ktorého ročná miera

v posledných mesiacoch dosahuje viac ako 12 %. Dynamický rast peňažnej zásoby a výrazné zrýchľovanie úverového rastu v podmienkach už teraz vysokej likvidity predstavujú zvýšené riziko narušenia cenovej stability nadmerným rastom cien v strednodobom až dlhodobejšom horizonte. Menovému vývoju preto bude potrebné venovať zvýšenú pozornosť, najmä vzhľadom na dynamiku trhov s nehnuteľnosťami na bývanie.

Celkovo možno konštatovať, že ročné miery inflácie by mali podľa projekcií v rokoch 2006 a 2007 zostať zvýšené, pričom aj naďalej existujú riziká, že by projektované hodnoty mohli byť prekročené. Vzhľadom na dynamiku rastu peňažnej zásoby v prostredí vysokého objemu likvidity porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy potvrdzuje existenciu rizík rýchlejšieho rastu cien v strednodobom horizonte. Je dôležité, aby inflačné očakávania zostali pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Rada guvernérov preto bude venovať veľkú pozornosť ďalšiemu vývoju s cieľom zabrániť naplneniu rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu, a tým priebežne prispievať k udržateľnému hospodárskemu rastu a tvorbe nových pracovných miest.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, vzhľadom na priaznivé vyhliadky hospodárskeho rastu je celkové tempo konsolidácie sklamaním. Plnenie cieľov konsolidácie je aj naďalej ohrozené, a to najmä vo viacerých krajinách s nadmerným deficitom. Rada guvernérov preto opakovane zdôrazňuje, že je veľmi dôležité vyhnúť sa chybám z minulosti. Zároveň vyjadruje svoj celkový súhlas s hlavnými rozpočtovými úlohami, ktoré vo všeobecnosti stanovila Európska komisia. Tieto úlohy sa týkajú predovšetkým potreby dôsledného uplatňovania upraveného Paktu stability a rastu s cieľom urýchliť fiškálnu konsolidáciu a zlepšiť vyhliadky udržateľnosti verejných financií. Nevyhnutným predpokladom na dosiahnutie týchto cieľov sú strednodobo orientované štrukturálne reformné stratégie a vhodné národné rozpočtové inštitúcie a postupy. A nakoniec, pre európsky rozpočtový rámec má aj naďalej veľký význam spoľahlivé zostavovanie a včasné vykazovanie štatistiky verejných financií. Plnenie týchto úloh zvýši dôveru v zdravé verejné financie a v hospodársky rast v Európe.

Čo sa týka štrukturálnych reforiem, zvyšovanie rastového potenciálu eurozóny, tvorba pracovných miest a posilňovanie schopnosti eurozóny vyrovnávať sa s problémami spojenými s globalizáciou dnes patria medzi najnáročnejšie úlohy hospodárskej politiky. K tomu, aby mohla eurozóna využiť možnosti vyššej životnej úrovne, ktoré ponúka

globalizácia, by vo veľkej miere prispeli pružnejšie trhy práce a trhy tovaru a služieb. Pomohlo by aj priaznivejšie podnikateľské prostredie a plnohodnotný vnútorný trh vrátane sektora služieb, čo by podnietilo zavádzanie inovácií, investičnú aktivitu a zakladanie nových firiem. Rázna realizácia potrebných reforiem by umožnila plne využiť výhody, ktoré občanom eurozóny ponúka globalizácia a jednotný trh, a zároveň by pomohla zvýšiť výrobnú kapacitu hospodárstva eurozóny.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý článok hodnotí rôzne miery inflačných očakávaní v eurozóne v horizontoch dlhších ako jeden rok. Druhý článok analyzuje trendy vývoja exportnej výkonnosti eurozóny.