

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí 5. októbra 2006 rozhodla, že minimálnu akceptovateľnú úrokovú sadzbu pre hlavné refinančné operácie Euro systému zvýši o 25 bázických bodov na 3,25%. Úrokové sadzby jednodňových refinančných obchodov a jednodňových sterilizačných obchodov sa tiež zvýšili o 25 bázických bodov na 4,25%, resp. 2,25%. Rozhodnutie zvýšiť kľúčové úrokové sadzby ECB je reakciou na riziká ohrozujúce cenovú stabilitu rýchlejším rastom cien v strednodobom horizonte, ktoré Rada guvernérov zistila na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy. Jej rozhodnutie pomôže udržať strednodobé až dlhodobejšie inflačné očakávania v eurozóne 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. Aj po tomto zvýšení však kľúčové úrokové sadzby ECB zostávajú na nízkej úrovni, rast peňažnej zásoby a úverov je dynamický a miera likvidity v eurozóne je podľa všetkých spoľahlivých ukazovateľov vysoká. Menová politika ECB je teda aj naďalej akomodatívna. Ak sa potvrdia predpoklady Rady guvernérov a jej základný scenár ďalšieho vývoja, menovú akomodáciu bude potrebné redukovať aj naďalej. Rada guvernérov bude preto stále veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov, aby zabezpečila cenovú stabilitu v strednodobom a dlhodobejšom horizonte.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, štvrťročná miera rastu reálneho HDP v eurozóne v druhom štvrťroku 2006 na úrovni 0,9 % sa potvrdila. Eurostat od minulého zasadania Rady guvernérov uskutočneného 31. augusta 2006 navyše zrevidoval údaje o raste za dva predchádzajúce štvrťroky smerom nahor, čím potvrdil významné zrýchlenie hospodárskeho rastu v posledných štvrťrokoch. Na základe revidovaných údajov rástla hospodárska aktivita v posledných štyroch kvartáloch v priemere 0,7 %, miera nezamestnanosti mala klesajúcu tendenciu, obnovil sa rast zamestnanosti a očakávania v oblasti zamestnanosti zostávajú celkovo priaznivé. Hospodárske oživenie sa celkovo zdá byť o niečo rýchlejšie, než ako to vyplývalo z doterajších údajov. Rast je rozložený rovnomernejšie a podporuje ho najmä domáci dopyt. Dostupné informácie o hospodárskej aktivite v treťom štvrťroku získané z rôznych prieskumov dôvery a odhadov opierajúcich sa o hospodárske ukazovatele aj naďalej podporujú predpoklad, že hospodárska aktivita bude rásť rýchlym tempom, s možnosťou jeho menšieho zmiernenia.

Čo sa týka zvyšnej časti roka 2006 a roka 2007, i naďalej pretrvávajú podmienky na silný rast hospodárstva eurozóny v blízkosti rastového potenciálu, s istou mierou volatility štvrťročného tempa rastu, ktorá sa pravdepodobne prejaví na prelome roka. Naďalej výrazná globálna hospodárska aktivita sa stáva regionálne vyvázenejšou, čím stále podporuje vývoz z eurozóny. Očakáva sa, že investičná aktivita bude aj ďalej intenzívna a bude ťažiť z dlhodobu veľmi výhodných podmienok financovania, výsledkov reštrukturalizácie podnikových bilancií, z doterajšej a pokračujúcej vysokej ziskovosti podnikov a zvyšovania ich efektívnosti. S ďalším zlepšovaním podmienok v oblasti zamestnanosti by časom malo dochádzať aj k ďalšiemu zrýchľovaniu rastu spotreby v eurozóne, v súlade s vývojom reálneho disponibilného dôchodku.

Riziká ohrozujúce uvedený scenár hospodárskeho rastu sú z krátkodobejšieho hľadiska v zásade vyrovnané, aj keď nedávny pokles cien ropy, pokiaľ by bol dlhodobejší, môže potenciálne viesť k mierne vyššiemu dopytu a rastu produkcie, než v súvislosti s hospodárskou aktivitou v nadchádzajúcich štvrťrokoch predpokladá základný scenár Rady guvernérov. V dlhodobejšom horizonte celkovo prevažujú riziká pomalšieho hospodárskeho rastu, ktoré súvisia predovšetkým s možnosťou obnoveného rastu cien ropy, s obavami zo zosilnenia protekcionistických tlakov, a to najmä po prerušení kola obchodných rokovaní v Dohe, a s možnosťou nerovnomerného vývoja v dôsledku globálnych nerovnováh.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa predbežného odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v septembri 2006 klesla z augustových 2,3 % na 1,8 %. Hoci podrobné členenie zatiaľ nie je k dispozícii, zdá sa, že tento pomerne výrazný pokles je kombináciou priaznivých bázických efektov, najmä vzhľadom na značný rast cien ropy pred rokom, a ich nedávneho podstatného poklesu. Keďže vyhliadky cien energií sú neisté, na základe súčasných cien energií a vyšších cien dosahovaných na termínovaných trhoch sa predpokladá, že koncom tohto roka a začiatkom roka 2007 sa celková miera inflácie znova zvýši. Rada guvernérov preto očakáva značnú krátkodobú volatilitu ročnej miery inflácie HICP, pričom celková miera inflácie v roku 2006 zostane i naďalej zvýšená na úrovni nad 2 % a je pravdepodobné, že tento stav sa nezmení ani v roku 2007.

Táto perspektíva cenového vývoja je stále ohrozená rizikami rýchlejšieho rastu cien. I naďalej k nim patrí riziko výraznejšieho než v súčasnosti predpokladaného premietnutia predchádzajúcich cien ropy do spotrebiteľských cien a ďalšieho, zatiaľ neohláseného

zvyšovania regulovaných cien a nepriamych daní. Navyše nie je možné vylúčiť ani opätovné zvyšovanie cien ropy. Ešte dôležitejšie však je, že vzhľadom na priaznivé tempo rastu reálneho HDP zaznamenané v posledných štvrtrokoch a pozitívne signály z trhu práce, rýchlejší než v súčasnosti očakávaný rast miezd predstavuje podstatné riziko ohrozenia cenovej stability zvýšenou mierou inflácie. Za daných okolností je nevyhnutné, aby sociálni partneri k tejto otázke pristupovali aj naďalej zodpovedne, a to najmä v kontexte priaznivejšieho prostredia pre hospodársku aktivitu a zamestnanosť.

Menová analýza aj naďalej poukazuje na existenciu inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte. Ročný rast M3 sa v auguste znova zvýšil na 8,2 % a miera rastu peňažnej zásoby a objemu úverov zostáva vzhľadom na stále nízku úroveň úrokových mier v eurozóne celkovo vysoká. Predovšetkým ročné tempo rastu objemu úverov súkromnému sektoru stále zaznamenáva dvojciferné hodnoty, tak vo vzťahu k úverom domácnostiam, ako aj podnikovému sektoru. Z hľadiska primeranej strednodobej perspektívy tento vývoj i naďalej zodpovedá neustálemu trendu zvyšovania základnej miery rastu peňažnej zásoby, ktorý je v menovej analýze ECB zjavný už od polovice roka 2004. Okrem toho je objem likvidity v eurozóne po niekoľkých rokoch výrazného rastu peňažnej zásoby podľa všetkých vierohodných ukazovateľov vysoký. Pokračujúci rast objemu peňazí a úverov v prostredí vysokého stavu likvidity v dôsledku sústavne vysokej miery rastu peňažnej zásoby v posledných rokoch i naďalej predstavuje riziko ohrozenia cenovej stability zvýšenou mierou inflácie v strednodobom až dlhodobejšom horizonte. Menový vývoj preto treba pozorne sledovať, najmä vzhľadom na priaznivejší hospodársky vývoj a vysokú dynamiku trhov s nehnuteľnosťami v mnohých častiach eurozóny.

Celkovo možno konštatovať, že ročná miera inflácie by podľa projekcií v rokoch 2006 a 2007 mala zostať zvýšená, pričom rizikom tohto scenára je jednoznačne ešte vyšší rast cien. Vzhľadom na pretrvávajúcu dynamiku rastu peňažnej zásoby a objemu úverov v prostredí vysokého stavu likvidity potvrdzuje porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy prítomnosť rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu zvyšovaním inflácie v strednodobom horizonte. Je dôležité, aby inflačné očakávania zostali pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Ak sa potvrdia predpoklady Rady guvernérov a jej základný scenár ďalšieho vývoja, menovú akomodáciu bude potrebné redukovať aj naďalej. Rada guvernérov bude preto stále veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých

ukazovateľov, aby zabezpečila cenovú stabilitu v strednodobom a dlhodobejšom horizonte.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, v krajinách eurozóny v súčasnosti prebiehajú záverečné práce na príprave rozpočtov na rok 2007 a pripravuje sa ďalšia aktualizácia programov stability. V súčasnom priaznivom hospodárskom prostredí je nevyhnutné uskutočniť primerané opatrenia na ozdravenie verejných financií. To znamená, že rozpočtové ciele na rok 2007 by mali byť vo všeobecnosti ambicióznejšie než v predchádzajúcich programoch. Krajiny s nadmerným deficitom sa musia i naďalej intenzívne snažiť dodržať prijatý záväzok a primeranou a dôveryhodnou štrukturálnou konsolidáciou znížiť do dohodnutého termínu svoj deficit pod 3 %. Ostatné štáty musia pri plnení svojich strednodobých cieľov dosiahnuť zreteľný pokrok, v súlade s požiadavkami Paktu stability a rastu. Všetky dodatočné rozpočtové príjmy získané vďaka vyššiemu než očakávanému hospodárskemu rastu by sa mali v každom prípade použiť na rýchlejšie znižovanie deficitu alebo zvyšovanie prebytku. Treba sa vyhýbať procyklickej politike, pričom je mimoriadne dôležité, aby sa obmedzovali výdavky, a to aj vzhľadom na vysoký podiel štátnych výdavkov a vysoké daňové zaťaženie v porovnaní s mnohými inými priemyselnými krajinami. Skúsenosti ukazujú, že kľúčom k úspešnej konsolidácii je reforma výdavkov, pričom konsolidácia je potrebná z hľadiska znižovania celkového verejného dlhu a zraniteľnosti verejných financií voči dopadom starnutia populácie.

Rozpočtová konsolidácia bude pravdepodobne najúspešnejšia, ak sa spojí s komplexnými štrukturálnymi reformami. Tieto opatrenia treba prijať čo najskôr, aby sa zmiernili nepriaznivé dopady prognózovaných demografických zmien v eurozóne na ekonomiku. Pokles počtu obyvateľov v produktívnom veku bude zvyšovať tlak na dôchodkový systém a systém zdravotnej starostlivosti, čo môže mať ďalekosiahle hospodárske dôsledky. Na podporu potenciálneho hospodárskeho rastu v eurozóne, na posilnenie makroekonomickej pružnosti a dynamiky a na zaistenie životnej úrovne občanov je treba naďalej bezodkladne realizovať reformy trhov práce, tovarov a služieb. Tým sa zvýši miera zapájania sa občanov do pracovného procesu a zamestnanosť a zároveň sa podporí inovácia a ďalšie faktory zvyšujúce produktivitu a hospodársky rast. ECB bude k tomuto procesu naďalej prispievať udržiavaním cenovej stability v strednodobom horizonte.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý rozoberá možné hospodárske dôsledky prognózovaných demografických trendov v eurozóne a ich vplyv

na menovú politiku, pričom zdôrazňuje nevyhnutnosť štrukturálnych reforiem pri zvládaní nepriaznivých vplyvov starnutia obyvateľstva na hospodárstvo. Druhý článok prináša základné charakteristiky integrovaných finančných a nefinančných účtov inštitucionálnych sektorov eurozóny, ktoré boli po prvýkrát vydané v máji 2006, s dôrazom na niektoré aktuálnejšie informácie týkajúce sa domácností a nefinančných spoločností.