

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB sa na svojom zasadnutí 8. februára 2007 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Informácie, ktoré sú k dispozícii od posledného zasadnutia dňa 11. januára 2007, potvrdzujú opodstatnenosť predchádzajúcich rozhodnutí Rady guvernérov zvýšiť úrokové sadzby. Zároveň potvrdzujú, že je aj naďalej nevyhnutné venovať veľkú pozornosť ďalšiemu vývoju, aby nedošlo k naplneniu rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. To umožní udržať strednodobé až dlhodobjšie inflačné očakávania v eurozóne pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Ako už bolo zdôraznené v minulosti, takéto ukotvenie inflačných očakávaní je predpokladom toho, aby menová politika mohla priebežne prispievať k udržateľnému hospodárskemu rastu a tvorbe pracovných miest v eurozóne. Menová politika ECB je aj naďalej akomodatívna, pričom kľúčové úrokové sadzby ECB zostávajú na nízkej úrovni, rast peňažnej zásoby a úverov je dynamický a úroveň likvidity je podľa všetkých spoľahlivých ukazovateľov vysoká. Dôvody na rzné a včasné kroky na zabezpečenie cenovej stability v strednodobom horizonte preto pretrvávajú.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, podľa najnovších ukazovateľov a výsledkov prieskumov hospodárska expanzia pokračuje aj v roku 2007 a zostáva aj naďalej intenzívna a rovnomerne rozložená. Čo sa týka budúceho vývoja, vo štvrtročných mierach rastu reálneho HDP síce nemožno vylúčiť určitú volatilitu, ale perspektíva hospodárskej aktivity v strednodobom horizonte je stále priaznivá. Naďalej pretrvávajú priaznivé podmienky na rast hospodárstva eurozóny v blízkosti jeho rastového potenciálu. Globálny hospodársky rast, ktorý je teraz regionálne vyrovnanější, je stále výrazný, čo podporuje vývoz z eurozóny. Domáci dopyt v eurozóne by si mal zachovať svoju dynamiku. Investičná aktivita by mala byť naďalej dynamická, čo je výsledkom dlhodobo veľmi výhodných podmienok financovania, reštrukturalizácie podnikových bilancií, vysokého akumulovaného zisku a pokračujúcej vysokej ziskovosti a zvyšovania efektívnosti podnikov. S pokračujúcim zlepšovaním podmienok na trhu práce – najmä rastu zamestnanosti – by malo naďalej dochádzať k postupnému rastu spotreby, v súlade s vývojom reálneho disponibilného dôchodku.

Riziká ohrozujúce túto priaznivú perspektívu vývoja hospodárskeho rastu sú v krátkodobjšom horizonte zhruba vyvážené. V dlhodobjšom horizonte prevládajú

riziká, ktoré by mohli hospodársky rast spomaliť. Ide predovšetkým o obavy zo zvyšovania protekcionistických tlakov, možnosť ďalšieho rastu cien ropy, ako aj obavy z možného nerovnomerného vývoja v dôsledku globálnych nerovnováh.

V oblasti cenového vývoja treba zdôrazniť, že je potrebné zamerať sa na perspektívu vývoja v strednodobom horizonte, odhliadnuc od možnej volatility mier inflácie v priebehu roka 2007. V tejto súvislosti môže byť užitočné skúmať potenciálnu volatilitu inflácie podrobnejšie. Pokiaľ ide o veľmi krátkodobý horizont, zdá sa, že zmeny sadzby DPH v jednej z veľkých krajín eurozóny sa do januárových cien nepreniesli v plnom rozsahu. Ďalej treba poznamenať, že vzhľadom na súčasné ceny ropy, ceny ropy v termínovaných obchodoch a tiež ich predchádzajúci vývoj, môžu značne priaznivé bazické efekty postupne viesť k nižším mieram inflácie na jar a v lete tohto roka. Tieto efekty však budú len dočasné. Očakáva sa, že neskôr v roku 2007 miery inflácie budú v dôsledku nepriaznivých bazických efektov znova rásť.

Strednodobú až dlhodobejšiu perspektívu cenovej stability aj naďalej ohrozujú riziká rýchlejšieho rastu cien. Patrí k nim riziko výraznejšieho než v súčasnosti predpokladaného premietnutia predchádzajúceho rastu 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 rýchlejší než v súčasnosti očakávaný rast miezd predstavuje vážne inflačné riziko ohrozenia cenovej stability, keďže reálny HDP v posledných štvrtrokoch rastie vyhovujúcim tempom, miera využitia kapacít sa podľa výsledkov prieskumov približuje k maximálnym hodnotám zaznamenaným v roku 2000 a výkonnosť trhu práce sa neustále zlepšuje. Je preto nevyhnutné, aby sociálni partneri k tejto otázke aj naďalej pristupovali zodpovedne. V tejto súvislosti by mzdové dohody mali brať do úvahy vývoj produktivity práce a zároveň zohľadňovať stále vysokú mieru nezamestnanosti a stav cenovej konkurencieschopnosti. Rada guvernérov bude budúce mzdové vyjednávania v krajinách eurozóny veľmi pozorne sledovať.

Menová analýza potvrdzuje existenciu inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte. Ročný rast agregátu M3 sa v decembri zrýchlil na 9,7 %, čo je najvyššia miera rastu od zavedenia eura. Mesačné údaje samozrejme môžu byť volatilné a význam krátkodobého vývoja by sa nemal preceňovať.

Pokračujúci dynamický rast peňažnej zásoby a úverov však potvrdzuje záver, že miera rastu širokých peňazí v eurozóne je aj naďalej veľmi vysoká, a zatiaľ nič nenasvedčuje tomu, že by sa tento stály vzostupný trend pozorovaný už od polovice roka 2004 mal zastaviť alebo dokonca obrátiť.

Pokračujúci výrazný rast peňažnej zásoby a úverov je odrazom aj naďalej akomodatívneho nastavenia menovej politiky a posilňovania hospodárskej aktivity v eurozóne. Ročná miera rastu úverov súkromnému sektoru sa síce v porovnaní s predchádzajúcim mesiacom mierne znížila, ale aj v decembri dosiahla vysokých 10,7 %. Dynamický rast úverov súkromnému sektoru je odrazom pokračujúceho trendu zrýchľovania rastu objemu úverov nefinančným spoločnostiam, ktorý trvá už od polovice roka 2004. Na druhej strane, v kontexte rastúcich úrokových sadzieb hypotekárnych úverov v celej eurozóne a klesajúcej dynamiky trhov s nehnuteľnosťami na bývanie v niektorých oblastiach, vykazuje rast úverov domácnostiam v posledných mesiacoch ďalšie známky spomalenia, aj keď miery rastu sú stále veľmi vysoké.

Pri hodnotení trendov rastu peňažnej zásoby a úverov zo strednodobého až dlhodobejšieho hľadiska možno konštatovať, že aktuálny vývoj svedčí o pretrvávajúcom raste miery menovej expanzie. Objem likvidity v eurozóne je po niekoľkých rokoch výrazného rastu peňažnej zásoby podľa všetkých spoľahlivých ukazovateľov vysoký. Pokračujúci výrazný rast peňažnej zásoby a úverov v prostredí vysokého stavu likvidity predstavuje inflačné riziko ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte. Menový vývoj preto treba naďalej veľmi pozorne sledovať, najmä vzhľadom na výrazný rast hospodárskej aktivity a naďalej vysokú dynamiku trhov s nehnuteľnosťami v mnohých častiach eurozóny.

Pri hodnotení trendov cenového vývoja je teda predovšetkým dôležité odhliadnuť od možnej krátkodobej volatility. Ako vyplýva zo súčasného hodnotenia Rady guvernérov, po možnom poklese cien v priebehu jari a leta sa miery inflácie neskôr pravdepodobne znova zvýšia. V strednodobom horizonte cenovú stabilitu aj naďalej ohrozujú inflačné riziká, ktoré súvisia predovšetkým s rýchlejšim rastom miezd, než sa v súčasnosti očakáva. Vzhľadom na veľmi vysokú dynamiku rastu peňažnej zásoby a objemu úverov v prostredí vysokého stavu likvidity potvrdzuje porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy názor, že v strednodobom až dlhodobejšom horizonte prevládajú inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu. Z toho dôvodu bude Rada guvernérov venovať

veľkú pozornosť ďalšiemu vývoju s cieľom predísť naplneniu rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. To prispeje k pevnému ukotveniu strednodobých až dlhodobějších inflačných očakávaní v eurozóne na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Dôvody na rázne a včasné kroky na zabezpečenie cenovej stability v strednodobom horizonte preto pretrvávajú.

Čo sa týka rozpočtovej politiky, prvé ukazovatele potvrdzujú, že fiškálny vývoj v eurozóne bol v roku 2006 v kontexte výrazného rastu produktivity a dodatočných rozpočtových príjmov pomerne priaznivý. Teraz je nevyhnutné zachovať dynamiku zlepšovania stavu verejných financií a zrýchliť tempo rozpočtovej konsolidácie v roku 2007 a 2008, aby všetky krajiny eurozóny čím skôr dosiahli svoj strednodobý cieľ – dobrý stav verejných financií. Lepšie než očakávané rozpočtové výsledky za rok 2006 a možnosť ďalších dodatočných rozpočtových príjmov v tomto roku by bolo vhodné využiť na zrýchlenie rozpočtovej konsolidácie. Ako ukazujú skúsenosti, je nevyhnutné pevne odolávať pokušeniu uvoľniť obmedzovanie výdavkov, oddialiť potrebné reformy alebo uplatňovať v období hospodárskej konjunktúry procyklickú politiku. Opatrenia v oblasti rozpočtovej konsolidácie majú najlepšiu šancu na úspech, ak sú založené na spoľahlivom a komplexnom reformnom programe, ktorý sa namiesto zvyšovania podielu príjmov skôr snaží znižovať výdavky.

Rada guvernérov zdôraznila, že pokrok v oblasti štrukturálnych reforiem a mierny rast nákladov práce v niektorých krajinách boli v posledných rokoch kľúčovými faktormi zvýšenia zamestnanosti a zníženia nezamestnanosti. Štandardizovaná miera nezamestnanosti síce v decembri 2006 dosahovala stále vysokých 7,5 %, bola to však jej najnižšia miera v rámci časového radu začínajúceho rokom 1993 a zo svojej najvyššej hodnoty nameranej v júni 2004 klesla o 1,4 percentuálneho bodu. Nato, aby bolo možné v plnej miere využívať všetky výhody Hospodárskej a menovej únie a jednotného trhu, sú potrebné ďalšie štrukturálne reformy, ktoré by zvýšili adaptabilitu eurozóny. Patrí k nim dostatočná mzdová diferenciácia s cieľom zlepšiť pracovné príležitosti najmä pre menej kvalifikované pracovné sily a v oblastiach s vysokou nezamestnanosťou. Potrebné sú tiež pružnejšie trhy práce a trhy tovarov a služieb, ktoré by priniesli nové investičné príležitosti a umožnili by zavádzanie inovácií. Zároveň je nevyhnutné odstrániť prekážky mobility pracovných síl, či už ide o mobilitu v rámci rôznych profesií, regiónov alebo krajín. Po vstupe Slovinska do eurozóny je nutné umožniť jeho štátnym príslušníkom plný

prístup na trh práce vo všetkých krajinách eurozóny. Štrukturálne reformy v spojení s rozpočtovou konsolidáciou musia celkovo prispievať k udržateľnému rozvoju obmedzovaním záťaže, ktorá sa presúva na mladšie a budúce generácie. Zostávajú teda pred nami výzvy, ktoré sa síce v závislosti od krajiny líšia, všetky si však vyžadujú rýchle a rozhodné kroky.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok sa zaoberá otázkami udržateľnosti verejných financií v eurozóne. Druhý článok prináša prehľad o stave vývoja opatrení EÚ na riadenie finančných kríz. Tretí článok sa zameriava na prevody finančných prostriedkov imigrantov do oblastí susediacich s EÚ v južných, juhovýchodných a východných častiach Európy.