

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB sa na svojom zasadnutí 12. apríla 2007 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na nezmenenej úrovni. Informácie, ktoré sú k dispozícii od 8. marca 2007, keď Rada guvernérov prijala rozhodnutie o zvýšení úrokových sadzieb, potvrdzujú opodstatnenosť tohto rozhodnutia. Zároveň potvrdzujú, že strednodobú perspektívu cenovej stability aj naďalej ohrozujú inflačné riziká, preto je dôležité veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov. Je nevyhnutné zabezpečiť, aby sa nenaplnili riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom horizonte. To pomôže udržať strednodobé až dlhodobšie inflačné očakávania v eurozóne pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite, čo je predpokladom toho, aby menová politika mohla dlhodobo prispievať k udržateľnému hospodárskemu rastu a tvorbe pracovných miest v eurozóne. Vzhľadom na priaznivé hospodárske prostredie je menová politika ECB naďalej akomodatívna. Kľúčové úrokové sadzby ECB sú primerané, rast peňažnej zásoby a úverov je dynamický a úroveň likvidity v eurozóne je podľa všetkých spoľahlivých ukazovateľov vysoká. Dôvody na rúzne a včasné kroky na zabezpečenie cenovej stability v strednodobom horizonte preto pretrvávajú.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, najnovšie informácie potvrdzujú hodnotenie Rady guvernérov, že dynamika hospodárskeho rastu v eurozóne je aj naďalej výrazná. Druhý odhad Eurostatu potvrdil medzikvartálnu mieru rastu reálneho HDP v poslednom štvrtroku 2006 na úrovni 0,9 %. Počas celého roka 2006 vzrástol reálny HDP v eurozóne o 2,7 % (bez očistenia od vplyvu počtu pracovných dní). Na základe najnovších údajov, výsledkov prieskumov a rôznych odhadov odvodených z dostupných ukazovateľov sa zdá, že výrazný hospodársky rast pokračuje aj v prvej polovici roka 2007.

Čo sa týka budúceho vývoja, hospodárstvo eurozóny má podmienky na solídny rast. Pokiaľ ide o situáciu v zahraničí, rast svetového hospodárstva je regionálne vyváženejší a aj napriek miernemu spomaleniu zostáva výrazný. Vonkajšie podmienky teda aj naďalej podporujú vývoz z eurozóny. Domáci dopyt v eurozóne by si mal tiež zachovať pomerne vysoké obrátky. Investičná aktivita by mala byť naďalej dynamická a mala by ťažiť z dlhodobých výhodných podmienok financovania, reštrukturalizácie podnikových bilancií, vysokého akumulovaného zisku a pretrvávajúcej vysokej ziskovosti a zvyšovania efektívnosti podnikov. V súlade s vývojom reálneho disponibilného dôchodku, čoraz viac podporovaného

rastom zamestnanosti a zlepšujúcimi sa podmienkami na trhu práce, by sa tiež mala postupne ďalej zvyšovať spotreba.

Riziká ohrozujúce túto priaznivú perspektívu vývoja hospodárskeho rastu sú v krátkodobejšom horizonte zhruba vyvážené. V dlhodobejšom horizonte pretrvávajú riziká pomalšieho rastu, najmä v dôsledku vonkajších vplyvov. Ide predovšetkým o obavy zo zvyšovania protekcionistických tlakov, možnosť ďalšieho rastu cien ropy, ako aj obavy z možného nerovnomerného vývoja v dôsledku globálnych nerovnováh.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa predbežného odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v marci 2007 dosiahla 1,9 % (v porovnaní s 1,8 % v prvých dvoch mesiacoch tohto roka). Podrobné členenie zložiek HICP za marec zatiaľ nie je k dispozícii. Čo sa týka ďalšieho vývoja, pokiaľ nedôjde k ďalšiemu zvyšovaniu cien ropy, bude minuloročná volatilita cien energií viesť k podstatným bazickým efektom, čo ovplyvní vývoj ročnej miery inflácie v tomto roku. Na základe súčasných cien ropy a ropných futures je pravdepodobné, že ročná miera inflácie bude v najbližších mesiacoch klesať a ku koncu roka sa zvýši a bude sa znova pohybovať na úrovni okolo 2 %.

V strednodobom horizonte, ktorý je relevantný z hľadiska menovej politiky, perspektívu cenového vývoja naďalej ohrozujú inflačné riziká. Ide najmä o možnosť ďalšieho rastu cien ropy a ďalšie zvyšovanie regulovaných cien a nepriamych daní nad rámec už avizovaných a schválených zmien. Ešte dôležitejšie je, že rýchlejší než momentálne očakávaný mzdový rast by mohol predstavovať podstatné inflačné riziko ohrozujúce cenovú stabilitu, v neposlednom rade vzhľadom na priaznivý vývoj na trhu práce v posledných štvrtrokoch. Je preto nevyhnutné, aby sociálni partneri k tejto otázke aj naďalej pristupovali zodpovedne. V tejto súvislosti by mzdové dohody mali brať do úvahy stav cenovej konkurencieschopnosti, stále vysokú mieru nezamestnanosti v mnohých krajinách, ako aj vývoj produktivity práce. Rada guvernérov veľmi pozorne sleduje mzdové vyjednávania v krajinách eurozóny.

Menová analýza potvrdzuje existenciu inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte. Ročný rast M3 sa vo februári znova zrýchlil a dosiahol 10,0 % (v januári to bolo 9,9 %). Ročný rast objemu úverov súkromnému sektoru však vykazoval ďalšie známky spomaľovania, hoci vo februári dosahoval stále veľmi vysokých 10,3 %. Zatiaľ čo v predchádzajúcich mesiacoch bolo toto spomaľovanie odrazom zníženia miery rastu úverov domácnostiam v prostredí zvyšujúcich sa sadzieb hypotekárnych úverov v celej eurozóne a spomaľovania rastu cien nehnuteľností v niektorých oblastiach, vo februári bolo príčinou tohto spomaľovania zmiernenie rastu úverov nefinančným spoločnostiam.

Pri hodnotení tohto vývoja je potrebné mať na zreteli, že mesačné údaje môžu byť ovplyvnené dočasnými faktormi, a preto ich treba brať s rezervou. Dynamický rast úverov súkromnému sektoru je odrazom pokračujúceho výrazného trendu rastu objemu úverov nefinančným spoločnostiam, ktorý trvá už od polovice roka 2004.

Pri pohľade na širšie súvislosti najnovšie údaje aj naďalej poukazujú na výraznú dynamiku miery menovej expanzie v eurozóne. Pokračujúci rýchly rast peňažnej zásoby a úverov je odrazom dlhodobo nízkej úrovne úrokových mier a posilňovania hospodárskej aktivity v eurozóne. Rastúce krátkodobé úrokové sadzby v spojení s nízkymi dlhodobými úrokovými sadzbami ovplyvňujú vývoj jednotlivých zložiek menových a úverových agregátov, ale na celkovú dynamiku vývoja peňažnej zásoby mali doteraz len obmedzený vplyv. Objem likvidity v eurozóne je po niekoľkých rokoch výrazného rastu peňažnej zásoby podľa všetkých spoľahlivých ukazovateľov vysoký. Pokračujúca výrazná expanzia peňažnej zásoby a úverov v tomto prostredí vysokej likvidity poukazuje na inflačné riziká 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 dôležité nebrať do úvahy krátkodobú volatilitu úrokových mier. Pre výkon menovej politiky je dôležitý strednodobý horizont. Zo strednodobého hľadiska cenovú stabilitu naďalej ohrozujú inflačné riziká, ktoré súvisia najmä s rýchlejším než v súčasnosti očakávaným mzdovým vývojom v dôsledku pokračujúceho výrazného rastu zamestnanosti a hospodárskej aktivity. Vzhľadom na vysokú dynamiku rastu peňažnej zásoby a objemu úverov v prostredí už teraz vysokého stavu likvidity potvrdzuje porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy záver, že cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte ohrozujú najmä inflačné riziká. Rada guvernérov preto bude naďalej veľmi pozorne sledovať vývoj všetkých ukazovateľov. Je nevyhnutné zabezpečiť, aby sa riziká ohrozujúce cenovú stabilitu v strednodobom horizonte nenaplnili. To prispeje k pevnému ukotveniu strednodobých až dlhodobejších inflačných očakávaní v eurozóne na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Dôvody na rzné a včasné kroky na zabezpečenie cenovej stability v strednodobom horizonte preto pretrvávajú.

Pokiaľ ide o ďalšie oblasti, Rada guvernérov privítala odporúčania určené krajinám eurozóny v tohtoročnej aktualizácii Integrovaných usmernení – uceleného súboru prijatého Radou ECOFIN v roku 2005, ktorý spája Všeobecné usmernenia pre oblasť hospodárskej politiky a Usmernenia o zamestnanosti. Aktualizácia Integrovaných usmernení, ktorú schválila Európska rada na svojom zasadaní 8. a 9. marca 2007, sa zameriava na potrebu zrýchliť

rozpočtovú konsolidáciu, zlepšiť kvalitu verejných financií, posilniť konkurenciu a integráciu a podporiť reformy na trhu práce.

V oblasti rozpočtovej politiky je naozaj mimoriadne dôležité využiť obdobie priaznivejšej hospodárskej situácie a dôsledne presadzovať rozpočtovú konsolidáciu. Pomery deficitu a dlhu verejnej správy k HDP v krajinách eurozóny boli v roku 2006 podstatne lepšie, než sa očakávalo. Tento pozitívny výsledok je však do značnej miery odrazom vysokých daňových príjmov v kontexte priaznivého makroekonomického prostredia, ktoré v niektorých prípadoch vykryli vyššie než plánované verejné výdavky. Lepšie než očakávané rozpočtové výsledky v roku 2006 by mali viesť k ambicióznejším cieľom na rok 2007 a ďalšie obdobia a mali by umožniť, aby sa neočakávané príjmy plne využili na zníženie deficitu a dlhu. Okrem toho je potrebné, aby sa všetky krajiny vyhýbali procyklickej fiškálnej politike. Takýto postup je totiž veľmi dôležitý na zabezpečenie udržateľnosti verejných financií v rámci príprav na vplyv starnutia populácie a je plne v súlade s upraveným Paktom stability a rastu. Úprava verejných výdavkov a zdanenia s cieľom zlepšiť kvalitu verejných financií by navyše podporila hospodársky rast a udržateľnosť verejných financií.

Rada guvernérov tiež podporuje ambiciózne štrukturálne reformy, ktoré by ďalej prispeli k plynulému fungovaniu menovej únie a podporili rastový potenciál a tvorbu pracovných miest. K ďalšiemu posilneniu odolnosti krajín voči šokom a k zabezpečeniu ich konkurencieschopnosti by prispelo predovšetkým zlepšenie pružnosti trhu práce s cieľom zosúladiť mzdový vývoj s vývojom produktivity práce a zjednodušenie mobility pracovných síl.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok sa zameriava na spôsob, akým ECB informuje finančné trhy o svojej menovej politike. Druhý článok hodnotí príčiny rozdielov v raste hospodárskej produkcie v krajinách eurozóny a ich dôsledky. Tretí článok skúma rozdiely medzi rozpočtovým saldóm a zmenou dlhu verejnej správy v eurozóne.