

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí 5. júla 2007 na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Informácie, ktoré sú k dispozícii od posledného rozhodnutia Rady guvernérov zvýšiť úrokové sadzby s účinnosťou od 6. júna, potvrdzujú opodstatnenosť tohto rozhodnutia. Potvrdzujú tiež, že strednodobú perspektívu cenovej stability aj naďalej ohrozujú inflačné riziká. Vzhľadom na priaznivé hospodárske prostredie v eurozóne je menová politika ECB naďalej akomodatívna. Celkové podmienky financovania sú priaznivé, rast peňažnej zásoby a úverov je dynamický a úroveň likvidity v eurozóne je vysoká. Dôvody na rzné a včasné kroky na zabezpečenie cenovej stability v strednodobom horizonte zostávajú. Rada guvernérov bude aj naďalej pozorne sledovať ďalší vývoj s cieľom zabrániť naplneniu rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte a zabezpečiť pevné ukotvenie strednodobých až dlhodobějších inflačných očakávaní v eurozóne na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Ich pevné ukotvenie je predpokladom toho, aby menová politika mohla dlhodobo prispievať k udržateľnému hospodárskemu rastu a tvorbe pracovných miest v eurozóne.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, najnovšie údaje a výsledky prieskumov sú aj naďalej celkovo priaznivé a podporujú názor, že hospodárska aktivita v eurozóne v druhom štvrtroku 2007 naďalej rástla výrazným tempom, v súlade so základným scenárom Rady guvernérov.

Čo sa týka budúceho vývoja, strednodobá perspektíva hospodárskeho rastu zostáva priaznivá. Hospodárstvo eurozóny má aj naďalej podmienky na udržateľný 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. Pomerne vysokú úroveň by si mal zachovať aj domáci dopyt v eurozóne. Investičná aktivita by mala byť naďalej dynamická a mala by ťažiť zo stále celkovo výhodných podmienok financovania, vysokého akumulovaného zisku a pretrvávajúcej vysokej ziskovosti podnikov, reštrukturalizácie podnikových bilancií a tiež z dlhodobého zvyšovania efektívnosti podnikov. K zvyšovaniu spotreby by mal prispievať vývoj reálneho disponibilného dôchodku v čase zlepšujúcich sa podmienok na trhu práce.

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

z možného rušivého vývoja v dôsledku globálnych nerovnováh a možné zmeny nálady na finančných trhoch.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa predbežného odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v júni 2007 predstavovala 1,9 %, rovnako ako v posledných mesiacoch. Vývoj inflácie v krátkodobom horizonte stále vo veľkej miere ovplyvňuje súčasný a predchádzajúci vývoj cien energií, keďže minuloročná volatilita cien energií má za následok podstatné bázičné efekty. Ako vyplýva zo súčasnej úrovne cien ropy a ropných futures, ktoré vykazujú rastúci trend, ročné miery inflácie pravdepodobne v najbližších mesiacoch mierne poklesnú a ku koncu roka sa znova výrazne zvýšia.

V strednodobom horizonte, ktorý je relevantný z hľadiska menovej politiky, perspektívu cenového vývoja naďalej ohrozujú inflačné riziká. Tieto riziká sa týkajú najmä vývoja v eurozóne. Vzhľadom na vysokú mieru využívania kapacít v hospodárstve eurozóny a zlepšujúcu sa situáciu na trhu práce vznikajú obmedzenia, ktoré by mohli spôsobiť predovšetkým rýchlejší ako očakávaný rast miezd. Okrem toho v takomto prostredí môže v trhových segmentoch so slabou konkurenciou rásť vplyv na určovanie cien. Takýto vývoj by predstavoval podstatné inflačné riziká ohrozujúce cenovú stabilitu. Je preto nevyhnutné, aby všetky zúčastnené strany k tejto otázke pristupovali zodpovedne. Najmä mzdové dohody by mali byť dostatočne diferencované a mali by brať do úvahy stav cenovej konkurencieschopnosti, stále vysokú mieru nezamestnanosti v mnohých ekonomikách, ako aj vývoj produktivity práce v konkrétnych sektoroch. Rada guvernérov zdôrazňuje potrebu vyhybať sa takému mzdovému vývoju, ktorý by v konečnom dôsledku viedol k vzniku inflačných tlakov a znížil kúpnu silu všetkých obyvateľov eurozóny. Ďalším zdrojom inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu je zvyšovanie regulovaných cien a nepriamych daní nad rámec už očakávaných zmien a potenciálna procyklická povaha rozpočtovej politiky v niektorých krajinách. V neposlednom rade sú tu aj inflačné riziká súvisiace s vývojom mimo eurozóny, a to konkrétne s možnosťou ďalšieho neočakávaného rastu cien ropy.

Menová analýza potvrdzuje, že cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobejšom horizonte ohrozujú prevažne inflačné riziká. Skutočná miera menového rastu je vzhľadom na už teraz vysoký stav likvidity stále výrazná. Naďalej dynamický menový rast sa prejavuje v stále rýchлом raste agregátu M3, ktorý v máji medziročne vzrástol o 10,7 %, ako aj v naďalej vysokej miere rastu úverov. Výrazný rast peňažnej zásoby a úverov je čiastočne dôsledkom priaznivých podmienok financovania a solídneho hospodárskeho rastu.

Pri určovaní a hodnotení trendov menového a úverového rastu, ktoré sú relevantné z hľadiska menovej politiky, je potrebné ignorovať krátkodobejšiu volatilitu a vplyv zmien sklonu

výnosovej krivky a vonkajších faktorov, ktoré majú pravdepodobne len prechodný charakter. Z tohto hľadiska vidieť viacero náznakov, že dynamiku menového vývoja v súčasnosti ovplyvňujú vyššie krátkodobé úrokové miery, hoci celkovú intenzitu menovej a úverovej expanzie zatiaľ výrazne neobmedzili. Zvyšovanie krátkodobých úrokových mier v posledných štvrtrokoch napríklad prispelo k miernejšiemu rastu úzkeho agregátu M1. Určité známky ustálenia od polovice roka 2006 vykazuje aj ročná miera rastu úverov poskytovaných súkromnému sektoru, aj keď jej hodnoty sú stále dvojciferné. Stabilizácia úverového rastu je čoraz rovnomernejšie rozložená a svedčí o nej najmä vývoj úverov poskytovaných nefinančným spoločnostiam a domácnostiam. V prípade domácností je stabilizácia úverového rastu odrazom určitého spomalenia rastu cien nehnuteľností na bývanie, ktorý však v eurozóne zostáva aj naďalej v priemere výrazný.

Vzhľadom na pokračujúcu výraznú expanziu peňažnej zásoby a úverov je zjavné, že cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobjšom horizonte ohrozujú inflačné riziká. Objem likvidity v eurozóne je po niekoľkých rokoch výrazného rastu peňažnej zásoby naďalej vysoký. Za týchto podmienok je potrebné menový rast i naďalej veľmi pozorne sledovať, a to najmä vzhľadom na rýchly rast hospodárskej aktivity a stále výrazný vývoj na trhu s nehnuteľnosťami.

Pri hodnotení trendov cenového vývoja je dôležité nebrať do úvahy krátkodobú volatilitu úrokových mier. Pre výkon menovej politiky je totiž dôležitý strednodobý horizont. V strednodobom horizonte cenovú stabilitu aj naďalej ohrozujú inflačné riziká, ktoré súvisia predovšetkým s domácim vývojom. V dôsledku vysokej miery využívania kapacít a neustáleho zlepšovania podmienok na trhu práce sa vynárajú prekážky, ktoré by mohli viesť predovšetkým k rýchlejšiemu než očakávanému rastu miezd a ziskových marží. 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 dlhodobjšom horizonte ohrozujú najmä inflačné riziká. Rada guvernérov bude preto pozorne sledovať ďalší vývoj s cieľom zabrániť naplneniu rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom horizonte a zabezpečiť pevné ukotvenie strednodobých až dlhodobjšých inflačných očakávaní v eurozóne na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Dôvody na rýzne a včasné kroky na zabezpečenie cenovej stability v strednodobom horizonte zostávajú.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, Rada guvernérov s obavami sleduje tlaky na zmiernenie predchádzajúcich cieľov rozpočtovej konsolidácie, ktoré sa začínajú objavovať vo viacerých krajinách. V súčasnom celkovo priaznivom hospodárskom prostredí je nevyhnutné, aby

všetky vlády v období hospodárskeho rastu dodržiavali ustanovenia Paktu stability a rastu týkajúce sa rozpočtovej konsolidácie, a aby príslušné krajiny plnili záväzky, ktoré si stanovili na zasadaní Euroskupiny 20. apríla 2007 v Berlíne. Ako sa účastníci tohto zasadania zhodli, využitím priaznivých podmienok hospodárskeho cyklu by väčšina krajín eurozóny mohla svoje strednodobé ciele dosiahnuť už v roku 2008 alebo 2009, pričom najneskorším termínom pre všetky krajiny by mal byť rok 2010. Tieto záväzky by sa mali odraziť v rozpočtových plánoch na rok 2008, aby sa znova neopakovala situácia, keď vlády v období priaznivého hospodárskeho vývoja nedokázali upraviť svoje rozpočtové saldá. Rada guvernérov zároveň víta skutočnosť, že Rada ECOFIN kladie väčší dôraz na opatrenia, ktorých cieľom je zlepšiť kvalitu a efektívnosť verejných financií.

Čo sa týka štrukturálnych reforiem, Rada guvernérov plne podporuje všetky opatrenia, ktoré zlepšujú fungovanie trhu tovarov a služieb, trhu práce a finančných trhov. V kontexte Integrovaných usmernení pre rast a zamestnanosť sa členské štáty EÚ zhodli, že dobre fungujúci vnútorný trh je aj naďalej základným prvkom Lisabonskej agendy, a že jeho „štyri slobody“ posilnia konkurencieschopnosť Európskej únie. Dobudovanie jednotného trhu je teda pre členské štáty prioritou, najmä pokiaľ ide o ďalšiu integráciu finančných trhov, presadzovanie účinnej konkurencie na trhu s energiami a uplatňovanie smernice o službách. Silnejšia konkurencia na trhu a odstraňovanie cezhraničných prekážok sú výhodné pre spotrebiteľov, pretože vedú k nižším cenám a širšej ponuke produktov. V prípade firiem prispievajú k vyššej efektívnosti, dynamickejšiemu rastu a lepšej schopnosti vyrovnávať sa s hospodárskymi šokmi a čeliť výzvam a možnostiam, ktoré so sebou prináša globalizácia. Uplatňovanie zásady „otvoreného trhového hospodárstva s voľnou súťažou“ má kľúčový význam pre dlhodobý hospodársky rast a tvorbu pracovných miest, zvyšovanie odolnosti eurozóny voči hospodárskym šokom a udržiavanie cenovej stability v eurozóne. Tento záver potvrdila aj Európska rada na svojom poslednom zasadaní. Predstavitelia EÚ sa na ňom dohodli, že k zmluvám bude v rámci medzivládnej konferencie pripojený nový protokol. Tento protokol zdôrazňuje, že v záujme dobrého fungovania ekonomík EÚ je naozaj nevyhnutný vnútorný trh, ktorého súčasťou je systém zabraňujúci narúšaniu hospodárskej súťaže.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý článok opisuje a vysvetľuje menový vývoj v eurozóne od polovice roka 2004. Druhý článok hodnotí kľúčové štrukturálne prvky a aktuálny hospodársky vývoj v hlavných krajinách vyvážajúcich ropu.