

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadaní 7. októbra 2004 rozhodla, že minimálnu akceptovateľnú úrokovú sadzbu pre hlavné refinančné operácie Eurosystemu ponechá na úrovni 2,0 %. Nezmenili sa ani úrokové sadzby jednodňových refinančných obchodov a jednodňových sterilizačných obchodov, ktoré zostávajú na úrovni 3,0 %, resp. 1,0 %.

Rozhodnutie Rady guvernérov ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na doterajšej úrovni vychádza z jej hodnotenia, že celkové vyhliadky vývoja v strednodobom horizonte zostávajú v zhode s cenovou stabilitou. V porovnaní s historickým priemerom sú úrokové sadzby v nominálnom i reálnom vyjadrení aj naďalej na veľmi nízkej úrovni. Pokiaľ ide o hospodársky rast, v eurozóne pokračuje hospodárske oživenie i napriek nedávnej neistote spojenej s očakávaným posilnením hospodárskej aktivity. V oblasti cenového vývoja majú na tohtoročné miery inflácie viditeľný priamy dopad vysoké ceny ropy. Hoci riziko vzniku sekundárnych vplyvov sa zdá byť aj naďalej obmedzené, je potrebné venovať zvýšenú pozornosť sledovaniu všetkých faktorov, ktoré by v strednodobom horizonte mohli byť pre cenovú stabilitu rizikové.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, ktorá je podkladom hodnotenia Rady guvernérov, najnovšie údaje potvrdzujú, že hospodárske oživenie v eurozóne pokračuje. Výsledky prieskumov získané do konca septembra poukazujú predovšetkým na pokračujúci rast v oblasti priemyselnej výroby a v sektore služieb. Postupne sa oživuje aj spotrebiteľská dôvera a ukazujú sa určité predbežné náznaky zlepšenia vyhliadok zamestnanosti, hoci podľa dostupných údajov o spotrebe domácností k bezprostrednému zvyšovaniu rastu spotreby zatiaľ nedochádza.

Celkovo možno konštatovať, že podľa dostupných prognóz medzinárodných organizácií by tempo hospodárskeho rastu v eurozóne malo byť v nasledujúcich štvrtrokoch zhruba rovnaké ako v prvej polovici roka 2004. Z pohľadu vonkajšieho vývoja by mal vývoz z eurozóny aj naďalej ťažiť z priaznivých podmienok globálneho dopytu a v neposlednom rade i z obchodu s novými členskými štátmi EÚ, v ktorých dochádza k rastu dopytu po dovoze. Investície v eurozóne by mali byť podporené priaznivým globálnym prostredím a veľmi výhodnými podmienkami financovania v rámci eurozóny. Prínosom pre podnikové investície je aj vyššia efektívnosť a ziskovosť podnikov vďaka

prebiehajúcej podnikovej reštrukturalizácii. V eurozóne je navyše vytvorený priestor na oživenie súkromnej spotreby, v súlade s rastom reálnych disponibilných príjmov.

Každý základný scenár budúceho vývoja je spojený so značnou neistotou, ktorá v súčasnosti vyplýva predovšetkým z cien ropy. Ak by ceny ropy zostali na vysokej úrovni a prípadne sa ešte zvýšili, mohlo by dôjsť k oslabeniu intenzity hospodárskeho oživenia v eurozóne i mimo nej, hoci miera využívania ropy vo výrobe sa v porovnaní so sedemdesiatymi a osemdesiatymi rokmi značne znížila. Aj keď nie je možné vyhnúť sa negatívnemu dopadu vysokých cien ropy, v strednodobom horizonte by sa ich účinok mal prejavovať v menšom rozsahu ako v minulosti. Pravda, aby sa tento predpoklad naplnil, bude potrebné, aby sa všetky zúčastnené strany úspešne zhostili svojich úloh.

Pokiaľ ide o spotrebiteľské ceny, na infláciu HICP v eurozóne mal priamy dopad vývoj na trhu s ropou. Zatiaľ čo v prvom štvrtroku 2004 dosiahla ročná miera inflácie 1,7 %, v druhom štvrtroku vzrástla na 2,3 % a na tejto úrovni zostala aj v júli a auguste. Podľa predbežného odhadu Eurostatu ročná inflácia HICP v septembri mierne klesla, na úroveň 2,2 %. Vyššie ceny energií pravdepodobne viac ako vykompenzovali nižšie ceny potravín, čiastočne v dôsledku bazických efektov vyplývajúcich z minuloročného silného rastu cien v tejto kategórii. Vychádzajúc zo súčasných trhových očakávaní cien ropy sa však zdá byť nepravdepodobné, že by sa ročné miery inflácie do konca tohto roka mali vrátiť pod úroveň 2 %.

Napriek tomu pri pohľade do ďalšej budúcnosti dostupné údaje vznik výraznejších domácich inflačných tlakov nenaznačujú. Mzdový vývoj je v poslednej dobe mierny a tento trend by mal pokračovať. V tom prípade, a za predpokladu, že nedôjde k ďalším výrazným cenovým šokom, by mali ročné miery inflácie v roku 2005 klesnúť pod úroveň 2 %.

Aj naďalej však existuje viacero rizík, ktoré by mohli vyhliadky cenovej stability ohroziť. Ide znova o obavy z vývoja cien ropy, najmä v prípade, ak by sa sekundárne vplyvy prejavili v oblasti mzdového vývoja a cenovej politiky. Je preto nesmierne dôležité vyvarovať sa nesprávnych reakcií, k akým došlo v predchádzajúcich obdobiach výrazného zvyšovania cien ropy. Ďalším rizikom, ktoré by cenovú stabilitu mohlo ohroziť, je budúci vývoj nepriamych daní a regulovaných cien. Uvedené riziká cenovej stability je potrebné

aj naďalej pozorne sledovať, čo je nevyhnutným predpokladom udržania strednodobých a dlhodobých inflačných očakávaní v súlade s definíciou cenovej stability ECB.

Menová analýza poukazuje na naďalej rezistentné tempo rastu agregátu M3. Klesajúci trend ročného rastu M3 od polovice roka 2003 sa podľa všetkého v letných mesiacoch zastavil a krátkodobá dynamika rastu M3 sa zvýšila. Je to odrazom skutočnosti, že historicky nízka úroveň úrokových mier v eurozóne naďalej podporuje rast peňažnej zásoby, najmä najlikvidnejších aktív, ktoré sú obsiahnuté v úzkom menovom agregáte M1.

Nízka hladina úrokových mier zároveň stimuluje rast objemu úverov poskytovaných peňažnými finančnými inštitúciami. Ročné tempo rastu úverov poskytovaných súkromnému sektoru zostáva vysoké, pričom vo veľkej miere ťaží z dynamiky hypotekárnych úverov. Prispieva k tomu aj výrazný rast cien nehnuteľností vo viacerých krajinách eurozóny.

V eurozóne je stále podstatne viac likvidity, ako je potrebné na financovanie neinflačného rastu. V súčasnosti nemožno s určitosťou povedať, ako sa tento prebytok likvidity, vyplývajúci predovšetkým z predchádzajúcich zmien v skladbe portfólií, v budúcnosti použije. Pokiaľ by sa podstatná časť týchto likvidných aktív mala použiť na transakcie, predovšetkým v čase rastúcej dôvery a hospodárskej aktivity, zvýšilo by sa riziko inflácie. Vysoká prebytočná likvidita a výrazný rast objemu úverov by okrem toho mohli spôsobiť aj podstatný rast cien aktív.

Ročné miery inflácie by mali v roku 2005 klesnúť pod úroveň 2 %, je však potrebné pozorne sledovať viacero rizík, ktoré by mohli spôsobiť rast cenovej hladiny v strednodobom horizonte. Aj porovnanie economickej analýzy s menovou analýzou podporuje názor, že možnosti naplnenia rizík cenovej stability je potrebné venovať zvýšenú pozornosť.

Zdrojom obáv sú najnovšie informácie o vývoji v rozpočtovej oblasti. Očakáva sa, že hoci si niektoré krajiny eurozóny udržia zdravý stav verejných financií, mnohé zaznamenajú deficit blízko alebo nad úrovňou 3 %. Podiel rozpočtového deficitu na HDP za eurozónu ako celok sa má podľa očakávaní mierne zvýšiť, rovnako ako podiel dlhu na HDP. V nasledujúcich rokoch bude potrebné čeliť dôležitým výzvam v oblasti konsolidácie

verejných financií. V rámci plnenia záväzkov vyplývajúcich z Paktu stability a rastu a upevnenia dôvery členské štáty musia obnoviť svoje snahy o konsolidáciu a nemali by sa spoliehať na jednorazové opatrenia. Je tiež nevyhnutné, aby si v oblasti verejných financií stanovili správne priority zamerané na štrukturálne reformy, inováciu a zvyšovanie konkurencieschopnosti. Takýto postup by významnou mierou prispel k plneniu Lisabonského programu a tým podporil hospodársky rast, stimuloval tvorbu pracovných miest a znížil nezamestnanosť.

Pokiaľ ide o rozpočtový rámec EÚ, Rada guvernérov je presvedčená o tom, že uplatňovanie Paktu stability a rastu sa dá podstatne zlepšiť, a že jeho zlepšenie by bolo prospešné. Rada guvernérov zároveň varuje pred zmenami znenia zmluvy či nariadení, ktoré tvoria základ paktu. Pakt má kľúčový význam pre zabezpečenie dlhodobej makroekonomickej stability. Je to rámec potrebný na zachovanie zdravej rozpočtovej politiky v eurozóne, pre ktorú je nevyhnutný prísny dohľad a účinný vzájomný tlak orgánov zodpovedných za rozpočtové politiky jednotlivých krajín.

Z hľadiska dôveryhodnosti rozpočtového dohľadu je absolútne nevyhnutné zabezpečiť spoľahlivé zostavovanie a včasné vykazovanie štatistických údajov z oblasti verejných financií. Pri účtovaní jednotlivých druhov príjmov a výdavkov je potrebné plne rešpektovať európske účtovné predpisy. Tento postup by mal byť časovo konzistentný a stabilný a mal by sa v jednotlivých krajinách uplatňovať jednotne. V zmysle vyhlásenia Rady ECOFIN tieto postupy nesmú podliehať politickým či volebným cyklom. Zabezpečenie kvality a dôveryhodnosti štatistických údajov by malo byť pre jednotlivé krajiny prvoradé.

Rada guvernérov uskutočnila dôkladnú analýzu vývoja zamestnanosti a nezamestnanosti v eurozóne. Pri pohľade na obdobie relatívne pomalého rastu reálneho HDP, ku ktorému dochádza od začiatku roku 2001, sa do popredia dostávajú dve zistenia. Po prvé, po počiatočnom vzostupe zostáva miera nezamestnanosti v eurozóne od roku 2003 zhruba na rovnakej úrovni. Po druhé, pomalý rast reálneho HDP mal v posledných rokoch na rast zamestnanosti zrejme len obmedzený nepriaznivý dopad. Tento vývoj možno sčasti vysvetliť tým, že hoci z historického pohľadu ide o relatívne dlhé obdobie pomalého rastu, cyklické amplitúdy boli menšie a preto nedochádza k výrazným zmenám v miere zamestnanosti a nezamestnanosti. Navyše je mzdový vývoj miernejší ako v predchádzajúcich obdobiach a podniky sa zrejme vo väčšej miere ako v minulosti

s nižšou potrebou práce vyrovnávajú skôr formou skracovania pracovnej doby než znižovania počtu zamestnancov. To môže na druhej strane znamenať, že podniky reagujú v nákladovej oblasti pružnejšie.

Z hľadiska cyklického vývoja by malo v priebehu budúceho roka dôjsť k oživeniu rastu zamestnanosti a nezamestnanosť by mala začať klesať, za predpokladu, že celkový dopyt sa bude vyvíjať podľa očakávaní. Tento vývoj by mal prispieť k hospodárskemu rastu prostredníctvom zvýšenia príjmov z pracovnej činnosti a pozitívneho vplyvu na spotrebiteľskú dôveru, a tým i na spotrebu. Aj naďalej však pretrvávajú vážne štrukturálne problémy. Ako príklad možno uviesť skutočnosť, že viac ako 40 % všetkých nezamestnaných v eurozóne je bez práce dlhšie ako jeden rok. Účinné odstránenie prekážok vyššieho rastu zamestnanosti a znižovanie trendu, resp. štrukturálnej úrovne nezamestnanosti si vyžaduje ďalšie komplexné reformy trhu práce.

Toto vydanie mesačného bulletinu obsahuje dva články. V prvom sa vysvetľuje spôsob, ako ECB v priebehu posledných rokov vyvíja a používa nástroje menovej analýzy s cieľom identifikovať menové signály súvisiace s budúcimi rizikami cenovej stability. Druhý článok analyzuje rôzne modely hospodárskej integrácie vo vybratých oblastiach mimo Európskej únie.