

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí 4. novembra 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 %.

Na základe svojich pravidelných ekonomických a menových analýz Rada guvernérov konštatovala, že aj napriek pretrvávaniu vysokých a stále stúpajúcich cien ropy zatiaľ v eurozóne nevidieť žiadne zreteľné náznaky vzniku strednodobých inflačných tlakov. Zdá sa, že predovšetkým rast miezd zostáva obmedzený vzhľadom na naďalej mierny rast reálneho HDP a slabý trh práce. Za daných okolností sa Rada guvernérov rozhodla ponechať kľúčové úrokové sadzby ECB na doterajšej úrovni, ktorá je z historického hľadiska veľmi nízka. Zvyšovanie cien ropy má však tento rok evidentný priamy dopad na spotrebiteľské ceny a inflácia sa v nasledujúcich mesiacoch pravdepodobne udrží výrazne nad hladinou 2 %. Ide o znepokojivý vývoj. Pri pretrvávajúcich rizikách cenovej stability v strednodobom horizonte je potrebné venovať zvýšenú pozornosť sledovaniu všetkých faktorov, ktoré by tieto riziká mohli ešte zvýšiť.

Podľa ekonomickej analýzy, ktorá je podkladom hodnotenia Rady guvernérov, začalo hospodárske oživenie v druhej polovici roka 2003 a pozitívny vývoj bol zaznamenaný aj v prvej polovici roka 2004. Napriek nejednoznačným ukazovateľom krátkodobého vývoja základné determinanty hospodárskej aktivity aj naďalej naznačujú, že hospodársky rast bude pokračovať aj v roku 2005. Z pohľadu vonkajšieho vývoja dochádza po období, keď svetová ekonomika zaznamenala dlhodobu najvyššiu dynamiku rastu, k určitému zmierneniu. Napriek tomu by mal vývoz z eurozóny v roku 2005 stále ťažiť z priaznivých podmienok globálneho dopytu. Investície v eurozóne by mali byť podporené globálnym prostredím, veľmi výhodnými podmienkami financovania, lepšou ziskovosťou a vyššou efektívnosťou produkcie dosiahnutou vďaka podnikovej reštrukturalizácii. V eurozóne ako celku sú navyše vytvorené podmienky na rast súkromnej spotreby, najmä keď dôjde k viditeľnejšiemu zlepšeniu vyhliadok na trhu práce.

Tento výhľad je však spojený s pretrvávajúcou neistotou, ktorá vyplýva predovšetkým z nedávneho vývoja na trhu s ropou. Na jednej strane sa rozsah a povaha tohto šoku líši od predchádzajúcich prípadov, keď bolo zvyšovanie cien ropy oveľa výraznejšie a bolo

spôsobené najmä obmedzeniami na strane ponuky. Okrem toho je miera využívania ropy vo výrobe v eurozóne podstatne nižšia. Na druhej strane však nedávne zvyšovanie cien ropy predstavuje pre hospodárstvo eurozóny značne nepriaznivý šok. Ak by ceny ropy zostali na súčasnej úrovni alebo sa ešte zvýšili, mohlo by dôjsť k oslabeniu intenzity oživenia v eurozóne i mimo nej. Za určitých podmienok je však možné zmierniť dopad ropných šokov: predovšetkým treba naďalej predchádzať sekundárnym vplyvom v oblasti mzdového vývoja a cenovej politiky, a zároveň rozpočtové orgány by sa mali zdržať opatrení, ktoré by predlžovali proces nevyhnutných zmien.

Pokiaľ ide o spotrebiteľské ceny, ročná inflácia HICP podľa predbežného odhadu Eurostatu v októbri stúpila na 2,5 %. Po poklese z augustovej úrovne 2,3 % na septembrovú hodnotu 2,1 % ide o výrazný nárast, ktorý je odrazom značného priameho dopadu vývoja cien ropy na infláciu HICP eurozóny v posledných týždňoch. Okrem toho sa šok vyplývajúci z cien ropy môže rozšíriť aj do iných oblastí hospodárstva a môže byť zdrojom ďalších nepriamych vplyvov, čo naznačuje aj vývoj cien výrobcov.

Pri pohľade do vzdialenejšej budúcnosti však dostupné údaje vznik výraznejších inflačných tlakov v eurozóne zatiaľ nenaznačujú. Rast miezd je od posledného štvrťroka 2003 stále obmedzený a tento trend by mal pri prebiehajúcom miernom raste a slabom trhu práce pokračovať.

Napriek tomu sa však v posledných mesiacoch objavilo viacero rizík ohrozujúcich výhľad cenovej stability. Ide najmä o riziká spojené s vývojom cien ropy, s možnosťou ďalšieho zvyšovania nepriamych daní a regulovaných cien a s prípadnými sekundárnymi vplyvmi v oblasti mzdového vývoja a cenovej politiky.

Ďalšie náznaky vývoja v strednodobom horizonte poskytuje menová analýza. Klesajúci trend ročného rastu M3 v prvej polovici tohto roka sa podľa všetkého v posledných mesiacoch zastavil. Krátkodobejšia dynamika rastu M3 sa zvýšila a ročné miery rastu M3 stúpajú. Tento vývoj je odrazom stimulujúceho vplyvu historicky nízkej úrovne úrokových mier v eurozóne na rast peňažnej zásoby. Silný je predovšetkým dopyt po najlikvidnejších zložkách M3, ktoré sú obsiahnuté v úzkom agregáte M1. Nízka úroveň úrokových mier podporuje aj dopyt súkromného sektora po úveroch. Naďalej sa zvyšuje najmä tempo rastu úverov na bývanie, ktoré sa v súčasnosti blíži k dvojciferným

hodnotám. Začína sa však prejavovať aj dopyt po úveroch na iné účely a postupne sa zrýchľuje aj ročný rast úverov poskytovaných nefinančným spoločnostiam.

Vzhľadom na intenzitu rastu M3 v posledných rokoch zostáva v eurozóne stále podstatne viac likvidity, než je potrebné na financovanie neinflačného rastu. Ak nedôjde k progresívnemu zníženiu prebytočnej likvidity obratmi posunov v skladbe portfólií, mohlo by to v budúcnosti znamenať riziko inflácie. Dlhodobo vysoký prebytok likvidity a silný rast objemu úverov by okrem toho mohli spôsobiť aj neudržateľný rast cien aktív, najmä na trhu s nehnuteľnosťami.

Podľa ekonomickej analýzy sú teda inflačné tlaky zatiaľ obmedzené, je však potrebné pozorne sledovať viacero rizík, ktoré by mohli v strednodobom horizonte spôsobiť rast cenovej hladiny. Predovšetkým je dôležité, aby tieto riziká nemali vplyv na dlhodobé inflačné očakávania. Porovnanie ekonomickej analýzy s menovou analýzou i naďalej podporuje názor, že možnosti naplnenia rizík cenovej stability je potrebné venovať zvýšenú pozornosť.

Čo sa týka fiškálnej politiky, väčšina krajín už predstavila svoje rozpočtové plány na rok 2005. V niektorých prípadoch vidieť povzbudzujúce náznaky snáh členských štátov o korekciu nadmerného schodku, resp. o priblíženie sa k vyrovnanej či prebytkovej rozpočtovej pozícii. V niektorých prípadoch však možno hovoriť o vážnych rizikách nesplnenia záväzkov vyplývajúcich z Paktu stability a rastu, prípadne o rastúcej nerovnováhe, ktorá môže znova viesť k prekročeniu referenčnej hodnoty 3 %. Je preto nevyhnutné, aby príslušné krajiny vo svojich rozpočtoch na rok 2005 presadzovali konsolidáciu. Zároveň je mimoriadne dôležité zabezpečiť spoľahlivé zostavovanie a včasné vykazovanie štatistických údajov z oblasti verejných financií. Vhodné rozpočtové ciele a dodržiavanie rozpočtových záväzkov a požiadaviek vykazovania pomôžu vybudovať dôveru, podporiť hospodársky rast a pripraviť sa na dôsledky starnutia populácie.

Pokiaľ ide o rozpočtový rámec EÚ, Rada guvernérov je naďalej presvedčená o tom, že uplatňovanie Paktu stability a rastu sa dá zlepšiť, a že jeho zlepšenie by bolo prospešné. V tomto smere sú vítané návrhy Európskej komisie na zlepšenie uplatňovania preventívnych opatrení paktu, ktoré zabezpečujú dohľad nad rozpočtovými pozíciami. Rada guvernérov zároveň varuje pred zmenami znenia paktu, a to predovšetkým

pred zmenami postupu pri nadmernom deficite. Závaznosť 3 % hranice rozpočtového schodku je podľa Rady nevyhnutým predpokladom ukotvenia očakávaní v oblasti rozpočtovej disciplíny. Zachovanie zdravej rozpočtovej politiky si zároveň vyžaduje prísny dohľad a účinný vzájomný tlak orgánov zodpovedných za rozpočtovú politiku jednotlivých krajín.

Plány konsolidácie verejných financií by mali byť súčasťou uceleného programu štrukturálnych reforiem zameraných na rast, konkurencieschopnosť a zamestnanosť. Veľkú príležitosť na zintenzívnenie reformného úsilia na trhu práce a trhu tovaru a služieb poskytuje priebežné hodnotenie Lisabonského programu, ktoré sa v súčasnosti pripravuje na zasadanie Európskej rady v marci 2005. Štrukturálne reformy sú nevyhnutným predpokladom výkonnejšej ekonomiky EÚ s vyšším potenciálnym rastom, väčším počtom pracovných príležitostí a lepšou odolnosťou voči šokom. Snaha o urýchlenie kľúčových hospodárskych reforiem je teraz dôležitejšia než kedykoľvek predtým.

Toto vydanie mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý analyzuje dopad zmien cien ropy na ceny a hospodársku aktivitu v eurozóne. Druhý popisuje rôzne nástroje, pomocou ktorých môžu centrálné banky na základe cien aktív zisťovať trhové očakávania vývoja kľúčových ekonomických premenných, najmä inflácie a hospodárskej aktivity. Tretí článok rozoberá aktuálny vývoj rámca EÚ pre finančnú reguláciu, dohľad a stabilitu.