

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí 6. októbra 2005 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 %.

Rada guvernérov na základe pravidelnej ekonomickej a menovej analýzy dospela k záveru, že nastavenie menovej politiky je aj naďalej primerané, aj keď najmä vývoj na trhu s ropou znova vyvoláva tlak na rast cien. Rada guvernérov zároveň zdôrazňuje potrebu venovať zvýšenú pozornosť rizikám ohrozujúcim cenovú stabilitu. Je nevyhnutné zabezpečiť, aby sa nárast súčasnej miery inflácie nepremietol do silnejších inflačných tlakov v eurozóne. Zvýšenú pozornosť si vyžaduje aj vysoká miera likvidity v eurozóne. Úrokové sadzby v eurozóne sú v rámci celého spektra splatností veľmi nízke v nominálnom i reálnom vyjadrení, čím naďalej stimulujú hospodársku aktivitu. Avšak nevyhnutným predpokladom toho, aby úrokové miery podporovali hospodársku aktivitu aj v budúcnosti, je pevné ukotvenie inflačných očakávaní na úrovni, ktorá je v súlade s cenovou stabilitou.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, ktorá je podkladom hodnotenia Rady guvernérov, dosiahol štvrtročný rast reálneho HDP v prvom štvrtroku 2005 0,4 % a v druhom štvrtroku 0,3 %, pričom jeho rast tlmili najmä vyššie ceny ropy. Septembrové projekcie odborníkov ECB i výsledky nedávnych prieskumov v podstate potvrdzujú predpoklad, že hospodársky rast by sa od druhej polovice tohto roka mohol začať postupne zrýchľovať. Čo sa týka vonkajšieho prostredia, pokračujúci rast globálneho dopytu by mal podporovať vývoz z eurozóny. V rámci eurozóny by investičná aktivita mala ťažiť z pretrvávajúcich priaznivých podmienok financovania i z vysokého rastu ziskovosti podnikov. Postupne by malo dôjsť k oživeniu spotreby, zhruba v súlade s očakávaným vývojom reálneho disponibilného dôchodku.

Aj pri tomto výhľade hospodárskej aktivity však treba naďalej rátať s rizikami, ktoré by mohli hospodársky rast spomaliť. Tie sú spojené predovšetkým s cenami ropy, obavami z globálnej nerovnováhy a nízkou spotrebiteľskou dôverou. Okrem toho nastáva aj neistota ohľadom ekonomických dôsledkov nedávnych hurikánov v Spojených štátoch, ich pôsobenie by však podľa doterajších hodnotení malo byť obmedzené a len krátkodobé.

Čo sa týka cenového vývoja, najmä nedávne zvyšovanie cien ropy posunulo mieru inflácie výrazne nad 2 %. Podľa predbežného odhadu Eurostatu dosahovala ročná miera inflácie HICP v septembri 2,5 %, v porovnaní s 2,2 % v predchádzajúcich dvoch mesiacoch, pričom je pravdepodobné, že v krátkodobom horizonte zostane na zvýšenej úrovni. Pri interpretovaní tohto náhleho nárastu ročnej miery inflácie je dôležité jednoznačne rozlišovať dočasné, krátkodobé faktory na jednej strane a dlhodobejšie vplyvy na strane druhej.

Hoci o septembrovom vývoji jednotlivých zložiek HICP zatiaľ nie sú dostupné žiadne podrobné informácie, zdá sa, že významnú úlohu opäť zohralo zvyšovanie cien ropy, tentoraz znásobené oveľa výraznejším rastom cien benzínu v dôsledku výnimočných kapacitných obmedzení v rafinériách po dvoch hurikánoch v Spojených štátoch. Ak sa potvrdí postupná normalizácia vývoja v tomto trhovom segmente, mohlo by dôjsť k zvráteniu prudkého zväčšovania rozdielov medzi cenami ropy a rafinérskych produktov. Zvyšovanie cien by teda mohlo byť iba dočasným javom.

Zatiaľ však nič nenaznačuje, že by sa ceny ropy v dohľadnej dobe mali výraznejšie znížiť. Trhy skôr očakávajú, že ceny zostanú aj naďalej vysoké, najmä v dôsledku stále vysokého globálneho dopytu a do určitej miery aj kvôli nestálosti situácie na strane ponuky. Z tohto scenára vychádza aj Rada guvernérov pri hodnotení budúceho cenového vývoja.

Rozhodujúce je, ako tento vývoj ovplyvňuje výhľad cenovej stability v strednodobom horizonte. Zatiaľ stále nič jednoznačne nenasvedčuje, že by v eurozóne vznikali inflačné tlaky. Mzdový rast bol v posledných štvrtrokoch aj naďalej obmedzený a vzhľadom na nepriaznivé podmienky na trhu práce by mal tento trend zatiaľ pokračovať. Základný scenár preto aj naďalej počítá s tým, že miery inflácie budú krátkodobo zvýšené a neskôr budú postupne klesať.

Riziká ohrozujúce tento scenár sa však zvýšili. Vyplýva to z pretrvávajúcej neistoty spojenej s vývojom na trhu s ropou, z možnosti, že prenos vyšších cien ropy na spotrebiteľov domácimi výrobcami bude mať väčší dopad na ceny ako doteraz a z potenciálnych sekundárnych vplyvov na mzdový vývoj a cenotvorbu. Všetky tieto faktory zohrávajú významnú úlohu pri hodnotení cenovej stability v strednodobom horizonte. Okrem toho je potrebné zohľadniť aj možnosť ďalšieho zvyšovania

regulovaných cien a nepriamych daní. Je preto nevyhnutné venovať zvýšenú pozornosť snahe zaistiť, aby dlhodobjšie inflačné očakávania v eurozóne zostali aj naďalej pevne ukotvené.

Ďalší pohľad na vývoj inflácie v strednodobom až dlhodobjšom horizonte poskytuje menová analýza. V posledných mesiacoch v eurozóne aj naďalej pokračoval výrazný rast objemu peňazí a úverov, pričom ročná miera rastu M3 prekročila 8 %. Hnacou silou menového rastu je v stále väčšej miere najmä dlhodobá nízka hladina úrokových sadzieb. Krátkodobá dynamika rastu M3 sa v posledných mesiacoch ešte zvýšila a rast úverov, predovšetkým hypotekárnych, zostáva veľmi výrazný. V danej situácii treba pozorne sledovať dynamiku cien na viacerých trhoch s nehnuteľnosťami na bývanie. Výrazný rast objemu peňazí a úverov v prostredí už aj tak vysokého stavu likvidity v eurozóne predstavuje riziko pre cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobjšom horizonte.

Ekonomická analýza celkovo poukazuje na to, že predovšetkým zo zvyšovania cien ropy a benzínu vyplýva korekcia perspektívy krátkodobého cenového vývoja smerom nahor. Domáce inflačné tlaky v eurozóne zostávajú v strednodobom horizonte aj naďalej pod kontrolou, je však potrebné zohľadniť závažné riziká rastu cenovej hladiny. Menová analýza okrem toho poukazuje na riziká narušenia cenovej stability v strednodobom až dlhodobjšom horizonte.

Porovnanie údajov z oboch pilierov potvrdzuje potrebu venovať zvýšenú pozornosť udržaniu inflačných očakávaní na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Udržiavaním strednodobých inflačných očakávaní pevne ukotvených na úrovni, ktorá je v súlade s cenovou stabilitou, prispieva menová politika aj naďalej významnou mierou k oživeniu hospodárskeho rastu.

Čo sa týka rozpočtovej politiky v krajinách eurozóny, najnovšie údaje podávajú o aktuálnej situácii znova veľmi zmiešaný obraz. Niektoré krajiny stále vykazujú výraznú nerovnováhu, zatiaľ čo niektorým sa darí udržiavať dobrý stav verejných financií. Prípravy rozpočtu na rok 2006 sa vo väčšine krajín eurozóny blížia k záveru. Je nevyhnutné, aby rozpočty na budúci rok odrážali snahu o rozpočtovú konsolidáciu, ktorá postupuje primeraným tempom a je súčasťou účinnej a komplexnej stratégie reforiem. Takýto vývoj by upevnil očakávania takeého stavu verejných financií, ktorý je udržateľný a zároveň nebrzdí hospodársky rast, zvýšil by dôveryhodnosť upraveného Paktu stability

a rastu a v konečnom dôsledku pomohol posilniť dôveru v eurozóne. Pokiaľ ide o dopad vysokých cien ropy na verejné financie, je nevyhnutné pokračovať v rozpočtovej konsolidácii. Okrem toho, ako potvrdzuje aj vyhlásenie z posledného zasadania skupiny G7, dotácie a umelé cenové stropy, ktoré obmedzujú ceny ropy a ropných produktov, majú nepriaznivý vplyv na svetový trh a preto by sa nemali uplatňovať. Takéto opatrenia taktiež nie sú v súlade s dlhodobjšími záujmami príslušných ekonomík, pretože vyššej úrovni cien ropy sa v konečnom dôsledku budú musieť prispôbiť všetky ekonomiky.

Vývoj jednotkových nákladov práce (ULC – unit labour costs) v eurozóne hrá významnú úlohu v sledovaní vývoja inflácie a konkurencieschopnosti v jednotlivých krajinách eurozóny. Od zavedenia eura zaznamenali viaceré krajiny eurozóny výrazne väčší celkový nárast ULC ako je priemer za eurozónu. Vývoj ULC v niektorých krajinách sa naopak pohyboval značne pod priemerom eurozóny.

Treba si uvedomiť, že určité rozdiely v mierach rastu ULC sú v dobre fungujúcej menovej únii prirodzeným javom, pretože môžu byť odrazom procesu dobiehania alebo vyrovnávania sa s minulými šokmi. Je preto možné, že flexibilita v rámci eurozóny sa v počiatočných fázach jej existencie podcenila.

To však neznamená, že súčasná situácia je dôvodom na uspokojenie. V niektorých krajinách eurozóny mzdový rast podstatne a neprestajne prekračuje rast produktivity práce, čo vedie k relatívne vysokému dlhodobému rastu ULC, vyšším inflačným tlakom a slabšej konkurencieschopnosti. Príčinou môže byť aspoň sčasti mzdová nepružnosť, napríklad priama alebo faktická indexácia nominálnych miezd alebo vysoké rezervačné mzdy určené na základe výšky dávok v nezamestnanosti, ako aj nízky rast produktivity práce a nedostatočná konkurencia v niektorých sektoroch.

V prostredí externých šokov, ako napríklad prudkého zvyšovania cien ropy, ešte viac rastie potreba zvyšovať odolnosť ekonomík eurozóny rýchlejšou realizáciou štrukturálnych reforiem. Tieto reformy, spolu s dotvorením vnútorného trhu EÚ, by prispeli k tomu, aby sa ULC vyvíjali v súlade s cenovou stabilitou a podporili fungovanie adaptačných mechanizmov v krajinách eurozóny, čím by upevnili základy udržateľného rastu produkcie a zamestnanosti.

Toto vydanie mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý článok hodnotí vplyv hospodárskej a finančnej neistoty na dopyt po peniazoch v eurozóne a zameriava sa predovšetkým na dopad tejto neistoty na portfóliové rozhodnutia. Druhý článok sa zaoberá fungovaním finančných systémov v rozvinutých krajinách, pričom používa komplexný koncepčný rámec a uvádza ilustratívny prehľad dôležitých ukazovateľov.