

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí 3. novembra 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 a po zohľadnení pokračujúceho tlaku na rast cien, vyplývajúceho najmä z vývoja cien energií, dospela k záveru, že nastavenie menovej politiky je aj naďalej primerané. Rada guvernérov zároveň zdôrazňuje potrebu venovať zvýšenú pozornosť rizikám ohrozujúcim cenovú stabilitu. Zvýšenú pozornosť si vyžaduje aj vysoká miera likvidity a intenzívny menový a úverový rast v eurozóne. Podstatné je, aby sa súčasný nárast mier inflácie v strednodobom horizonte nepremietol do inflačných tlakov a aby inflačné očakávania zostali pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Úrokové sadzby v eurozóne sú naďalej veľmi nízke v rámci celého spektra splatností v nominálnom i reálnom vyjadrení, pričom súčasné veľmi prispôsobivé nastavenie menovej politiky výrazne podporuje hospodársku aktivitu.

Rada guvernérov svoje hodnotenie začala ekonomickou analýzou. Aj keď výrazný rast cien ropy počas posledných štvrtí rokov spomaľuje hospodársky rast, zdá sa, že hospodárstvo eurozóny je voči tomu šoku do značnej miery odolné, a to aj vďaka zodpovednému prístupu v tvorbe miezd. Najnovšie ukazovatele navyše naznačujú, že hospodárska aktivita v súčasnosti rastie, čo je v súlade so septembrovými projekciami odborníkov ECB, ktoré predpokladali postupné hospodárske oživovanie od druhej polovice roka 2005. Pokiaľ ide o vývoj mimo eurozóny, pokračujúci rast svetového dopytu by mal podľa projekcií priaznivo vplývať na vývoz eurozóny. V rámci eurozóny by mala investičná aktivita ťažiť z naďalej priaznivých podmienok financovania, ako aj z výrazného rastu podnikových ziskov. Postupne by malo dôjsť k oživeniu spotreby, zhruba v súlade s očakávaným vývojom reálneho disponibilného dôchodku. Pri tejto perspektíve vývoja hospodárskej aktivity však treba naďalej rátať s rizikami, ktoré by mohli hospodársky rast spomaliť. Ide predovšetkým o riziká spojené s vývojom cien ropy, obavami z globálnej nerovnováhy a nízkou spotrebiteľskou dôverou.

Čo sa týka cenového vývoja, nedávne zvyšovanie cien, najmä energií, vyhnalo mieru inflácie výrazne nad úroveň 2 %. Podľa predbežného odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v októbri 2005 dosiahla 2,5 %, v porovnaní s 2,6 % v septembri a 2,2 % v predchádzajúcich dvoch mesiacoch. Je pravdepodobné, že inflácia HICP zostane krátkodobo zvýšená. Ako už

bolo zdôraznené v októbrovom vydaní, je dôležité, aby sa pri interpretovaní súčasnej hladiny inflácie jednoznačne rozlišovali dočasné, krátkodobé faktory na jednej strane, a faktory trvalejšieho rázu na strane druhej. Hoci niektoré faktory sa môžu ukázať ako prechodné, trhy očakávajú, že ceny ropy zostanú aj naďalej vysoké, najmä v dôsledku vysokého globálneho dopytu a do určitej miery aj kvôli nestálej situácii na strane ponuky. Z toho vyplýva, že vplyv cien energií na celkový cenový vývoj môže mať trvalejší charakter.

Z tohto predpokladu vychádza aj Rada guvernérov pri hodnotení budúceho cenového vývoja. Mzdový rast bol však v posledných štvrt'rokoch aj naďalej obmedzený a vzhľadom na nepriaznivé podmienky na trhu práce by tento trend mal zatiaľ pokračovať. Navyše tlak cien výrobcov je vzhľadom na silnú globálnu konkurenciu naďalej nízky. Celkovo možno konštatovať, že napriek očakávaniam, že miery inflácie krátkodobo zostanú nad úrovňou 2 %, zatiaľ stále neexistujú žiadne jednoznačné dôkazy o vzniku domácich inflačných tlakov v eurozóne.

Rada guvernérov je však naďalej znepokojená strednodobými rizikami rastu inflácie, ktoré by tento scenár vývoja mohli ohroziť. Ako zdôraznila už minulý mesiac, ide predovšetkým o riziká súvisiace s pretrvávajúcou neistotou vo vývoji na trhu s ropou, s potenciálne väčšími dopadmi vyšších cien ropy na spotrebiteľov prostredníctvom domáceho výrobného reťazca než doteraz, ako aj s možnými sekundárnymi účinkami na tvorbu miezd a cien. Okrem toho je potrebné zohľadniť aj možnosť ďalšieho zvyšovania regulovaných cien a nepriamych daní. Je preto nevyhnutné venovať zvýšenú pozornosť tomu, aby strednodobé a dlhodobé inflačné očakávania v eurozóne zostali aj naďalej pevne ukotvené.

Na riziká rastu cenovej hladiny v strednodobom až dlhodobejšom horizonte poukazuje aj menová analýza. Všetky spoľahlivé ukazovatele svedčia o veľmi vysokej úrovni likvidity v eurozóne. Navyše zrýchľovanie menového rastu pozorované od polovice roka 2004 v posledných mesiacoch znova nabralo na intenzite. Motorom rastu menového agregátu M3 sú jeho najlikvidnejšie zložky, čo svedčí o stále silnejšom vplyve nízkej úrovne úrokových mier. Okrem toho naďalej veľmi rýchlym tempom rastie objem úverov, najmä hypotekárnych. V tejto situácii treba pozorne sledovať dynamiku vývoja cien na viacerých trhoch s bytovými nehnuteľnosťami.

Ekonomická analýza teda celkovo naznačuje, že predovšetkým zvyšovanie cien energií je dôvodom na korekciu perspektívy krátkodobého cenového vývoja smerom nahor. Niektoré z faktorov, ktoré k tomuto vývoju prispievajú, možno považovať za dočasné, ale ostatné budú

zrejme dlhodobejšieho rázu. Domáce inflačné tlaky v eurozóne zostávajú v strednodobom horizonte aj naďalej pod kontrolou, je však potrebné zohľadniť podstatné riziká rastu cenovej hladiny. Menová analýza navyše poukazuje na zvýšené riziká narušenia cenovej stability v strednodobom až dlhodobejšom horizonte. Porovnanie údajov z oboch pilierov analýzy celkovo potvrdzuje potrebu venovať zvýšenú pozornosť udržaniu inflačných očakávaní na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Jedine udržiavaním strednodobých a dlhodobých inflačných očakávaní pevne ukotvených na úrovni, ktorá je v súlade s cenovou stabilitou, môže menová politika významnou mierou dlhodobo prispievať k oživeniu hospodárskeho rastu.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, viacero krajín už predložilo svoje rozpočtové plány na rok 2006. Aj napriek určitému vítanému pokroku v oblasti rozpočtovej konsolidácie vyvoláva perspektíva vývoja v krajinách s nadmerným schodkom značné obavy, pretože hrozí, že konsolidácia nebude pokračovať a že záväzky prijaté na tento a na budúci rok nebudú splnené. Ďalšie oneskorenia v odstraňovaní nadmerných schodkov a neustála tendencia hľadať čo najmiernejší spôsob realizácie procedurálnych krokov upraveného Paktu stability a rastu môžu poškodiť dôveryhodnosť paktu. Tomuto riziku treba predísť. Všetky strany, ktoré sa podieľajú na ďalšom rozhodovaní, nesú veľkú zodpovednosť za to, aby v budúcnosti zabezpečili riadne fungovanie celkového fiškálneho rámca. Bol by to ten najúčinnější spôsob, ako zlepšiť vyhliadky eurozóny a vytvoriť dôveru vo verejné financie ešte predtým, ako budeme postavení pred problémy spojené so starnutím populácie. Rada guvernérov preto vyzýva krajiny s nevyrovnanými rozpočtami, aby prednostne riešili ich včasnú nápravu a dôsledne plnili ustanovenia upraveného paktu. Pre verejnosť by to bol ten správny signál, ktorý by zároveň prispel aj k vierohodnosti fiškálneho rámca.

Čo sa týka štrukturálnych reforiem, Rada guvernérov znova zdôrazňuje naliehavú potrebu zlepšiť pružnosť trhu práce a trhu tovarov a služieb v záujme zvýšenia dynamiky a konkurencieschopnosti európskeho hospodárstva a podpory adaptačných procesov v eurozóne. Najlepším spôsobom, ako využiť príležitosti vyplývajúce z globalizácie a rýchleho technologického vývoja, je umožniť a urýchliť štrukturálne zmeny zamerané na zvýšenie rastového potenciálu a tvorbu pracovných miest. To by zároveň uľahčilo nevyhnutnú adaptáciu na vyššiu úroveň cien ropy prostredníctvom zvyšovania energetickej efektívnosti a úspornosti, bez toho, aby bolo potrebné prijímať rušivé opatrenia, ktoré tento proces adaptácie len brzdia.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok prináša súhrn najnovších poznatkov z oblasti cenotvorby v eurozóne, ktorý čerpá z analýzy uskutočnenej Eurosystemom v rámci programu Inflation Persistence Network. Druhý článok analyzuje podmienky a vývoj v oblasti financovania a súvahové pozície nefinančných podnikov v eurozóne v priebehu posledných desiatich rokov. Tretí článok hodnotí hospodárske a finančné vzťahy medzi eurozónou a Ruskom a opisuje spoluprácu medzi Eurosystemom a ruskou centrálnou bankou.