

ÚVODNÉ SLOVO

Rada Guvernérov na svojom zasadnutí 2. novembra 2006 rozhodla, že kľúčové úrokové sadzby ECB ponechá na nezmenenej úrovni. Informácie, ktoré sú k dispozícii od predchádzajúceho zasadnutia, boli potvrdením argumentov stojacich za rozhodnutím Rady guvernérov z 5. októbra 2006 zvýšiť úrokové sadzby. Takisto potvrdili, že aj naďalej je potrebné venovať veľkú pozornosť ďalšiemu vývoju so zámerom udržať strednodobé až dlhodobšie inflačné očakávania v eurozóne pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Vzhľadom na to, že kľúčové úrokové sadzby ECB zostávajú stále na nízkej úrovni, rast peňažnej zásoby a úverov je dynamický a úroveň likvidity je podľa všetkých spoľahlivých ukazovateľov vysoká, menová politika zostáva akomodatívna. Ak sa potvrdia predpoklady Rady guvernérov a jej základný scenár ďalšieho vývoja, menovú akomodáciu bude potrebné ďalej redukovať. Rázne a včasné kroky sú aj naďalej nevyhnutné na zabezpečenie cenovej stability v strednodobom horizonte. Ako sa už v minulosti opakovane zdôrazňovalo, sú predpokladom toho, aby menová politika mohla dlhodobo prispievať k trvalo udržateľnému hospodárskemu rastu a tvorbe pracovných miest v eurozóne.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, podľa druhého odhadu Eurostatu sa v druhom štvrtroku 2006 potvrdil medzikvartálny rast reálneho HDP v eurozóne na úrovni 0,9 %, po 0,8 % v prvom štvrtroku. Odhliadnuc od bežnej volatility štvrťročných mier hospodárskeho rastu, hospodárska aktivita počas štyroch štvrtrokov do polovice roku 2006 medzikvartálne rástla v priemere o 0,7 %, čiže rýchlejšie, než sa vo všeobecnosti predpokladalo pred rokom. Na základe informácií získaných z rôznych mesačných ukazovateľov hospodárskej aktivity a prieskumov dôvery, ktoré sú k dispozícii do polovice októbra, sa očakáva, že tempo hospodárskeho rastu bude v druhej polovici tohto roka pokračovať. Navyše miera nezamestnanosti klesá, obnovil sa rast zamestnanosti a očakávania v oblasti zamestnanosti zostávajú priaznivé. Celkovo sa na základe nových údajov potvrdzuje, že ozdravenie ekonomiky pokračuje rovnomernejším a udržateľnejším spôsobom, napriek možnému miernemu spomaleniu medzikvartálneho rastu reálneho HDP v druhej polovici tohto roka v porovnaní s prvým polrokom.

Pohľad do vzdialenejšej budúcnosti ukazuje naďalej priaznivé podmienky na silný rast hospodárstva blízko rastového potenciálu, i napriek istej volatilitate štvrťročného tempa rastu, ktorá sa pravdepodobne prejaví na prelome roka, najmä v dôsledku zvýšenia nepriamych daní v januári 2007 v jednej veľkej krajine eurozóny. Svetová hospodárska aktivita je regionálne vyváženejšia a stále výrazná, čím priebežne podporuje vývoz z eurozóny. Očakáva sa, že investičná aktivita bude naďalej dynamická a že bude ťažiť z dlhodobo veľmi výhodných

podmienok financovania, výsledkov reštrukturalizácie podnikových bilancií, vysokého akumulovaného zisku a pokračujúcej vysokej ziskovosti a zvyšovania efektívnosti podnikov. S ďalším zlepšovaním podmienok v oblasti zamestnanosti by časom malo dochádzať aj k ďalšiemu zrýchľovaniu rastu spotreby v eurozóne, v súlade s vývojom reálneho disponibilného dôchodku.

Riziká ohrozujúce uvedený výhľad hospodárskeho rastu sú v krátkodobom horizonte v zásade vyvážené, berúc do úvahy hlavne nedávne spomalenie hospodárskeho rastu v USA na jednej strane a nedávny pokles cien ropy na druhej strane. Za predpokladu, že by bol pokles cien ropy dlhodobejší, mohol by potenciálne viesť k o niečo vyššiemu dopytu a rastu produkcie, než v súvislosti s hospodárskou aktivitou v nadchádzajúcich štvrtrokoch predpokladá základný scenár Rady guvernérov. V dlhodobejšom horizonte celkovo prevažujú riziká pomalšieho hospodárskeho rastu, ktoré súvisia predovšetkým s možným obnovením rastu cien ropy, s obavami zo zosilnenia protekcionistických tlakov, najmä po prerušení kola obchodných rokovaní v Dohe, a s možným nerovnomerným vývojom v dôsledku globálnych nerovnováh.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa predbežného odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v októbri dosiahla 1,6 %, po tom, ako v septembri klesla z augustových 2,3 % na 1,7 %. Nedávny pokles inflácie je kombináciou priaznivých bazických efektov, najmä vzhľadom na výrazný rast cien ropy pred rokom a ich nedávny značný pokles. Aj keď sú vyhliadky cien energií neisté, na základe súčasných cien energií a vyšších kotácií na termínovaných trhoch je pravdepodobné, že sa miera inflácie koncom tohto roka a začiatkom roka 2007 znova zvýši. Rada guvernérov preto očakáva vysokú krátkodobú volatilitu ročnej miery inflácie HICP. Odhliadnuc od tejto volatility, miera inflácie HICP zostane v roku 2006 zvýšená na úrovni v priemere nad 2 % a je pravdepodobné, že sa tento stav nezmení ani v roku 2007.

Perspektívu cenovej stability aj naďalej ohrozujú riziká rýchlejšieho rastu cien. Patrí k nim opäť riziko výraznejšieho prenosu predchádzajúceho rastu cien ropy do spotrebiteľských cien, ako sa v súčasnosti očakáva, a ďalšieho, zatiaľ neohláseného zvyšovania regulovaných cien a nepriamych daní. Navyše nemožno vylúčiť, že ceny ropy budú znova rásť. Vzhľadom na priaznivé tempo rastu reálneho HDP zaznamenané v posledných štvrtrokoch a na ďalšie zlepšovanie situácie na trhu práce je však závažnejšie, že rýchlejší než v súčasnosti očakávaný rast miezd predstavuje podstatné riziko ohrozenia cenovej stability zvýšenou mierou inflácie. Za daných okolností je nevyhnutné, aby sociálni partneri naďalej pristupovali k tejto otázke zodpovedne, a to najmä v čase priaznivejšieho prostredia pre hospodársku aktivitu a zamestnanosť.

Analýza menového vývoja stále poukazuje na existenciu inflačných rizík ohrozujúcich cenovú stabilitu v strednodobom až dlhodobom horizonte. Ročný rast agregátu M3 sa po augustovom spomalení na 8,2 % v septembri znova zrýchlil na 8,5 %. Hoci sa ročná miera rastu M1 za posledné mesiace v prostredí zvyšujúcich sa úrokových mier trochu zmiernila v dôsledku presunov do nástrojov s trhovo viazanejšími výnosmi, toto zmiernenie bolo viac než vykompenzované rýchlejšim rastom ostatných komponentov menového agregátu M3.

Vo všeobecnosti ostáva miera rastu peňažnej zásoby a úverov vysoká v dôsledku stále nízkej úrovne úrokových sadzieb v eurozóne a silnejúcej hospodárskej aktivity. Predovšetkým ročné tempo rastu objemu úverov súkromnému sektoru naďalej zaznamenáva dvojciferné hodnoty, tak v sektore domácností, ako aj v podnikovom sektore. Zatiaľ čo rast objemu úverov domácnostiam vykazuje isté známky ustálenia, i keď na veľmi vysokej úrovni, rast objemu úverov nefinančným spoločnostiam má stále stúpajúci trend a v súčasnosti dosahuje medziročné hodnoty rastu nad 12 %, najvyššie od začiatku 90. rokov. Pri hodnotení protipoložík agregátu M3 i naďalej zostáva hlavným faktorom rýchleho menového rastu expanzia úverov súkromnému sektoru.

Z hľadiska primeranej strednodobej perspektívy tento najnovší vývoj zodpovedá pretrvávajúcemu trendu zvyšovania základnej miery rastu peňažnej zásoby, ktorý menová analýza ECB zisťuje už od polovice roka 2004. Okrem toho je objem likvidity v eurozóne po niekoľkých rokoch výrazného rastu peňažnej zásoby podľa všetkých spoľahlivých ukazovateľov vysoký. Pokračujúci výrazný rast peňažnej zásoby a úverov v prostredí vysokého stavu likvidity predstavuje riziko ohrozenia cenovej stability zvýšenou mierou inflácie v strednodobom až dlhodobom horizonte. Menový vývoj preto treba naďalej veľmi pozorne sledovať, najmä vzhľadom na priaznivejší hospodársky vývoj a vysokú dynamiku trhov s nehnuteľnosťami v mnohých častiach eurozóny.

Celkovo možno konštatovať, že ročná miera inflácie by v rokoch 2006 a 2007 mala zostať zvýšená, pričom jednoznačne prevláda riziko, že by očakávané hodnoty mohla prekročiť. Vzhľadom na pokračujúcu výraznú dynamiku rastu peňažnej zásoby v prostredí vysokého stavu likvidity potvrdzuje porovnanie výsledkov ekonomickej a menovej analýzy názor, že v strednodobom až dlhodobom horizonte prevládajú riziká ohrozujúce cenovú stabilitu zvyšovaním inflácie. Je dôležité, aby inflačné očakávania zostali pevne ukotvené na úrovni zodpovedajúcej cenovej stabilite. Ak sa potvrdia predpoklady Rady guvernérov a jej základný scenár ďalšieho vývoja, menovú akomodáciu bude potrebné aj naďalej redukovať. Rázne

a včasné kroky sú aj naďalej nevyhnutné na zabezpečenie cenovej stability v strednodobom horizonte. Rada guvernérov preto bude ďalšiemu vývoju venovať veľkú pozornosť.

Pokiaľ ide o rozpočtovú politiku, krajiny eurozóny nedávno oznámili Európskej komisii údaje o výške deficitu a dlhu za rok 2005 a väčšina z nich podala aj správu o ďalšom vývoji v roku 2006 a rozpočtových plánoch na rok 2007. Tieto informácie síce v priemere poukazujú na ďalšie, hoci pomalé zlepšovanie rozpočtového hospodárenia, ale dôvod na spokojnosť to nie je. Je dôležité, aby všetky krajiny eurozóny plnili záväzky uvedené v upravenom Pakte stability a rastu. Počas súčasnej hospodárskej konjunktúry je podstatné urýchliť rozpočtovú konsolidáciu a vyhýbať sa procyklickej politike. Takéto konanie by zvýšilo dôveru účastníkov trhu i verejnosti. Všetky dodatočné rozpočtové príjmy získané vďaka vyššiemu než očakávanému hospodárskemu rastu by sa preto mali už vopred v plnej miere vyčleniť a použiť na rýchlejšie znižovanie deficitu, resp. na zvyšovanie prebytku v priaznivých obdobiach. Vyhliadky na dosiahnutie dobrej rozpočtovej pozície sa zlepšia, ak budú konsolidačné plány založené na dôveryhodných záväzkoch znižovať pomer výdavkov a na lepších mechanizmoch kontroly výdavkov. A nakoniec, Rada guvernérov opätovne zdôraznila význam vysokej kvality štatistických údajov a spoľahlivého štatistického výkazníctva, ktoré majú z hľadiska predchádzania a nápravy rozpočtových nerovnováh kľúčový význam.

V súvislosti so štrukturálnymi reformami Rada guvernérov zdôraznila dôležitosť vytvorenia plne funkčného jednotného trhu a pružného trhu tovarov a služieb i trhu práce pri zvyšovaní adaptability hospodárstva eurozóny a jeho odolnosti voči vonkajším šokom. Liberalizácia trhu tovarov a služieb v záujme podpory hospodárskej súťaže by vo väčšej miere motivovala podnikové investície a inovácie, čím by sa zrýchlil rast produktivity. Odstránenie nepružnosti trhu práce a deformácií v tvorbe miezd a cien je kľúčovým predpokladom na podporu homogénnejšieho vývoja cenovej a nákladovej konkurencieschopnosti v rámci krajín eurozóny, ako aj na zabezpečenie trvalo udržateľného rastu produkcie a tvorby pracovných miest. Na zachovanie, resp. obnovenie cenovej konkurencieschopnosti je predovšetkým dôležité, aby sa mzdový rast vo všeobecnosti podriaďoval trendom rastu produktivity práce a pritom v plnej miere zohľadňoval aktuálnu úroveň jednotkových nákladov práce. Navyše je žiaduce, aby sa v mzdových dojednaniach postupne prestal používať systém automatickej indexácie podľa minulých údajov. Úspešné uskutočnenie reforiem s cieľom odstrániť nepružnosť a neefektívnosť v krajinách eurozóny by zvýšilo jej rastový potenciál a vyhliadky zamestnanosti.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok sa zaoberá pojmom „aktivizmus“ menovej politiky. Druhý rozoberá skúsenosti Euro systému s dolad'ovacími

obchodmi na konci periódy udržiavania povinných minimálnych rezerv od jesene 2004. Tretí skúma hlavné faktory ovplyvňujúce finančný vývoj v strednej, východnej a juhovýchodnej Európe.