

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí 1. júla 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 pravidelných ekonomických a menových analýz Rada guvernérov potvrdila svoje predchádzajúce hodnotenie, že aj napriek pravdepodobnému pretrvaniu mierne zvýšených inflačných tlakov v krátkodobom horizonte zostáva strednodobý výhľad vývoja v súlade s cenovou stabilitou. Rada guvernérov sa preto rozhodla nemeniť nastavenie svojej menovej politiky a kľúčové úrokové sadzby ECB ponechala na doterajšej úrovni. Nízka hladina úrokových sadzieb v nominálnom i reálnom vyjadrení, v porovnaní s historickým priemerom, stimuluje hospodársku aktivitu. Rada guvernérov bude naďalej pozorne sledovať vývoj všetkých faktorov, ktoré by mohli ovplyvniť riziká cenovej stability v strednodobom horizonte.

Pokiaľ ide o ekonomickú analýzu, ktorá je podkladom hodnotenia Rady guvernérov, podľa najnovších údajov po štvrtročnom zvýšení reálneho HDP v prvom štvrtroku o 0,6 % v eurozóne pokračuje hospodárske oživenie. Najnovšie údaje o objeme produkcie a výdavkov, ako aj výsledky posledných prieskumov, naďalej zodpovedajú prebiehajúcemu rastu reálnej hospodárskej aktivity počas druhého štvrtroka.

Rada guvernérov je naďalej presvedčená, že oživenie hospodárskej aktivity bude pokračovať aj v budúcnosti. Predpoklady pre rozsiahlejšie a výraznejšie oživenie sú vytvorené. Tempo hospodárskeho rastu mimo eurozóny zostáva výrazné a malo by stimulovať vývoz z eurozóny. V eurozóne by mali investície ťažiť z priaznivého vonkajšieho prostredia a výhodných podmienok financovania v rámci eurozóny. Vďaka rýchlejšej reštrukturalizácii a rastúcej efektívnosti podnikovej sféry by mali byť podnikové investície podporené aj lepšou ziskovosťou. Navyše by malo súbežne s rastom reálneho disponibilného dôchodku a očakávaným následným zvyšovaním rastu zamestnanosti pokračovať oživenie súkromnej spotreby. Zhruba rovnaká predstava o vývoji v eurozóne vyplýva i z dostupných predpovedí medzinárodných a súkromných organizácií. Očakávania ďalšieho hospodárskeho oživenia zodpovedajú aj nedávne mu vývoju na finančných trhoch.

Scenár prebiehajúceho hospodárskeho oživenia však môžu jedným alebo druhým smerom ovplyvniť viaceré faktory. Na jednej strane tempo hospodárskeho rastu v eurozóne, ktoré bolo v prvom štvrtroku výraznejšie, ako sa očakávalo, môže dynamiku oživenia v krátkodobom horizonte zvýšiť. K väčšej aktivite v eurozóne by mohol prispieť aj prebiehajúci silný rast svetového hospodárstva. Na druhej strane ceny ropy aj napriek nedávnomu miernemu poklesu naďalej zostávajú na vysokej úrovni a najmä svojim vplyvom na vývoj výmenných relácií eurozóny môžu rast spomaliť. Z dlhodobejšieho hľadiska navyše stále existujú obavy z pretrvávajúcej globálnej nerovnováhy.

V oblasti cenového vývoja je pri hodnotení rizík cenovej stability potrebné rozlíšiť krátkodobý vývoj od strednodobého trendu. V krátkodobom horizonte ceny ropy stále vyvíjajú tlak na zvyšovanie celkovej úrovne cien. Podľa predbežného odhadu Eurostatu ročná inflácia HICP v júni klesla na 2,4 % z 2,5 % v predchádzajúcom mesiaci. Hoci ceny ropy počas niekoľkých predchádzajúcich týždňov klesali, podľa trhových očakávaní by sa mali ešte určitý čas udržať na vysokej úrovni. V tom prípade by sa inflácia s najväčšou pravdepodobnosťou udržala nad hladinou 2 % dlhšie, ako sa predpokladalo na začiatku tohto roka.

Z dlhodobejšieho hľadiska je výhľad vývoja aj naďalej v súlade s cenovou stabilitou, za predpokladu nevýrazného rastu miezd, o ktorom svedčia najnovšie dostupné údaje. Zároveň však treba poukázať na niektoré faktory, ktoré môžu cenovú stabilitu ohroziť. Vysoká dynamika svetového hospodárstva môže byť aj naďalej zdrojom tlaku na rast cien komodít vrátane cien ropy. Pokiaľ ide o nepriame dane a regulované ceny, ktoré sa v minulosti pomerne výrazne zvyšovali, údaje o ich ďalšom vývoji je ťažké použiť pri hodnotení budúceho vývoja, keďže tieto informácie sú zvyčajne dostupné až koncom roka. Za daných okolností bude potrebné pozorne sledovať potenciálne riziko sekundárnych účinkov prostredníctvom mzdového a cenového vývoja. Sociálni partneri môžu významnou mierou prispieť k udržiavaniu cenovej stability tým, že sa namiesto aktuálnych mier inflácie zamerajú na strednodobý výhľad cenového vývoja, čím by zároveň prispeli k rastu zamestnanosti. Namerané hodnoty dlhodobých inflačných očakávaní, ktoré vychádzajú z ukazovateľov vývoja na finančnom trhu, zostávajú na relatívne vysokej úrovni. Aj keď tieto ukazovatele by sa mali interpretovať opatrne, ich vývoj si vyžaduje zvýšenú pozornosť.

Analýza menového vývoja ukazuje, že celková situácia sa od posledného hodnotenia nezmenila. Ročné miery rastu M3 v posledných mesiacoch klesali. Hoci tento pokles čiastočne vyplýva z bazických efektov, ovplyvňuje ho aj vývoj portfóliového investičného správania podnikov a domácností, ktoré sa vďaka zmierneniu finančných neistôt opäť normalizuje. Súčasný vývoj naozaj naznačuje, že úspory sa čoraz viac presúvajú smerom k dlhodobjším aktívam mimo M3, a nie smerom k likvidným peňažným aktívam. Aj napriek nedávnomu spomaleniu ročného rastu M3 objem likvidity v eurozóne ešte stále výrazne prekračuje potreby financovania neinflačného rastu. Aj keď značná časť prebytočnej likvidity je dôsledkom predchádzajúcich zmien v skladbe portfólií, akumuláciu likvidných aktív podporujú aj nízke úrokové sadzby. Nízka hladina úrokových sadzieb zároveň stimuluje rast objemu úverov. Dlhodobejší prebytok likvidity môže v strednodobom horizonte ohroziť cenovú stabilitu.

Celkovo možno konštatovať, že z pohľadu ekonomickej analýzy zostáva strednodobý výhľad cenového vývoja v súlade s cenovou stabilitou. Vývoj cien si však aj naďalej vyžaduje osobitnú pozornosť. Aj porovnanie ekonomickej analýzy s menovou analýzou zdôrazňuje potrebu neustále sledovať možnosť naplnenia rizík cenovej stability.

V oblasti fiškálnej politiky je teraz najdôležitejšie, aby všetky príslušné krajiny vážne pristupovali k fiškálnej konsolidácii a neopakovali chyby, ktoré v minulosti viedli k nevyrovnanému stavu verejných financií v čase hospodárskeho oživenia. Hospodárske oživenie je skutočne príležitosťou na ozdravenie verejných financií. To si však vyžaduje prísnu kontrolu výdavkov pri realizácii tohtoročného rozpočtu a prijatie komplexnej stratégie reforiem ako základu pri plánovaní rozpočtu na budúci rok. Presvedčivé reformy zamerané na krátenie výdavkov sú nevyhnutným predpokladom fiškálnej konsolidácie a zdravých systémov sociálneho zabezpečenia a posilňujú dôveru v krátkodobý vývoj a vyhliadky hospodárskeho rastu v strednodobom horizonte. Udržiavanie existujúceho inštitucionálneho rámca a jeho dôsledné uplatňovanie hrá zásadnú úlohu pri zabezpečovaní zdravých verejných financií a makroekonomického prostredia. Podľa názoru Rady guvernérov by sa Pakt stability a rastu nemal meniť, hoci jeho uplatňovanie v súčasnom rámci by sa mohlo zlepšiť.

Rada guvernérov uznáva neodkladnosť ďalších štrukturálnych reforiem trhu práce i trhu tovarov a služieb. Je znepokojujúce, že produktivita práce v eurozóne od polovice deväťdesiatych rokov klesá. Zatiaľ čo tento vývoj čiastočne odzrkadľuje vyššiu

zamestnanosť, ide predovšetkým o výsledok nie úplne optimálneho pokroku v zvyšovaní celkovej efektívnosti hospodárstva. V záujme plného využitia výhod technologického pokroku a vyššej efektívnosti, ktoré sú spojené s vývojom a používaním nových informačných a komunikačných technológií, je predovšetkým potrebné odstrániť štrukturálnu nepružnosť. V tomto smere je možné inováciu a zavádzanie nových technológií urýchliť stimulovaním konkurencie na trhu tovarov a služieb, predovšetkým v sektore služieb, a podporou reštrukturalizácie priemyselných odvetví. Rýchlejšie a širšie zavádzanie výsledkov technologického pokroku v jednotlivých sektoroch hospodárstva eurozóny sa však nezaobíde bez väčšieho dôrazu na zvyšovanie ľudského kapitálu a prispôbovanie vzdelávacích systémov meniacim sa potrebám trhu práce.

O niečo výraznejší rast priemernej zamestnanosti od polovice deväťdesiatych rokov čiastočne vyrovnáva negatívny vplyv pomalšieho rastu produktivity na rast celkovej hospodárskej produkcie. V medzinárodnom porovnaní je však zastúpenie populácie v produktívnom veku na trhu práce pomerne slabé. Navyše značnú časť pracovnej sily tvoria nezamestnaní, a počet odpracovaných hodín zamestnanej časti za rok je v priemere nižší ako v ostatných oblastiach hospodárstva. Eurozóna potrebuje ďalšie zmeny hospodárskej politiky, ktoré by podporili ponuku práce a jej využitie a tým zlepšili vyhliadky rastu v strednodobom horizonte. Takéto opatrenia sú nevyhnutné na zabezpečenie primeranej životnej úrovne aj v čase starnúcej populácie.

Toto vydanie mesačného bulletinu obsahuje dva články. Prvý sa zameriava na vývoj celkovej produktivity práce v eurozóne od začiatku osemdesiatych rokov a vysvetľuje ho na pozadí súvisiaceho vývoja sektorov. Druhý článok hodnotí výsledky bankového sektora EÚ od roku 2000 a poukazuje na najdôležitejšie faktory životaschopnosti tohto sektora. Box č. 4 sa zaoberá nedávnym zapojením mien Estónska, Litvy a Slovinska do mechanizmu výmenných kurzov ERM II.