

ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí 5. augusta 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 %.

Rada guvernérov na základe pravidelných ekonomických a menových analýz 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. V porovnaní s historickým priemerom sú úrokové sadzby v nominálnom i reálnom vyjadrení na nízkej úrovni, čo 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, údaje zverejnené od posledného zasadania potvrdzujú, že hospodárske oživenie v eurozóne pokračuje. Najnovšie údaje o objeme produkcie a výške dopytu celkovo naďalej zodpovedajú prebiehajúcemu rastu reálnej hospodárskej aktivity.

Rada guvernérov je naďalej presvedčená, že oživenie hospodárskej aktivity bude pokračovať. Podmienky na rozsiahlejšie a výraznejšie oživenie sú vytvorené. Pokiaľ ide o situáciu mimo eurozóny, výrazné tempo hospodárskeho rastu by malo naďalej stimulovať vývoz z eurozóny. V eurozóne by investície mali ťažiť z globálneho dopytu, z rastúcej dôvery v podnikateľskom sektore a z veľmi výhodných podmienok financovania v rámci eurozóny. Súkromná spotreba by mala naďalej rásť súbežne so zvyšujúcim sa reálnym disponibilným dôchodkom a neskôr by k nej mal prispieť aj rýchlejší rast zamestnanosti. Podobná predstava o vývoji v eurozóne vyplýva aj z predpovedí medzinárodných a súkromných organizácií. Očakávania ďalšieho hospodárskeho oživenia zodpovedajú aj nedávneho vývoju na finančných trhoch.

Tento scenár oživenia môžu ovplyvniť viaceré faktory. Na jednej strane terajšia konjunktúra v eurozóne, o ktorej svedčia aj výsledky niektorých prieskumov, pokračuje aj

vďaka výraznému rastu svetového hospodárstva a nedávnomu vývoju priemyselnej produkcie. Na druhej strane by však tempo rastu mohli spomaliť vysoké ceny ropy, a to tak na globálnej úrovni, ako aj svojím vplyvom na vývoj výmenných relácií eurozóny. Okrem toho stále existujú obavy z pretrvávajúcej globálnej nerovnováhy.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, ceny ropy stále vyvíjajú tlak na zvyšovanie celkovej úrovne cien v krátkodobom horizonte. Podľa predbežného odhadu Eurostatu ročná inflácia HICP v júli zostala na júrovej úrovni 2,4 %. Ročná inflácia HICP, po vylúčení najviac volatilných položiek energií a nespracovaných potravín, v júni 2004 dosiahla hodnotu 2,2 %. Trhy očakávajú, že ceny ropy sa na súčasnej vysokej úrovni udržia dlhšie, ako predpokladali začiatkom tohto roka. V takom prípade by ročná miera inflácie s najväčšou pravdepodobnosťou zvyšok tohto roka i v prvých mesiacoch roka 2005 zostala nad hladinou 2 %.

Ročné miery inflácie meranej indexom spotrebiteľských cien by mali v priebehu roka 2005 klesnúť späť pod úroveň 2 %, akonáhle sa z ich výpočtu vylúčia šoky spôsobujúce rast cien v roku 2004 (v dôsledku cien energií, nepriamych daní a regulovaných cien). Ani pri pohľade do vzdialenejšej budúcnosti nevidieť žiadne náznaky vzniku silnejších celkových inflačných tlakov. Za predpokladu naďalej nevýrazného mzdového rastu, o ktorom vypovedajú aj najnovšie údaje, by predovšetkým rast domácich cien mal zostať obmedzený. Predpokladané oživenie produktivity by navyše malo tmiť cenové tlaky, ktoré plynú zo mzdových nákladov.

Napriek tomu je potrebné pozorne sledovať riziká, ktoré môžu spôsobiť rast cenovej hladiny v strednodobom horizonte. Obavy vyvolávajú predovšetkým ceny ropy, ktoré by sa vďaka dynamike globálneho hospodárskeho rastu mohli aj naďalej udržať na súčasnej vysokej úrovni. Ďalším rizikom, ktoré by mohlo ohroziť cenovú stabilitu, je budúci vývoj nepriamych daní a regulovaných cien. V tejto chvíli je ťažké posúdiť, či sa budú zvyšovať v podobnej miere aj v budúcnosti, pretože informácie o týchto úpravách sa zvyčajne zverejňujú až neskôr v priebehu roka. Tieto obavy z krátkodobého vývoja zároveň zvyšujú potenciálne riziko sekundárnych vplyvov prostredníctvom mzdového vývoja a cenovej politiky.

Rovnako je potrebné sledovať vývoj inflačných očakávaní. Zachovanie dôvery v cenovú stabilitu je nevyhnutným predpokladom udržania priaznivých dlhodobých úrokových mier na trhu, ktoré zase podporia hospodársky rast a tvorbu pracovných miest v eurozóne.

Analýza menového vývoja ukazuje, že aj napriek výraznému mesačnému prírastku v júni sa ročné tempo rastu agregátu M3 počas niekoľkých posledných mesiacov naďalej spomaľuje, čo zodpovedá trendu zjavnému už od leta 2003. Spomalenie tempa rastu agregátu M3 v priebehu posledných štvrtrokov do značnej miery vyplýva z normalizácie skladby portfóliových investícií od druhej polovice roka 2003, ktorá je dôsledkom zmiernenia výnimočnej hospodárskej a finančnej neistoty z obdobia od roka 2001 do začiatku roka 2003.

Zároveň sa zdá, že k obratu predchádzajúcich posunov v skladbe portfólií dochádza pomalšie, ako by sa na základe podobných situácií z minulosti dalo očakávať. Dôvodom môže byť väčšia neochota domácností a firiem podstupovať riziká ako v minulosti, a to vzhľadom na straty, ktoré utrpeli na trhu s cennými papiermi v období od roka 2000 do jari 2003. Navyše súčasná hladina úrokových mier je v porovnaní s historickými hodnotami veľmi nízka. Nízka hladina úrokových mier aj naďalej prispieva k rastu peňažnej zásoby, najmä v prípade najlikvidnejších aktív zahrnutých do úzkeho peňažného agregátu M1. V posledných mesiacoch sa aj vďaka nízkym úrokovým mieram pomerne výrazne zvýšilo tempo rastu úverov poskytovaných súkromnému sektoru. Značne vysoké je predovšetkým tempo rastu hypotekárnych úverov domácnostiam.

V eurozóne je stále podstatne viac likvidity, ako je potrebné na financovanie neinflačného rastu. Za daného stavu nemožno s určitosťou povedať, na aký účel sa tento prebytok likvidity v budúcnosti použije. Pokiaľ by sa však podstatná časť týchto likvidných aktív mala previesť na transakčné zostatky, predovšetkým v čase rastúcej dôvery a hospodárskej aktivity, zvýšilo by sa riziko inflácie.

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.

Vzhľadom na signály, že hospodárske oživenie bude pokračovať, je predovšetkým dôležité, aby pri zlepšovaní fundamentov hospodárstva eurozóny svoju úlohu zohrala aj rozpočtová politika a štrukturálne reformy. Vlády viacerých štátov eurozóny by mali neodkladne uskutočniť reformy verejných výdavkov, ktoré sú nevyhnutné na zvýšenie potenciálneho rastu produkcie a zníženie rozpočtových schodkov. Potom ako Európsky súdny dvor 13. júla 2003 zverejnil svoje rozhodnutie, ktorým objasňuje kompetencie Komisie a Rady v súvislosti s postupom pri nadmernom deficite, ECB s uspokojením konštatovala, že rozsudok potvrdzuje potrebu uplatňovania pravidiel a postupov stanovených v zmluve a v Pakte stability a rastu v plnom rozsahu. Pokiaľ ide o dôsledky tohto rozhodnutia, ECB očakáva, že príslušné inštitúcie podniknú potrebné kroky na zabezpečenie dôslednej realizácie týchto pravidiel a postupov. ECB je naďalej presvedčená, že zmluva ani Pakt stability a rastu by sa nemali meniť, ale že uplatňovanie Paktu stability a rastu by sa mohlo zlepšiť.

Rovnako dôležité je využiť súčasnú hospodársku konjunktúru na efektívnu realizáciu nevyhnutných štrukturálnych reforiem na trhu práce a trhu tovaru a služieb v eurozóne. Tým by došlo k upevneniu dôvery v udržateľný rast, zvýšeniu celkovej efektívnosti hospodárstva a rýchlejšiemu hospodárskemu rastu i tvorbe pracovných miest. Predovšetkým je potrebné čím skôr uskutočniť štrukturálne reformy zamerané na zvýšenie tempa rastu produktivity práce a potenciálnej produkcie.

Toto vydanie mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý článok sa zaoberá Európskou ústavou, pričom sa zameriava na aspekty, ktoré sa priamo týkajú ECB. Druhý článok opisuje charakteristické črty štvrtročných účtov verejnej správy a možnosti ich využitia v eurozóne. Tretí článok sa venuje problematike vývoja v oblasti emisie, výroby a falšovania eurobankoviek od ich zavedenia a hlavným otázkam ich výskumu a vývoja.