

## ÚVODNÉ SLOVO

Rada guvernérov ECB na svojom zasadnutí 7. júla 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 %.

Na základe svojich pravidelných ekonomických a menových analýz Rada guvernérov konštatuje, že nastavenie menovej politiky zodpovedá aktuálnemu výhľadu cenovej stability v strednodobom horizonte. Kľúčové úrokové sadzby ECB sa preto rozhodla nemeniť. Úrokové sadzby v eurozóne sú v rámci celého spektra splatností na historicky nízkej úrovni v nominálnom i reálnom vyjadrení, čo naďalej stimuluje hospodársku aktivitu. Rada guvernérov potvrdila, že bude aj naďalej pozorne sledovať vývoj všetkých faktorov, ktoré by mohli tento záver ovplyvniť, a že neprestáva sledovať riziká, ktoré by mohli ohroziť cenovú stabilitu v strednodobom horizonte.

V rámci ekonomickej analýzy najnovšie ukazovatele hospodárskej aktivity v eurozóne celkovo potvrdzujú stále nevýrazný hospodársky rast. Na dopyt a dôveru podľa všetkého vplyvajú najmä vysoké a stále stúpajúce ceny ropy. Podľa aktuálnych údajov by mala byť štvrťročná miera rastu v druhom štvrťroku tohto roka nižšia ako v prvom štvrťroku, keď dosiahla 0,5 %. Dostupné údaje sú stále nesúrodé, a hoci niektoré z aktuálnych ukazovateľov vypovedajú o miernom zlepšení, náznaky začiatku trvalejšieho oživenia hospodárskej aktivity zatiaľ stále chýbajú. V dlhodobejšom horizonte však aj naďalej existuje priestor na postupné oživenie hospodárskej aktivity v eurozóne. Investičná aktivita v eurozóne by mala ťažiť z veľmi výhodných podmienok financovania a z momentálne vysokej ziskovosti a stále vyššej efektívnosti podnikov. Rast spotreby by mal zhruba zodpovedať očakávanému vývoju disponibilného dôchodku. Čo sa týka vonkajšieho prostredia, pokračujúci rast globálneho dopytu a zlepšenie cenovej konkurencieschopnosti eurozóny by mali podporovať vývoz z eurozóny. Toto hodnotenie sa zhoduje aj s dostupnými prognózami a projekciami.

Tento základný scenár hospodárskeho rastu však stále sprevádza značná neistota. Riziká, ktoré by mohli hospodársky rast spomaliť, súvisia predovšetkým s neustále vysokými cenami ropy, nízkou úrovňou dôvery v eurozóne a globálnou nerovnováhou.

Pokiaľ ide o cenový vývoj, podľa predbežného odhadu Eurostatu ročná miera inflácie HICP v júni vzrástla na 2,1 % z 1,9 % v predchádzajúcom mesiaci. V najbližších mesiacoch by sa mala ročná miera inflácie HICP pohybovať na približne rovnakej úrovni a je možné, že do konca roka 2005 už neklesne pod 2 %. Tento výhľad vychádza predovšetkým zo súčasného vývoja cien ropy, ktorý sa v júnových projekciách vývoja inflácie vypracovaných odborníkmi Eurosystemu spája s rizikom rastu inflácie. Mzdový rast je však v posledných štvrtrokoch aj naďalej mierny a v prostredí nevýrazného hospodárskeho rastu a nepriaznivých podmienok na trhu práce by mal tento trend zatiaľ pokračovať. Celkovo zatiaľ stále neexistujú žiadne podstatné dôkazy o vzniku výraznejších inflačných tlakov v eurozóne.

Zároveň si však osobitnú pozornosť vyžadujú riziká, ktoré by mohli tento scenár vývoja inflácie ohroziť. Sú spojené predovšetkým s vývojom cien ropy a s možnými sekundárnymi vplyvmi následného vývoja tvorby miezd a cien. V tomto smere je dôležité, aby sociálni partneri k tejto otázke aj naďalej pristupovali zodpovedne. Pri hodnotení dostupných projekcií vývoja inflácie je okrem toho potrebné zohľadňovať aj neistotu spojenú s budúcim vývojom regulovaných cien a nepriamych daní.

Hodnotenie vývoja inflácie v strednodobom až dlhodobom horizonte vychádza aj z výsledkov menovej analýzy. V súlade s vývojom zaznamenávaným od polovice roka 2004 zostáva rast peňažnej zásoby a úverov v eurozóne aj naďalej výrazný. Hlavným faktorom menového vývoja je aj naďalej stimulujúci vplyv nízkej úrovne úrokových mier, ktorý sa odráža na intenzite rastu agregátu M1 a dynamike rastu objemu úverov poskytovaných súkromnému sektoru. Všetky spoľahlivé ukazovatele aj naďalej svedčia o vysokej miere likvidity. Menový vývoj celkovo potvrdzuje potrebu neustále sledovať riziká rastu cenovej hladiny v strednodobom až dlhodobom horizonte.

Podľa ekonomickej analýzy sú teda inflačné tlaky v eurozóne v strednodobom horizonte naďalej pod kontrolou, pričom predovšetkým z vývoja cien ropy vyplýva určitá korekcia základného scenára cenového vývoja smerom nahor. Riziká narušenia cenovej stability v dlhodobom horizonte rozoberá menová analýza. Porovnanie údajov z oboch pilierov analýzy celkovo naznačuje potrebu neustáleho monitorovania s cieľom udržať inflačné očakávania v súlade s cenovou stabilitou. Udržiavaním strednodobých inflačných očakávaní pevne ukotvených na úrovni, ktorá je v súlade s cenovou stabilitou, menová politika v skutočnosti významnou mierou prispieva k oživeniu hospodárskeho rastu.

K zvýšeniu dôvery v eurozóne by mohla výrazne prispieť obozretná rozpočtová politika. Diskusia o zmenách nariadení Paktu stability a rastu sa skončila a na zaistenie účinného rámca pre koordináciu a disciplínu rozpočtovej politiky je teraz nevyhnutné tieto nariadenia dôsledne uplatňovať. Táto výzva platí dvojnásobne vzhľadom na skutočnosť, že vo viacerých krajinách eurozóny je nevyhnutné rásne riešiť súčasný a prognózovaný stav rozpočtového deficitu. V mnohých prípadoch tento deficit vedie nielen k zvyšovaniu zadlženosti, ale zároveň znamená, že v prípade nepriaznivého vývoja nezostáva žiadny priestor na krátkodobé rozpočtové opatrenia. Za situácie, kde výraznejšie úpravy minulých údajov o deficite a dlhu vykázalo iba niekoľko krajín, Rada guvernérov opäť zdôrazňuje svoju predchádzajúcu výzvu na spoľahlivé zostavovanie a včasné vykazovanie štatistických údajov z oblasti verejných financií.

Rada guvernérov zároveň znova vyzdvihuje naliehavosť realizácie rozhodných a komplexných štrukturálnych reforiem zameraných na zabezpečenie dynamickejšej a konkurencieschopnejšej európskej ekonomiky s pružným trhom práce a trhom tovaru a služieb. Hlavným cieľom reformných opatrení je riešiť aktuálne problémy spojené s globalizáciou, rýchlym technologickým rozvojom a starnutím populácie, a vo všeobecnosti zaisťovať väčšiu odolnosť hospodárstva voči šokom. S týmito problémami sa nepotýka len eurozóna. Úspešné štrukturálne reformy by však zároveň pomohli podporiť realizáciu potrebných zmien v jednotlivých krajinách eurozóny. Vďaka nim by mohli v budúcnosti dosahovať lepšie výsledky predovšetkým tie členské krajiny, ktoré zaznamenávajú pomalší hospodársky rast a nedostatočnú tvorbu pracovných miest, prípadne dlhodobo vysokú infláciu. Pokiaľ ide o existujúce rozdiely v hospodárskom raste a inflácii medzi jednotlivými krajinami eurozóny, rozptyl mier rastu a inflácie sa podľa dostupných údajov podstatne nelíši od situácie v Spojených štátoch a od roku 1999 sa nezvyšuje. Avšak v krajinách, kde diferenciály rastu a inflácie nie sú dôsledkom procesu dobiehania alebo dočasných faktorov, sú o to nevyhnutnejšie štrukturálne reformy, ktoré by umožnili zvýšiť výkonnosť hospodárstva a flexibilitu v procese realizácie úprav.

Toto vydanie Mesačného bulletinu obsahuje tri články. Prvý sa zaoberá konceptom harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien HICP, rozoberá jeho vlastnosti a hodnotí skúsenosti s jeho využitím. Druhý článok sa zameriava na realizáciu štrukturálnych reforiem v kontexte Lisabonského programu a jeho opätovného zavedenia po priebežnom hodnotení Európskou radou v marci 2005. Tretí článok sa venuje používaniu

harmonizovaných štatistík úrokových mier zostavovaných ECB od začiatku roka 2003,  
ktoré peňažné finančné inštitúcie používajú pri úročení vkladov a úverov v eurách.