

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 12. aprila 2007 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Informacije, ki so postale dostopne po 8. marcu, ko je Svet zvišal obrestne mere, so dodatno podkrepile to odločitev. Ravno tako so potrdile, da ostaja cenovna stabilnost srednjeročno izpostavljena tveganjem navzgor usmerjenih pritiskov, tako da je potrebno zelo natančno spremljanje vseh gibanj. Bistveno je namreč zagotoviti, da se tveganja za cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju ne uresničijo. To bo omogočilo, da ostanejo srednjeročna do dolgoročnejša inflacijska pričakovanja v euroobmočju trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen. Takšno zasidranje je temeljni pogoj, da lahko denarna politika še naprej spodbuja vzdržno gospodarsko rast in ustvarjanje delovnih mest v euroobmočju. Glede na ugodne gospodarske razmere ostaja denarna politika ECB še vedno akomodativna, saj so ključne obrestne mere ECB zmerne, rast obsega denarja in kreditov je živahna, likvidnost v euroobmočju pa je po vseh zanesljivih merilih obsežna. Za zagotovitev stabilnosti cen v srednjeročnem obdobju bo zato v prihodnje potrebno odločno in pravočasno ukrepanje.

Na področju ekonomske analize so nedavni podatki potrdili oceno Sveta ECB, da se močna dinamika gospodarske rasti v euroobmočju nadaljuje. Tudi po Eurostatovi drugi oceni je realna rast BDP v zadnjem četrtletju 2006 glede na prejšnje četrtletje znašala 0,9%. V celem letu 2006 se je BDP v euroobmočju realno povečal za 2,7% (nepriklajeno za število delovnih dni). Na podlagi najnovjših podatkov, objavljenih rezultatov anket in različnih ocen na podlagi kazalnikov lahko sklepamo, da se močna rast nadaljuje tudi v prvi polovici leta 2007.

Razmere omogočajo solidno gospodarsko rast v euroobmočju tudi v prihodnjem obdobju. Kar zadeva mednarodno okolje, je svetovna gospodarska rast postala regionalno bolj uravnotežena in ostaja kljub manjšemu umirjanju močna. Zunanje okolje tako še naprej spodbuja izvoz euroobmočja. Tudi domače povpraševanje v euroobmočju bo po pričakovanjih ohranilo razmeroma močan zagon. Zaradi dolgotrajnega obdobja ugodnih pogojev financiranja, prestrukturiranja bilanc, akumuliranih in tekočih visokih dobičkov ter izboljšane podjetniške učinkovitosti naj bi investiranje ostalo dinamično. Sčasoma naj bi se skladno z gibanjem realnega razpoložljivega dohodka ter vse večjo rastjo zaposlovanja in izboljšanih razmer na trgu dela dodatno okrepila tudi potrošnja.

Tveganja, povezana s takšnimi ugodnimi izgledi gospodarske rasti, so kratkoročno večinoma uravnotežena, dolgoročneje pa ostajajo usmerjena navzdol in izhajajo predvsem iz zunanjega okolja. Povezana so z bojznijo pred krepitvijo protekcionističnih pritiskov, morebitno nadaljnjo rastjo cen nafte in negotovostjo glede možnih neobvladljivih gibanj zaradi svetovnih neravnovesij.

Na področju cenovnih gibanj je po Eurostatovi prvi oceni medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, marca 2007 znašala 1,9% (v primerjavi z 1,8% v prvih dveh mesecih leta). Podrobna razčlenitev marčnih podatkov o indeksu HICP še ni na voljo. Tudi če izključimo nadaljnjo rast cen nafte, bodo lanskoletna nihanja cen energentov v prihodnje povzročila precejšnje bazne učinke, ki bodo vplivali na dinamiko medletne inflacije v tem letu. Na podlagi sedanje ravni cen nafte in cen na terminskih trgih se bo medletna stopnja inflacije v naslednjih mesecih verjetno znižala, proti koncu leta pa ponovno zvišala in se gibala na ravni okrog 2%.

V srednjeročnem obdobju, na katerem temelji oblikovanje politike, ostajajo predvidena gibanja cen pod vplivom tveganj navzgor usmerjenih pritiskov. Tveganja so povezana predvsem z možnostjo nadaljnje rasti cen nafte ter dodatnega povišanja nadzorovanih cen in posrednih davkov poleg teh, ki so že bila napovedana in sprejeta. Bolj bistveno pa je, da bi lahko močnejše gibanje plač od pričakovanega povzročilo precejšnje tveganje navzgor usmerjenih pritiskov na stabilnost cen, zlasti glede na ugodno dinamiko na trgu dela v zadnjih nekaj četrletjih. Zato je bistveno, da socialni partnerji še naprej ravnajo odgovorno. Ob tem je pomembno, da se v plačnih dogovorih upošteva raven cenovne konkurenčnosti, še vedno visoka stopnja brezposelnosti v številnih gospodarstvih ter gibanje produktivnosti. Svet ECB s posebno pozornostjo spremlja pogajanja o plačah v državah euroobmočja.

Denarna analiza potrjuje, da srednjeročno do dolgoročneje prevladujejo tveganja navzgor usmerjenih pritiskov na stabilnost cen. Medletna rast denarnega agregata M3 se je od januarja do februarja okrepila z 9,9% na 10,0%. Hkrati je medletna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju, ki je februarja ostala zelo močna na ravni 10,3%, kazala nekatere nadaljnje znake umirjanja. Medtem ko je bilo v prejšnjih mesecih takšno umirjanje posledica zmanjšanja stopnje rasti zadolževanja gospodinjstev zaradi rastočih hipotekarnih obrestnih mer na celotnem euroobmočju in počasnejše rasti cen stanovanj v nekaterih regijah, je bilo februarja posledica umirjanja rasti posojil nefinančnim družbam. Pri analizi

teh gibanj je treba upoštevati dejstvo, da lahko na mesečne podatke vplivajo začasni dejavniki, zato jih ne bi smeli precenjevati. Močna rast kreditov zasebnemu sektorju namreč kaže, da se močan trend rasti zadolževanja nefinančnih družb, ki je prisoten od sredine leta 2004 dalje, nadaljuje.

Ob upoštevanju vseh vidikov najnovejši podatki še naprej kažejo na živahno dinamiko stopnje rasti širokega denarja v euroobmočju. Nadaljnja močna rast denarja in kreditov je posledica dolgotrajnejše nizke ravni obrestnih mer ter krepitve gospodarske aktivnosti v euroobmočju. Naraščajoče kratkoročne obrestne mere v povezavi z nizkimi dolgoročnimi obrestnimi merami so sicer učinkovale na gibanja v posameznih komponentah denarnih in kreditnih agregatov, vendar so imele do sedaj le omejen vpliv na skupno moč gibanja denarja. Po več letih močne rasti denarja je likvidnost v euroobmočju po vseh zanesljivih merilih obsežna. V razmerah obsežne likvidnosti kaže nadaljnja živahna rast denarja in kreditov na tveganja navzgor usmerjenih pritiskov na cenovno stabilnost v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju. Gibanja denarja bo zato treba še naprej zelo skrbno spremljati, še posebno glede na solidno rast gospodarske aktivnosti in nadaljnja močna gibanja na trgu nepremičnin v številnih delih euroobmočja.

Sklenemo lahko, da je pri ocenjevanju cenovnih gibanj pomembno odmisлити kratkoročna nihanja v stopnji inflacije. Za denarno politiko je ustrezen časovni okvir srednjeročno obdobje. Srednjeročno ostaja stabilnost cen izpostavljena tveganjem navzgor usmerjenih pritiskov, ki so v razmerah nadaljnje močne rasti zaposlenosti in gospodarske aktivnosti povezana zlasti z močnejšim gibanjem plač od pričakovanega. Glede na živahno rast denarja in kreditov v razmerah že obsežne likvidnosti tudi navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize potrjuje oceno, da bodo v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju prevladovala tveganja navzgor usmerjenih pritiskov na stabilnost cen. Svet ECB bo zato še naprej zelo natančno spremljal vsa gibanja. Bistveno je namreč zagotoviti, da se tveganja za cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju ne uresničijo. To bo prispevalo k trdnemu zasidranju srednjeročnih in dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj v euroobmočju na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen. Za zagotovitev stabilnosti cen v srednjeročnem obdobju bo zato v prihodnje še naprej potrebno odločno in pravočasno ukrepanje.

Kar zadeva druge politike, je Svet ECB pozdravil priporočila državam euroobmočja iz leta 2007 dopolnjenih Integriranih smernic, tj. celovitega paketa ukrepov, ki ga je sprejel

Ekonomsko-finančni svet leta 2005 in ki združuje Širše smernice ekonomskih politik in Smernice politike zaposlovanja. Dopolnitev Integriranih smernic je potrdil tudi Evropski svet na svojem zasedanju 8. in 9. marca 2007, pri čemer je poudarek na potrebi po pospešitvi fiskalne konsolidacije, izboljšanju kakovosti javnih financ, krepitvi konkurence in povezanosti ter spodbujanju reform na trgu dela.

Na področju fiskalne politike je namreč izredno pomembno izkoristiti zagon izboljšanih gospodarskih razmer in pospešeno nadaljevati fiskalno konsolidacijo. Javnofinančni primanjkljaj in javni dolg v razmerju do BDP sta bila leta 2006 v državah euroobmočja precej boljša od pričakovanj. Pozitivni rezultati pa so bili predvsem posledica visokih davčnih prihodkov v ugodnih makroekonomskih razmerah, kar je v nekaterih primerih odtehtalo višje javnofinančne odhodke od pričakovanih. Zaradi boljših fiskalnih rezultatov od pričakovanih v letu 2006 bi morali biti cilji za leto 2007 in kasneje ambicioznejši, s čimer bi lahko dodatne prihodke v celoti namenili za zmanjšanje primanjkljaja in dolga. Poleg tega bi se morale vse države izogibati prociklične fiskalne politike. To je ključnega pomena za zagotovitev fiskalne vzdržnosti v okviru priprav na vpliv staranja prebivalstva in je popolnoma skladno s prenovljenim Paktom za stabilnost in rast. Ponovna proučitev javnofinančnih odhodkov in obdavčitve s ciljem izboljšanja kakovosti javnih financ bi dodatno spodbudila gospodarsko rast in fiskalno vzdržnost.

Svet ECB podpira tudi ambiciozne strukturne reforme, ki bodo dodatno prispevale k tekočemu delovanju monetarne unije ter spodbujale sposobnost za rast in ustvarjanje delovnih mest. Odpornost držav proti šokom in njihovo konkurenčnost bi okrepila zlasti izboljšana prožnost trga dela, ki omogoča boljšo povezanost med gibanjem plač in produktivnostjo ter lažjo mobilnost delovne sile.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. Prvi se osredotoča na komuniciranje denarne politike finančnim trgom s strani ECB. Drugi članek proučuje vzroke za razlike v gospodarski rasti med državami euroobmočja in njihove posledice za oblikovanje politik. Tretji članek pa ocenjuje razlike med proračunskim saldonom in spremembami v javnem dolgu v euroobmočju.