

UVODNIK

Svet ECB je na seji 10. maja 2007 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da ključne obrestne mere ECB ohrani nespremenjene. Informacije, ki so postale dosegljive po seji Sveta ECB 12. aprila 2007, so še dodatno podkrepile analizo, na kateri je temeljila odločitev o povišanju obrestnih mer 8. marca letos. Da se tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ne bi uresničila, bo Svet ECB v prihodnje zato zelo budno spremljal vsa dogajanja. S tem bo obenem zagotovil, da srednjeročna do dolgoročnejša inflacijska pričakovanja v euroobmočju ostanejo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen. Takšno sidranje je temeljni pogoj, da denarna politika lahko še naprej spodbuja vzdržno gospodarsko rast in ustvarjanje delovnih mest v euroobmočju. Glede na ugodno gospodarsko okolje ostaja denarna politika ECB pretežno akomodativna, saj so ključne obrestne mere ECB zmerne, rast obsega denarja in kreditov živahna, likvidnost v euroobmočju pa po vseh zanesljivih merilih obsežna. Za zagotovitev cenovne stabilnosti v srednjeročnem obdobju bo zato v prihodnje potrebno odločno in pravočasno ukrepanje.

Začnimo z ekonomsko analizo. Kot kažejo najnovejši kazalniki in anketni podatki, se je gospodarska konjunktura v prvem četrtletju tega leta nadaljevala ter ostala trdna in široko zasnovana. Tudi v prihodnjem srednjeročnem obdobju ostajajo izgledi za gospodarsko rast euroobmočja ugodni. Pogoji, ki so potrebni za nadaljevanje sedanje ekspanzije po vzdržnih stopnjah, so izpolnjeni. Svetovna gospodarska rast je regionalno boljše uravnovešena in kljub določenemu umirjanju v zadnjih četrtletjih ostaja hitra, kar pomeni, da zunanje okolje še naprej spodbuja izvoz iz euroobmočja. Dosedanji zagon bo po pričakovanjih ohranilo tudi domače povpraševanje v euroobmočju. Investiranje bo zaradi dolgotrajnega obdobja ugodnih pogojev financiranja, prestrukturiranja bilanc, akumuliranih in tekočih visokih dobičkov ter izboljšane podjetniške učinkovitosti predvidoma 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, ki so povezana s takšnimi ugodnimi izgledi gospodarske rasti, so kratkoročno večinoma uravnovešena, na daljši rok pa ostajajo usmerjena navzdol. Izhajajo predvsem iz zunanjega okolja in so povezana s strahovi pred krepitvijo protekcionističnih pritiskov, možnostjo nadaljnjih povečanj cen nafte in negotovostmi glede možnih neobvladljivih gibanj zaradi svetovnih neravnovesij.

Na področju cenovnih gibanj je po hitri Eurostatovi oceni medletna inflacija po indeksu HICP v aprilu znašala 1,8%, marca pa 1,9%. Brez upoštevanja morebitnih nadaljnjih podražitev



nafte bodo na gibanje medletne stopnje inflacije v prihodnjih mesecih močno vplivali razmeroma veliki bazni učinki, ki izhajajo iz lanskoletne volatilnosti cen energentov. Glede na sedanjo raven cen nafte in cene nafte v terminskih pogodbah bo medletna stopnja inflacije v prihodnjih mesecih verjetno nekoliko padla, proti koncu leta pa ponovno zrasla in se gibala na ravni okrog 2%.

V srednjeročnem obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, so izgledi glede cenovnih gibanj še naprej povezani z navzgor usmerjenimi tveganji. Ta izhajajo iz vse večje izkoriščenosti kapacitet v gospodarstvu euroobmočja, možnosti nadaljnje rasti cen nafte ter dodatnega povišanja nadzorovanih cen in posrednih davkov poleg teh, ki so že bila napovedana in sprejeta. Na bolj temeljni ravni je mogoče, da bi večja gibanja plač od sedanjih pričakovanj lahko povzročila občutna tveganja navzgor usmerjenih pritiskov na stabilnost cen, zlasti glede na ugodno dinamiko na trgu dela v zadnjih nekaj četrtletjih. Svet ECB s posebno pozornostjo spremlja pogajanja o plačah v državah euroobmočja. Bistveno je, da socialni partnerji ravnajo odgovorno in se izognejo plačnim gibanjem, ki bi sčasoma lahko povzročila inflacijske pritiske in oslabila kupno moč vseh državljanov euroobmočja. V tem kontekstu je treba poudariti, da morajo dogovori o plačah omogočati dovolj veliko razlikovanje med plačami in upoštevajo cenovne konkurenčnosti, še vedno visoko stopnjo brezposelnosti v številnih gospodarstvih ter gibanje produktivnosti v posameznih panogah.

Denarna analiza potrjuje, da na srednji in daljši rok prevladujejo tveganja navzgor usmerjenih pritiskov na stabilnost cen. Osnovna stopnja denarne ekspanzije ostaja visoka, pri čemer je likvidnost že sicer obsežna. Dosedanja intenzivnost denarne ekspanzije se odraža v vse hitrejši rasti agregata M3, ki je marca na medletni ravni dosegla 10,9%, kot tudi v trajno visokih stopnjah rasti kreditov. Denarna in kreditna ekspanzija je deloma posledica zmerne ravni obrestnih mer in trdne gospodarske rasti. Na kratkoročna denarna in kreditna gibanja, ki so lahko do določene mere volatilna, lahko med drugim vpliva oblika krivulje donosnosti denarnega trga in zunanji dejavniki. Če zanemarimo te prehodne vidike, pa obstaja več znakov, da višje kratkoročne obrestne mere vplivajo na denarno dinamiko, čeprav njene splošne moči doslej še niso bistveno oslabile. Zaradi višjih kratkoročnih obrestnih mer se je v zadnjih četrtletjih na primer nekoliko upočasnila ekspanzija ozkega denarnega agregata M1, čeprav je njegova medletna rast še vedno zelo hitra. Enako tudi medletna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju od sredine leta 2006 kaže določene znake umirjanja, kljub temu da še vedno ostaja na dvomestni ravni.

Gledano v celoti tako kratkoročni dejavniki kot osnovni trend trajno hitre ekspanzije denarja in kreditov jasno kažejo, da so v dolgoročnem obdobju prisotna navzgor usmerjena tveganja

za stabilnost cen. Dejansko je po več letih hitre denarne rasti likvidnost v euroobmočju po vseh zanesljivih merilih obsežna. Denarna gibanja bo zato treba še naprej zelo skrbno spremljati, še zlasti glede na solidno rast gospodarske aktivnosti in še vedno močna gibanja na trgu nepremičnin.

Sklenemo lahko, da je pri ocenjevanju cenovnih gibanj pomembno gledati onkraj kratkoročne volatilnosti stopnje 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 močnejšimi gibanji plač od teh, ki so pričakovana. Glede na živahno rast denarja in kreditov v okolju, kjer je likvidnosti že sicer obsežna, 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 budno spremljal vsa dogajanja, da bi zagotovil, da se tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ne uresničijo. To bo prispevalo k trdnemu sidranju srednjeročnih do 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.

V zvezi s javnofinančnimi politikami Svet ECB pozdravlja nedavno zavezo finančnih ministrov euroobmočja – na srečanju Euroskupine v Berlinu 20. aprila 2007 – da sedanjo gospodarsko rast in davčne prihodke, ki so večji od pričakovanih, čimbolj učinkovito izkoristijo za zagotovitev zdravih javnih financ in se v skladu s Paktom za stabilnost in rast izognejo procikličnim politikam. Po mnenju Sveta ECB je za doseganje teh ciljev potrebno, da države dosledno izvajajo nacionalni proračun za leto 2007 in ne presežejo načrtovanih proračunskih odhodkov, vse nepričakovane dodatne prihodke pa namenijo za zmanjšanje primanjkljaja in dolga. V letu 2008 se od držav, v katerih bodo še vedno prisotna javnofinančna neravnovesja, pričakuje, da si zadajo bolj ambiciozne proračunske cilje od teh, ki so načrtovani sedaj. To bo državam euroobmočja omogočilo, da čimprej, najkasneje pa do leta 2010, dosežejo srednjeročni cilj zdravih javnih financ. Poleg tega se morajo vse države izogibati javnofinančnim politikam, ki krepijo makroekonomska neravnovesja, saj jim bo to omogočilo, da se pripravijo na manj ugodne gospodarske razmere.

Kot je bilo že večkrat poudarjeno, Svet ECB v celoti podpira strukturne reforme, ki krepijo konkurenco ter povečujejo produktivnost in prilagodljivost gospodarstva, s čimer izboljšujejo možnosti za rast realnega BDP in zaposlovanja. Večja produktivnost obenem omogoča rast realnih plač brez negativnega vpliva na zaposlovanje, zato podpira rast dohodka delovne sile

euroobmočja. V zadnjih letih je bila povprečna rast plač v euroobmočju kot celoti zmerna in je s tem bistveno prispevala k oblikovanju novih delovnih mest in nižji brezposelnosti. Pomembno je, da se ta ugoden trend na trgu dela nadaljuje, saj prispeva k dolgotrajnemu in odločnemu gospodarskemu vzponu. Pri tem je potrebna zadostna diferenciacija plač, ki prispeva k boljšim zaposlitvenim možnostim manj usposobljenih delavcev ter iskalcev zaposlitve v panogah in regijah z visoko stopnjo brezposelnosti. Poleg tega bo odprava ovir za mobilnost delavcev prispevala k reševanju lokalnih neravnovesij na trgu dela in povečala sposobnost gospodarstev euroobmočja, da se odzovejo na gospodarske šoke. S tem politikami lahko euroobmočje doseže pomemben napredek pri krepitvi gospodarske dinamike, oblikovanju novih delovnih mest, zmanjševanju brezposelnosti in rasti dohodka na prebivalca.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni štiri članki. Prvi preučuje gibanja izmerjene inflacije in dojemane inflacije v euroobmočju. Drugi analizira stopnjo konkurence v storitvenih dejavnostih euroobmočja ter njen vpliv na produktivnost dela in cenovna gibanja. Tretji članek obravnava glavne dejavnike, ki spodbujajo gospodarsko rast v državah članicah EU v srednji in vzhodni Evropi. Četrti pa predstavlja teoretični okvir in razpoložljive podatke o odkupih lastnih delnic podjetij v euroobmočju.