

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 5. julija 2007 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da ključne obrestne mere ECB ohrani nespremenjene. Informacije, ki so postale dostopne po zvišanju obrestnih mer 6. junija 2007, so še potrdile analizo, na kateri je temeljila ta odločitev. Prav tako so potrdile, da so v srednjeročnih obetih za stabilnost cen še vedno prisotna tveganja, da bodo cene naraščale. Glede na pozitivno gospodarsko okolje v euroobmočju je denarna politika še vedno pretežno akomodativna, saj so splošni pogoji financiranja ugodni, rast obsega denarja in kreditov je živahna, likvidnost v euroobmočju pa obsežna. Za zagotovitev stabilnosti cen v srednjeročnem obdobju bo zato tudi v prihodnje treba odločno in pravočasno ukrepati. Svet ECB bo natančno spremljal vsa dogajanja in skrbel, da se tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ne uresničijo in 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.

Začnimo z ekonomsko analizo. Najnovejši podatki in anketni kazalci ostajajo na splošno pozitivni in potrjujejo oceno, da se je gospodarska aktivnost v euroobmočju v drugem četrtletju leta 2007 v skladu z osnovnim scenarijem Sveta še naprej povečevala po dokaj visokih stopnjah.

Glede gibanj v prihodnosti ostajajo srednjeročni obeti za gospodarsko aktivnost ugodni. Razmere omogočajo, da se gospodarska rast v euroobmočju nadaljuje na sedanji ravni. Kar zadeva mednarodno okolje, je svetovna gospodarska rast postala regionalno bolj uravnotežena in kljub manjši upočasnitvi ostaja hitra. Zunanje okolje tako še naprej spodbuja izvoz iz euroobmočja. Tudi domače povpraševanje v euroobmočju bo po pričakovanjih ohranilo razmeroma močan zagon. Zaradi še naprej ugodnih splošnih pogojev financiranja, akumuliranih in tekočih visokih dobičkov podjetij, prestrukturiranja bilanc ter večje učinkovitosti, ki so jo podjetja dosegla v daljšem obdobju, bo investiranje po pričakovanjih ostalo dinamično. Hkrati naj bi potrošnja spodbujala gibanje realnega razpoložljivega dohodka, saj se bodo razmere na trgu dela predvidoma še naprej izboljševale.

Tveganja, ki so povezana s temi ugodnimi izgledi za gospodarsko rast, so kratkoročno večinoma uravnotežena, srednjeročno in dolgoročneje pa ravnotežje tveganj še vedno kaže na umirjanje rasti. K temu največ prispevajo zunanji dejavniki. Tveganja so povezana predvsem z bojznijo pred naraščanjem protekcionističnih pritiskov, morebitno nadaljnjo rastjo cen



nafte ter negotovostjo glede možnih neobvladljivih gibanj zaradi svetovnih neravnovesij in morebitnega spremenjenega vzdušja na finančnih trgih.

Na področju cenovnih gibanj Eurostatova prva ocena kaže, da je junija medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, znašala 1,9%, kar je enako kot v prejšnjih mesecih. V prihodnjem obdobju bodo na kratkoročno dinamiko medletnih stopenj inflacije še naprej vplivala predvsem tekoča in pretekla gibanja cen energentov, saj lanskoletna nihanja cen energentov povzročajo precejšnje bazne učinke. Glede na sedanjo raven cen nafte in cene na terminskih trgih, ki kažejo na naraščajočo krivuljo, bo medletna inflacija v prihodnjih mesecih verjetno malenkostno padla, nato pa se bo proti koncu leta ponovno precej povečala.

V srednjeročnem obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, so v obetih za cenovna gibanja še naprej prisotna navzgor usmerjena tveganja, ki so povezana zlasti z dejavniki iz domačega okolja. Predvsem se zaradi visoke izkoriščenosti zmogljivosti v euroobmočju in vse boljših pogojev na trgu dela začenjajo pojavljati omejitve razpoložljivih virov, ki bi lahko povzročile zlasti močnejša gibanja plač od pričakovanih. Poleg tega se v takšnem okolju lahko poveča moč podjetij pri oblikovanju cen v tistih tržnih segmentih, kjer je konkurenca nizka. Takšna gibanja bi lahko povzročila občutna navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost. Zato je bistveno, da vse udeležene strani ravnajo odgovorno. Predvsem bi morali plačni dogovori vzpostaviti dovolj veliko razlikovanje med plačami, ki naj upošteva sedanjo raven cenovne konkurenčnosti, še vedno visoko stopnjo brezposelnosti v številnih gospodarstvih ter raven produktivnosti v posameznih panogah. Svet ECB poudarja, da se je treba izogibati gibanjem plač, ki bi na koncu povzročila inflacijske pritiske in oslabilo kupno moč vseh državljanov euroobmočja. Dodatna tveganja naraščanja cen izhajajo tudi iz povečanj nadzorovanih cen in posrednih davkov, ki doslej niso bila pričakovana, ter iz morebitne prociklično usmerjene javnofinančne politike v nekaterih državah. In končno na zunanji strani navzgor usmerjena tveganja izhajajo iz morebitnih nadaljnjih nepričakovanih povečanj cen nafte.

Denarna analiza potrjuje, da na srednji in daljši rok prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. V razmerah, ko je likvidnost že sicer obsežna, ostaja osnovna stopnja rasti denarja visoka. Dosedanja moč denarne ekspanzije se kaže v nadaljnji hitri rasti denarnega agregata M3, ki je maja dosegla 10,7% na medletni ravni, kot tudi v še vedno hitri rasti kreditov. Visoka stopnja denarne in kreditne ekspanzije je deloma posledica ugodnih pogojev financiranja in trdne gospodarske rasti.

Pri ugotavljanju in oceni osnovnih trendov v rasti denarja in kreditov, ki so pomembni za denarno politiko, je pomembno, da zanemarimo kratkoročna nihanja in učinke sprememb v naklonu krivulje donosnosti ter zunanjih dejavnikov, ki so pogostočasne narave. V tej perspektivi že obstajajo znaki, da višje kratkoročne obrestne mere zdaj vplivajo na denarno dinamiko, čeprav doslej še niso bistveno oslabile močne osnovne stopnje rasti denarja in kreditov. Povečanje kratkoročnih obrestnih mer je na primer v zadnjih nekaj četrletjih prispevalo k bolj umirjeni rasti ožjega denarnega agregata M1. Od sredine leta 2006 naprej kaže določene znake umirjanja tudi medletna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju, čeprav še vedno ostaja na dvomestni ravni. Rast posojil se zdaj umirja v več sektorjih, kar je razvidno iz zadolževanja nefinančnih družb in gospodinjstev. Pri slednjih k bolj umirjeni rasti posojil prispevajo tudi nekoliko šibkejša gibanja cen nepremičnin, čeprav v povprečju cene nepremičnin v euroobmočju še vedno naraščajo hitro.

Glede na še vedno močno rast denarja in kreditov obstajajo jasni znaki, da so na srednji in dolgi rok prisotna tveganja navzgor usmerjenih pritiskov na stabilnost cen. Po več letih robustne rasti denarja ostaja likvidnost v euroobmočju obsežna. V takšnem okolju bo treba denarna gibanja še naprej zelo pozorno spremljati, še posebej glede na krepitev gospodarske aktivnosti in še vedno močna gibanja na trgu nepremičnin.

Sklenemo lahko, da je pri ocenjevanju cenovnih trendov pomembno gledati onkraj kratkoročnih nihanj v stopnji inflacije. Za denarno politiko je ustrezen časovni okvir srednji rok. Srednjeročno pa je stabilnost cen še naprej izpostavljena navzgor usmerjenim tveganjem, ki so zlasti povezana z dejavniki iz domačega okolja. Ker je izkoriščenost zmogljivosti visoka, razmere na trgu dela pa se še naprej izboljšujejo, so se začele pojavljati omejitve, ki bi lahko povzročile zlasti močnejša gibanja plač in profitnih marž od pričakovanih. 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 navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost. Svet ECB bo zato tudi v prihodnje natančno spremljal vsa dogajanja in skrbel, da se tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ne uresničijo in da srednjeročna do dolgoročnejša inflacijska pričakovanja v euroobmočju ostanejo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen. Za zagotovitev cenovne stabilnosti v srednjeročnem obdobju bo tudi v prihodnje treba odločno in pravočasno ukrepati.

V zvezi z javnofinančno politiko Svet ECB z zaskrbljenostjo ugotavlja, da se v več državah pojavljajo pritiski za znižanje predhodno zastavljenih ciljev glede konsolidacije javnih financ. V sedanjem, na splošno ugodnem gospodarskem okolju je bistveno, da vse države spoštujejo

določila Pakta za stabilnost in rast glede fiskalne konsolidacije v "dobrih časih" in da vse zadevne države spoštujejo cilje, h katerim so se zavezale na sestanku Euroskupine v Berlinu 20. aprila 2007. Kot je bilo dogovorjeno v Berlinu, bi z izrabo ugodnih cikličnih razmer večina članic euroobmočja srednjeročne cilje lahko dosegla v letih 2008 in 2009, vse pa bi si morale prizadevati, da jih dosežejo najkasneje do leta 2010. Države bi morale te zaveze opredeliti v proračunskih načrtih za leto 2008, saj bi tako zagotovile, da ne ponovijo napake iz preteklosti, ko v gospodarskih "dobrih časih" niso uspele prilagoditi javnofinančnega stanja. Obenem Svet ECB pozdravlja odločitev Ekonomsko-finančnega sveta, da večji poudarek nameni ukrepom za izboljšanje kakovosti in učinkovitosti javnih financ.

Na področju strukturnih reform Svet ECB v celoti podpira vse ukrepe za boljše delovanje trgov dobrin in dela ter finančnih trgov. Države članice EU so se v okviru Integriranih smernic za rast in delovna mesta strinjale, da dobro delujoč notranji trg ostaja jedro Lizbonske strategije in da bodo njegove štiri svoboščine prispevale k večji konkurenčnosti Evropske unije. Dokončanje enotnega trga je zato prednostna naloga za države članice, še posebej na področju integracije finančnih trgov, v prizadevanjih za učinkovito konkurenco na energetske trgu in pri izvajanju Direktive o storitvah. Okrepljena tržna konkurenca in zniževanje čezmejnih ovir sta koristna za potrošnike, saj znižujeta cene in povečujeta izbiro izdelkov. Za podjetja pomenita večjo učinkovitost in dinamiko ter večjo sposobnost odzivanja na gospodarske šoke kot tudi na izzive in priložnosti, ki jih prinaša globalizacija. Spoštovanje načela »odprto tržno gospodarstvo s svobodno konkurenco« je temeljni pogoj za dolgoročno gospodarsko rast in zaposlovanje, večjo odpornost euroobmočja na gospodarske šoke ter ohranjanje cenovne stabilnosti v euroobmočju. To je na zadnjem zasedanju potrdil tudi Evropski svet, kjer so se voditelji EU dogovorili, da v okviru medvladne konference dodajo nov protokol k pogodbam. Protokol poudarja dejstvo, da je notranji trg, ki vključuje sistem za preprečevanje izkrivljanja konkurence, dejansko nujen za učinkovito delovanje gospodarstev EU.

V tej številki Mesečnega biltena sta objavljena dva članka. Prvi opisuje in pojasnjuje denarna gibanja v euroobmočju od sredine leta 2004 naprej. Drugi pa obravnava ključne strukturne značilnosti in sedanja ekonomska gibanja v glavnih državah izvoznih nafte.