

UVODNIK

Svet ECB je na seji 3. avgusta 2006 sklenil, da izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema poviša za 25 bazičnih točk na 3,0%. Prav tako je za 25 bazičnih točk povišal obrestno mero za odprto ponudbo mejnega posojanja in odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč, ki zdaj znašata 4,0% oziroma 2,0%. Ta odločitev odraža inflacijska tveganja za cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju, ki sta jih zaznali tako ekonomska kot tudi denarna analiza Sveta ECB. Z zvišanjem obrestnih mer bo Svet ECB prispeval k temu, da srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja v euroobmočju ostanejo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen. Sidranje inflacijskih pričakovanj je namreč temeljni pogoj, da denarna politika lahko še naprej prispeva k hitrejši gospodarski rasti in ustvarjanju delovnih mest v euroobmočju. Tudi po današnjem dvigu so ključne obrestne mere tako nominalno kot realno še vedno nizke, rast denarja in kreditov ostaja visoka, prav tako pa je po vseh zanesljivih merilih visoka tudi raven likvidnosti v euroobmočju. Denarna politika ECB torej ostaja akomodativna. Če bodo predpostavke Sveta ECB in osnovni scenarij potrjeni, bo potrebno postopno zaostrovanje akomodativne denarne politike. Svet ECB bo zato tudi v prihodnje zelo pozorno spremljal vsa dogajanja in tako zagotovil stabilnost cen v srednjeročnem in dolgoročnem obdobju.

Glavni kazalniki gospodarske aktivnosti, ki so postali dostopni od začetka julija, večinoma potrjujejo osnovni scenarij Sveta ECB za gospodarsko rast v euroobmočju. Kot je potrdila Eurostatova druga objava, se je realni BDP v prvem četrtletju leta 2006 na četrtletni ravni povečal za 0,6%. Gospodarska aktivnost obenem vse močneje temelji na domačem povpraševanju. Poleg tega trenutno dostopni podatki o gospodarski aktivnosti v drugem četrtletju – npr. različne ankete o zaupanju in mesečni kazalniki – potrjujejo oceno, da se gospodarska rast nadaljuje z vzdržnim tempom. Z osnovnim scenarijem Sveta ECB so skladne tudi doslej dostopne anketne informacije za tretje četrtletje.

Glede gibanj v daljšem obdobju v prihodnosti so pogoji izpolnjeni za rast realnega BDP približno po potencialni stopnji rasti, kot predvidevajo tudi junijske projekcije strokovnjakov Eurosistema. Gospodarska rast glavnih trgovinskih partneric euroobmočja še naprej podpira izvoz iz euroobmočja. Investicije bodo po pričakovanjih še naprej naraščale, k čemur bodo prispevali ugodni pogoji financiranja, prestrukturiranje bilanc podjetij ter večji dobički in boljša podjetniška učinkovitost. Rast potrošnje se bo

predvidoma tudi v prihodnje postopno krepila v skladu z rastjo zaposlenosti in posledično z rastjo realnega razpoložljivega dohodka. Te na splošno ugodne obete za gospodarsko aktivnost v euroobmočju potrjujejo tudi napovedi mednarodnih organizacij in ustanov v zasebnem sektorju.

Tveganja, ki so povezana z obeti za gospodarsko rast, so v kratkoročnem obdobju na splošno uravnotežena, čeprav nedavne geopolitične napetosti in njihov vpliv na trge v pravem trenutku opominjajo na negotovosti, s katerimi se sooča Svet ECB. Tveganja, ki so prisotna v srednjeročnem in dolgoročnem obdobju, lahko oslabijo gospodarsko rast in so povezana predvsem z morebitnim nadaljnjim naraščanjem cen nafte, neurejenim reševanjem svetovnih neravnovesij in protekcionističnimi pritiski, ki so se okrepili še zlasti po prekinitvi dohijskega kroga trgovinskih pogajanj.

Na področju cenovnih gibanj Eurostatova prva ocena kaže, da je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, v juliju 2006 znašala 2,5%, kar je enako kot junija in maja. V drugi polovici leta 2006 in v povprečju leta 2007 bo stopnja inflacija verjetno ostala nad dvema odstotkoma, natančna raven pa bo močno odvisna od prihodnjega gibanja cen energentov. Čeprav naj bi gibanja stroškov dela v euroobmočju leta 2007 ostala zmerna (med drugim tudi zaradi svetovnih konkurenčnih pritiskov, še posebno v predelovalnih dejavnostih), bodo posredni učinki pretekle rasti cen nafte ter napovedane spremembe posrednih davkov predvidoma močno vplivali na inflacijo v prihodnjem letu. Zato je nujno, da socialni partnerji tudi v prihodnje ravnajo odgovorno.

Tveganja, ki so povezana s pričakovanimi cenovnimi gibanji, so se povečala. Vključujejo nadaljnjo rast cen nafte, prenos preteklih podražitev nafte na cene življenjskih potrebščin v obsegu, ki je večji od doslej pričakovanega, ter dodatno povišanje nadzorovanih cen in posrednih davkov. Na bolj temeljni ravni pa je mogoče, da bodo plače in cene zaradi drugotnih učinkov, ki jih utegnejo povzročiti pretekla povečanja cen nafte v času, ko se razmere na trgu dela postopno izboljšujejo, naraščale hitreje od sedanjih pričakovanj.

Oceno Sveta ECB, da v srednjeročnem in dolgoročnem obdobju prevladujejo tveganja inflacijskih pritiskov na stabilnost cen, potrjuje tudi denarna analiza. Čeprav se je po podatkih za junij 2006 letna stopnja rasti denarnega agregata M3 nekoliko upočasnila, ostajajo ta najnovejša gibanja skladna z trendom denarne ekspanzije, ki se vztrajno krepi

že od sredine leta 2004. Spodbujevalni učinki nizkih obrestnih mer v euroobmočju so pomemben dejavnik pri rasti denarja in kreditov, ki v zadnjih četrletjih narašča.

Po protipostavkah agregata M3 je glavno gonilo denarne dinamike še vedno rast kreditov zasebnemu sektorju. Na letni ravni obseg posojil celotnemu zasebnemu sektorju v zadnjih mesecih še naprej raste po dvomestni stopnji rasti, pri čemer se zelo hitro povečuje tako zadolževanje gospodinjstev kot tudi zadolževanje nefinančnih družb. Trajno visoko zadolževanje gospodinjstev je še vedno mogoče pojasniti predvsem z najemanjem posojil za nakup stanovanjskih nepremičnin. Dinamična rast denarja in močno povečanje kreditov v razmerah, ko je obseg likvidnosti že sicer velik, kaže na povečana tveganja inflacijskih pritiskov na stabilnost cen v srednjeročnem in dolgoročnejšem obdobju. Zato je treba denarna gibanja pozorno spremljati, kar je zlasti pomembno zaradi močne dinamike na stanovanjskih trgih.

Če povzamemo rezultate obeh analiz, bo medletna stopnja inflacije v letih 2006 in 2007 ostala povišana, v povprečju nad dvema odstotkoma, obstaja pa tveganje, da bo inflacija naraščala. Glede na hitrost denarne in kreditne rasti ter visoko raven likvidnosti navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize potrjuje, da v srednjeročnem obdobju prevladujejo tveganja inflacijskih pritiskov na stabilnost cen. Nadaljnja prilagoditev obrestnih mer je bila zato upravičena. S pravočasnim ukrepanjem Svet ECB pomaga ohranjati srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen, s tem pa še naprej prispeva k trajni gospodarski rasti in ustvarjanju delovnih mest. V prihodnjem obdobju bo glede na dejstvo, da denarna politika ECB ostaja akomodativna, postopno zaostrovanje akomodativne denarne politike upravičeno, če se bodo potrdile predpostavke ter osnovni scenarij Sveta ECB. Svet ECB bo tudi v prihodnje zelo pozorno spremljal vsa gibanja ter tako skrbel, da se tveganja za stabilnost cen ne uresničijo.

Na področju javnofinančnih politik je glede na pričakovana gospodarska gibanja ključnega pomena, da se vlade držav članic euroobmočja izognejo procikličnim politikam in pospešijo konsolidacijo javnih financ. Ker proračunski cilji za tekoče leto niso posebej ambiciozni, je še zlasti pomembno, da se zelo dosledno izvajajo načrti na izdatkovni strani, vse morebitne nepričakovane prihodke pa je najbolje nameniti za zmanjšanje proračunskega primanjkljaja. Poleg izvajanja teh preudarnih fiskalnih politik v ostanku letošnjega leta bi fiskalne politike v srednjeročnem obdobju morale biti usmerjene

predvsem v odpravo bolj temeljnih virov neravnovesij v javnih financah. Vlade držav članic euroobmočja, med katerimi mnoge v tem obdobju dokončujejo svoje proračunske načrte za leto 2007, bi morale v celoti izkoristiti sedanje gospodarske razmere in izvesti strukturne prilagoditve, ki so potrebne za trajno odpravo presežnega primanjkljaja. S tem bi zgodaj izpolnile svoje srednjeročne proračunske cilje in javne finance pripravile na velike demografske izzive, s katerimi se morajo spoprijeti.

Na področju strukturnih reform je za prihodnost Evrope bistveno zagotoviti v celoti delujoč notranji trg, ki omogoča prost pretok dela in kapitala ter svobodno trgovino blaga in storitev. Odprava preostalih trgovinskih ovir znotraj EU bo v veliki meri prispevala k učinkovitemu razporejanju proizvodnih dejavnikov ter še dodatno okrepila gospodarsko in finančno povezanost EU. To bo po drugi strani EU omogočilo, da izkoristi velike možnosti za povečanje proizvodnje in rast zaposlovanja ter okrepi svojo odpornost na šoke. Izkoriščanje priložnosti, ki jih ponuja enotni trg, bo prispevalo k ohranjanju blagostanja državljanov Evrope. Za tiste države članice, ki so izpolnile konvergenčne kriterije, določene v Pogodbi, in ki sodelujejo v euroobmočju, občutne prednosti enotnega trga še dodatno povečuje enotna valuta, ki tem državam zagotavlja zanesljiv okvir za denarno politiko in cenovno stabilnost v okolju, za katerega je značilna odsotnost tečajnih negotovosti v euroobmočju, nizke dolgoročne obrestne mere, preglednost cen in stroškov, zmanjšani transakcijski in informacijski stroški ter močnejša zaščita pred gospodarsko in finančno nestabilnostjo.

V tem pogledu nadaljnja širitev euroobmočja 1. januarja 2007 z vstopom Slovenije predstavlja nov zgodovinski mejnik. Da bi v celoti izrabili prednosti eura in omogočili učinkovito delovanje mehanizmov prilagajanja v razširjenem valutnem območju, bo nujno, da se Slovenija v celoti vključi v ekonomsko in monetarno unijo, kar pomeni, da bo treba odpraviti vse preostale ovire, vključno z ovirami za mobilnost delovne sile. Odprti, konkurenčni in prilagodljivi trgi so za delovanje gospodarstva v euroobmočju in nemoteno izvajanje enotne denarne politike namreč še posebej pomembni. Na svoji strani je Svet ECB opravil vse priprave, ki so potrebne za to, da Banka Slovenije postane sestavni del Eurosistema.

V tej številki Mesečnega biltena sta objavljena dva članka. Prvi predstavlja nedavna dogajanja v sektorskih prispevkih k agregatnim denarnim gibanjem v euroobmočju in opisuje, kako se motivi, ki določajo povpraševanje po denarju, lahko razlikujejo znotraj

sektorjev gospodinjstev, nefinančnih družb in nenedarnih finančnih institucij. Drugi članek opisuje razvoj sistema za poravnavo plačil velikih vrednosti v euroobmočju, ki so izjemnega pomena za pravilno delovanje finančnih trgov in bolj splošno za stabilnost valute.