

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 2. avgusta 2007 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da ključne obrestne mere ECB ohrani nespremenjene. Informacije, ki so postale dostopne po zadnji seji Sveta 5. julija, so še dodatno podkrepile preteklo diagnozo razmer. Nedavna ekonomska gibanja in anketni kazalniki potrjujejo, da se je gospodarska rast v euroobmočju v drugem četrtletju nadaljevala po obstoječi stopnji. Rastoče cene nafte, nastajajoče omejitve zmogljivosti ter možnost močnejše dinamike plač in stroškov, poleg ostalih dejavnikov, podpirajo prejšnjo oceno Sveta, da na srednji rok obstajajo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Obstoj teh tveganj v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju potrjuje tudi moč osnovne denarne ekspanzije. Svet ECB bo zato v prihodnje zelo budno spremljal vsa dogajanja in skrbel, da se tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ne bi uresničila. S tem bo po drugi strani prispeval k temu, da srednjeročna do dolgoročnejša inflacijska pričakovanja v euroobmočju ostanejo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen. Kot smo v preteklosti že poudarjali, je takšno sidranje predpogoj, da denarna politika lahko še naprej prispeva k vzdržni gospodarski rasti in ustvarjanju delovnih mest v euroobmočju. Glede na sedanje pozitivno gospodarsko okolje v euroobmočju je denarna politika ECB še vedno pretežno akomodativna. Splošni pogoji financiranja ostajajo ugodni, rast denarja in kreditov visoka, likvidnost pa obsežna. Zato bo za zagotovitev stabilnosti cen v srednjeročnem obdobju tudi v prihodnje potrebno odločno in pravočasno ukrepanje.

Začnimo z ekonomsko analizo. Eurostat je svojo oceno realne rasti BDP v prvem četrtletju leta 2007 nedavno popravil navzgor na 0,7%, kar potrjuje, da gospodarstvo euroobmočja ostaja trdno. Poleg tega najnovejši podatki in anketni kazalniki kažejo, da je gospodarska aktivnost po vzdržni stopnji naraščala tudi v drugem četrtletju, kar potrjuje osnovni scenarij Sveta.

Glede gibanj v prihodnosti ostajajo srednjeročni obeti za gospodarsko rast ugodni. Razmere omogočajo, da se gospodarska aktivnost v euroobmočju še naprej krepi po sedanji stopnji. Kar zadeva mednarodno okolje, je svetovna gospodarska rast postala regionalno bolj uravnotežena in ostaja robustna. Zunanje okolje tako še vedno podpira izvoz iz euroobmočja. Tudi domače povpraševanje v euroobmočju bo po pričakovanjih ohranilo razmeroma močan zagon. Zaradi 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. Gibanja realnega razpoložljivega dohodka bodo ob nadaljnji hitri rasti zaposlovanja podpirala potrošnjo.



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 upočasnjevanje rasti, k čemur največ prispevajo zunanji dejavniki. Ti vključujejo predvsem možnost nenadnih premikov v vzdušju na globalnih finančnih trgih, ki bi lahko povzročili spremembe premij za tveganje, nadaljnja povečanja cen nafte, negotovosti glede možnih neobvladljivih gibanj zaradi svetovnih neravnovesij ter strah pred naraščanjem protekcionističnih pritiskov.

Na področju cenovnih gibanj Eurostatova prva ocena kaže, da je julija medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, znašala 1,8%, v primerjavi z 1,9% v juniju. V prihodnjem obdobju bodo na kratkoročno dinamiko medletnih stopenj inflacije še naprej vplivala predvsem gibanja cen energentov, saj lanskoletna nihanja teh cen povzročajo precejšnje bazne učinke. Glede na sedanjo raven cen nafte in njene cene v terminskih pogodbah bo medletna stopnja inflacije v prihodnjih mesecih verjetno ostala približno na sedanji ravni, proti koncu leta pa se bo predvsem zaradi teh baznih učinkov občutno povečala.

V srednjeročnem obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, so v izgledih za cenovna gibanja še naprej prisotna navzgor usmerjena tveganja. Nedavna gibanja cen nafte opominjajo na možna tveganja za cenovno stabilnost, ki izhajajo iz dinamike cen primarnih surovin. Vseeno pa gledano v celoti navzgor usmerjena tveganja izhajajo predvsem iz domačih dejavnikov. Predvsem se zaradi visoke izkoriščenosti zmogljivosti v euroobmočju in hitre rasti zaposlovanja pojavljajo omejitve zmogljivosti, zaradi katerih bi zlasti plače in stroški lahko naraščali hitreje od pričakovanj. Poleg tega se v takšnem okolju zaradi večje moči podjetij pri oblikovanju cen v tržnih segmentih z majhno konkurenco lahko povečajo profitne marže. Takšna gibanja bi 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 upoštevajo raven cenovne konkurenčnosti, še vedno visoko stopnjo brezposelnosti v številnih gospodarstvih ter rast produktivnosti v posameznih panogah. Svet ECB poudarja, da se je treba izogibati plačnim gibanjem, ki bi na koncu povzročila inflacijske pritiske in s tem oslabila 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.

Ob še vedno hitri rasti denarja in kreditov ter že doslej obsežni likvidnosti denarna analiza potrjuje, da v srednjeročnem in dolgoročnejšem obdobju obstajajo tveganja inflacijskih

pritisikov na stabilnost cen. Dosedanja moč denarne ekspanzije se kaže v nadaljnji hitri rasti denarnega agregata M3, ki je junija na medletni ravni znašala 10,9%, kot tudi v še vedno hitri rasti kreditov. Visoka stopnja denarne in kreditne ekspanzije deloma odraža tudi ugodne pogoje financiranja ter trdno gospodarsko rast.

Pri ugotavljanju in oceni osnovnih trendov v rasti denarja in kreditov, ki so pomembni za denarno politiko, je pomembno, da odmislimo kratkoročna nihanja in učinke sprememb v naklonu krivulje donosnosti ter druge dejavnike, ki so pogosto začasne narave. V tej bolj srednjeročni 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. Prav tako od srede leta 2006 naprej določene znake umirjanja kaže medletna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju, čeprav še vedno ostaja na dvomestni ravni. Stabilizacija rasti posojil je posebej opazna pri zadolževanju gospodinjstev, k čemur prispevajo tudi nekoliko bolj umirjena gibanja cen nepremičnin, čeprav njihova rast v euroobmočju v povprečju ostaja visoka.

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 povezana s cenami nafte in še zlasti z dejavniki iz domačega okolja. Ker je izkoriščenost zmogljivosti visoka, razmere na trgu dela pa se še naprej izboljšujejo, so se začele pojavljati omejitve zmogljivosti, ki bi lahko povzročile zlasti močnejša gibanja plač in stroškov od pričakovanih, pa tudi povečanje profitnih marž, ko se bo moč podjetij pri oblikovanju cen povečevala. Navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize potrjuje oceno, da v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju obstajajo navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost. Svet ECB bo zato v prihodnje zelo budno spremljal vsa dogajanja ter skrbel, da se tveganja za stabilnost cen ne uresničijo in da srednjeročna do dolgoročnejša inflacijska pričakovanja v euroobmočju ostanejo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s

stabilnostjo cen. Za zagotovitev stabilnosti cen v srednjeročnem obdobju bo zato tudi v prihodnje potrebno odločno in pravočasno ukrepanje.

Na področju javnofinančnih politik je glede na sedanje pozitivno gospodarsko okolje ključnega pomena, da se vlade držav članic euroobmočja izognejo procikličnim politikam in pospešijo konsolidacijo javnih financ. Proračunski cilji, ki v nekaterih državah niso ambiciozni, se ne bi smeli znižati, nepričakovane prihodke pa bi bilo treba uporabiti za zmanjšanje primanjkljaja. Proračunski načrti za leto 2008 bi morali upoštevati potrebo po konsolidaciji javnih financ in predvideti konkretne ukrepe za zmanjšanje primanjkljaja, po možnosti na odhodkovni strani. Države, ki zaradi nepričakovano ugodnih fiskalnih rezultatov krčijo načrte za javnofinančno konsolidacijo, tvegajo ponovitev zgodbe iz let 2000 in 2001, ko je zaradi nezadostnih priprav na gospodarsko recesijo v zelo kratkem času prišlo do čezmernih primanjkljajev.

Kot smo v preteklosti že poudarili, je prav tako nujno, da nacionalne vlade odločno izvajajo dogovorjene strukturne reforme ter tako izboljšajo delovanje in prožnost trgov in povečajo konkurenco. Dosledno spoštovanje načela „odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco“ je osrednjega pomena za dolgoročno gospodarsko rast in ustvarjanje delovnih mest. Nadaljnja liberalizacija trgov, še zlasti v kmetijskem in storitvenem sektorju, ter okrepljena tržna konkurenca in zniževanje čezmejnih ovir bi bili koristni za potrošnike, saj bi prispevali k nižjim cenam, višjim realnim plačam in večji izbiri izdelkov. Koristni bi bili tudi za podjetja, saj bi prinesli večjo učinkovitost in dinamiko ter večjo sposobnost odzivanja na gospodarske šoke kot tudi na izzive in priložnosti, ki jih prinaša globalizacija. Zato mora biti dokončanje enotnega trga prednostna naloga, še posebej na področju integracije finančnih trgov ter v prizadevanjih za učinkovito konkurenco na energetskem trgu in pri izvajanju direktive o storitvah.

Na finančnih trgih trenutno vlada živčnost, ki se izraža v povečani volatilnosti in ponovnem ovrednotenju tveganj. Ta potek dogodkov kaže vidike normalizacije premij za tveganje. Premike v vzdušju na trgu je treba natančno spremljati. Svet ECB bo v prihodnjem obdobju tržnim gibanjem še naprej posvečal veliko pozornost.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. Prvi analizira glavne dejavnike, ki vplivajo na svetovna neravnovesja, ter ocenjuje možne prilagoditvene mehanizme in posledice za politiko v finančno vse bolj povezanem svetu. Drugi obravnava razlike v vzorcih financiranja majhnih in velikih podjetij ter obstoj omejenega dostopa do

financiranja, s katerim se soočajo majhna in srednje velika podjetja v euroobmočju. Tretji članek pa podaja pregled dejavnosti na trgu odkupov podjetij z zadolžitvijo (LBO) v EU ter povezanih tveganj za bančni sektor in finančni trg kot celoto.