

UVODNIK

Svet ECB je na seji 2. novembra 2006 sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Informacije, ki so postale dostopne po 5. oktobru, ko je Svet ECB zvišal obrestne mere, dodatno potrjujejo argumente, na katerih temelji ta odločitev. Potrjujejo tudi, da je nadaljnje pozorno spremljanje dogodkov ključnega pomena, če naj se zagotovi, da srednjeročna do dolgoročnejša inflacijska pričakovanja v euroobmočju ostanejo trdno zasidrana na ravni, skladni s stabilnostjo cen. Ključne obrestne mere ECB so še vedno nizke, rast denarja in kreditov dinamična, likvidnost pa po vseh merilih obsežna, kar pomeni, da ostaja denarna politika ECB akomodativna. Če se bodo predpostavke in osnovni scenarij Sveta ECB tudi v prihodnje izkazali za pravilne, bo ostalo potrebno nadaljnje opuščanje usmeritve akomodativne denarne politike. Odločno in pravočasno ukrepanje dejansko ostaja ključnega pomena za ohranjanje stabilnosti cen v srednjeročnem obdobju. Kot je bilo večkrat poudarjeno, je to predpogoj, če naj denarna politika še naprej prispeva k trajnostni gospodarski rasti in ustvarjanju delovnih mest v euroobmočju.

Če najprej pogledamo ekonomsko analizo, je Eurostatova druga ocena potrdila, da je bila realna četrletna rast BDP v euroobmočju v drugem četrletju 2006 0,9%, potem ko je bila v prvem četrletju 0,8%. Če zanemarimo običajno volatilnost četrletnih stopenj rasti, je gospodarska aktivnost v zadnjih štirih četrletjih do sredine leta 2006 rasla po povprečni četrletni stopnji 0,7%, torej hitreje od splošnih pričakovanj izpred enega leta. Na osnovi različnih mesečnih kazalnikov gospodarske aktivnosti in anket zaupanja, ki so bili na razpolago do oktobra, se pričakuje nadaljevanje takšne dinamike gospodarske rasti tudi v drugi polovici tega leta. Poleg tega stopnja brezposelnosti pada, rast zaposlenosti se je izboljšala in zaposlitvena pričakovanja ostajajo ugodna. Gledano v celoti tudi zadnji podatki potrjujejo oceno, da gre za splošnejše in samostojnejše okrevanje, pa čeprav obstaja možnost nekoliko počasnejše četrletne realne rasti BDP v drugi polovici tega leta v primerjavi s prvo polovico.

Na daljši rok ostajajo izpolnjeni pogoji za nadaljnjo solidno rast gospodarstva euroobmočja, ki bi bila blizu potencialne, čeprav bi se ob prelomu leta lahko pojavila določena volatilnost četrletnih stopenj rasti, predvsem zaradi učinkov povišanj posrednih davkov, ki jih ena večjih držav članic euroobmočja načrtuje za januar 2007. Svetovna gospodarska aktivnost postaja regionalno bolj uravnotežena in ostaja močna, ter tako še naprej spodbuja izvoz euroobmočja. Investicijska dejavnost naj bi ostala dinamična na račun daljšega obdobja zelo ugodnih pogojev financiranja, prestrukturiranja bilanc, velikih preteklih in tekočih dobičkov ter večje



podjetniške učinkovitosti. Tudi rast potrošnje v euroobmočju naj bi se, glede na nadaljnje izboljševanje zaposlitvenih pogojev, še naprej krepila v skladu z gibanjem realnega razpoložljivega dohodka.

Tveganja za napovedano gospodarsko rast so, kratkoročno gledano, na splošno uravnovežena, še zlasti ob upoštevanju nedavne upočasnitve gospodarske aktivnosti v ZDA na eni strani in nedavnega padca cen nafte na drugi strani. Če bi se obdržal dalj časa, bi slednji lahko vodil do nekoliko večjih rasti povpraševanja in proizvodnje, kot ju predvideva sedanji osnovni scenarij Sveta ECB v zvezi z gospodarsko aktivnostjo v prihodnjih četrletjih. Dolgoročno gledano pa ostajajo tveganja za napovedano gospodarsko rast usmerjena navzdol ter so povezana predvsem z možnostjo ponovne rasti cen nafte, bojznijo pred krepitvijo protekcionističnih pritiskov, še zlasti po prekinitvi dohijskega kroga trgovinskih pogajanj, in morebitnim nenadzorovanim razvojem dogodkov zaradi globalnih neravnovesij.

Kar se tiče cenovnih gibanj, je letna inflacija, merjena z indeksom HICP, oktobra 2006 po Eurostatovi preliminarni oceni znašala 1,6%, potem ko se je septembra v primerjavi z avgustom znižala z 2,3% na 1,7%. K nedavnemu znižanju inflacije so skupaj prispevali ugodni bazni učinki, še zlasti nedavni občutni padec cen nafte, ki je sledil njihovi močni rasti pred enim letom. Čeprav obeti glede cen energentov ostajajo negotovi, je na osnovi njihovih sedanjih cen in višjih kotacij na terminskih trgih mogoče pričakovati ponovno povečanje inflacijskih stopenj v prihodnjih nekaj mesecih in v začetku leta 2007. Svet ECB zato pričakuje visoko raven kratkoročne volatilnosti letne stopnje inflacije, merjene z indeksom HICP. Ne glede na to volatilnost pa bo inflacija po HICP v letu 2006 in predvidoma tudi v letu 2007 ostala na višji ravni, v povprečju nad 2%.

Tveganja za napovedano cenovno stabilnost ostajajo očitno usmerjena navzgor. Mednje še naprej sodi prenos preteklih povišanj cen nafte na cene življenjskih potrebščin, ki bi bil večji od pričakovanega, ter povišanje nadzorovanih cen in posrednih davkov, ki bi bilo višje od napovedanega. Poleg tega ni moč izključiti niti ponovne rasti cen nafte. Temeljnega pomena, glede na ugodno dinamiko realne rasti BDP v zadnjih nekaj četrletjih in izboljševanje pogojev na trgu dela, pa je rast plač nad trenutno pričakovano tista, ki predstavlja znatno navzgor usmerjeno tveganje za stabilnost cen. V takšnih razmerah je bistveno, da socialni partnerji še naprej ravnajo odgovorno, še zlasti v luči ugodnejših razmer za gospodarsko aktivnost in zaposlovanje.

Denarna analiza še naprej kaže na navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju. Letna rast M3 se je septembra spet povzpela na 8,5%, potem ko se je avgusta povečala na 8,2%. Čeprav se je letna stopnja rasti M1 v zadnjih mesecih nekoliko umirila, kar je pripisati prehodu na instrumente z donosi, ki so bolj odvisni od trga, do katerega je prišlo zaradi rasti obrestnih mer, se je to več kot izravnalo z močnejšo rastjo drugih komponent M3.

Bolj na splošno, stopnja denarne in kreditne rasti ostaja hitra, kar je odraz še vedno nizke ravni obrestnih mer v euroobmočju in krepitve gospodarske aktivnosti. Zlasti letne stopnje rasti posojil zasebnemu sektorju še naprej dosegajo dvomestne vrednosti in izvirajo tako iz sektorja gospodinjstev kot tudi iz podjetniškega sektorja. Medtem ko rast zadolževanja gospodinjstev, čeprav še vedno dosega visoke stopnje, kaže nekatere znake stabilizacije, pa zadolževanje nefinančnih družb še naprej sledi rastočemu trendu in je na letni ravni že doseglo stopnje nad 12%, kar je največ po začetku devetdesetih. Tako torej, ob upoštevanju protipostavk M3, glavna determinanta močne denarne rasti ostaja rast posojil zasebnemu sektorju.

Gledano iz primerne srednjeročne perspektive je zadnji razvoj dogodkov skladen z nadaljevanjem vztrajnega naraščajočega trenda osnovne stopnje denarne rasti, na katero denarna analiza ECB opozarja vse od srede leta 2004 dalje. Poleg tega je likvidnost v euroobmočju, po več letih močne denarne rasti, po vseh merilih obsežna. Nadaljnja močna denarna in kreditna rast v razmerah obsežne likvidnosti kaže na navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem in dolgoročnem obdobju. Denarna gibanja bo zato treba še naprej zelo skrbno spremljati, še zlasti v luči izboljšanih gospodarskih razmer in dinamičnih gibanj na trgu nepremičnin v številnih delih euroobmočja.

Če povzamemo, naj bi letne inflacijske stopnje v letih 2006 in 2007 po napovedih ostale na višji ravni, pri čemer tveganja za to napoved očitno ostajajo usmerjena navzgor. Glede na trajajočo poudarjeno dinamično rast denarja v razmerah obsežne likvidnosti, navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize potrjuje oceno, da v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Ključnega pomena je, da ostanejo inflacijska pričakovanja trdno zasidrana na ravni, skladni s stabilnostjo cen. Če se bodo predpostavke in osnovni scenarij Sveta ECB tudi v prihodnje izkazali za pravilne, bo ostalo potrebno nadaljnje opuščanje usmeritve akomodativne denarne politike. Odločno in pravočasno ukrepanje ostaja ključnega pomena za ohranjanje stabilnosti cen v srednjeročnem obdobju. Svet ECB bo zato pozorno spremljal dogodke.

Kar se tiče fiskalne politike, so države euroobmočja Evropski komisiji nedavno sporočile podatke o svojem primanjkljaju in dolgu za leto 2005, večina od njih je tudi poročala o gibanjih v letu 2006 in načrtih za leto 2007. Te informacije v povprečju sicer kažejo na nadaljnja, čeprav počasna izboljšanja proračunskih bilanc, kar pa ne bi smel biti razlog za zadovoljstvo. Pomembno je, da vse države euroobmočja izpolnijo svoje zaveze iz spremenjenega Pakta za stabilnost in rast. Zelo pomembno je, da države izkoristijo trenutno gospodarsko konjunkturo za krepitev proračunske konsolidacije in da se izogibajo procikličnim ukrepom. To bi okrepilo zaupanje med udeleženci na trgu in zaupanje javnosti. V ta namen bi se morali v času konjunktore vsi nepričakovani prihodki zaradi hitrejše rasti od pričakovane vnaprej oceniti in v celoti nameniti za pospešitev zmanjšanja primanjkljaja ali povečanja presežka. Izgledi za doseganje solidnega proračunskega stanja so boljši, če konsolidacijski načrti temeljijo na verodostojnih zavezah za zmanjšanje deleža odhodkov in boljših mehanizmih nadzora nad odhodki. Končno, tudi Svet ECB je ponovno pozval h kakovostnim statističnim podatkom in solidnemu statističnemu poročanju, ki so ključni za preprečevanje in odpravljanje proračunskih neravnovesij.

Glede strukturnih reform je Svet ECB poudaril pomembnost dokončnega oblikovanja enotnega trga ter prilagodljivih trgov proizvodov in dela, če naj se izboljša sposobnost prilagajanja gospodarstva euroobmočja in njegova odpornost na zunanje šoke. Liberalizacija trgov proizvodov, ki bi omogočila krepitev konkurence, bi pomenila večjo spodbudo podjetjem za investiranje in inoviranje, s tem pa povečala produktivnost. Odprava togosti trga dela ter izkrivljenj pri oblikovanju cen in plač je ključni pogoj za spodbujanje bolj homogenih trendov med državami euroobmočja v smislu konkurenčnosti stroškov in cen, ter za doseganje trajnostne gospodarske rasti in ustvarjanje delovnih mest. Še zlasti naj bi povečanja plač na splošno sledila trendu rasti produktivnosti dela, ob upoštevanju trenutnih stroškov dela na enoto proizvoda, če naj se ohrani ali ponovno vzpostavi cenovna konkurenčnost. Poleg tega je zaželeno, da se pri usklajevanju plač opustijo avtomatski, nazaj zazrti mehanizmi indeksacije. Uspešna izvedba reform s ciljem, odpraviti togosti in neučinkovitosti v državah euroobmočja, bi izboljšala izglede za potencialno rast in zaposlovanje.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. Prvi analizira idejo »aktivizma« denarne politike. Drugi ob koncu obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv proučuje izkušnje Eurosistema z operacijami finega uravnavanja od jeseni leta 2004 dalje. Tretji članek se ukvarja z glavnimi dejavniki, ki so vplivali na razvoj dogodkov na finančnih trgih srednje, vzhodne in jugovzhodne Evrope.