

UVODNIK

Svet ECB je na seji 6. oktobra 2005 sklenil, da izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja Evrosistema ohrani na ravni 2,0%. Prav tako ni spremenil obrestnih mer za odprto ponudbo mejnega posojanja in odprto ponudbo deponiranja likvidnosti čez noč, ki ostajata 3,0% oziroma 1,0%.

Svet ECB je na podlagi redne ekonomske in denarne analize kljub vnovičnim pritiskom na zviševanje cen, ki so v glavnem posledica gibanj na naftnem trgu, sklenil, da je naravnost denarne politike še vedno ustrezna. Obenem ugotavlja, da je treba izjemno pozorno spremljati tveganja inflacijskih pritiskov na stabilnost cen. Pri tem je bistveno, da trenutno zvišanje stopenj inflacije ne povzroči močnejših inflacijskih pritiskov v evroobmočju. Izjemna pozornost je potrebna tudi zaradi precejšnjega obsega likvidnosti v evroobmočju. Obrestne mere v evroobmočju ostajajo nominalno in realno na zelo nizki ravni v celotnem razponu ročnosti ter tako še naprej spodbujajo gospodarsko dejavnost. Za ohranitev te spodbude je nujno potrebno, da inflacijska pričakovanja ostanejo zanesljivo zasidrana na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen.

Ekonomska analiza, na kateri temelji presoja Sveta ECB, kaže, da so rast realnega BDP, ki se je glede na prejšnje četrletje povečal za 0,4% v prvem in 0,3% v drugem četrletju leta 2005, zavirale predvsem višje cene nafte. V skladu s septembrskimi napovedmi strokovnjakov ECB zadnji anketni kazalniki na splošno kažejo, da bi se gospodarska rast v drugi polovici leta lahko postopno okrepila. Med zunanjimi dejavniki naj bi naraščajoče svetovno povpraševanje še naprej spodbujalo izvoz evroobmočja, med domačimi dejavniki pa naj bi vse bolj ugodni pogoji financiranja in vztrajna rast dobičkov podjetij pozitivno vplivali na naložbe. Potrošnja naj bi postopno okrevala približno v skladu s pričakovanim gibanjem realnega razpoložljivega dohodka.

Predvidevanja glede gospodarske dejavnosti so še naprej pod vplivom tveganja zmanjšanja gospodarske rasti, ki so v glavnem povezana s cenami nafte, svetovnimi neravnovesji in šibkim zaupanjem potrošnikov. Začasno se je pojavila še dodatna negotovost, povezana z gospodarskimi učinki nedavnih orkanov v Združenih državah Amerike, vendar medtem ocene na splošno kažejo, da bodo ti omejeni in kratkoročni.

Na področju cenovnih gibanj je nedavno povečanje cen, predvsem cen nafte, skupno inflacijo potisnilo na raven, ki znatno presega 2%. Po predhodni oceni Eurostata je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, septembra znašala 2,5%, avgusta in julija pa 2,2%. Inflacija utegne kratkoročno ostati na višji ravni. Pri razlagi tega povišanja stopnje medletne inflacije je treba jasno razlikovati med začasnimi in kratkoročnimi dejavniki ter dejavniki trajnejšega značaja.

Čeprav podrobnejši podatki o septembrskih gibanjih posameznih komponent indeksa HICP še niso na voljo, se zdi, da je povečanje cen nafte znova pomembno vplivalo na inflacijo. Tokrat je bil vpliv še izrazitejši zaradi občutnega povečanja cen bencina, do katerega je prišlo zaradi izrednih omejitev zmogljivosti za predelavo nafte, ki sta jih v ZDA povzročila dva orkana. Če se bodo razmere v tem tržnem segmentu postopno uredile, bi se lahko hitro rastoče razlike med cenami nafte in naftnih derivatov zmanjšale, kar bi pomenilo, da so omenjena povečanja le začasne narave.

Vendar trenutno ni znakov, da bi se cene nafte v bližnji prihodnosti občutneje znižale. Tržna pričakovanja pravzaprav kažejo, da bodo cene nafte ostale na visoki ravni, k temu pa največ prispeva okrepljeno svetovno povpraševanje, v določeni meri pa tudi nezanesljiva ponudba. Ta potek dogodkov tako predstavlja osnovo za oceno Sveta ECB glede gibanj cen v prihodnosti.

Zelo pomembno je ugotoviti, kako ta gibanja vplivajo na obete za stabilnosti cen na srednji rok. V evroobmočju trenutno ni očitnih znakov, da se krepijo inflacijski pritiski iz domačega okolja. Zlasti rast plač je v zadnjih četrletjih ostala zmerna, zaradi šibkih trgov dela pa naj bi se ta trend zaenkrat nadaljeval. Osrednji scenarij zato še naprej predvideva kratkoročno povišane stopnje inflacije, čemur naj bi sledilo njihovo postopno zniževanje.

Vendar so se pri tem scenariju povečala tveganja inflacijskih pritiskov. Ta so povezana s trenutno negotovostjo glede gibanj na naftnih trgih, učinkom prenosa višjih cen nafte na potrošnike prek domače proizvodne verige, ki bi bil lahko močnejši od trenutno ugotovljenega, in morebitnimi drugotnimi učinki prek oblikovanju plač in cen. Vsi naštetih dejavniki imajo pomembno vlogo pri tem, kako Svet ECB ocenjuje stabilnosti cen na srednji rok. Pri tem je treba upoštevati tudi morebitna dodatna povečanja nadzorovanih cen in posrednih davkov. Zato je treba izjemno pozorno spremljati vsa dogajanja in

zagotoviti, da dolgoročnejša inflacijska pričakovanja v evroobmočju ostanejo trdno zasidrana.

Denarna analiza omogoča dodaten vpogled v pričakovana srednjeročna in dolgoročna gibanja inflacije. V zadnjih nekaj mesecih se je v evroobmočju nadaljevala visoka rast denarja in kreditov, tako da medletna rast M3 sedaj presega 8%. K močni rasti denarja so vse bolj prispevale zlasti prevladujoče nizke stopnje obrestnih mer. Kratkoročna dinamika M3 se je v zadnjih mesecih še dodatno okrepila, saj rast posojil, zlasti hipotekarnih, ostaja zelo močna. V teh razmerah je treba skrbno spremljati gibanje cen na številnih stanovanjskih trgih. Visoka rast denarja in kreditov v razmerah, ko v evroobmočju že obstaja precejšen obseg likvidnosti, kaže na srednjeročna in dolgoročna tveganja za stabilnost cen.

Ekonomska analiza torej kaže, da povišanja cen – zlasti nafte in bencina – pomenijo popravek navzgor pri obetih za kratkoročna gibanja cen. Srednjeročni inflacijski pritiski iz domačega okolja so v evroobmočju še naprej omejeni, vendar je treba upoštevati tudi znatna inflacijska tveganja. Denarna analiza poleg tega ugotavlja, da obstajajo srednjeročna in dolgoročna tveganja inflacijskih pritiskov na stabilnost cen.

Navzkrižno preverjanje informacij iz obeh stebrov potrjuje, da je za ohranjanje inflacijskih pričakovanj na ravni, ki zagotavlja cenovno stabilnost, treba izjemno pozorno spremljati vsa dogajanja. S tem, ko denarna politika vzdržuje srednjeročna inflacijska pričakovanja na ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo, še naprej bistveno prispeva h gospodarskemu okrevanju in hitrejši rasti.

Najnovejši podatki o fiskalnih gibanjih v evroobmočju znova dajejo mešano sliko. Nekatere države še vedno poročajo o velikih neravnovesjih, medtem ko druge ohranjajo zdrav javnofinančni položaj. Ker je v večini držav evroobmočja priprava proračunov za leto 2006 že v zaključni fazi, je bistveno, da prihodnji proračuni odražajo premik v smer proračunske konsolidacije, ki se izvaja ustrezno hitro in je sestavni del dobro načrtovane in celovite strategije reform. S krepitvijo pričakovanj glede vzdržnih javnih financ, ki spodbujajo rast, in s povečanjem kredibilnosti preoblikovanega Pakta o stabilnosti in rasti bi lahko spodbudili zaupanje v evroobmočju. Zaradi vpliva visokih cen nafte na javne finance je treba nadaljevati tudi s konsolidacijo proračunov. Kot potrjuje zadnja izjava skupine G7, subvencije in umetne zamejitve cen, ki omejujejo ceno nafte in naftnih

derivatov, neugodno vplivajo na svetovni trg in se jim je treba izogibati. Takšni ukrepi tudi niso v dolgoročnejšem interesu zadevnih gospodarstev, saj se bodo morala sčasoma vsa gospodarstva prilagoditi višjim cenam nafte.

Pri ugotavljanju strukture inflacije in konkurenčnosti v državah evroobmočja imajo gibanja stroškov dela na enoto proizvoda v evroobmočju pomembno vlogo. Od uvedbe eura je v več državah evroobmočja prišlo do precej večjega kumulativnega povečanja stroškov dela na enoto proizvoda kot v povprečju evroobmočja. Hkrati so nekatere države poročale o kumulativnih gibanjih stroškov dela na enoto proizvoda, ki so bila znatno pod omenjenim povprečjem.

Moramo se zavedati, da so določene razlike v rasti stroškov dela na enoto proizvoda običajne za dobro delujočo monetarno unijo, saj lahko odražajo procese dohitevanja ali potrebne prilagoditve na pretekle šoke. V zvezi s tem bi lahko dejali, da je bila prožnost na začetku obstoja evroobmočja nekoliko podcenjena.

Vendar s stanjem ne moremo biti v celoti zadovoljni. V nekaterih državah evroobmočja so gibanja plač vztrajno in močno presegala rast produktivnosti dela, kar je v daljšem časovnem obdobju povzročilo razmeroma močna gibanja stroškov dela na enoto proizvoda, poleg tega pa tudi višje inflacijske pritiske in zmanjšanje konkurenčnosti. Do tega je vsaj delno prišlo zaradi togosti pri plačah, kot je na primer eksplicitno ali dejansko usklajevanje nominalnih plač s cenami ali visoke minimalne plače, določene z ravnjo nadomestil za primer brezposelnosti, ter nizke rasti produktivnosti dela in pomanjkanja konkurence v določenih sektorjih.

V razmerah zunanjih šokov, kot je močno povečanje cen nafte, je treba s pospeševanjem strukturnih reform še bolj povečati odpornost gospodarstev evroobmočja. Takšne reforme bi skupaj z dokončnim oblikovanjem notranjega trga EU podpirale tudi gibanja stroškov dela na enoto proizvoda, ki krepijo stabilnost cen, in bi omogočale še lažje delovanje mehanizmov prilagajanja v evroobmočju. S tem bi se okrepili temelji za trajno rast proizvoda in zaposlovanja.

V tej številki mesečnega biltena sta objavljena dva članka. Prvi članek ocenjuje vpliv gospodarske in finančne negotovosti na povpraševanje po denarju v evroobmočju in poudarja predvsem vpliv te negotovosti na portfeljske odločitve. Drugi članek obravnava

uspešnost delovanja finančnih sistemov v industrijsko razvitih državah, pri čemer uporablja celovit konceptualni okvir in predstavi ilustrativen izbor ustreznih kazalnikov.