

## UVODNIK

Svet ECB je na sestanku 3. februarja 2005 sklenil, da minimalno izklicno obrestno mero za glavne posle refinanciranja ohrani na ravni 2,0 %. Prav tako ni spreminjal obrestnih mer za odprto ponudbo mejnega posojanja in odprto ponudbo mejnega deponiranja likvidnosti čez noč, ki ostajata 3,0% oziroma 1,0%.

Ta odločitev izhaja iz dejstva, da Svet ECB ni spremenil svoje ocene cenovne stabilnosti v srednjeročnem obdobju. Čeprav je kratkoročna stopnja inflacije po indeksu HICP še vedno nekoliko volatilna, zlasti v povezavi s cenami nafte, sicer ni resnejših znakov, da bi se v euro območju krepili domači inflacijski pritiski. Zato je svet ECB ključne obrestne mere ECB ohranil nespremenjene na zgodovinsko nizkih ravneh. Tveganja, ki bi v srednjeročnem obdobju lahko ogrozila cenovno stabilnost, kljub temu ostajajo in jih je treba še naprej pozorno spremljati.

Če začnemo z ekonomsko analizo, na kateri temelji ocena Sveta ECB, nedavni podatki o gospodarski aktivnosti, kot tudi anketni podatki, kažejo, da se je zmerna rast v četrtem četrletju leta 2004 nadaljevala, razmere pa se v obdobju novega leta niso bistveno spremenile. Glede gibanj v prihodnosti so pogoji še vedno izpolnjeni za krepitev gospodarske rasti, ki bo po pričakovanjih v teku tega leta postala manj odvisna od zunanega okolja. Rast svetovnega gospodarstva ostaja čvrsta in ohranja ugodno okolje za izvoz iz euro območja. Na domači strani bodo po pričakovanjih rast investicij še vedno spodbujali ugodni pogoji financiranja, povečani dobički podjetij in večja podjetniška učinkovitost. Poleg tega se bo rast potrošnje najverjetneje razvijala v skladu z rastjo realnega razpoložljivega dohodka.

Visoke in volatilne cene nafte in vztrajna svetovna neravnovesja predstavljajo tveganje za gospodarsko rast. Na domači strani bi zmanjšanje negotovosti, povezanih z obsegom in hitrostjo fiskalnih in strukturnih reform, lahko okrepilo potrošnjo, saj se zdi, da te negotovosti vplivajo na pričakovanja zasebnega sektorja glede prihodnje rasti realnega razpoložljivega dohodka. V zvezi z deviznimi tečaji je Svet ECB ponovno potrdil stališče, ki ga je izrazil ob skokovitem povišanju eura, da so takšna gibanja za gospodarsko rast nedobrodošla in nezaželena.

Na področju cen življenjskih potrebščin je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, z novembrske ravni pri 2,2% decembra zrasla na 2,4%. Podatki za januar še niso na voljo, obstajajo pa znaki, da se je inflacija v primerjavi z decembrsko znižala. V prihodnjih mesecih bo medletna stopnja inflacije verjetno še vedno ostala volatilna in bo odražala predvsem gibanja cen nafte. Po trenutno razpoložljivih podatkih za daljše časovno obdobje se bo inflacija po indeksu HICP v teku leta 2005 znižala pod 2%, a le pod pogojem, da ne bo prišlo do novih negativnih šokov. Hkrati za zdaj ni očitnejših znakov, da bi se v euro območju krepili močnejši inflacijski pritiski iz domačega okolja. Rast plač je v zadnjih nekaj četrtletjih ostala zmerna, ta trend pa naj bi se ob nadaljevanju umirjene rasti in oslabiljenem trgu dela ohranil tudi v prihodnje.

Hkrati je treba upoštevati številna tveganja za cenovno stabilnost. Še zlasti so zaskrbljujoča prihodnja gibanja cen nafte, in bolj splošno, tveganja nastanka drugotnih učinkov preko oblikovanja plač in cen v celotnem gospodarstvu. Prav tako je treba pozorno spremljati gibanja posrednih davkov in nadzorovanih cen.

Dodaten vpogled v oceno srednjeročnih in dolgoročnih obetov glede gibanja cen nam daje denarna analiza. Najnovejši podatki potrjujejo, da se rast denarnega agregata M3 krepi že od sredine leta 2004 in vse bolj odraža stimulatívne učinke zgodovinsko nizke ravni obrestnih mer v euro območju. Zaradi vztrajno visoke rasti agregata M3 v zadnjih nekaj letih v euro območju obstaja bistveno več likvidnosti, kot bi je bilo potrebno za financiranje neinflacijske gospodarske rasti. To bi utegnilo ogroziti cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju, zato je ta gibanja treba pozorno spremljati.

Zelo nizka raven obrestnih mer spodbuja tudi povpraševanje zasebnega sektorja po kreditih. Rast posojil nefinančnim družbam se je v zadnjih nekaj mesecih še okrepila. Še zlasti se nadaljuje visoko povpraševanje po stanovanjskih posojilih, ki prispeva k močni rasti cen stanovanj v več državah evro območja. Velik obseg presežne likvidnosti skupaj z močno rastjo kreditov bi v nekaterih državah utegnil povzročiti nevzdržen dvig cen na trgu nepremičnin.

Če povzamemo: ekonomska analiza kaže, da so inflacijski pritiski v domačem okolju še vedno pod nadzorom. Vendar pa tveganja, ki bi s pritiski navzgor lahko ogrozila stabilnost cen v srednjeročnem obdobju, še vedno obstajajo in jih je treba pozorno spremljati. Pomembno je, da se višja inflacija na kratki rok ne utrdi v dolgoročnih inflacijskih

pričakovanih ter v oblikovanju cen in plač. Navzkrižna primerjava z denarno analizo potrjuje, da je treba dogajanja, povezana z morebitno uresničitvijo tveganj za ohranitev stabilnosti cen v srednjeročnem obdobju, še naprej pozorno spremljati.

Na področju fiskalnih politik poteka temeljita ocena najnovejših posodobitev stabilizacijskih programov držav članic. Ključnega pomena je, da slednje pri izvajanju državnih proračunov za leto 2005 in oblikovanju srednjeročnih ciljev spoštujejo svoje obveznosti, katerim so se zavezale v Paktu o stabilnosti in rasti. V posameznih primerih to pomeni popravek presežnega primanjkljaja v tem letu in odločna prizadevanja za doseg proračunskega stanja, ki je blizu ravnovesju ali presežku. Takšni ukrepi bi morali preprečiti ponovitev preteklih izidov, ko niso bile opravljene zadostne prilagoditve. Glede na ukrepe, ki jih je treba sprejeti v pripravah na staranje prebivalstva, je v celovito strategijo reform za zviševanje potencialne rasti v Evropi treba nujno vključiti tudi fiskalne strategije.

Razprave o evropskem fiskalnem okviru je zdaj treba pripeljati k prepričljivemu zaključku. Svet ECB podpira predloge za okrepitev preventivnega dela Pakta o stabilnosti in rasti, ki obravnava nadzor proračunskih stanj, glede korektivnega dela pakta pa morajo obstoječi mehanizmi v vseh pogledih ostati trdni in verodostojni. Zato bi spreminjanje predpisov, zrahljanje 3-odstotne omejitve primanjkljaja ali oslabitev postopka v zvezi s presežnim primanjkljajem povzročilo nasprotno učinke od želenih. Fiskalni okvir, ki je opredeljen v Pogodbi ter v Paktu o stabilnosti in rasti, je temeljni kamen ekonomske in monetarne unije in s tem temeljni pogoj za trdnost same monetarne unije. Pomembno je, da preprečimo vsak dvom v učinkovitost procesa nadzora in trdnost fiskalnih politik v območju enotne valute na daljši rok, saj takšni dvomi vodijo k višjim premijam za tveganja in višjim realnim obrestnim meram v euro območju.

Glede strukturnih reform je Ekonomsko-finančni svet pred kratkim potrdil Letno poročilo o strukturnih reformah za leto 2005, ki ga je pripravil Odbor za ekonomsko politiko. Svet ECB v celoti podpira zaključek Ekonomsko-finančnega sveta, po katerem je glede na dejstvo, da je treba s povečevanjem zaposlenosti in produktivnosti okrepiti gospodarsko rast, posebno pozornost treba nameniti naraščajoči stopnji brezposelnosti, še zlasti v luči staranja prebivalstva. V ta namen Svet ECB odločno podpira prizadevanja Evropske komisije, da države članice spodbudi k izvajanju prenovljene lizbonske strategije, in nacionalne vlade spodbuja k odločnemu izvajanju strukturnih reform v Evropi.

Zmanjševanje obstoječega razkoraka med načeli in izvajanjem je nujno, če želimo izkoristiti prednosti, ki jih prinašajo reforme, tako glede višje potencialne gospodarske rasti v srednjeročnem obdobju kot tudi zaupanja potrošnikov in podjetij v kratkoročnem obdobju.

Ta številka mesečnega biltena vsebuje tri članke. Prvi obravnava konceptualna vprašanja tržne discipline za banke in opisuje, do katere mere tržna disciplina lahko dopolnjuje dejavnosti nadzora. Drugi članek predstavlja začetne izkušnje z nedavnimi spremembami operativnega okvira Eurosistema za izvajanje denarne politike. Tretji članek pa obravnava geografsko razčlenitev plačilne bilance in stanje mednarodnih naložb euro območja.