

LEDARE

ECB-rådet beslutade vid sitt sammanträde den 6 oktober 2005 att den lägsta anbudsräntan på Eurosystemets huvudsakliga refinansieringstransaktioner skall vara oförändrad, 2,0 %. Räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten lämnades också oförändrade, 3,0 % respektive 1,0 %.

Baserat på de regelbundna ekonomiska och monetära analyserna har ECB-rådet dragit slutsatsen att den penningpolitiska inriktningen, trots nytt tryck uppåt på priserna, huvudsakligen till följd av utvecklingen på oljemarknaden, fortfarande är väl avvägd. Samtidigt krävs stor vaksamhet avseende uppåtriskerna för prisstabiliteten. Det är mycket viktigt att ökningen i den rådande inflationstakten inte leder till starkare underliggande inflationstryck i euroområdet. Stor vaksamhet krävs också på grund av att det finns gott om likviditet i euroområdet. Räntorna i euroområdet fortsätter att vara mycket låga över hela löptidsspektret, såväl i reala som nominella termer, vilket fortsätter att stimulera den ekonomiska aktiviteten. För att detta stöd till ekonomin skall bestå krävs att inflationsförväntningarna förblir fast förankrade på nivåer som är förenliga med prisstabilitet.

Den ekonomiska analys som ligger till grund för ECB-rådets bedömning visar att real BNP på kvartalsbasis ökade med 0,4 % respektive 0,3 % första respektive andra kvartalet 2005, dämpad huvudsakligen av högre oljepriser. De senaste enkätindikatorerna tyder i linje med ECB-experternas framtidsbedömningar från september i stort sett på att den ekonomiska tillväxten gradvis kan förbättras från och med andra halvåret i år. På den externa sidan torde den fortsatt starka globala efterfrågan stödja exporten från euroområdet. På den inhemska sidan väntas investeringarna dra nytta av både de fortsatt gynnsamma finansieringsvillkoren och de kraftigt ökade företagsvinsterna. Konsumtionen torde successivt återhämta sig, i stort sett i linje med den förväntade utvecklingen av real disponibel inkomst.

Utsikterna för den ekonomiska aktiviteten är dock avhängiga av nedåtrisker, främst avseende oljepriser, oro för globala obalanser och lågt konsumentförtroende. Oro för de ekonomiska effekterna av orkanerna i USA nyligen skapade temporärt ytterligare osäkerhet men dessa effekter bedöms nu i allmänhet bli begränsade och kortfristiga.

När det gäller prisutvecklingen har de senaste ökningarna, främst i oljepriserna, lett till att inflationen totalt stigit till nivåer betydligt över 2 %. Enligt Eurostats snabbstatistik var den årliga ökningstakten i HIKP 2,5 % i september jämfört med 2,2 % de två föregående månaderna och det är troligt att HIKP-inflationen på kort sikt kommer att förbli hög. När denna plötsliga inflationsökning tolkas är det viktigt att tydligt skilja på mellan å ena sidan tillfälliga, kortfristiga faktorer och å andra sidan faktorer av mer bestående art.

Än så länge finns det ingen detaljerad information om utvecklingen av HIKP-komponenterna i september, men oljeprisökningarna förefaller åter att ha spelat en viktig roll, denna gång förvärrat av ännu högre ökning av bensinpriserna beroende på exceptionella kapacitetsbegränsningar i raffinaderierna till följd av de två orkanerna i USA. Om en gradvis normalisering i detta marknadssegment bekräftas skulle de kraftigt ökade marginalerna mellan oljepriserna och priserna på raffinerade produkter kunna minska. Det är alltså möjligt att dessa ökningarna endast blir tillfälliga.

Det finns dock för närvarande inga tecken på att oljepriserna inom en överskådlig framtid märkbart skulle dämpas. Marknaderna förväntar sig snarare fortsatt höga oljepriser till följd av den ökade globala efterfrågan och i viss mån på grund av sårbarhet på utbudssidan. Detta scenario ligger således till grund för ECB-rådets bedömning av den framtida prisutvecklingen.

Vad som egentligen är avgörande är hur denna utveckling påverkar utsikterna för prisstabilitet på medellång sikt. Ännu i dagsläget finns det inga tydliga tecken på att ett inhemskt inflationstryck håller på att byggas upp i euroområdet. Framför allt har löneökningarna varit fortsatt dämpade under de senaste kvartalen och denna utveckling torde tillsvidare fortsätta med tanke på den svaga arbetsmarknaden. Huvudscenariot är därför fortfarande att inflationstakten kommer att vara hög på kort sikt för att därefter successivt avta.

Uppåtriskerna för detta scenario har emellertid ökat. Riskerna gäller den fortsatta osäkerheten om utvecklingen på oljemarknaden, att de högre oljepriserna i större utsträckning än tidigare slår igenom i konsumentledet via den inhemska produktionskedjan samt potentiella andrahandseffekter på löne- och prissättningsbeteendet. Alla dessa faktorer spelar en viktig roll i ECB-rådets bedömning av prisstabiliteten på medellång sikt. Dessutom måste eventuella ytterligare höjningar av

administrativt fastställda priser och indirekta skatter tas i beaktande. Följaktligen krävs stor vaksamhet för att säkerställa att inflationsförväntningarna i euroområdet är väl förankrade på längre sikt.

Den monetära analysen ger en närmare inblick i inflationsutsikterna på medellång och längre sikt. Penningmängden och utlåningen har vuxit kraftigt i euroområdet under de senaste månaderna, och den årliga M3-ökningen överstiger nu 8 %. Drivkraften bakom den starka penningmängdsökningen har i allt högre grad främst varit den fortsatt låga räntenivån. Under de senaste månaderna har den kortfristiga M3-dynamiken stärkts ytterligare och utlåningen, särskilt bostadslånen, ökar fortfarande mycket kraftigt. Prisutvecklingen på ett flertal bostadsmarknader måste sålunda följas noga. En stark ökning av penningmängden och utlåningen, samtidigt som det redan finns gott om likviditet i euroområdet, pekar på risker för prisstabilitet på medellång till längre sikt.

Sammantaget pekar den ekonomiska analysen på att framför allt de stigande olje- och bensinpriserna medför en upprevidering av utsikterna för prisutvecklingen på kort sikt. Det inhemska inflationstrycket på medellång sikt är fortsatt dämpat i euroområdet, men betydande uppåtrisker måste tas med i beräkningen. Den monetära analysen visar också på uppåtrisker för prisstabilitet på medellång och längre sikt.

En avstämning av informationen från de två pelarna bekräftar således behovet av fortsatt stor vaksamhet, så att inflationsförväntningarna kan hållas i linje med prisstabilitet. Genom att inflationsförväntningarna på medellång sikt hålls fast förankrade på nivåer som är förenliga med prisstabilitet fortsätter penningpolitiken i betydande omfattning att bidra till en återhämtning i den ekonomiska tillväxten.

När det gäller finanspolitiken i euroområdet visar aktuell statistik åter en mycket blandad bild. Några länder redovisar fortfarande betydande obalanser, medan andra alltjämt uppvisar sunda finanser. Budgetarbetet inför 2006 håller på att slutföras i de flesta euroländer. Det är viktigt att de budgetar som arbetas fram speglar en inriktning mot budgetkonsolidering och att åtgärderna genomförs i såväl lämplig takt och som ett led i en genomtänkt och omfattande reformstrategi. Ett sådant tillvägagångssätt skulle bidra till att stärka förtroendet i euroområdet genom att öka förväntningarna på hållbara och tillväxtfrämjande offentliga finanser och genom ökad trovärdighet för den reviderade stabilitets- och tillväxtpakten. Vad gäller effekterna av de höga oljepriserna på de

offentliga finanserna är fortsatt budgetkonsolidering ett måste. Dessutom har, vilket bekräftas av G7-ländernas senaste uttalande, subventioner och pristak på olja och oljeprodukter en negativ inverkan på den globala marknaden och bör undvikas. Sådana åtgärder ligger inte heller i de berörda ekonomiernas intresse eftersom alla ekonomier förr eller senare måste anpassa sig till de högre oljepriserna.

Enhetsarbetskostnadsutvecklingen i euroområdet spelar en viktig roll i bedömningen av inflations- och konkurrenskraftsmönster i euroländerna. Sedan euron infördes har flera euroländer haft betydligt större kumulativa ökning av enhetsarbetskostnaderna än genomsnittet för euroområdet. Samtidigt har utvecklingen av kumulativa enhetsarbetskostnader i några länder varit betydligt lägre än genomsnittet i euroområdet.

Det är viktigt att inse att vissa skillnader i ökningstakten för enhetsarbetskostnaderna är ett naturligt inslag i en väl fungerande monetär union eftersom de kan bero på konvergensprocesser eller nödvändiga anpassningar till tidigare chocker. I det avseendet kan flexibiliteten i euroområdet mycket väl ha underskattats i början.

Det finns dock ingen anledning till självbelåtenhet. I vissa euroländer har löneutvecklingen hela tiden varit betydligt högre än arbetsproduktivitetsökningen, vilket under en längre tid har lett till en relativt kraftig utveckling av enhetsarbetskostnaderna, högre inflationstryck och förlorad konkurrenskraft. Detta kan åtminstone delvis bero på lönestelheter, som explicit eller faktisk indexering av nominella löner till priser eller höga reservationslöner som bestäms av nivån på arbetslöshetsersättning, låg produktivitetsökning och på avsaknad av konkurrens inom vissa sektorer.

Vid externa chocker, som kraftiga oljeprisökningar, är det ännu viktigare att öka motståndskraften i euroländernas ekonomier genom att påskynda strukturreformer. Tillsammans med genomförandet av EU:s inre marknad skulle sådana reformer stödja en utveckling av enhetsarbetskostnaderna som främjar prisstabilitet och ytterligare bidra till väl fungerande anpassningsmekanismer i euroområdet och därigenom stärka grunden för en hållbar produktions- och sysselsättningsökning.

Det här numret av månadsrapporten innehåller två artiklar. Den första artikeln bedömer effekten av ekonomisk och finansiell osäkerhet på penningefterfrågan i euroområdet, med tonvikt på hur denna osäkerhet påverkar portföljbeslut. Den andra artikeln granskar hur

finanssystemen i industrialiserade länder fungerar samt använder sig av ett omfattande ramverk och ett urval relevanta indikatorer.