

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 10. januarja 2008 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Po informacijah, ki so postale dostopne po zadnji seji Sveta ECB 6. decembra 2007, so se močni kratkoročni pritiski na rast inflacije nadaljevali, pri čemer je inflacija, merjena z indeksom HICP, decembra ostala na ravni 3,1%. Za srednjeročno obdobje ter v razmerah zelo živahne rasti denarja in kreditov je ocena Sveta ECB o navzgor usmerjenih tveganjih za cenovno stabilnost popolnoma potrjena. Svet ECB je še naprej pripravljen preventivno ukrepati, da se sekundarni učinki in navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost srednjeročno ne bi uresničili ter da srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja tako ostanejo trdno zasidrana v skladu s stabilnostjo cen. Ob upoštevanju mandata Sveta ECB je takšno zasidranje njegova najpomembnejša prednostna naloga. Gospodarski temelji euroobmočja so trdni, vendar sedanje prevrednotenje tveganja na finančnih trgih še vedno spremlja negotovost glede morebitnega vpliva na realno gospodarstvo, gospodarski obeti pa so izpostavljeni tveganju upočasnjevanja gospodarske rasti. Svet ECB bo v prihodnjih tednih še naprej zelo natančno spremljal vsa gibanja.

V okviru ekonomske analize najnovejše informacije o gospodarski aktivnosti kažejo, da je bila četrtna rast ob koncu leta bolj umirjena kot v tretjem četrtnetu 2007, ko je stopnja rasti glede na prejšnje četrtnete znašala 0,8% (popravljen navzgor z 0,7%). Takšna ocena je v skladu s kazalniki zaupanja podjetij in potrošnikov, ki kljub zmanjševanju v zadnjih nekaj mesecih na splošno ostajajo na ravni, ki še naprej nakazuje nadaljevanje rasti.

Po glavnem scenariju Sveta ECB se bo realna rast BDP še naprej gibala približno v skladu s trendom potencialne rasti. Gospodarski temelji euroobmočja so trdni, dobičkonosnost se je ohranila na doseženi ravni, rast zaposlenosti je bila močna, stopnja brezposelnosti pa je padla na raven, ki je ne beležimo že 25 let. Rast potrošnje naj bi v skladu z gibanjem realnega razpoložljivega dohodka še naprej prispevala h gospodarski konjunkturi, rast investicij pa naj bi zagotavljala nadaljnjo podporo gospodarski aktivnosti. Ob pričakovanju, da bo svetovna gospodarska rast na splošno še naprej vztrajna – pri čemer bo upočasnjeno gospodarsko rast v ZDA blažila nadaljnja močna rast nastajajočih tržnih gospodarstev – naj bi zunanje povpraševanje še naprej spodbujalo izvoz euroobmočja.

Kljub temu ostaja negotovost glede prihodnje gospodarske rasti velika, tveganja, ki spremljajo gospodarske obete, pa so na strani upočasnjevanja gospodarske rasti. Povezana so predvsem z možnostjo, da bo imelo sedanje prevrednotenje tveganja na finančnih trgih širši vpliv na pogoje financiranja in gospodarsko klimo od trenutno pričakovanega, kar bo negativno vplivalo na svetovno rast in rast v euroobmočju. Nadaljnja tveganja upočasnjevanja rasti izhajajo iz možnosti za dodatno rast cen nafte in drugih primarnih surovin, zaskrbljenosti glede protekcionističnih pritiskov in morebitnih neobvladljivih gibanj zaradi svetovnih neravnovesij.

Na področju cenovnih gibanj je po Eurostatovi prvi oceni medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, decembra 2007 znašala 3,1%, enako kot novembra. Ti podatki potrjujejo močne pritiske na rast inflacije v kratkoročnem obdobju, ki izhajajo predvsem iz močne rasti cen nafte in hrane v zadnjih mesecih.

V prihodnjih mesecih naj bi medletna stopnja inflacije po HICP ostala precej nad 2% in se bo tekom leta 2008 verjetno le postopno umirjala. Obdobje začasno visokih stopenj inflacije bi bilo lahko zato nekoliko dolgotrajnejše, kot smo pričakovali prej. Poleg tega je pomembno poudariti, da pričakovanja o umirjanju stopnje inflacije (kar predvidevajo decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema) temeljijo na predpostavkah o določenem preobratu nedavne rasti cen primarnih surovin – skladno s cenami na terminskih trgih – in, kar je bolj bistveno, na predpostavkah, da nedavna dinamika cen nafte in hrane ter njihov vpliv na inflacijo po HICP ne bodo imeli širših sekundarnih učinkov na oblikovanje plač in cen.

Tveganja glede srednjeročnih cenovnih gibanj so popolnoma potrjeno usmerjena navzgor. Obsegajo možnost, da pride do močnejše rasti plač od trenutno pričakovane, ob upoštevanju omejenega obsega prostih zmogljivosti in pozitivnih gibanj na trgu dela. Poleg tega bi bila lahko moč podjetij pri oblikovanju cen – zlasti v tržnih segmentih z manjšo konkurenco – večja od pričakovane. V sedanjem trenutku je zato nujno, da vse udeležene strani ravnajo odgovorno ter da se prepreči sekundarne učinke na oblikovanje plač in cen, ki izhajajo iz trenutne stopnje inflacije. Po mnenju Sveta ECB je to nujen pogoj za ohranitev cenovne stabilnosti v srednjeročnem obdobju in s tem kupne moči vseh državljanov euroobmočja. Svet ECB s posebno pozornostjo spremlja pogajanja o plačah v državah euroobmočja. Treba bi bilo odpraviti kakršno koli indeksacijo nominalnih plač s cenami. Nazadnje bi lahko prišlo tudi do nadaljnje rasti cen nafte in kmetijskih izdelkov, s

čimer bi se nadaljeval trend močne rasti iz zadnjih mesecev, ter do nepričakovanega povečanja nadzorovanih cen in posrednih davkov.

Denarna analiza potrjuje, da srednjeročno in dolgoročneje prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Obseg denarja in kreditov se je v zadnjih mesecih še naprej živahno povečeval. Na medletno stopnjo rasti denarnega agregata M3, ki je novembra ostala nespremenjena na ravni 12,3%, je verjetno vplivalo več začasnih dejavnikov, kot so izravnava krivulje donosnosti, pretresi na finančnih trgih in posebne transakcije, povezane s prestrukturiranjem nekaterih bančnih skupin. Kljub temu celo ob upoštevanju teh posebnih dejavnikov ostaja osnovna stopnja rasti denarja visoka. Na nadaljnjo živahno osnovno dinamiko rasti denarja kaže tudi ohranjanje rasti posojil domačemu zasebnemu sektorju, ki so se novembra medletno povečala za 11,0%. Denarna gibanja je treba še naprej zelo skrbno spremljati, da bi ugotovili osnovni trend, povezan z inflacijskimi pritiski v daljšem časovnem obdobju, ter bolje razumeli kratkoročno denarno dinamiko.

S takšnim spremljanjem bo mogoče tudi celoviteje razumeti, kako se na povečano nestanovitnost na finančnih trgih odziva zasebni sektor. Širša ocena osnovnega trenda rasti denarja in kreditov je zaradi nedavnih gibanj na finančnih trgih v sedanjem trenutku še posebno pomembna. Povečana finančna nestanovitnost lahko vpliva na kratkoročno vedenje imetnikov denarja, zaradi česar bi bila izpeljava osnovnega trenda denarne dinamike otežena. Hkrati lahko podatki o denarju in kreditih omogočijo tudi pomemben vpogled v to, kako so se finančne institucije, gospodinjstva in podjetja odzvali na pretrese na finančnih trgih.

Za zdaj sicer ni veliko znakov, da bi nemirna dogajanja na finančnih trgih od začetka avgusta 2007 dalje občutno vplivala na dinamiko agregatov širokega denarja in kreditov. Rast bančnih posojil domačemu zasebnemu sektorju je v zadnjih mesecih namreč ostala močna, iz česar bi bilo mogoče sklepati, da se ponudba kreditov do sedaj ni zmanjšala. Rast denarnega agregata M1 in zadolževanja gospodinjstev se je v zadnjih nekaj četrtletjih dodatno umirila, na kar so bolj vplivale višje ključne obrestne mere ECB po decembru 2005 kot pa finančni pretresi. Zadolževanje nefinančnih družb ostaja zelo visoko. Za celovitejšo oceno vpliva, ki so ga na bilance bank, pogoje financiranja ter rast denarja in kreditov imela gibanja na finančnih trgih, bodo potrebni dodatni podatki in analize.

Če povzamemo, navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize v celoti potrjuje oceno, da v srednjeročnem obdobju obstajajo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen, saj je rast denarja in kreditov v euroobmočju zelo živahna, gospodarski temelji euroobmočja pa so trdni. Hkrati je vpliv, ki bi ga lahko imelo sedanje prevrednotenje tveganja na finančnih trgih na realno gospodarstvo, še naprej negotov. Svet ECB bo zato zelo natančno spremljal vsa gibanja. Poleg tega je še naprej pripravljen preventivno ukrepati, da se sekundarni učinki in navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost ne bi uresničili ter da bi srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja tako ostala trdno zasidrana v skladu s stabilnostjo cen. Ob upoštevanju mandata Sveta ECB je takšno zasidranje njegova najpomembnejša prednostna naloga.

Kar zadeva javnofinančno politiko, je večina držav euroobmočja predložila svoj dopolnjen program stabilnosti. Po zmanjšanju skupne stopnje primanjkljaja v euroobmočju leta 2007 je na podlagi teh programov pričakovano povečanje stopnje primanjkljaja v letu 2008 kljub temu, da veliko držav ni doseglo zdravega javnofinančnega stanja. Obstaja veliko tveganje, da nekaterim državam ne bo uspelo spoštovati določb preventivnega dela Pakta za stabilnost in rast, kar bo zmanjšalo njegovo verodostojnost. V letu 2008 bo strukturna konsolidacija v nekaterih državah z javnofinančnim neravnovesjem znašala manj kot 0,5% BDP, kar je zahtevani minimum. Da bi zagotovili, da vse države dosežejo svoj srednjeročni cilj najkasneje do leta 2010, kar je v skladu z zavezami iz aprila 2007, bodo potrebne precej ambicioznejše politike.

Na področju strukturnih reform se je začel novi triletni cikel lizbonske strategije, katere cilja sta rast in delovna mesta. Čeprav so dosežki iz zadnjih treh let po ponovnem zagonu strategije spodbudni, je pomembno, da vlade okrepijo svoja reformna prizadevanja, katerih cilj je povečati znanje in inovacije, konkurenčnost ter prožnost trga dela. Takšne reforme so bistvene za povečanje produktivnosti in spodbujanje zaposlitvenih priložnosti v euroobmočju.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. V prvem članku obravnavamo gibanje produktivnosti dela v euroobmočju in posledice za denarno politiko. V drugem članku analiziramo priložnosti in izzive, ki jih za makroekonomijo euroobmočja predstavlja globalizacija. V tretjem članku pa proučujemo izkušnje Eurosistema pri napovedovanju avtonomnih dejavnikov in presežnih rezerv.