

UVODNIK

Svet ECB je na seji 7. februarja 2008 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Odločitev je sprejel na osnovi ocene, da so tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju usmerjena navzgor, rast denarja in kreditov pa je zelo živahna. Sedanji kratkoročni pritiski na inflacijo se ne smejo preliti v srednjeročno obdobje. Za Svet ECB je v skladu z njegovim mandatom najpomembnejša naloga, da trdno sidra srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja. Zato si bo še naprej prizadeval, da prepreči sekundarne učinke ter zagotovi, da se tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ne uresničijo. Ker se prevrednotenje tveganja na finančnih trgih nadaljuje, še vedno obstaja neobičajno velika negotovost glede celotnega učinka na realno gospodarstvo. Gospodarski temelji euroobmočja so sicer trdni, vendar najnovejši podatki potrjujejo, da so v gospodarskih obetih prisotna tveganja upočasnjevanja rasti. Svet ECB bo v prihodnjih tednih še naprej zelo natančno spremljal vsa gibanja.

V ekonomski analizi najnovejši podatki o gospodarski aktivnosti kažejo, da je bila četrtna gospodarska rast euroobmočja ob koncu leta zmernejša kot v tretjem četrtnem leta 2007, ko je znašala 0,8%. Ta ocena je skladna s kazalniki zaupanja podjetij in potrošnikov, ki v zadnjih nekaj mesecih sicer padajo, vendar na splošno ostajajo na ravni, ki nakazuje nadaljevanje rasti.

V prihodnjem obdobju bo upočasnjevanje gospodarske rasti v nekaterih najpomembnejših trgovinskih partnericah euroobmočja verjetno prizadelo realno rast BDP v letu 2008, vseeno pa bo rast predvidoma še naprej podpiralo domače in tuje povpraševanje. Ta ocena je na splošno skladna z napovedmi javnih in zasebnih organizacij. Gospodarski temelji euroobmočja ostajajo trdni in v gospodarstvu euroobmočja ni večjih neravnovesij. Dobičkonosnost je ostala na doseženi ravni, stopnja brezposelnosti pa je padla na najnižjo raven v zadnjih 25 letih. Zaradi boljših gospodarskih pogojev in zmernejše rasti plač se je občutno povečalo število zaposlenih, prav tako pa tudi odstotek aktivnega prebivalstva. H gospodarski konjunkturi bo zato predvidoma še naprej prispevala rast potrošnje v skladu z gibanjem realnega razpoložljivega dohodka, nadaljnjo podporo gospodarski aktivnosti pa bo zagotavljala tudi rast investicij.

Kljub temu je negotovost glede pričakovane gospodarske rasti neobičajno visoka, tveganja pa so potrjeno na strani upočasnjevanja rasti. Povezana so predvsem z

možnostjo, da bodo sedanja dogajanja na finančnih trgih imela večji vpliv na pogoje financiranja in gospodarsko klimo, kot je pričakovano, kar bi negativno vplivalo na svetovno rast in rast v euroobmočju. Nadaljnja tveganja za počasnejšo rast izhajajo iz možnosti za dodatna zvišanja 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 po indeksu HICP januarja 2008 znašala 3,2%, medtem ko je bila decembra 2007 na ravni 3,1%. To potrjuje, da kratkoročno še naprej obstajajo močni inflacijski pritiski, ki izhajajo predvsem iz velike rasti cen primarnih surovin, zlasti nafte in hrane, v zadnjih mesecih.

V prihodnjih mesecih bo medletna stopnja inflacije po HICP najverjetneje ostala precej nad 2% in se bo tekom leta 2008 le postopno umirjala. To potrjuje pričakovanje Sveta ECB, da obdobje začasno visokih stopenj inflacije utegne trajati dalj časa. Poleg tega je treba poudariti, da umirjanje inflacije, predvideno v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2007, temelji na predpostavki, da bodo cene surovin v skladu s cenami terminskih pogodb po preteklih zvišanjih nekoliko padle. Na bolj temeljni ravni projekcije temeljijo na predpostavki, da nedavna gibanja cen nafte in hrane ter njihov vpliv na inflacijo po HICP ne bodo povzročila večjih sekundarnih učinkov na oblikovanje plač in cen.

Tveganja glede srednjeročnih cenovnih gibanj so potrjeno usmerjena navzgor. Obsegajo možnost, da bodo zaradi visoke izkoriščenosti zmogljivosti in zaostrenih razmer na trgu dela plače naraščale hitreje, kot je trenutno pričakovano, sedanja pričakovanja pa utegne preseči tudi moč podjetij pri oblikovanju cen, zlasti v tržnih segmentih z manjšo konkurenco. V sedanjih razmerah je zato nujno, da vse udeležene strani ravnajo odgovorno ter da se preprečijo sekundarni učinki na oblikovanje plač in cen, ki izhajajo iz trenutne stopnje inflacije. Po mnenju Sveta ECB je to ključnega pomena 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 euroobmočju. Indeksaciji nominalnih plač z indeksom cen življenjskih potrebščin se je treba izogniti. In končno, tveganja za rast inflacije predstavlja tudi nadaljnja rast cen nafte in kmetijskih izdelkov, ki nadaljujejo trend zelo hitre rasti iz zadnjih mesecev, ter nepričakovana povečanja nadzorovanih cen in posrednih davkov.

Denarna analiza potrjuje, da srednjeročno in dolgoročneje prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Medletna rast denarnega agregata M3 se je decembra sicer nekoliko upočasnila, vendar je ostala zelo živahna na ravni 11,5%, medtem ko se rast agregata M1 še naprej umirja, kar odraža zaviralne učinke višjih obrestnih mer. Na dinamiko širokega denarja je v zadnjih četrletjih verjetno vplivalo več začasnih dejavnikov, predvsem padanje naklona krivulje donosnosti, ki je lahko spodbudilo določene premike v denarna sredstva. Gledano v celoti in ob upoštevanju teh posebnih dejavnikov širša ocena najnovejših podatkov potrjuje, da osnovna stopnja rasti denarja ostaja visoka.

Ta zaključek potrjuje tudi vztrajna rast posojil domačemu zasebnemu sektorju, ki je decembra medletno znašala 11,1%. Pod vplivom višjih obrestnih mer ECB od decembra 2005 naprej in ohlajanja stanovanjskega trga v več predelih euroobmočja zadolževanje gospodinjstev v zadnjih nekaj četrletjih sicer narašča počasneje, zato pa rast posojil nefinančnim družbam še vedno ostaja zelo visoka. Zadolževanje nefinančnih družb euroobmočja pri bankah je bilo decembra 2007 za 14,4% višje kot v enakem obdobju eno leto prej.

Zaenkrat ni veliko znakov, da bi nemirna dogajanja na finančnih trgih od začetka avgusta lani močneje vplivala na dinamiko agregatov širokega denarja in kreditov. Predvsem je pomembno, da sodeč po razpoložljivih podatkih povečana volatilitnost finančnih trgov ni povzročila večjih portfeljskih premikov v denarna sredstva, kakršnim smo bili priča med letoma 2001 in 2003. Kljub zaostrovanju kreditnih standardov, ki je razvidno iz ankete o bančnih posojilih za euroobmočje, vztrajno visoka rast posojil nakazuje, da finančni pretresi doslej niso bistveno oslabili ponudbe bančnih posojil v euroobmočju. Za celovitejšo oceno vpliva, ki so ga gibanja na finančnih trgih imela na bilance bank, pogoje financiranja ter rast denarja in kreditov, bodo potrebni dodatni podatki in analize.

Navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize tako potrjuje, da v srednjeročnem obdobju obstajajo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen, pri čemer je rast denarja in kreditov v euroobmočju zelo živahna, gospodarski temelji euroobmočja pa so trdni. Glede vpliva, ki ga bo sedanje prevrednotenje tveganj na finančnih trgih imelo na realno gospodarstvo, je še vedno prisotna neobičajno velika negotovost. Zadnji podatki potrjujejo, da so gospodarski obeti izpostavljeni tveganjem upočasnjevanja rasti. V skladu s tem bo Svet ECB zelo natančno spremljal vsa dogajanja in si še naprej prizadeval, da prepreči sekundarne učinke ter zagotovi, da se tveganja za

stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ne uresničijo. Ključnega pomena je, da srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja ostanejo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen. Takšno sidranje inflacijskih pričakovanj je v skladu z mandatom najpomembnejša prednostna naloga Sveta ECB.

Na javnofinančnem področju se je treba izogniti neuskladenemu popuščanju fiskalne politike v državah članicah EU. Obstajajo številni primeri, ko aktivistične fiskalne politike niso uspele stabilizirati evropskih gospodarstev, ampak so nasprotno vodile v vztrajno naraščanje razmerja javnofinančnih odhodkov in dolga do BDP. Fiskalna politika lahko k makroekonomski stabilnosti največ prispeva s tem, da v državah s trdnim javnofinančnim stanjem dopusti prosto delovanje samodejnih stabilizatorjev in skrbi za dolgoročno vzdržnost javnih financ. Države z javnofinančnim neravnovesjem morajo nadaljevati konsolidacijska prizadevanja v skladu z zahtevami Pakta za stabilnost in rast. Obstaja očitno tveganje, da nekaterim državam ne bo uspelo izpolniti določb preventivnega dela Pakta za stabilnost in rast, kar bi zmanjšalo verodostojnost pakta.

Strukturne reforme pomagajo gospodarstvu, da se prilagodi negativnim šokom, spodbujajo rast produktivnosti, pospešujejo zaposlovanje in krepijo konkurenco ter s tem zmanjšujejo inflacijske pritiske. K ohranjanju cenovne stabilnosti v euroobmočju bi še zlasti prispevala krepitev konkurence v storitvenih in omrežnih dejavnostih ter izvedba ustreznih ukrepov na kmetijskem trgu EU.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. Prvi obravnava pomen eurskega denarnega trga za transmisijo sklepov denarne politike in predstavlja nekatere orodja, ki jih ECB uporablja pri spremljanju gibanj na tem trgu. Drugi obravnava dogajanja na področju listinjenja v euroobmočju. Tretji članek pa prinaša informacije o krivuljah donosnosti euroobmočja, ki jih je objavlja ECB.