

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 10. aprila 2008 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Najnovejše informacije so potrdile, da obstajajo močni kratkoročni pritiski na rast inflacije. Dejansko se euroobmočje trenutno nahaja v dolgotrajnejšem obdobju začasno visokih medletnih stopenj inflacije, ki so predvsem posledica rasti cen energentov in hrane. Najnovejše informacije so prav tako nedvomno potrdile oceno Sveta ECB, da ob nadaljnji zelo živahni rasti denarja in kreditov srednjeročno prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost. Gospodarski temelji euroobmočja so trdni. Zadnji makroekonomski podatki še naprej kažejo, da se realna rast BDP sicer upočasnjuje, vendar se še vedno nadaljuje. Vseeno raven negotovosti, ki jo povzročajo pretresi na finančnih trgih, ostaja nenavadno visoka, napetosti pa bi lahko trajale dlje, kot je bilo prvotno pričakovano. Glede na te dejavnike Svet ECB poudarja, da je v skladu z mandatom ECB njegov glavni cilj vzdrževanje cenovne stabilnosti v srednjeročnem obdobju. Trdno zasidranje srednjeročnih do dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je najpomembnejša prednostna naloga Sveta ECB in tu prav gotovo ni prostora za popuščanje. Svet ECB je prepričan, da bo denarna politika s sedanjo naravnostjo prispevala k doseganju tega cilja, ter ostaja trdno odločen, da prepreči sekundarne učinke in uresničitev navzgor usmerjenih tveganj za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju. Svet ECB bo v prihodnjih tednih še naprej zelo natančno spremljal vsa gibanja.

V ekonomski analizi je po Eurostatovi drugi oceni medčetrletna stopnja rasti realnega BDP v euroobmočju v zadnjem četrletju leta 2007 znašala 0,4%, potem ko je v prejšnjem četrletju dosegla 0,7%. Najnovejše informacije o gospodarski aktivnosti ravno tako potrjujejo prejšnja pričakovanja, da se je rast v prvem četrletju leta 2008 nadaljevala, vendar je bila zmernejša. Temelji gospodarstva euroobmočja so na splošno trdni in niso pod vplivom večjih neravnovesij.

Kar zadeva prihodnja gibanja, bosta v letu 2008 nadaljnjo rast BDP v euroobmočju predvidoma podpirala tako domače kot tudi tuje povpraševanje, čeprav v manjši meri kot v letu 2007. Čeprav se bo rast svetovnega gospodarstva umirila, naj bi se še naprej vztrajno nadaljevala, na kar bo ugodno vplivala predvsem visoka rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Takšna gibanja naj bi še naprej spodbujala zunanje povpraševanje euroobmočja. Gospodarsko aktivnost naj bi podpirala tudi rast investicij v euroobmočju,

saj je izkoriščenost zmogljivosti visoka, dobičkonosnost se ohranja na doseženi ravni, poleg tega pa ne kaže, da bi bila ponudba bančnih posojil izraziteje ovirana. Istočasno sta se kot posledica boljših gospodarskih razmer in umirjanja plač precej povečala zaposlenost in število aktivnega prebivalstva, stopnja brezposelnosti pa se je zmanjšala na raven, ki je ne beležimo že 25 let. Čeprav rast potrošnje zavirajo višje cene energentov in hrane, ki vplivajo na kupno moč, naj bi potrošnja še naprej prispevala h gospodarski rasti skladno z rastjo realnega razpoložljivega dohodka.

Negotovost glede prihodnje gospodarske rasti ostaja visoka in prevladujejo tveganja, da se bo rast upočasnila. Tveganja so povezana predvsem s pretresi na finančni trgih, ki bi lahko trajali dlje, kot je bilo prvotno mišljeno, in bi lahko imeli širši vpliv na realno gospodarstvo od trenutno pričakovanega. Tveganja upočasnitve rasti izhajajo tudi iz nadaljnje nepričakovane rasti cen energentov in hrane, ki bi lahko zavirala potrošnjo, ter iz protekcionističnih pritiskov in morebitnih neobvladljivih gibanj zaradi svetovnih neravnovesij.

Na področju cenovnih gibanj je po Eurostatovi prvi oceni medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, marca 2008 dosegla 3,5%, potem ko je februarja znašala 3,3%. To potrjuje nadaljevanje močnih kratkoročnih pritiskov na rast inflacije, ki se v zadnjem času še krepijo in izhajajo predvsem iz skokovitega porasta cen energentov in hrane v zadnjih nekaj mesecih. Medletna stopnja inflacije po HICP bo v prihodnjih mesecih najverjetneje ostala precej nad 2% in se bo tekom leta 2008 le postopno umirjala. To pomeni, da se euroobmočje trenutno nahaja v dolgotrajnejšem obdobju začasno visokih medletnih stopenj inflacije.

Tveganja, povezana z inflacijskimi obeti v srednjeročnem obdobju, so nedvomno na strani naraščanja inflacije. Obsegajo možnost nadaljnje rasti cen nafte in hrane ter doslej nepričakovano povišanje nadzorovanih cen in posrednih davkov. Najpomembnejše pa je tveganje, da bi lahko oblikovanje cen in plač še spodbudilo inflacijske pritiske. Zlasti moč podjetij pri oblikovanju cen, predvsem v tržnih segmentih z manjšo konkurenco, bi bila lahko večja od trenutno pričakovane, lahko pa bi prišlo tudi do močnejše rasti plač od pričakovane v okolju visoke izkoriščenosti zmogljivosti in zaostrenih razmer na trgu dela.

V sedanjih razmerah je zato nujno, da vse strani ravnajo odgovorno. Treba je preprečiti sekundarne učinke, ki jih imajo višje cene energentov in hrane na oblikovanje plač in cen.

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. Zaskrbljujoče so predvsem sheme, pri katerih so nominalne plače indeksirane na cene življenjskih potrebščin. Takšne sheme predstavljajo tveganje, da navzgor usmerjeni inflacijski šoki sprožijo plačno-cenovno spiralo, ki bi bila škodljiva za zaposlovanje in konkurenčnost prizadetih držav. Svet ECB zato poziva k izogibanju takšnim shemam.

Denarna analiza potrjuje, da srednjeročno in dolgoročneje prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Medletna rast agregata M3 je februarja ob podpori nadaljnje visoke rasti posojil MFI zasebnemu sektorju ostala živahna na ravni 11,3%. Medtem ko se je medletna rast agregata M1 v zadnjih mesecih dodatno upočasnila, saj so se zaradi višjih kratkoročnih obrestnih mer povečali oportunitetni stroški imetja najbolj likvidnih komponent M3, je ostala rast vezanih vlog izredno visoka. To kaže na razmeroma položno krivuljo donosnosti, zaradi česar je privlačneje imeti denarna sredstva, ki so obrestovana po obrestnih merah blizu tržnim obrestnim meram, kot pa bolj tvegane instrumente z daljšo zapadlostjo. Vpliv položne krivulje donosnosti in številni drugi začasni dejavniki na splošno kažejo, da medletna rast M3 trenutno prehiteva dinamiko osnovne rasti denarja. Toda celo ob upoštevanju teh dejavnikov širša ocena najnovejših podatkov potrjuje, da ostaja osnovna stopnja rasti denarja in kreditov visoka.

Rast zadolževanja gospodinjstev se je v zadnjih mesecih umirila, kar odraža učinke višjih ključnih obrestnih mer ECB od decembra 2005 dalje ter ohlajanje stanovanjskega trga v več delih euroobmočja. Nasprotno pa je ostala rast posojil nefinančnim družbam zelo močna. Zadolževanje nefinančnih družb v euroobmočju pri bankah se je v letu do februarja 2008 medletno povečalo za 14,8%. Skupno bančna posojila domačemu zasebnemu sektorju v zadnjih dveh letih beležijo približno 11% rast na medletni ravni.

Zaenkrat ni veliko znakov, da bi nemirna dogajanja na finančnih trgih od začetka avgusta 2007 močneje vplivala na splošno dinamiko agregatov širokega denarja in kreditov. Kljub zaostrovanju kreditnih standardov, o katerem poročajo banke v anketi o bančnih posojilih za euroobmočje, je iz nadaljnje visoke rasti posojil nefinančnim družbam mogoče sklepati, da finančni pretresi doslej niso občutno prizadeli ponudbe bančnih kreditov podjetjem v euroobmočju. Za celovitejšo oceno vpliva, ki so ga imela gibanja na finančnih trgih na

bilance bank, pogoje financiranja ter rast denarja in kreditov, bodo potrebni dodatni podatki in analize.

Če povzamemo, navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize nedvomno potrjuje oceno, da v srednjeročnem obdobju prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen, saj je rast denarja in kreditov zelo živahna, ponudba bančnih posojil gospodinjstvom in nefinančnim družbam pa, kot kaže, ni izraziteje ovirana. Gospodarski temelji euroobmočja so trdni. Zadnji makroekonomski podatki še naprej kažejo, da se realna rast BDP sicer upočasnjuje, vendar se še vedno nadaljuje. Vseeno raven negotovosti, ki jo povzročajo pretresi na finančnih trgih, ostaja nenavadno visoka, napetosti pa bi lahko trajale dlje, kot je bilo prvotno pričakovano. Svet ECB v takšnih razmerah poudarja, da je trdno zasidranje srednjeročnih do dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj najpomembnejša prednostna naloga. Svet ECB je prepričan, da bo denarna politika s sedanjo naravnostjo prispevala k doseganju tega cilja, ter ostaja trdno odločen, da prepreči sekundarne učinke in uresničitev navzgor usmerjenih tveganj za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju. Svet ECB bo v prihodnjih tednih še naprej zelo natančno spremljal vsa gibanja.

Kar zadeva javnofinančno politiko, načrti v najnovejših programih stabilnosti nakazujejo, da se bo stopnja javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju leta 2008 povečala. Verjetno se bodo pojavili nadaljnji javnofinančni pritiski, saj se preveč optimistične makroekonomske predpostavke že popravljajo navzdol, politične zahteve po fiskalnem popuščanju pa se povečujejo. V takšnih razmerah morajo države z javnofinančnim neravnovesjem doseči nadaljnji napredek pri strukturalni konsolidaciji v skladu z zahtevami Pakta za stabilnost in rast. V sedanjem trenutku lahko izrazito preudarna in stabilnostno usmerjena javnofinančna politika prispeva k brzdanju inflacijskih pritiskov.

V zvezi s strukturnimi reformami Svet ECB pozdravlja začetek novega cikla prenovljene lizbonske strategije Evropskega sveta za obdobje 2008–10, katere cilj so rast in delovna mesta. Ugodni trendi na trgu dela v euroobmočju kažejo, da ekonomske reforme prinašajo rezultate. Kljub temu številni izzivi ostajajo, saj skupna zaposlenost še vedno ne dosega lizbonskega cilja na ravni 70%, brezposelnost pa ostaja nedopustno visoka. Poleg tega je rast produktivnosti še vedno nizka, kar omejuje splošno rast dohodka. Svet ECB zato odločno spodbuja države euroobmočja, da okrepijo reformna prizadevanja in da zlasti spodbujajo tržno integracijo ter zmanjšajo togost na trgu dela in trgu proizvodov, ki

zmanjšuje konkurenco, prožnost zaposlitve in plačno razlikovanje, pri čemer Svet države podpira. S tem ne bi le spodbujale zaposlovanja in podpirale potencialne rasti, ampak bi tudi prispevale k blažitvi cenovnih pritiskov.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. Prvi članek obravnava pomen, ki ga ima finančni položaj gospodarskih družb pri naložbeni dinamiki v euroobmočju. V drugem članku so opisana nekatera statistična orodja na podlagi pogostejših kazalnikov, ki so na voljo za kratkoročno napovedovanje BDP v euroobmočju. V tretjem članku pa so predstavljene glavne pobude na ravni EU, katerih cilj je okrepiti ureditev v zvezi s finančno stabilnostjo.