

UVODNIK

Svet ECB je na seji 8. maja 2008 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Stopnja inflacije se je od jeseni močno povečala, k čemur so največ prispevale višje cene energentov in hrane. Kot je Svet ECB napovedal že ob prejšnjih priložnostih, bo inflacija predvidoma ostala povišana dalj časa, preden se bo postopno ponovno znižala. Najnovejši podatki potrjujejo oceno Sveta ECB, da ob nadaljnji zelo živahni rasti denarja in kreditov srednjeročno prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost. Po drugi strani so gospodarski temelji euroobmočja trdni in zadnji makroekonomski podatki kažejo, da se rast realnega BDP na sicer zmerni ravni nadaljuje. Vseeno negotovost zaradi pretresov na finančnih trgih ostaja nenavadno velika in napetosti doslej še niso popustile. Glede na te dejavnike Svet ECB poudarja, da je v skladu z mandatom ECB njegov glavni cilj vzdrževanje cenovne stabilnosti v srednjeročnem obdobju. Glavna prednostna naloga je trdno sidranje srednjeročnih do dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj. Svet ECB ostaja trdno odločen, da prepreči sekundarne učinke in navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju. Prepričan je, da bo denarna politika s svojo sedanjo naravnostjo prispevala k doseganju tega cilja, in bo v prihodnjih tednih še naprej zelo pozorno spremljal vsa dogajanja.

V ekonomski analizi najnovejše informacije o gospodarski aktivnosti in anketni podatki potrjujejo dosedanja pričakovanja, da se bo gospodarska rast v prvi polovici leta 2008 na sicer zmerni ravni nadaljevala. Predvsem je v prvih mesecih leta odporna ostala industrijska proizvodnja, medtem ko se je gospodarska klima na splošno še naprej poslabševala. Gledano v celoti so temelji gospodarstva v euroobmočju trdni in z njimi ni povezanih večjih neravnovesij.

Po razpoložljivih napovedih bosta tako domače kot tudi tuje povpraševanje v letu 2008 podpirala nadaljnjo rast BDP v euroobmočju, čeprav v manjši meri kot v letu 2007. Rast svetovnega gospodarstva se bo predvsem po zaslugi hitre rasti v nastajajočih gospodarstvih ohranila in tako še naprej podpirala zunanje povpraševanje euroobmočja. Tudi rast investicij bo predvidoma še naprej podpirala gospodarsko aktivnost v euroobmočju, saj so zmogljivosti dobro izkoriščene, ohranila pa se je tudi dobičkonosnost v nefinančnem podjetniškem sektorju. Obenem sta se močno povečala zaposlenost in odstotek aktivnega prebivalstva, brezposelnost pa se je znižala na najnižjo raven v zadnjih

25 letih. Ta gibanja podpirajo rast realnega razpoložljivega dohodka in s tem potrošnje, čeprav kupno moč nekoliko zmanjšuje vpliv višjih cen energentov in hrane.

Negotovost glede prihodnje gospodarske rasti ostaja visoka in prevladujejo tveganja, da se bo rast upočasnila. Ta izhajajo predvsem iz možnosti, da bodo pretresi na finančnih trgih realno gospodarstvo prizadeli močneje, kot je bilo pričakovano doslej. Navzdol usmerjena tveganja izhajajo tudi iz zaviralnega učinka, ki bi ga na potrošnjo in investicije lahko imela dodatna nepričakovana povečanja cen energentov in hrane. Nadaljnja tveganja predstavljajo protekcionistični pritiski ter možnost neobvladljivih gibanj, ki bi jih lahko povzročila svetovna neravnovesja.

Na cenovnem področju je medletna inflacija po indeksu HICP zadnjih šest mesecev ostala nad 3%. Aprila 2008 je po Eurostatovi prvi oceni inflacija tako znašala 3,3%. To potrjuje, da na kratki rok še vedno obstajajo močni pritiski na inflacijo, ki izhajajo predvsem iz strme rasti cen energentov in hrane na svetovni ravni v zadnjih mesecih.

Pri prihodnjih inflacijskih gibanjih je glede na sedanje terminske cene energentov in hrane verjetno, da bo medletna inflacija po HICP v prihodnjih mesecih ostala precej nad 2% in se bo tekom leta 2008 le postopno umirjala. To pomeni, da se euroobmočje trenutno nahaja v razmeroma dolgotrajnem obdobju začasno visokih medletnih stopenj inflacije. Da bi te ostale samo začasne, je treba nujno zagotoviti, da se sedanja visoka raven inflacije ne utrdi v dolgoročnejših inflacijskih pričakovanjih in tako ne povzroči obsežnih sekundarnih učinkov na plače in cene.

Tveganja, ki so povezana z inflacijskimi obeti v srednjeročnem obdobju, so nedvomno na strani naraščanja inflacije. Obsegajo možnost nadaljnje rasti cen nafte in hrane ter doslej nepričakovana povišanja nadzorovanih cen in posrednih davkov. Najpomembnejše je tveganje, da bi gibanje cen in plač še dodatno spodbudilo inflacijske pritiske. Predvsem se lahko izkaže, da je moč podjetij pri oblikovanju cen, še zlasti v tržnih segmentih z manjšo konkurenco, večja, kot je bilo pričakovano. Sedanja pričakovanja lahko preseže tudi rast plač, še posebej glede na visoko izkoriščenost zmogljivosti, zaostrene pogoje na trgu dela in tveganje sekundarnih učinkov zaradi sedanje visoke inflacije.

V sedanjih razmerah je zato nujno, da vse strani tako v javnem kot tudi v zasebnem sektorju ravnajo odgovorno. Pri oblikovanju plač je treba upoštevati obstoječo rast

produktivnosti, še vedno visoko stopnjo brezposelnosti v številnih gospodarstvih in raven cenovne konkurenčnosti. Zmerna rast stroškov dela je še posebej pomembna v tistih državah, ki so v zadnjih letih postale cenovno manj konkurenčne. Sekundarne učinke, ki bi jih višje cene energentov in hrane lahko povzročile v oblikovanju cen in plač, je treba preprečiti. Ob tem so za Svet ECB zaskrbljujoči predvsem sistemi plač, v katerih so nominalne plače indeksirane na cene življenjskih potrebščin. Takšni sistemi 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 sistemom. Svet ECB s posebno pozornostjo spremlja pogajanja o plačah v euroobmočju. Po njegovem mnenju so odgovorni plačni dogovori še naprej ključni za ohranitev cenovne stabilnosti v srednjeročnem obdobju in s tem kupne moči vseh državljanov euroobmočja.

Denarna analiza potrjuje, da srednjeročno in dolgoročneje prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Medletna rast agregata M3 je ob podpori nadaljnje hitre rasti posojil MFI zasebnemu sektorju marca ostala zelo živahna na ravni 10,3%. Hkrati se je medletna rast agregata M1 marca še naprej umirjala, kar odraža višje kratkoročne obrestne mere, ki so spodbudile nadaljnje premike iz vlog čez noč v vezane vloge. Medtem ko je iz položne krivulje donosnosti in drugih začasnih dejavnikov mogoče sklepati, da medletna rast agregata M3 trenutno prehitava osnovno stopnjo denarne ekspanzije, pa celo ob upoštevanju teh dejavnikov široko zasnovana ocena najnovjših podatkov potrjuje, da osnovna stopnja rasti denarja in kreditov ostaja visoka.

Rast zadolževanja gospodinjstev se je zaradi višjih kratkoročnih obrestnih mer in ohlajanja stanovanjskega trga v več delih euroobmočja v zadnjih mesecih umirila. Nasprotno pa je zelo močna ostala rast posojil nefinančnim družbam. Čeprav je glede na zaostrovanje pogojev financiranja in počasnejšo gospodarsko rast v prihodnje sicer mogoče pričakovati določeno upočasnjevanje rasti, je v letu do marca 2008 zadolževanje nefinančnih družb pri bankah vseeno raslo po stopnji 15,0%, tok posojil v zadnjih mesecih pa je močan.

Zaenkrat ni veliko znakov, da bi nemirna dogajanja na finančnih trgih od začetka avgusta lani močneje vplivala na dinamiko širokega denarja in posojil. Dejstvo, da rast posojil nefinančnim družbam ostaja močna, kaže, da finančni pretresi doslej niso resneje prizadeli ponudbe bančnih kreditov gospodarskim družbam 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 pa kot kaže ni izraziteje ovirana. Gospodarski temelji euroobmočja so trdni in zadnji makroekonomski podatki še naprej kažejo, da se sicer zmerna rast realnega BDP nadaljuje. Vseeno raven negotovosti, ki jo povzročajo pretresi na finančnih trgih, ostaja visoka. Svet ECB v takšnih razmerah poudarja, da je trdno sidranje srednjeročnih do dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj njegova najpomembnejša prednostna naloga. Svet ECB je prepričan, da bo denarna politika s sedanjo naravnanoostjo prispevala k doseganju tega cilja, ter ostaja trdno odločen, da prepreči sekundarne učinke in navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju. Svet ECB bo v prihodnjih tednih še naprej zelo natančno spremljal vsa gibanja.

Na področju javnofinančnih politik najnovejša napoved Evropske komisije kaže, da se bo javnofinančni primanjkljaj euroobmočja v letu 2008 predvidoma povečal, temu pa naj bi sledilo manjše povečanje tudi v letu 2009. To poslabšanje deloma odraža manj ugodno gospodarsko okolje ter dejstvo, da so verjetno presahnili dodatni prihodki iz zadnjih let. Po drugi strani pa odraža tudi dejstvo, da je v vrsti držav z javnofinančnim neravnovesjem, med katerimi so tudi nekatere z visokim primanjkljajem, javnofinančna konsolidacija zastala, sprejeti pa so bili novi ukrepi, ki primanjkljaj povečujejo. V več državah je doseganje nacionalnih srednjeročnih ciljev najkasneje do leta 2010, kot izhaja iz zaveze vlad euroobmočja v Berlinu aprila 2007, očitno ogroženo. V teh državah so nujno potrebne bolj ambiciozne politike. V vseh državah pa bo preudarna javnofinančna politika prispevala k blažitvi sedanjih inflacijskih pritiskov.

V sedanjih razmerah je prav tako pomembno, da se okrepi izvajanje strukturnih reform, predvsem tistih, ki so potrebne za nadaljnje povezovanje trgov in odpravo togosti na trgih proizvodov in dela. Pobude politik za krepitev konkurence v tržnih segmentih s šibko konkurenco, kot so storitve in energetika, bi omogočile prilagajanja na področju oblikovanja cen in s tem prispevale k nižjim inflacijskim pritiskom. Tudi politike za povečanje trendne rasti produktivnosti bi prispevale k nižjim stroškom dela na enoto proizvoda in posledično k višji zaposlenosti.

V tej številki Mesečnega biltena sta objavljena dva članka. Prvi obravnava razloge, zaradi katerih ima inflacija praviloma sistematično negativen vpliv na realno gospodarsko aktivnost. Članek pregleduje nekatere empirične ugotovitve o odnosu med inflacijo in gospodarsko rastjo ter ocenjuje pozitivne učinke cenovne stabilnosti na dolgoročni proizvodni potencial gospodarstva. Drugi članek obravnava izvajanje operacij odprtega trga Eurosistema v nedavnem obdobju pretresov na finančnih trgih. Zaključek članka je, da se je operativni okvir Eurosistema izkazal za prožnega in dokaj odpornega in da zaradi povečane nestanovitnosti na denarnem trgu euroobmočja od avgusta dalje niso potrebne strukturne spremembe.