

UVODNIK

Svet ECB je na seji 3. julija 2008 sklenil, da izklicno obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema zviša za 25 bazičnih točk na 4,25%. Ta obrestna mera začne veljati z začetkom novega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv na dan 9. julija 2008. Prav tako za 25 bazičnih točk je Svet zvišal obrestno mero za odprto ponudbo mejnega posojila ter obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita, ki zdaj znašata 5,25% oziroma 3,25%. Tudi ti dve obrestni meri začneta veljati z začetkom novega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv na dan 9. julija 2008.

Namen odločitve Sveta ECB je preprečiti obsežnejše sekundarne učinke in obvladati vse močnejša navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju. Inflacija po HICP od lanske jeseni naprej hitro narašča in bo verjetno dalj časa, kot je bilo pričakovano doslej, ostala občutno nad ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen. Poleg tega zelo živahna rast denarja in kreditov ter dejstvo, da kljub nadaljevanju napetosti na finančnih trgih ponudba bančnih posojil ni občutneje ovirana, potrjujeta oceno Sveta, da v srednjeročnem obdobju prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost. Obenem najnovejši podatki potrjujejo, da se je v skladu s pričakovanji realna rast BDP sredi leta 2008 sicer upočasnila, po izjemno hitri rasti v prvem četrtletju, vendar gospodarski temelji euroobmočja ostajajo trdni. Glede na vse te dejavnike in popolnoma v skladu s svojim mandatom Svet ECB zato poudarja, da je njegov glavni cilj ohranjanje cenovne stabilnosti v srednjeročnem obdobju, ter ostaja trdno odločen, da srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja ohrani trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo. To bo na srednji rok zaščitilo kupno moč in zagotovilo nadaljnjo podporo vzdržni gospodarski rasti in zaposlenosti v euroobmočju. Po sedanjí oceni Sveta ECB bo denarna politika s svojo novo naravnostjo po dvigu obrestnih mer 3. julija prispevala k doseganju cilja ECB. Svet ECB bo v prihodnjem obdobju še naprej zelo natančno spremljal vsa gibanja.

V ekonomski analizi so podatki, ki so postali dostopni od 5. junija, potrdili dosedanja pričakovanja Sveta, da bo realna rast BDP v drugem četrtletju 2008 razmeroma šibka, kar je deloma tehnična reakcija na močno 0,8-odstotno medčetrtletno rast v prvem četrtletju. Kot je Svet doslej že večkrat poudaril, so na četrtletne stopnje rasti v prvi polovici leta vplivali močni začasni in kompenzacijski dejavniki, med katerimi je najpomembnejši vpliv vremena v gradbenem sektorju. Za pravilno oceno osnovnih gibanj v gospodarstvu

euroobmočja, ki je ne izkrivljajo zelo volatilni četrtni rezultati, je prvi dve četrtni leta 2008 zato treba obravnavati skupaj. Iz tega zornega kota ostajajo razpoložljive informacije v grobem skladne s pričakovanjem Sveta, da se bo gospodarska rast na sicer zmerni ravni nadaljevala.

Glede prihodnjih gibanj se za leto 2008 pričakuje, da bosta tako domače kot tuje povpraševanje podpirala realno rast BDP, čeprav v manjši meri kot v letu 2007. Na svetovni ravni se gospodarska rast sicer umirja, vendar bo predvidoma ostala visoka, na kar bo največ vplivala še naprej močna rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih. S tem bo svetovna gospodarska rast po pričakovanjih podpirala zunanje povpraševanje euroobmočja. Kar se tiče domačih gibanj, ostajajo gospodarski temelji trdni in v gospodarstvu euroobmočja ni večjih neravnovesij. Glede na povečano izkoriščenost zmogljivosti in še naprej visoko dobičkonosnost v nefinančnem podjetniškem sektorju bo rast investicij v euroobmočju predvidoma še naprej podpirala gospodarsko aktivnost. Stopnja zaposlenosti in odstotek aktivnega prebivalstva sta se v zadnjih letih močno povečala, stopnja brezposelnosti pa je padla na najnižjo raven v zadnjih 25 letih. Vseeno je malo verjetno, da bodo ta gibanja, ki podpirajo rast razpoložljivega dohodka gospodinjstev in potrošnjo, v celoti nadomestila padec kupne moči, ki so ga povzročile višje cene energentov in hrane.

Po mnenju Sveta ECB je v teh obetih predvsem zaradi zelo visokih cen surovin še vedno prisotna velika mera negotovosti, tveganja pa so na strani upočasnjevanja gospodarske rasti. Navzdol usmerjena tveganja izhajajo zlasti iz zaviralnega učinka, ki bi ga na potrošnjo in investicije lahko imele nadaljnje nepričakovane podražitve energentov in hrane. Nadaljnje tveganje predstavlja možnost, da bodo sedanje napetosti na finančnih trgih realno gospodarstvo prizadele močnejše, kot je bilo pričakovano doslej. Vir tveganj je tudi zaskrbljenost glede morebitnih protekcionističnih pritiskov ter možnost neobvladljivih gibanj zaradi svetovnih neravnovesij.

Pri cenovnih gibanjih ostaja medletna inflacija po HIPC že od lanske jeseni bistveno nad ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo, in je maja po Eurostatovi prvi oceni znašala 3,7%, v juniju pa se je povzpela na 4,0%. Ta zaskrbljujoče visoka inflacija izhaja predvsem iz strmega povečanja cen energentov in hrane na svetovni ravni v zadnjih mesecih.

Glede prihodnjih gibanj je na podlagi sedanjih terminskih cen teh surovin mogoče pričakovati, da bo inflacija po HICP verjetno še kar nekaj časa ostala precej nad 2% in da se bo v letu 2009 le postopoma umirjala. Euroobmočje se torej nahaja v daljšem obdobju visokih medletnih stopenj inflacije, ki utegne trajati dlje, kot je bilo pričakovano pred nekaj meseci.

Tveganja za cenovno stabilnost so v srednjeročnem obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, očitno na strani naraščanja inflacije in so se v zadnjih nekaj mesecih še povečala. Glavni vir tveganj predstavlja možnost, da bodo cene energentov in hrane še naprej naraščale. Zelo velika je tudi zaskrbljenost, da bi oblikovanje cen in plač prek obsežnejših sekundarnih učinkov lahko še dodatno okrepilo inflacijske pritiske. Svet ECB oblikovanje cen in pogajanja o plačah v euroobmočju spremlja s posebno pozornostjo. Vir navzgor usmerjenih tveganj predstavljajo tudi morebitna nepričakovana povečanja posrednih davkov in nadzorovanih cen.

Glede na vse te dejavnike je nujno, da srednjeročna in dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostanejo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen. Premik v relativnih cenah in z njim povezan prenos dohodka iz držav uvoznic surovin k državam izvoznicam je treba sprejeti, to pa terja tudi spremembe v vedenju podjetij in gospodinjstev. Zato je treba preprečiti obsežnejše sekundarne učinke, ki jih pri oblikovanju cen in plač povzročajo višje cene energentov in hrane. Vsi sodelujoči tako v javnem kot v zasebnem sektorju morajo na tem področju izpolniti svoje obveznosti. Za Svet ECB so zaskrbljujoči predvsem sistemi plač, v katerih so nominalne plače indeksirane na cene življenjskih potrebščin. Takšni sistemi predstavljajo tveganje, da inflacijski šoki sprožijo plačno-cenovno spiralo, ki bi bila škodljiva za zaposlenost in konkurenčnost prizadetih držav. Svet ECB zato poziva k izogibanju takšnim sistemom.

Denarna analiza potrjuje, da srednjeročno in dolgoročneje prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. V skladu s svojo strategijo denarne politike Svet ECB ocenjuje, da je vztrajno močna osnovna rast denarja in kreditov v zadnjih nekaj letih povzročila navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost. V zadnjih nekaj četrletjih so ta tveganja postala jasno vidna, saj se inflacija trendno povečuje. Glede na te dejavnike predstavlja nezmanjšana moč denarne dinamike pomemben signal o obstoju tveganj za cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju, proti katerim Svet ECB ukrepa od konca leta 2005 dalje, med drugim tudi s povečanjem ključnih obrestnih mer ECB 3. julija 2008.

Kot kaže denarna analiza, je medletna rast denarnega agregata M3 ob podpori nadaljnje hitre rasti posojil MFI zasebnemu sektorju v zadnjih mesecih ostala zelo živahna. Čeprav medletna rast M3 zaradi vpliva položne krivulje donosnosti in drugih začasnih dejavnikov presega osnovno stopnjo denarne ekspanzije, pa široko zasnovana ocena najnovejših podatkov tudi ob upoštevanju zgornjih dejavnikov potrjuje, da osnovna stopnja rasti denarja in kreditov ostaja visoka.

Sedanja struktura donosnosti je sprožila proces premeščanja znotraj širšega denarnega agregata M3 ter premike v ta agregat, zaradi česar se je občutno upočasnila medletna rast agregata M1, obseg vezanih vlog pa se je zelo hitro povečal. Obenem so višje kratkoročne obrestne mere prispevale k počasnejši rasti zadolževanja gospodinjstev, čeprav je na tem področju precejšnja vloga odigralo tudi ohlajanje stanovanjskega trga v več predelih euroobmočja. Po drugi strani je kljub naraščanju kratkoročnih obrestnih mer rast bančnih posojil nefinančnim družbam ostala zelo močna. Čeprav je zaradi zaostrovanja pogojev financiranja in počasnejše gospodarske rasti mogoče pričakovati, da se bo posojilna rast nekoliko upočasnila, je zadolževanje nefinančnih družb euroobmočja pri bankah v maju 2008 vseeno raslo po medletni stopnji 14,2%, tok posojil v zadnjih mesecih pa je bil močan.

Ker napetosti na finančnih trgih še niso popustile, denarna analiza prispeva k temu, da denarna politika ohranja nujno usmerjenost na srednjeročno obdobje, saj pozornost usmerja na navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost, ki obstajajo v srednjeročnem in dolgoročnejšem obdobju. Poleg tega temeljita ocena podatkov o denarju in kreditih pomembno prispeva k boljšemu razumevanju vedenja bank in pogojev financiranja. Predvsem je iz obsega, dospelosti in sektorske sestave zadolževanja pri bankah mogoče sklepati, da na ravni euroobmočja kot celoti napetosti na finančnih trgih doslej niso bistveno prizadele ponudbe bančnih kreditov.

Če povzamemo, navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize nedvomno potrjuje oceno, da v srednjeročnem obdobju obstajajo vse večja navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen, saj je rast denarja in kreditov zelo živahna, ponudba bančnih posojil pa doslej ni izraziteje ovirana. Po drugi strani so gospodarski temelji euroobmočja trdni, zadnji makroekonomski podatki pa še naprej kažejo, da se bo, če ustrezno upoštevamo zelo volatilne stopnje rasti v prvi polovici leta, zmerna rast realnega

BDP nadaljevala. Glede na te dejavnike in popolnoma v skladu z mandatom je nujno, da Svet ECB sprejme ustrezne ukrepe za preprečitev obsežnejših sekundarnih učinkov in obvladanje vse večjih tveganj za cenovno stabilnost. Svet poudarja, da je njegov glavni cilj ohranjanje cenovne stabilnosti v srednjeročnem obdobju, in ostaja trdno odločen da srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja ohrani trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo, ter s tem zaščiti kupno moč v srednjeročnem obdobju in podpre vzdržno rast in zaposlenost v euroobmočju. Po sedanji oceni Sveta ECB bo denarna politika s svojo naravnostjo po dvigu obrestnih mer 3. julija prispevala k doseganju cilja cenovne stabilnosti. Svet ECB bo v prihodnjem obdobju še naprej zelo natančno spremljal vsa gibanja.

Na javnofinančnem področju so v več državah euroobmočja proračunski konsolidacijski cilji ogroženi. Poleg tega se je še povečala nevarnost, da se proračunski primanjkljaj držav približa referenčni vrednosti 3% BDP ali jo celo preseže. Svet ECB zato ponovno izraža svojo odločno podporo doslednemu izvajanju proračuna v državah euroobmočja za leto 2008 ter preudarni in pretehtani pripravi javnofinančnega načrta za leto 2009 v skladu s sporazumom Euroskupine iz maja 2008. Doseganje in vzdrževanje zdravega strukturnega javnofinančnega stanja je bistveno za vzdržnost javnih financ ter za vzpostavitev prostora, ki omogoča prosto delovanje samodejnih stabilizatorjev v vseh državah euroobmočja ter s tem prispeva k izravnavanju cikličnih nihanj.

V zvezi s strukturnimi reformami Svet ECB ponovno izraža svojo popolno podporo vsem prizadevanjem za krepitev konkurence, povečevanje produktivnosti in večjo prilagodljivosti trgov. Glede na velike podražitve prehrabnih surovin na svetovnih trgih bi bila odprava ovir na različnih stopnjah ponudbene verige za prehrabne izdelke v drobnoprodajnem in distribucijskem sektorju za evropske potrošnike koristna, saj bi prispevala k nižjim cenam. V zvezi s trgov dela je ECB Evropskemu parlamentu nedavno predložila svoje poročilo o strukturnih vprašanjih za leto 2008 (*Structural Issues Report*), ki izpostavlja na splošno ugodna gibanja na trgu dela v euroobmočju v zadnjem desetletju, hkrati pa opozarja, da je treba čimprej ukrepati v zvezi z zmanjševanjem delovne sile zaradi staranja prebivalstva, predvsem s povečevanjem zaposlenosti v vseh družbenih skupinah, izboljševanjem prilagodljivosti trga dela in z večanjem naložb v izobraževanje in usposabljanje.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. Prvi izpostavlja prednosti izvajanja denarne in fiskalne politike v okviru, ki temelji na pravilih, in z empiričnega vidika obravnava celostno uspešnost denarne in fiskalne politike v euroobmočju med letoma 1999 in 2007. Drugi članek predstavlja ključna splošna dejstva na področju storitvene menjave v euroobmočju. V tretjem članku pa je podan pregled tehnične pomoči Eurosistema regijam, ki mejijo na EU.