

UVODNIK

Svet ECB je na seji 7. avgusta 2008 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Informacije, ki so postale dosegljive po zadnji seji, so dodatno podkrepile analizo, na kateri je temeljila julijska odločitev Sveta ECB o povišanju obrestnih mer. Prav tako so potrdile, da bo medletna inflacija najverjetneje dalj časa ostala precej nad ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo, in da tveganja srednjeročno ostajajo na strani naraščanja inflacije. To oceno potrjujeta še vedno živahna rast denarja ter dejstvo, da ponudba bančnih posojil doslej ni videti bistveno ovirana. Zato je še naprej nujno, da se preprečijo sekundarni učinki pri oblikovanju cen in plač. Kot kažejo najnovejši ekonomski podatki, se je rast realnega BDP sredi leta 2008 upočasnila, kar je bilo deloma pričakovano po izjemno hitri rasti v prvem četrtletju. Glede na vse te dejavnike in popolnoma v skladu s svojim mandatom Svet zato poudarja, da je glavni cilj ECB 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 ter podprlo vzdržno gospodarsko rast in zaposlenost. Po oceni Sveta ECB bo denarna politika s svojo sedanjo naravnostjo prispevala k doseganju tega cilja. Svet bo v prihodnjem obdobju še naprej zelo natančno spremljal vsa gibanja.

Podatki o gospodarski aktivnosti, ki so postali dosegljivi od 3. julija 2008 naprej, kažejo, da bo rast realnega BDP sredi leta 2008 občutno počasnejša kot v prvem četrtletju tega leta. Kot smo v preteklosti že poudarili, gre deloma za tehnično reakcijo na zelo močno rast v prvih mesecih leta, deloma pa so k počasnejši rasti prispevali tudi drugi dejavniki, kot so počasnejša rast na svetovni ravni ter zaviralni učinki visokih in volatilnih cen nafte in hrane. Za pravilno oceno osnovnih gospodarskih gibanj v euroobmočju, ki je ne izkrivljajo zelo volatilni četrtletni rezultati, je zato treba gledati preko nihanj v četrtletni stopnji rasti in mesečnih kazalnikih.

Iz te perspektive se bo svetovna gospodarska rast po pričakovanjih sicer umirjala, vendar bo ostala razmeroma trdna, k čemur bo največ prispevala vztrajno visoka rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih. S tem bo svetovno gospodarstvo spodbujalo zunanje povpraševanje po blagu in storitvah euroobmočja. Kar se tiče domačih gibanj, ostajajo gospodarski temelji srednjeročno gledano trdni in v gospodarstvu euroobmočja ni večjih neravnovesij. Prispevek investicij se sicer zmanjšuje, vendar še vedno podpirajo gospodarsko aktivnost. Poleg tega sta se občutno povečala zaposlenost in odstotek

aktivnega prebivalstva, brezposelnost pa je glede na dolgoročno povprečje ostala nizka. Vseeno je malo verjetno, da bodo ta gibanja, ki podpirajo rast razpoložljivega dohodka gospodinjstev in potrošnjo, v celoti odtehtala padec kupne moči, ki so ga povzročile višje cene energentov in hrane.

Po mnenju Sveta ECB je v teh obetih še vedno prisotna velika mera negotovosti, med drugim tudi zaradi zelo visokih in volatilnih cen surovin in še vedno prisotnih napetosti na finančnih trgih. Gledano v celoti prevladujejo tveganja, da se bo gospodarska aktivnost upočasnjevala. 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 možnost neobvladljivih gibanj zaradi svetovnih neravnovesij ter zaskrbljenost glede morebitnih protekcionističnih pritiskov. V tej zvezi velik korak nazaj predstavlja neuspeh nedavnih pogajanj v okviru dohijskega kroga pogajanj Svetovne trgovinske organizacije o liberalizaciji trgovinske menjave.

Pri cenovnih gibanjih ostaja medletna inflacija po HIPC že od lanske jeseni precej nad ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo, in je junija dosegla 4,0%, v juliju pa se je po Eurostatovi prvi oceni še povečala na 4,1%. Ta zaskrbljujoče visoka inflacija izhaja predvsem iz posrednih in neposrednih učinkov pretekle strme rasti cen energentov in hrane na svetovni ravni. Obenem so se ob vse počasnejši rasti produktivnosti pojavili znaki, da se v zadnjih četrletjih povečuje rast stroškov dela. Glede prihodnjih gibanj je na podlagi sedanjih terminskih cen surovin mogoče pričakovati, da bo inflacija po HIPC verjetno še kar nekaj časa ostala precej nad ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo, in da se bo v letu 2009 le postopoma umirjala.

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 povečala. Eden glavnih virov tveganj je možnost, da bodo cene energentov in hrane še naprej naraščale in imele večji posredni vpliv na cene življenjskih potrebščin. Zelo zaskrbljujoče je tudi dejstvo, da bi inflacijske pritiske še dodatno okrepili širši sekundarni učinki, ki izhajajo iz oblikovanja cen in plač. Svet ECB zato s posebno pozornostjo spremlja gibanje cenovnih politik in plačna pogajanja v euroobmočju. 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 terja 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. Svet ECB je že večkrat izrazil zaskrbljenost glede plačnih sistemov, 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 vse sodelujoče zato poziva, da se takšnim plačnim sistemom izogibajo.

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 so se zaradi vztrajno močne osnovne rasti denarja in kreditov v zadnjih nekaj letih pojavila navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost. V zadnjih četrletjih so ta tveganja postala jasno vidna, saj se inflacija trendno povečuje. Glede na to, da napetosti na finančnih trgih še niso popustile, denarna analiza prispeva k ohranjanju nujne srednjeročne usmerjenosti denarne politike, saj pozornost usmerja na navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost, ki obstajajo v srednjeročnem in dolgoročnejšem obdobju. Medtem ko rast širokega denarja in kreditnih agregatov zdaj kaže nekaj znakov umirjanja, tudi zaradi ukrepov, sprejetih od leta 2005 naprej, za ublažitev navzgor usmerjenih tveganj za cenovno stabilnost, pa močna osnovna dinamika denarne rasti nakazuje, da so na srednji rok še naprej prisotna tveganja za cenovno stabilnost. Zaradi sedanje oblike krivulje donosnosti se je zelo hitro povečal obseg vezanih vlog, medletna stopnja rasti denarnega agregata M1 pa se je občutno zmanjšala. Te učinke in drugečasne dejavnike je treba upoštevati pri ocenjevanju denarnih gibanj. Gledano v celoti širša analiza podatkov ob upoštevanju ustrezne srednjeročne perspektive potrjuje visoko osnovno stopnjo denarne rasti.

Eden glavnih dejavnikov, ki vodi k temu zaključku, je še vedno visoka stopnja rasti posojil MFI zasebnemu sektorju, ki podpira živahno naravo denarne rasti. Iz tempa, dospelosti in sektorske sestave zadolževanja pri bankah je mogoče sklepati, da na ravni euroobmočja kot celote dolgotrajne napetosti na finančnih trgih doslej niso bistveno prizadele ponudbe bančnih kreditov. Višje kratkoročne obrestne mere in slabitev stanovanjskega trga v več delih euroobmočja v zadnjih letih upočasnjujejo rast

zadolževanja gospodinjstev. Nasprotno pa kljub zaostrenim pogojem financiranja in upočasnjevanju gospodarske rasti ostaja zelo živahna rast bančnih posojil nefinančnim družbam.

Če povzamemo, navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize nedvoumno potrjuje oceno, da v srednjeročnem obdobju prevladujejo vse večja navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost. Medletna inflacija bo verjetno ostala precej nad ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo, denarni agregati še naprej hitro naraščajo, zaenkrat pa ni znakov, da bi bila ponudba bančnih posojil občutneje ovirana. Kot kažejo najnovejši ekonomski podatki, se je rast realnega BDP sredi leta 2008 upočasnila, kar je bilo deloma pričakovano po izjemno hitri rasti v prvem četrtletju. Zato je še naprej nujno, da se prepreči obsežnejše sekundarne učinke pri oblikovanju cen in plač. Svet ECB v skladu s svojim mandatom 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 oceni Sveta bo denarna politika s svojo sedanjo naravnostjo prispevala k doseganju tega cilja. Svet bo v prihodnjem obdobju še naprej zelo natančno spremljal vsa gibanja.

Na področju javnofinančne politike obstaja nevarnost, da nekatere države letos ne bodo dosegle svojih proračunskih ciljev. V sedanjih razmerah sta dosledno izvajanje proračuna in skrb za to, da proračunski izdatki ne uidejo izpod nadzora, bistvenega pomena. Proračunski načrti za leto 2009, ki jih več držav trenutno končuje, morajo odražati evropske zaveze. Predvsem tiste države, ki imajo še vedno velik primanjkljaj, morajo pripraviti ambiciozne in konkretne načrte za zmanjšanje primanjkljaja, s podrobno opredeljenimi ukrepi po možnosti na izdatkovni strani. Kjer proračunske razmere to omogočajo, lahko samodejni stabilizatorji prispevajo k izravnavanju cikličnih gospodarskih nihanj.

Na področju strukturnih politik so predvsem v sedanjem obdobju visoke inflacije in upočasnjene realne gospodarske rasti ključnega pomena ukrepi, ki zmanjšujejo stroške prilagajanja in prispevajo k zmernejši rasti stroškov dela. Mednje spada odprava ovir za konkurenco v storitvenem sektorju na splošno, bolj konkretno pa na različnih stopnjah v ponudbeni verigi hrane v maloprodajnem in distribucijskem sektorju kot tudi v energetske sektorju. K večji produktivnosti in s tem boljšim možnostim za rast realnih

dohodkov bi prispevali tudi ukrepi za povečanje prožnosti trga dela ter večja vlaganja v izobraževanje in usposabljanje.

V tej številki Mesečnega biltena sta objavljena dva članka. Prvi obravnava zunanje vidike denarne analize ECB. Pri tem se osredotoča predvsem na čezmejne portfeljske tokove in njihov vpliv na mednarodno razporejanje sredstev, s pomočjo katerih ocenjuje osnovne denarne trende, ki izražajo srednje- in dolgoročna inflacijska tveganja. Drugi članek proučuje vlogo bank v transmisijskem mehanizmu denarne politike. Ocenjuje tudi vpliv nedavnih sprememb na finančnem področju in še zlasti v bančništvu na denarno politiko.