

UVODNIK

Svet ECB je na seji 8. novembra 2007 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da ključne obrestne mere ECB ohrani nespremenjene. Informacije, ki so postale dostopne po zadnji seji Sveta ECB 4. oktobra, so v celoti potrdile, da je stabilnost cen v srednjeročnem obdobju izpostavljena navzgor usmerjenim tveganjem. Upoštevajoč to ugotovitev ter živahno rast denarja in kreditov v euroobmočju, je denarna politika ECB pripravljena preprečiti navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen, kot to zahteva mandat ECB. Gospodarski temelji euroobmočja ostajajo trdni, kar potrjuje ugodne gospodarske obete v srednjeročnem obdobju. Vseeno sedanje prevrednotenje tveganj na finančnih trgih še naprej povzroča negotovost. Zato je treba podrobno preučiti dodatne informacije, preden bo v okviru srednjeročno usmerjene strategije denarne politike ECB, katere cilj je ohranjati stabilnost cen, mogoče sprejeti nadaljnje zaključke o denarni politiki. V skladu s tem bo Svet ECB zelo natančno spremljal vsa dogajanja. Z odločnim in pravočasnim ukrepanjem na podlagi svoje ocene bo tako zagotovil, da se tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ne uresničijo ter da srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja ostanejo trdno zasidrana v skladu s stabilnostjo cen. To je še posebej pomembno v času nestanovitnosti na finančnih trgih in še vedno prisotne povečane negotovosti. S tem bo Svet ECB prispeval k okolju, ki spodbuja trajno gospodarsko rast, dobro delujoče trge in nadaljnje odpiranje novih delovnih mest. Kar zadeva finančne trge, bo Svet ECB v prihodnjem obdobju še naprej pozorno spremljal vsa dogajanja.

Razpoložljivi podatki kažejo, da se je gospodarska rast, dosežena v euroobmočju v prvi polovici leta 2007, v tretjem četrtletju nadaljevala, kot je razvidno iz podatkov za industrijsko proizvodnjo in prodajo v trgovini na drobno, ki so bili objavljeni po zadnji seji Sveta ECB v začetku oktobra. Čeprav je nestanovitnost finančnih trgov v zadnjih nekaj mesecih očitno prispevala k upadu zaupanja potrošnikov in podjetij euroobmočja, ti kazalniki na splošno ostajajo nad dolgoročnim povprečjem in še naprej kažejo, da se bo rast nadaljevala po doseženi stopnji. Gledano v celoti gospodarski temelji euroobmočja ostajajo trdni, kar zlasti velja za prihodke in dobičke podjetij, močno rast zaposlovanja ter zmanjševanje brezposelnosti na raven, ki ni bila zabeležena že zadnjih 25 let.

Razpoložljive napovedi za leto 2008 še vedno potrjujejo glavni scenarij Sveta ECB, po katerem naj bi se rast realnega BDP gibala okrog trenda potencialne rasti. Ta scenarij temelji na pričakovanju, da bo svetovna gospodarska aktivnost ostala trdna in da bo upočasnjeno gospodarsko rast v ZDA deloma odtehtala nadaljnja močna rast nastajajočih tržnih gospodarstev. Zunanje povpraševanje bo predvidoma ostalo močno in tako še naprej

podpiralo izvoz in investicije euroobmočja. Gospodarsko rast bo spodbujala tudi rast potrošnje v euroobmočju, ki se bo predvidoma krepila skladno z gibanjem realnega razpoložljivega dohodka, saj bodo razmere za zaposlovanje še naprej ugodne. Vseeno pa glede na možne učinke, ki bi jih na realno gospodarstvo lahko imela trajnejša nestanovitnost na finančnih trgih ter prevrednotenje tveganja, stopnja negotovosti, ki je povezana s temi večinoma ugodnimi gospodarskimi obeti, še najprej ostaja visoka.

Gledano v celoti ocenjujemo, da so tveganja na strani upočasnjevanja gospodarske rasti. Ta navzdol usmerjena tveganja so povezana predvsem z možnostjo, da bo sedanje prevrednotenje tveganja na finančnih trgih imelo širši učinek na zaupanje in pogoje financiranja, ter z nadaljnjo rastjo cen nafte in primarnih surovin, pa tudi z negotovostjo glede protekcionističnih pritiskov in možnih neobvladljivih gibanj zaradi svetovnih neravnovesij.

Na področju cenovnih gibanj se je po Eurostatovi prvi oceni medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, oktobra 2007 v primerjavi z septembrom močno povišala z 2,1% na 2,6%. To skokovito povečanje je še posebej zaskrbljujoče, zato je bistveno, da ne prizadene srednjeročnih do dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj. Kot je Svet ECB v preteklosti že poudaril, neugodni učinki cen energentov v sedanjem obdobju povzročajo močan pritisk na rast medletnih stopenj inflacije po HICP, kar je predvsem posledica precejšnjega padca cen energentov pred enim letom. Te pritiske na inflacijo so še okrepila nedavna nova občutna povečanja cen nafte, drugih surovin razen nafte in zlasti hrane. Gledano v celoti Svet ECB pričakuje, da bo stopnja inflacije po HICP v prihodnjih mesecih ostala precej nad 2%, preden se bo tekom leta 2008 ponovno umirila.

Tveganja za srednjeročne obete glede cenovnih gibanj so popolnoma potrjeno usmerjena navzgor. Obsegajo možnost vztrajno visokih cen nafte in kmetijskih izdelkov, ki bi lahko ohranile močan zagon iz zadnjih mesecev, ter nepričakovana povečanja nadzorovanih cen in posrednih davkov. Zaradi omejenega obsega prostih zmogljivosti, ugodne dinamike rasti realnega BDP v zadnjih nekaj četrletjih ter pozitivnih znakov na trgu dela lahko pride tudi do močnejšega gibanja plač od trenutno pričakovanega. Poleg tega bi se v tržnih segmentih z nižjo konkurenco lahko povečala moč podjetij pri oblikovanju cen. Takšna gibanja bi predstavljala navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen, zato je bistveno, da vse udeležene strani ravnajo odgovorno in da se prepreči sekundarne učinke. Poleg tega bi bilo treba zmanjšati in na koncu odpraviti izrecno ali dejansko indeksacijo nominalnih plač na cene.

Denarna analiza potrjuje, da srednjeročno in dolgoročneje prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Na močno rast tako denarja kot kreditov v zadnjih mesecih –

medletna stopnja rasti agregata M3 in posojil denarnih finančnih institucij zasebnemu sektorju je bila septembra nad 11% – je lahko vplivalo več začasnih ali posebnih dejavnikov, kot sta položnejša krivulja donosnosti in nedavna nestanovitnost na finančnih trgih. Vseeno pa celo ob upoštevanju teh posebnih dejavnikov osnovna stopnja rasti denarja in kreditov ostaja visoka. Zato je treba denarna gibanja še naprej zelo skrbno spremljati, da bi po eni strani ugotovili osnovne trende, po drugi pa bolje razumeli kratkoročno dinamiko. Tako bo mogoče celoviteje razumeti, kako se na povečano nestanovitnost na finančnih trgih odziva zasebni sektor.

Širša ocena osnovnega trenda rasti denarja in kreditov je pomembna predvsem zaradi nedavnih gibanj na finančnih trgih, saj finančna nestabilnost lahko vpliva na kratkoročno vedenje imetnikov denarja in posledično na denarna gibanja. Zato podatki o denarju in kreditih lahko omogočijo pomemben vpogled v to, kako so se finančne institucije, gospodinjstva in podjetja odzvala na nestanovitnost na finančnih trgih in na povečano negotovost. V prejšnjih obdobjih povečane negotovosti na finančnih trgih je namreč prišlo do obsežnih prerazporeditev portfeljev v varna in likvidna denarna sredstva. Zaenkrat sicer ni veliko znakov, da bi od pojava nestanovitnosti na finančnih trgih v začetku avgusta takšni premiki vplivali na dinamiko agregatov širokega denarja in kreditov, čeprav so te razmere močno prizadele nekatere bilančne postavke, na primer imetja delnic/točk skladov denarnega trga.

Stopnja rasti bančnih posojil gospodinjstvom in nefinančnim družbam je v zadnjih mesecih ostala močna, iz česar bi bilo mogoče sklepati, da se ponudba kreditov ni zmanjšala. Vseeno ni mogoče izključiti možnosti, da močni posojilni tokovi glede na nelikvidnost nekaterih segmentov na trgu kolateraliziranih vrednostnih papirjev morda deloma odražajo ponovno pridobivanje dela financiranja pri bankah. Za celovitejšo oceno vpliva, ki ga je na bilančno stanje bank, pogoje financiranja ter rast denarja in kreditov imela nestanovitnost na finančnih trgih, bodo zato potrebni dodatni podatki in analize.

Navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize je v celoti potrdila, da v srednjeročnem obdobju obstajajo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen, saj rast denarja in kreditov v euroobmočju ostaja živahna, gospodarski temelji euroobmočja pa so trdni. Hkrati so zaradi še vedno prisotne negotovosti potrebne dodatne informacije, preden bo mogoče sprejeti nadaljnje zaključke o denarni politiki. Svet ECB bo zato zelo natančno spremljal vsa gibanja. Denarna politika ECB je v skladu s svojim mandatom pripravljena preprečiti navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Svet ECB bo z odločnim in pravočasnim ukrepanjem na podlagi svoje ocene zagotovil, da se tveganja za stabilnost cen v

srednjeročnem obdobju ne uresničijo ter da srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja ostanejo trdno zasidrana v skladu s stabilnostjo cen. To je še posebej pomembno v sedanjih razmerah. Kar zadeva finančne trge, bo Svet ECB v prihodnjem obdobju še naprej pozorno spremljal vsa dogajanja.

V zvezi z javnofinančno politiko Svet ECB pozdravlja dogovor Ekonomsko-finančnega sveta, da okrepi preventivni del Pakta za stabilnost in rast. Prav tako pozdravlja nedavno potrditev Ekonomsko-finančnega sveta, da si bo še odločneje prizadeval za dosledno izvajanje pakta. Predvsem je pomembno, da določila preventivnega dela, vključno s pozivom za strukturno prilagoditev v višini vsaj 0,5% BDP na leto, spoštujejo vse države z javnofinančnim neravnovesjem. V tem pogledu načrtovani proračuni za leto 2008 v vrsti držav kažejo na prociklično naravnost javnofinančne politike in na neupravičeno popuščanje konsolidacijskih prizadevanj. To je zaskrbljujoče, saj nezadostna konsolidacija ogroža predvsem dogovor Euroskupine, da najkasneje do leta 2010 doseže zdravo proračunsko stanje.

V zvezi s strukturnimi reformami Svet ECB poudarja, da je najpomembnejši učinek dobro pripravljenih strukturnih reform vzdržno izboljševanje zaposlenosti ter dohodkov delavcev in gospodinjstev. Reforme, ki podjetjem in posameznikom prinašajo večje spodbude za vlaganja v človeški kapital, praviloma izboljšujejo splošno povpraševanje po delovni sili in produktivnost. K višji zaposlenosti in ravni neto dohodkov delavcev bi prispevalo tudi zmanjševanje drugih stroškov dela poleg plač. Poleg tega delovna zakonodaja ne bi smela biti zasnovana tako, da podjetja odvrča od odpiranja delovnih mest, delavce pa, da ta delovna mesta sprejmejo. Spodbudno je, da so pretekle reforme trga dela prispevale k ustvarjanju novih delovnih mest in zmanjševanju brezposelnosti. Zato je pomembno, da vlade svoja prizadevanja v tej smeri nadaljujejo in preteklih reform ne zaustavijo prav na točki, ko naj bi začele prinašati rezultate. Svet ECB poleg tega ponovno poudarja, da v celoti podpira vsa prizadevanja, ki povečujejo prožnost trga dela in krepijo konkurenco. To velja tudi za kmetijske trge. Glede na izrazito povečanje cen prehrabnih surovin na svetovnih trgih bi nadaljnja liberalizacija in reforme kmetijskih trgov EU pripomogle k večji učinkovitosti, evropskim potrošnikom pa prinesle ugodnejše cene.

V tej številki Mesečnega biltena sta objavljena dva članka. Prvi analizira sedanjo konsolidacijo evropskih borz in možne posledice za denarno politiko. Drugi pa predstavlja glavne značilnosti in koncepte statistike integriranih četrtletnih računov euroobmočja, s posebnim poudarkom na možnosti uporabe v ECB.