

## JUHTKIRI

EKP nõukogu tegi 2008. aasta 7. augusti istungil regulaarsete majandus- ja rahapoliitiliste analüüside põhjal otsuse jätta EKP baasintressimäärad muutmata. Nõukogu eelmise istungi järel saadaval olnud teave on igati toetanud otsust tõsta juulis intressimäärasid. See on kinnitanud, et aastased inflatsioonimäärad jäävad tõenäoliselt pikemaks ajaks püsima hinnastabiilsusega kooskõlas olevast tasemest oluliselt kõrgemale ja hinnastabiilsust ohustavad keskmise aja jooksul tõusuriskid. Seda hinnangut toetab rahapakkumise jõuline püsiv kasv ja asjaolu, et pangalaenude pakkumises ei ole seni näha märke olulistest piirangutest. Sellises kontekstis on endiselt väga tähtis vältida ulatuslikku teisest mõju palga- ja hinnakujundusele. Värskeimad majandusandmed osutavad SKP reaalkasvu aeglustumisele 2008. aasta keskel, mida pärast erakordselt kiiret kasvu esimeses kvartalis osaliselt ka eeldati. Selle taustal rõhutab nõukogu oma volitusi arvestades, et hinnastabiilsuse säilitamine keskmise aja jooksul on EKP esmatähtis eesmärk. Nõukogu kindel eesmärk on hoida keskmise ja pika aja inflatsiooniootused hinnastabiilsusega kooskõlas. See säilitab ostujõu keskmise aja jooksul ning toetab pidevat majanduskasvu ja tööhõivet. Nõukogu hinnangu järgi aitab praegune rahapoliitika kurs kaasa EKP eesmärgi saavutamisele. Eeloleval perioodil jätkab nõukogu väga hoolikalt kõikide arengusuundade jälgimist.

Pärast 3. juulit 2008 kättesaadav teave majandustegevuse kohta viitab sellele, et SKP reaalkasvu näitajad on 2008. aasta keskpaigas oluliselt madalamad kui aasta esimeses kvartalis. Nagu eelnevatel kordadel märgitud, kajastab see osaliselt tehnilist reaktsiooni aasta esimestel kuudel täheldatud tugevale kasvule. Lisaks peegeldab see osaliselt ka SKP reaalkasvu nõrgenemist selliste tegurite tõttu nagu maailmamajanduse kasvu aeglustumine ning kõrgete ja volatiilsete nafta- ja toiduainehindade pärssiv mõju. Et hinnata euroala majandustegevuse arengut ja vältida väga volatiilsete kvartalitulemuste eksitavat mõju, tuleks vaadata kaugemale kvartaalsete kasvumäärade ja kuiste andmete volatiilsusest.

Sellisel vaadelduna peaks maailmamajanduse kasv jääma aeglustumisest hoolimata suhteliselt jätkusuutlikuks, eelkõige tänu arenevate turgude kiirele majanduskasvule. See peaks toetama euroala kaupade ja teenuste välisnõudlust. Euroala majanduse põhinäitajad on keskmises perspektiivis endiselt head ning majanduses ei esine olulist tasakaalustamatust. Investeeringute kasv pakub majandustegevusele jätkuvat, ehkki kahanevat toetust. Ka tööhõive ja töajõus osalemine on märgatavalt suurenenud ning

tööpuudus on varasemate aegadega võrreldes endiselt madal. Selline areng soodustab küll kodumajapidamiste kasutatavat tulu ja tarbimist, kuid ei hüvita tõenäoliselt täielikult kõrgemate energia- ja toiduainehindade mõjul vähenenud ostujõudu.

Nõukogu on seisukohal, et sellist majanduskasvu väljavaadet ümbritseb jätkuvalt suur ebakindlus, mis on muu hulgas tingitud väga kõrgetest ja volatiilsetest toormehindadest ning finantsturgudel valitsevatest pingetest. Langusriskid jäävad üldiselt püsima. Eelkõige põhjustab riske pärssiv mõju, mida energia- ja toiduainehindade edasine ettenägematu tõus avaldab tarbimisele ja investeringutele. Lisaks on riskid endiselt seotud võimalusega, et finantsturgude ebastabiilsuse negatiivne mõju reaalmajandusele võib olla praegu oodatust ulatuslikum. Majandustegevuse väljavaadet ohustavad ka langusriskid, mis on seotud maailmamajanduse tasakaalustamatusest tingitud võimalike ebakorrapäraste arengusuundade ja proteksionismisurve kartusega. Seetõttu on hiljutiste kaubanduse liberaliseerimise läbirääkimiste ebaõnnestumine Maailma Kaubandusorganisatsiooni Doha voorus suur tagasilöök.

Hindade arengu kohta märgitakse, et aastane ÜTHI-inflatsioon on alates eelmise aasta sügisest püsinud hinnastabiilsusega kooskõlas olevast tasemest märgatavalt kõrgemal, ulatudes 2008. aasta juunis 4,0%ni ja juulis Eurostati esialgse hinnangu kohaselt 4,1%ni. Inflatsioonimäärade murettekitavalt kõrge tase tuleneb suuresti nii otsestest kui ka kaudsetest mõjudest, mida avaldab energia- ja toiduainehindade varasem järsk üleilmne tõus. Kuigi tööviljakuse kasv on aeglustunud, leidub samal ajal siiski märke sellest, et tööjõukulude kasv on viimastes kvartalites elavnenu. Toorme praeguste futuurihindade põhjal eeldatakse, et aastane ÜTHI-inflatsioon peaks suhteliselt pikaks ajaks jääma hinnastabiilsusega kooskõlas olevast tasemest oluliselt kõrgemale, langedes 2009. aasta jooksul vaid vähehaaval.

Poliitikakujunduse seisukohalt olulise keskmise aja jooksul jäävad hinnastabiilsust selgelt ohustama hinnatõusuriskid, mis on viimastel kuudel suurenenud. Eelkõige on need seotud energia ja toiduainete edasise kallinemise võimalusega ning tõenäoliselt suurema kaudse mõjuga tarbijahindadele. Väga suurt muret tekitab asjaolu, et hinna- ja palgakujundus võib ulatuslike teiseste mõjude kaudu inflatsioonisurvet veelgi suurendada. EKP nõukogu jälgib euroala hinnakujundust ja palgaläbirääkimisi eriti hoolikalt. Täiendavaid hinnatõusuriske võib põhjustada kaudsete maksude ja riiklikult reguleeritud hindade ootamatu tõus.

Eespool öeldut arvesse võttes on väga tähtis tagada, et keskmise ja pikema aja inflatsiooniootused euroalal oleksid kindlalt hinnastabiilsusega kooskõlas. Muutused suhtelistes hindades ja sellega seotud tulu ülekandumine toorainet importivatest riikidest seda eksportivatesse riikidesse eeldavad muutust ettevõtete ja kodumajapidamiste käitumises. Seetõttu tuleb vältida kõrgematest energia- ja toiduainehindadest tulenevat ulatuslikku teisest mõju palkadele ja hinnakujundusele. Nii era- kui ka avaliku sektori kõik osapooled peavad võtma neile pandud vastutust tõsiselt. Sellega seoses on nõukogu väljendanud korduvalt muret skeemide olemasolu pärast, mille kaudu nominaalpalku indekseeritakse tarbijahindadega. Sellised skeemid hõlmavad inflatsiooni tõusušokkide ohtu, mille tulemusel võib tekkida palkade ja hindade spiraal, mis omakorda võib kahjustada asjaomaste riikide tööhõivet ja konkurentsivõimet. Seega soovib nõukogu nimetatud skeeme vältida.

Rahapoliitiline analüüs osutab endiselt valitsevatele hinnatõusuriskidele keskmise ja pikema aja jooksul. Kooskõlas EKP rahapoliitika strateegiaga on nõukogu seisukohal, et euroalal viimastel aastatel toimunud rahapakkumise ja laenude jõuline kasv on seadnud ohtu hinnastabiilsuse. Näib, et see oht on viimastes kvartalites kinnitust leidnud, sest inflatsioon on kiirenenud. Arvestades eelkõige jätkuvalt ebastabiilset olukorda finantsturgudel, toetab rahapoliitiline analüüs rahapoliitika vajalikku suunda keskpikale ajale, keskendudes keskmise ja pikema aja jooksul valitsevatele hinnatõusuriskidele. Kuigi laiema rahapakkumise ja krediidi agregaatide kasv näitab praegu aeglustumise märke, mis kajastab ka alates 2005. aastast võetud poliitilisi meetmeid hinnastabiilsust ohustavate tõusuriskide vältimiseks, osutab rahapakkumise kiire kasvutempo hinnastabiilsust ohustavate riskide jätkuvalle olemasolule keskmise aja jooksul. Praegune tulukõver on põhjustanud tähtajaliste hoiuste mahu väga kiiret suurenemist ja alandanud oluliselt rahaagregaadi MI aastast kasvumäära. Selliseid mõjusid ja muid ajutisi tegureid tuleb arvesse võtta rahapoliitilise arengu hindamisel. Üldjoontes kinnitab andmete laiapõhjaline analüüs keskpikas perspektiivis rahapakkumise jõulist kasvu.

Üks peamisi tegureid sellele järeltulele jõudmisele on rahaloomeasutuste poolt erasektorile antavate laenude endiselt kiire kasv, mis toetab rahapakkumise jõulist suurenemist. Pangalaenude kasvutempo, tähtaegade ja sektorilise jaotuse alusel võib arvata, et valitsevad finantspinged ei ole pangalaenude kättesaadavust euroalal tervikuna veel oluliselt mõjutanud. Kõrgemad lühiajalised intressimäärad ja eluasemeturu nõrkus mitmel pool euroalal on viimastel aastatel mõjunud pärssivalt kodumajapidamiste laenuvõtmisele.

Seevastu kaupu ja mittefinantsteenuseid pakkuvate ettevõtete pangalaenude kasv on seni püsinud väga jõuline, hoolimata karmimatest rahastamistingimustest ja majanduskasvu aeglustumisest.

Kokkuvõttes kinnitab majandusanalüüsi ja rahapoliitilise analüüsi tulemuste võrdlus selgelt hinnangut, et keskmise aja jooksul ohustavad hinnastabiilsust suurenenud tõusuriskid. Aastased inflatsioonimäärad püsivad tõenäoliselt hinnastabiilsusega kooskõlas olevast tasemest oluliselt kõrgemal ja rahaagregaatide jõuline kasv jätkub ning siiani puuduvad märgid olulistest piirangutest pangalaenude pakkumises. Värskeimad majandusandmed osutavad SKP reaalkasvu aeglustumisele 2008. aasta keskel, mida pärast erakordselt kiiret kasvu esimeses kvartalis osaliselt ka eeldati. Selle taustal on endiselt väga tähtis vältida ulatuslikku teisest mõju palga- ja hinnakujundusele. Nõukogu rõhutab oma volitusi arvestades, et hinnastabiilsuse säilitamine keskmise aja jooksul on tema esmatähtis eesmärk. Lisaks on nõukogu kindel eesmärk hoida keskmise ja pika aja inflatsiooniootused hinnastabiilsusega kooskõlas, säilitades seeläbi ostujõu keskmise aja jooksul ning soodustades jätkusuutlikku majanduskasvu ja tööhõivet euroalal. Nõukogu hinnangu alusel aitab rahapoliitika praegune kurss kaasa EKP eesmärgi saavutamisele. Eeloleval perioodil jätkab nõukogu väga hoolikalt kõikide arengusuundade jälgimist.

Eelarvepoliitika puhul on oht, et mõned riigid ei saavuta käesoleval aastal oma eelarvesihte. Sellises olukorras on eelarvekavade range elluviimine ja suurenevate kulutuste vältimine väga oluline. 2009. aasta eelarvekavad, mida mitmed riigid praegu kinnitavad, peavad kajastama Euroopa tasandil võetud kohustusi. Eelkõige tuleb riikidel, kus esineb ikka veel suurt eelarvepuudujääki, rakendada nõudlikku ja konkreetset eelarvepuudujäägi vähendamise kava, mida toetavad selgelt sõnastatud meetmed, soovitatavalt kulude poolel. Riikides, kus eelarve seda võimaldab, võivad automaatsed tasakaalustusmehhanismid aidata tasandada majanduse tsüklilist kõikumist.

Struktuuripoliitikat silmas pidades on kõige tähtsamad sellised meetmed, mis kahandavad kohandamiskulusid ja toetavad tööjõu erikulude mõõdukat kasvu, eriti praegustes kõrge inflatsiooni ja aeglustuva SKP reaalkasvu tingimustes. Nende hulka kuulub konkurentsitõkete kõrvaldamine teenindussektoris üldiselt ning kitsamalt eelkõige toiduainete tarneahela eri etappides jaemüügi- ja turustussektoris ja samuti energiasektoris. Samuti edendaks tootlikkust tööturgude paindlikumaks muutmine ning haridusse ja koolitusse tehtavate investeeringute edendamine, mis suurendaksid reaalsissetulekute kasvu võimalust.

Käesolevas kuubülettäanis on kaks artiklit. Esimeses artiklis vaadeldakse EKP rahapoliitilise analüüsi välist mõõdet. Täpsemalt käsitletakse piiriüleseid portfellovoogusid ja nende mõju rahvusvahelisele portfelli jaotusele, et hinnata rahapoliitilisi põhisuundumusi, mis annavad märku keskmise ja pika aja inflatsiooniriskidest. Teine artikkel keskendub pankade rollile rahapoliitika ülekandemehhanismis. Samuti hinnatakse finantskeskkonnas ja eriti panganduses toimunud hiljutiste muutuste rahapoliitilist mõju.