

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 15. januarja 2008 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema zniža še za 50 bazičnih točk. S tem se je skupno znižanje v obdobju od 8. oktobra 2008 povečalo na 225 bazičnih točk. Nova obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja tako znaša 2,00%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila je ostala nespremenjena pri 3,00%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita pa je bila določena na ravni 1,00%. Odločitev o znižanju obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja za dodatnih 50 bazičnih točk upošteva dejstvo, da se inflacijski pritiski še naprej zmanjšujejo, kar je predvsem posledica nadaljnjega poslabševanja gospodarskih obetov. Glede gibanj v prihodnosti Svet še naprej pričakuje, da bo v stopnja inflacije v euroobmočju v srednjeročnem obdobju, ki je pomembno za politiko, skladna z cenovno stabilnostjo, s čimer bo podpirala kupno moč dohodkov in prihrankov. Svet meni, da so po tej odločitvi tveganja za cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju na splošno uravnovešena. Ta ocena temelji na najnovejših ekonomskih podatkih in anketnih rezultatih, ki jasno potrjujejo, da se gospodarska rast v euroobmočju hitro upočasnjuje, kar je v največji meri posledica stopnjevanja in širitve finančnih pretresov. Tako svetovno povpraševanje kot povpraševanje v euroobmočju bosta verjetno dalj časa ostala omejena. Denarna rast se še naprej upočasnjuje in s tem potrjuje oceno, da se inflacijski pritiski in tveganja zmanjšujejo. Na splošno ostajajo razmere izjemno negotove. Svet ECB bo inflacijska pričakovanja še naprej ohranjal trdno zasidrana na ravni, ki je skladna z njegovim srednjeročnim ciljem vzdrževanja stopnje inflacije pod 2%, a blizu te vrednosti. S tem podpira vzdržno rast in zaposlenost ter prispeva k finančni stabilnosti. V skladu s tem ciljem bo Svet ECB tudi bo v prihodnjem obdobju zelo natančno spremljal vsa gibanja.

Kot kaže ekonomska analiza, so se pretresi na finančnih trgih od septembra 2008 okrepili in razširili. Napetosti se iz finančnega sektorja vse bolj prelivajo v realno gospodarstvo. Gospodarska aktivnost se je povsod po svetu, med drugim tudi v euroobmočju, še dodatno upočasnila. Predvsem se je zmanjšalo tuje povpraševanje po izvozu iz euroobmočja, zaradi pričakovanega šibkejšega povpraševanja in strožjih pogojev financiranja pa se je skrčila tudi domača gospodarska aktivnost v euroobmočju. Anketni podatki in mesečni kazalniki za november in december, ki so postali dostopni od zadnje seje Sveta ECB, jasno kažejo, da je gospodarska aktivnost okrog novega leta še dodatno oslabil, iz česar

je mogoče sklepati, da so se navzdol usmerjena tveganja za gospodarsko aktivnost, ki so bila zaznana v prejšnjem obdobju, uresničila.

Glede gibanj v prihodnosti Svet ECB na osnovi sedanje analize in ocen pričakuje, da bodo oslABLJENA svetovna gospodarska gibanja in skromno domače povpraševanje vztrajali tudi v prihodnjih četrtletjih, saj finančni pretresi še vedno vplivajo na gospodarsko aktivnost. Obenem Svet pričakuje, da bodo nižje cene primarnih surovin v prihodnjem obdobju podpirale realni razpoložljivi dohodek. Poleg tega bi moralo euroobmočje sčasoma v celoti izkoristiti pozitivne učinke ukrepov politik, ki so bili napovedani v zadnjih tednih.

Po mnenju Sveta ECB so obeti glede prihodnjih gospodarskih gibanj še vedno izjemno negotovi. Tveganja so še vedno povsem očitno na strani upočasnjevanja gospodarske rasti. Povezana so predvsem z možnostjo, da bodo pretresi na finančnih trgih močneje vplivali na realno gospodarstvo, pa tudi z zaskrbljenostjo glede pojavitve in stopnjevanja protekcionističnih pritiskov ter z morebitnimi neugodnimi gibanji v svetovnem gospodarstvu, ki bi se razvila zaradi neobvladljivih korekcij svetovnih neravnovesij.

Ključnega pomena je, da vse udeležene strani prispevajo svoj delež k vzpostavitvi trdnih temeljev za vzdržno gospodarsko okrevanje. Da bi do tega prišlo čim prej, je nujno, da se ohranita disciplina in srednjeročna perspektiva pri oblikovanju makroekonomskih politik, ki morajo biti vzdržne in stabilizacijsko naravnane. To je najboljši način, da se ohrani in poveča zaupanje. Obsežni ukrepi, ki jih vlade izvajajo v odgovor na finančne pretrese, bi morali prispevati h krepitvi zaupanja v finančni sistem in zmanjšanju omejitev v ponudbi kreditov podjetjem in gospodinjstvom.

Na področju cenovnih gibanj se je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, strmo znižala z najvišje vrednosti sredi leta 2008, ko je znašala 4,0%. Novembra je bila tako na ravni 2,1%, decembra pa na ravni 1,6%. Kot je Svet že poudaril, je velik padec skupne inflacije v drugi polovici leta 2008 predvsem posledica velikega znižanja svetovnih cen primarnih surovin v zadnjih nekaj mesecih.

Kar se tiče gibanj v prihodnje, nižje cene primarnih surovin in pešajoče povpraševanje potrjujejo, da se inflacijski pritiski v euroobmočju zmanjšujejo. Po pričakovanjih bo predvsem zaradi baznih učinkov, ki izvirajo iz preteklega gibanja cen energentov, skupna medletna inflacija v prihodnjih mesecih še padala in sredi leta morda dosegla zelo nizko raven. Vseeno se bo, prav tako zaradi baznih učinkov, ki izvirajo iz preteklih gibanj cen energentov, inflacija v drugi polovici leta predvidoma ponovno povečala. Zato je mogoče,

da bo inflacija po HICP v letu 2009 močno nihala, pri čemer je treba poudariti, da kratkoročna volatilitnost s stališča denarne politike ni pomembna. Onkraj srednjeročnega obdobja, ki je pomembno za politiko, se pričakuje, da bo medletna inflacija po HICP skladna s cenovno stabilnostjo. To oceno podpirajo razpoložljivi kazalniki inflacijskih pričakovanj za srednjeročno obdobje.

Tveganja za cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju so na splošno uravnotežena. Nepričakovane nadaljnje pocenitve surovin ali nepričakovano močna upočasnitev gospodarske rasti bi lahko povzročile pritisk na padanje inflacije, nasprotno pa se tveganja za rast inflacije lahko razvijejo predvsem v primeru, če bi prišlo do obrata v nedavnem zniževanju cen surovin ali če bi se izkazalo, da so domači cenovni pritiski močnejši, kot je predpostavljeno. Zato je bistveno, da se vsi, ki sodelujejo pri oblikovanju cen in plač, v celoti zavedajo svoje odgovornosti.

V denarni analizi najnovejši podatki potrjujejo, da se rast denarja v euroobmočju upočasnjuje. Denarni trendi torej podpirajo stališče, da se inflacijski pritiski in tveganja zmanjšujejo.

Pri analizi denarnih gibanj je treba upoštevati, da ima stopnjevanje finančnih pretresov od sredine septembra 2008 lahko dokaj velik vpliv na razvoj denarnih agregatov. Kot kažejo nedavni podatki o denarju in kreditih, so okrepljeni pretresi doslej že precej vplivali na vedenje tržnih udeležencev. Široki agregat M3 in še posebej tiste njegove komponente, ki so najtesneje povezane s sedanjimi finančnimi napetostmi, npr. imetja skladov denarnega trga, v zadnjem času tako beležijo zelo visoko medmesečno volatilitnost. Če, kolikor je mogoče, pogledamo skozi to volatilitnost, pa se je rast širokega denarja še naprej umirjala in sledila trendu, ki se je izoblikoval v zadnjih 18 mesecih. Ob tem je stopnjevanje finančnih napetosti od septembra dalje vodilo v obsežne zamenjave znotraj posameznih komponent agregata M3 in vsaj doslej ni povzročilo ostrih zasukov v samem trendu agregata M3.

Na področju bančnih posojil je zaostrovanje pogojev financiranja, do katerega je prišlo zaradi stopnjevanja finančnih napetosti, v zadnjih mesecih prispevalo k upočasnitvi toka posojil monetarnih finančnih institucij (MFI) v nefinančni zasebni sektor. Za bolj zanesljivo oceno resnosti in obsega omejitev v ponudbi kreditov in njihovega morebitnega vpliva na gospodarsko aktivnost so potrebni dodatni podatki in nadaljnje analize.

Če povzamemo, odločitev z dne 15. januarja 2009 o znižanju obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema za dodatnih 50 bazičnih točk upošteva dejstvo, da se inflacijski pritiski še naprej zmanjšujejo, kar je predvsem posledica nadaljnega poslabševanja gospodarskih obetov. Svet ECB je obenem spomnil na svojo operativno odločitev z 18. decembra 2008 o ponovni razširitvi koridorja med obrestnima merama za obe odprti ponudbi Eurosistema, ki začne veljati 21. januarja 2009. Glede gibanj v prihodnosti Svet pričakuje, da bo stopnja inflacije v euroobmočju v srednjeročnem obdobju, pomembnem za politiko, skladna s cenovno stabilnostjo, s čimer bo podpirala kupno moč dohodkov in prihrankov. Svet meni, da so tveganja za cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju na splošno uravnovešena. Ta ocena temelji na najnovejših ekonomskih podatkih in anketnih rezultatih, ki jasno potrjujejo, da se gospodarska rast v euroobmočju hitro upočasnjuje, kar je v največji meri posledica stopnjevanja in širitve finančnih pretresov. Tako svetovno povpraševanje kot povpraševanje v euroobmočju bosta verjetno dalj časa ostala omejena. Navzkrižno preverjanje rezultatov ekonomske in denarne analize to oceno potrjuje. Denarna rast se še nadalje umirja, kar potrjuje oceno, da se inflacijski pritiski in tveganja zmanjšujejo. Na splošno ostajajo razmere izjemno negotove. Svet ECB bo inflacijska pričakovanja še naprej ohranjal trdno zasidrana na ravni, ki je skladna z njegovim srednjeročnim ciljem vzdrževanja stopnje inflacije pod 2%, a blizu te vrednosti. S tem podpira vzdržno rast in zaposlenost ter prispeva k finančni stabilnosti. V skladu s tem ciljem bo Svet ECB tudi bo v prihodnjem obdobju zelo natančno spremljal vsa gibanja.

Na področju javnofinančnih politik Svet ECB pozdravlja dejstvo, da je Evropski svet ponovno potrdil svojo polno zavezanost vzdržnim javnim financam. V tem pogledu sedanje gospodarske razmere terjajo še posebno preudarnost pri sprejemanju obsežnih spodbujevalnih javnofinančnih ukrepov, pri katerih je treba upoštevati konkretne javnofinančne razmere v vsaki državi. Poleg že napovedanih ekspanzivnih ukrepov javnofinančne politike in državne podpore bančnemu sektorju bo razmeroma veliko in močno javnofinančno spodbudo pešajočemu gospodarstvu zagotovilo tudi delovanje samodejnih stabilizatorjev. Doslej odobreni dodatni ukrepi kot celota za javne finance v številnih državah euroobmočja predstavljajo precejšnje breme. Če ta bremena ne bodo pravočasno odpravljena, bodo negativno vplivala predvsem na mlade in na prihodnje generacije. Zato je bistveno, da države čim prej prepričljivo obnovijo svojo zavezanost srednjeročnim proračunskim ciljem. Vsekakor veliko popuščanje javnofinančne politike in z njim povezana rast javnega dolga ne bi smela ogroziti zaupanja javnosti v vzdržnost

javnih financ, saj bi se s tem zmanjšala učinkovitost spodbujevalnih javnofinančnih ukrepov.

Na področju strukturnih politik je zaradi sedanjega obdobja šibke gospodarske aktivnosti in velike negotovosti glede prihodnjih gospodarskih gibanj treba povečati odpornost in prilagodljivost gospodarstva euroobmočja. Reforme na trgu proizvodov bi morale spodbuditi konkurenco in pospešiti dejansko prestrukturiranje gospodarstva. Reforme na trgu dela pa bi morale omogočiti ustrezno oblikovanje plač, pa tudi mobilnost delavcev med panogami in regijami. Sedanje razmere je tako treba razumeti kot spodbudo za izvedbo nujnih domačih reform v skladu z načelom odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco.

V tej številki Mesečnega biltena sta objavljena dva članka. Prvi obravnava teoretične in empirične vidike vpliva nepremičninskega premoženja na potrošnjo in kaže, da je vpliv nepremičninskega premoženja v euroobmočju v primerjavi z ZDA in Združenim kraljestvom razmeroma majhen. Drugi članek predstavlja razloge za precejšnjo akumulacijo tujih vrednostnih papirjev s strani države v nastajajočih tržnih gospodarstvih v zadnjem desetletju in s tem povezan nastanek državnih premoženjskih skladov.