

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 4. oktobra 2007 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Informacije, ki so postale dostopne po zadnji seji Sveta ECB 6. septembra, potrjujejo, da je stabilnost cen v srednjeročnem obdobju izpostavljena navzgor usmerjenim tveganjem. Ob tem ter ob živahni rasti denarja in kreditov v euroobmočju je denarna politika ECB pripravljena preprečiti navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen v skladu s poglobitnim ciljem ECB. Srednjeročni obeti za gospodarsko aktivnost so glede na dobre gospodarske temelje euroobmočja ugodni. Zlasti rast dobičkov in dobičkonosnosti podjetij je ostala na doseženi ravni, rast zaposlenosti je bila okrepljena, brezposelnost pa je upadla. Zaradi nestanovitnosti na finančnih trgih in prevrednotenja tveganja v zadnjih tednih pa takšno oceno spremlja povečana negotovost. Glede na omejen obseg novih ekonomskih podatkov po zadnji seji Sveta ECB 6. septembra je pri oceni morebitnih vplivov gibanj na finančnih trgih na realno gospodarstvo potrebna posebna previdnost. Zaradi tega je treba zbrati dodatne informacije in proučiti nove podatke, preden je mogoče sprejeti nadaljnje zaključke o denarni politiki v okviru srednjeročno usmerjene strategije denarne politike ECB, katere cilj je ohranjati stabilnost cen. V skladu s tem bo Svet ECB zelo natančno spremljal vsa gibanja. Na podlagi te ocene ter z odločnim in pravočasnim ukrepanjem bo Svet ECB zagotovil, da se tveganja za stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ne uresničijo ter da srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja ostanejo trdno zasidrana na ravni, skladni s stabilnostjo cen, s čimer bo vzpostavljeno okolje, ki spodbuja vzdržno gospodarsko rast, dobro delujoče trge in nadaljnje ustvarjanje novih delovnih mest. V času nestanovitnosti na finančnih trgih in večje negotovosti je zagotavljanje takšnega sidra za srednjeročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja še toliko pomembnejše. Svet ECB bo gibanjem na finančnih trgih v prihodnjem obdobju še naprej posvečal veliko pozornost.

Začnimo z ekonomsko analizo. Na podlagi dostopnih podatkov je moč razbrati, da se je vztrajna realna gospodarska rast v euroobmočju, ki je bila dosežena v prvi polovici leta 2007, poleti nadaljevala. Takšno sliko kažejo tudi razpoložljive napovedi rasti realnega BDP za tretje in zadnje četrletje 2007. Medtem ko naj bi nestanovitnost finančnih trgov vplivala na septembrski upad zaupanja potrošnikov in podjetij v euroobmočju, pa kazalniki zaupanja ostajajo nad dolgoročnim povprečjem in še naprej kažejo, da se bo rast nadaljevala po doseženih stopnjah tudi v drugi polovici leta 2007.

Kar zadeva daljše obdobje, razpoložljive napovedi za leto 2008 potrjujejo glavni scenarij ECB, po katerem naj bi se rast realnega BDP gibala okrog trenda potencialne rasti. Scenarij temelji na pričakovanju, da bo svetovna gospodarska aktivnost ostala močna in da bo upočasnjeno gospodarsko rast v ZDA večinoma odtehtala nadaljnja močna rast nastajajočih tržnih gospodarstev, kar bo še naprej spodbujalo izvoz in investicije euroobmočja. Gospodarsko rast bo spodbujala tudi rast potrošnje v euroobmočju skladno z gibanjem realnega razpoložljivega dohodka, saj bodo razmere za zaposlovanje še naprej ugodne. Glede na morebiten vpliv povečane nestanovitnosti na finančnih trgih in prevrednotenje tveganja na realno gospodarstvo se je negotovost, povezana s takšnimi večinoma ugodnimi obeti za gospodarsko aktivnost, še povečala.

V celoti gledano je prihodnja gospodarska rast po ocenah izpostavljena tveganjem upočasnitve. Ta tveganja so povezana predvsem z morebitnim širšim vplivom, ki ga ima sedanje prevrednotenje tveganja na finančnih trgih na zaupanje in pogoje financiranja, ter z negotovostjo glede protekcionističnih pritiskov in možnih neobvladljivih gibanj zaradi svetovnih neravnovesij in z nadaljnjo rastjo cen nafte in primarnih surovin.

Na področju cenovnih gibanj se je po Eurostatovi prvi oceni medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, septembra 2007 v primerjavi z avgustom močno povišala z 1,7% na 2,1%. Kot je Svet ECB v preteklosti že nakazal, bodo negativni učinki cen energentov v prihodnjem obdobju močno vplivali na medletno inflacijo, merjeno z indeksom HICP. Ravno zaradi takšnih vplivov, ki so posledica izrazitega znižanja cen energentov pred enim letom skupaj z nedavnim občutnim povišanjem cen nafte, Svet ECB pričakuje, da bo stopnja inflacije v preostalih mesecih leta 2007 in v začetku leta 2008 ostala precej nad 2%, preden se bo spet znižala. Predvsem zaradi omejenih proizvodnih zmogljivosti in razmeroma zaostrenih razmer na trgu dela bo inflacija leta 2008 po pričakovanjih v povprečju znašala okoli 2%.

Prihodnja cenovna gibanja so še vedno izpostavljena inflacijskim tveganjem. Med tveganja še vedno spadajo možnost nadaljnje rasti cen nafte in kmetijskih proizvodov ter dodatno povišanje nadzorovanih cen in posrednih davkov poleg že napovedanih. Ob upoštevanju omejenih proizvodnih zmogljivosti, ugodne dinamike rasti realnega BDP v zadnjih nekaj četrtletjih in pozitivnih znakov s trga dela lahko pride do močnejšega gibanja plač od trenutno pričakovanega in do povečane moči oblikovanja cen v tržnih segmentih z nižjo konkurenco. Takšna gibanja bi predstavljala navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen, zato je bistveno, da vse udeležene strani ravnajo odgovorno.

Denarna analiza potrjuje, da srednjeročno in dolgoročneje prevladujejo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen. Širša ocena podatkov o denarju potrjuje stališče, da temeljna stopnja rasti denarja in kreditov ostaja močna. Na medletno stopnjo rasti denarnega agregata M3, ki je bila avgusta blizu 12%, kakor tudi na medletno stopnjo rasti posojil nefinančnim družbam, ki je avgusta dosegla rekordno raven nad 14%, so kljub temu verjetno vplivali številni prehodni ali posebni dejavniki, kot sta na primer položnejša krivulja donosnosti in nedavna nestanovitnost na finančnih trgih, zaradi česar bi bila lahko temeljna stopnja rasti denarja in kreditov precenjena.

Širša ocena osnovnega trenda rasti denarja in kreditov je še zlasti pomembna v sedanjem obdobju nestanovitnosti na finančnih trgih, ker bi slednja lahko vplivala na kratkoročno obnašanje zasebnih subjektov in tako vplivala na denarna gibanja. Tako lahko podatki o denarju in kreditih omogočijo pomemben vpogled v to, kako so se finančne institucije, gospodinjstva in podjetja odzvali na nestanovitnost na finančnih trgih. V prejšnjih obdobjih povečane negotovosti na finančnih trgih je namreč prišlo do obsežnih prerazporeditev portfeljev v varna in likvidna denarna sredstva. Trenutno podatki o denarju ponujajo le malo dokazov, da je po povečanju nestanovitnosti na finančnih trgih v začetku avgusta prišlo do takšnih prerazporeditev, medtem ko ni mogoče izključiti dejstva, da tok bančnih posojil sektorju nefinančnih družb avgusta deloma odraža ponovno pridobivanje dela financiranja pri bankah. Za celovitejšo oceno vpliva, ki ga je imela nestanovitnost na finančnih trgih na bilanco stanja bank, pogoje financiranja ter na rast denarja in kreditov, so potrebni dodatni podatki.

Še naprej živahna rast denarja in kreditov v celoti gledano kaže, da je stabilnost cen srednjeročno in dolgoročneje izpostavljena navzgor usmerjenim tveganjem. Denarna gibanja je zato še vedno treba zelo skrbno spremljati, da bi po eni strani ugotovili osnovni trend in po drugi, da bi bolje razumeli kratkoročno dinamiko. Tako bo mogoče celoviteje razumeti, kako se na povečano nestanovitnost na finančnih trgih odziva zasebni sektor.

Povzamemo lahko, da je navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize potrdila, da v srednjeročnem obdobju obstajajo navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen, vendar so gospodarski temelji euroobmočja dobri. Skladno s tem ter ob živahni rasti denarja in kreditov v euroobmočju je denarna politika ECB pripravljena preprečiti navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen v skladu s svojim poglobitnim ciljem. Hkrati so ob povečani stopnji negotovosti potrebne dodatne informacije, preden lahko sprejmemo nadaljnje zaključke o denarni politiki. Svet ECB bo zato zelo natančno spremljal vsa gibanja. Na podlagi ocene ter z odločnim in pravočasnim ukrepanjem bo Svet ECB

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, kar je še zlasti pomembno v sedanjih razmerah. Svet ECB bo gibanjem na finančnih trgih v prihodnjem obdobju še naprej posvečal veliko pozornost.

Na področju javnofinančne politike je Svet ECB vedno bolj zaskrbljen zaradi vse manjših prizadevanj za strukturno proračunsko konsolidacijo in odlašanja z odločnim ukrepanjem za odpravo javnofinančnih neravnovesij. Ob tem so vse zadevne države euroobmočja pozvane k izpolnjevanju obveznosti, ki so jih prevzele v okviru Pakta za stabilnost in rast, po katerem morajo strukturno izboljšati svoj proračunski saldo. Vse države euroobmočja morajo spoštovati tudi zavezo Euroskupine, da bodo srednjeročne proračunske cilje izpolnile v letu 2008 ali 2009, najkasneje pa do leta 2010. Države, ki so zdravo javnofinančno stanje že dosegle, se morajo vzdržati prociklične javnofinančne politike. Vzdržne javnofinančne politike bodo prav tako pomembno prispevale k ohranjanju zaupanja v času povečane negotovosti na finančnih trgih.

Na področju strukturnih reform Svet ECB v celoti podpira prizadevanja za krepitev konkurence, povečevanje produktivnosti in spodbujanje prilagodljivosti trga. Čeprav so reforme potrebne zlasti v storitvenem sektorju, so nujna tudi dodatna prizadevanja za boljše delovanje kmetijskih trgov. Glede na izrazito povečanje cen prehrabnih surovin na svetovnih trgih bi dodatna liberalizacija in reforme kmetijskih trgov EU pripomogle k večji učinkovitosti, evropski potrošniki pa bi uživali prednosti nižjih cen. Uspešen zaključek kroga svetovnih trgovinskih pogajanj, ki se je začel v Dohi, bo predvidoma prispeval k boljšemu delovanju svetovne trgovinske menjave na splošno in zlasti kmetijskih trgov v Evropi in po vsem svetu.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. V prvem članku obravnavamo dolgoročna gibanja posojil denarnih finančnih institucij euroobmočja gospodinjstvom. V drugem članku je predstavljena primerjava sistemov zavarovanja ameriških centralnih bank, japonske centralne banke in Eurosistema, kjer so opisane podobnosti osnovnih načel in razlike v praktičnem oblikovanju. V tretjem članku pa je opisan pregled obtoka in ponudbe eurobankovcev ter priprave na drugo serijo bankovcev.