

## **SKLEPI Z DNE 8. OKTOBRA 2008**

Oktobrska izdaja Mesečnega biltena je bila dokončana, preden je Svet ECB sprejel odločitev, da 8. oktobra 2008 zniža ključne obrestne mere ECB ter spremeni avkcijski postopek in koridor odprtih ponudb. Sporočili za javnost o tej odločitvi sta navedeni v nadaljevanju.

### **SKLEPI O DENARNI POLITIKI**

V sedanji finančni krizi so se centralne banke ves čas medsebojno temeljito posvetovale in sodelovale pri doslej najboljšežnejših skupnih ukrepih, kot je zagotavljanje likvidnosti za zmanjšanje napetosti na finančnih trgih.

Inflacijski pritiski so se v številnih državah začeli umirjati, kar je deloma posledica opaznega znižanja cen energentov in drugih primarnih surovin. Inflacijska pričakovanja se zmanjšujejo in ostajajo zasidrana na ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo. Zaradi nedavne poglobitve finančne krize so se povečala tveganja upočasnitve rasti, s čimer so se dodatno zmanjšala tudi tveganja za stabilnost cen.

Zaradi tega je sprostitev svetovnih denarnih pogojev upravičena. Tako so centralne banke Bank of Canada, Bank of England, Evropska centralna banka (ECB), Federal Reserve, Sveriges Riksbank in Swiss National Bank danes najavile znižanje ključnih obrestnih mer. Centralna banka Bank of Japan pa je izrazila veliko podporo takšnim ukrepom denarne politike.

Svet ECB je prek telekonference sprejel naslednje sklepe o denarni politiki:

- izklicna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema se zmanjša za 50 bazičnih točk na 3,75% in začne veljati z operacijo glavnega refinanciranja, ki bo poravnava 15. oktobra 2008;
- obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila se zmanjša za 50 bazičnih točk na 4,75% in začne veljati takoj;
- obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita se zmanjša za 50 bazičnih točk na 2,75% in začne veljati takoj.

Inflacijski pritiski v euroobmočju so se v zadnjem obdobju dodatno zmanjšali. Še naprej je nujno preprečiti obsežnejše sekundarne učinke pri oblikovanju cen in plač. Trdno zasidranje inflacijskih pričakovanj na ravni, ki je skladna z našim ciljem, in zagotavljanje stabilnosti cen v srednjeročnem obdobju bo podprlo vzdržno rast in zaposlenost ter prispevalo k finančni stabilnosti.

## **SPREMEMBE V AVKCIJSKEM POSTOPKU IN V KORIDORJU ODPRTIH PONUDB**

Svet Evropske centralne banke (ECB) se je danes prek telekonference odločil, da sprejme naslednja dva ukrepa.

Z operacijo, poravnano 15. oktobra, se bodo operacije glavnega refinanciranja izvajale v obliki avkcij s fiksno obrestno mero in s polno dodelitvijo po obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja, ki trenutno znaša 3,75%.

Z 9. oktobrom bo ECB zožila koridor odprtih ponudb z 200 na 100 bazičnih točk okrog obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja. Tako se bo z 9. oktobrom obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila zmanjšala s 100 na 50 bazičnih točk nad obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja, tj. trenutno na 4,25%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita pa se bo povečala s 100 na 50 bazičnih točk pod obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja, tj. trenutno na 3,25%.

Ta dva ukrepa bosta veljala tako dolgo, kot je potrebno, oziroma najmanj do konca prvega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2009, tj. do 20. januarja.

ECB bo še naprej uravnavala likvidnost v smeri uravnoveženih razmer na način, ki je skladen s ciljem, da kratkoročne obrestne mere ostanejo blizu obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja.

## UVODNIK<sup>1</sup>

Svet ECB je na seji 2. oktobra 2008 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Svet je obširno razpravljal o nedavni krepitvi pretresov na finančnih trgih in o morebitnem vplivu na gospodarsko aktivnost in inflacijo ter ugotovil, da je negotovost zaradi novejših gibanj izjemno velika. Ob tem je poudaril, da je ključnega pomena ohranjati inflacijska pričakovanja trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem cenovne stabilnosti. Stabilnost cen spodbuja učinkovito razporejanje virov, znižuje premije za inflacijsko tveganje in stroške dolgoročnejšega financiranja ter ohranja kupno moč eura. S tem podpira vzdržno rast in zaposlenost ter prispeva k finančni stabilnosti. Najnovejši podatki nedvomno kažejo, da se gospodarska aktivnost v euroobmočju upočasnjuje, pri čemer je domače povpraševanje oslABLJENO, pogoji financiranja pa so zaostreni. Obenem je Svet ECB potrdil, da bo medletna stopnja inflacije verjetno še nekaj časa ostala precej nad ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo. Z upadanjem povpraševanja so se navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen nekoliko zmanjšala, vendar še niso izginila. Medtem ko še vedno močna osnovna dinamika rasti denarja opozarja na navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju, rast širokega denarja in kreditnih agregatov kaže nekaj dodatnih znakov umirjanja. V takšnih razmerah Svet ECB poudarja, da je še naprej nujno preprečiti obsežnejše sekundarne učinke pri oblikovanju cen in plač, ter vse udeležene strani poziva, da pri sedanjih izjemno velikih izzivih prevzamejo svoj del odgovornosti. Svet ECB je zato potrdil svojo odločenost, da zagotovi stabilnost cen v srednjeročnem obdobju in da bo v prihodnjem obdobju še naprej zelo natančno spremljal vsa gibanja.

Pri analiziranju trenutnih gibanj v gospodarski aktivnosti je treba poudariti, da sedanje razmere prinašajo izjemno veliko negotovost, ki večinoma izhaja iz nedavne krepitve pretresov na finančnih trgih. To otežuje vsakršno oceno kratkoročnih do srednjeročnih gospodarskih možnosti. Medtem ko je celotno svetovno gospodarstvo pod vplivom neugodnih učinkov okrepljenih in dolgotrajnih pretresov na finančnih trgih, najnovejši podatki nedvomno kažejo, da se gospodarska aktivnost v euroobmočju upočasnjuje, pri čemer je domače povpraševanje oslABLJENO, pogoji financiranja pa so zaostreni. Padec cen nafte z julijskih rekordnih vrednosti in nadaljnja rast razvijajočih se tržnih gospodarstev bi lahko spodbudila postopno okrevanje tekom leta 2009.

---

<sup>1</sup> Uvodnik je bil dokončan 6. oktobra 2006.

Po mnenju Sveta ECB so v gospodarskih obetih prisotna povečana tveganja upočasnitve gospodarske aktivnosti, ki izhajajo predvsem iz scenarija, da bodo imele sedanje napetosti na finančnih trgih večji negativen vpliv na realno gospodarstvo, kot je trenutno predvideno. Druga tveganja so povezana z možnostjo ponovne rasti izredno nestanovitnih cen energentov in hrane ter z neobvladljivimi gibanji zaradi svetovnih neravnovesij in z vse večjimi protekcionističnimi pritiski.

Pri cenovnih gibanjih ostaja medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, že od lanske jeseni precej nad ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo, in je po Eurostatovi prvi oceni septembra znašala 3,6%, potem ko je avgusta dosegla 3,8%. Takšna še vedno zaskrbljujoča raven inflacije izhaja predvsem iz neposrednih in posrednih učinkov preteklega skokovitega porasta cen energentov in hrane na svetovni ravni. Obenem se v zadnjih četrletjih kljub šibkejšemu zagonu rasti in v obdobju, ko se je rast produktivnosti dela upočasnila, dokaj hitro povečuje rast plač. Zaradi tega se je v drugem četrletju letošnjega leta skokovito povečala rast stroškov dela na enoto proizvoda (na 3,4%), potem ko je bila več let zmerna v razponu od 1% do 1½%.

Glede prihodnjih gibanj je na podlagi sedanjih terminskih cen primarnih surovin mogoče pričakovati, da bo medletna inflacija po HICP verjetno še nekaj časa ostala precej nad ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo, in da se bo v letu 2009 postopoma umirjala. V srednjeročnem obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, so se z upadanjem povpraševanja navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen nekoliko zmanjšala, vendar še niso izginila. Obsegajo možnost, bo prejšnja rast cen primarnih surovin povzročila nadaljnje in še močnejše posredne učinke na cene življenjskih potrebščin ter da bodo cene primarnih surovin ponovno naraščale. Zlasti je zelo zaskrbljujoče dejstvo, da bi lahko inflacijske pritiske precej okrepili obsežnejši sekundarni učinki, ki izhajajo iz oblikovanja cen in plač. Lahko bi prišlo tudi do nepričakovanega povečanja posrednih davkov in nadzorovanih cen.

Glede na vse te dejavnike je nujno zagotoviti, da srednjeročna in dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostanejo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s stabilnostjo cen. To je še toliko bolj pomembno v okolju zelo velike negotovosti. Preprečiti je treba obsežnejše sekundarne učinke, ki jih pri oblikovanju cen in plač povzroča pretekla rast cen energentov in hrane. Svet ECB s posebno pozornostjo spremlja oblikovanje cen in

pogajanja o plačah v euroobmočju in še enkrat izraža 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 zato poziva, da se takšni plačni sistemi odpravijo.

V okviru denarne analize se najnovejši podatki o denarju nanašajo na konec avgusta in zato še ne vključujejo vpliva, ki ga je imela nedavna okrepitev pretresov na finančnih trgih. Za presojo tega vpliva bomo nadaljnje podatke skrbno preučili. Prejšnji primeri na splošno kažejo, da imajo lahko napetosti na finančnih trgih razmeroma omejen vpliv na denarna gibanja, vendar so bile te napetosti povezane tudi z obsežnimi prerazporeditvami portfeljev in so tako precej vplivale na podatke o denarju.

Medtem ko še vedno močna osnovna dinamika rasti denarja opozarja na navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju, podatki do avgusta kažejo, da se je rast širokega denarja in kreditnih agregatov v zadnjih nekaj mesecih umirila, in sicer predvsem zaradi sklepov o denarni politiki, ki so bili sprejeti po letu 2005 za ublažitev tveganj za stabilnost cen. Kot kaže podrobnejša analiza, sta položna krivulja donosnosti in struktura bančnih obrestnih mer za vloge povzročili številne učinke nadomestitve. Prišlo je do nadomeščanja sredstev, ki imajo dolgoročnejšo zapadlost, z instrumenti znotraj denarnega agregata M3, ki ponujajo podobno obrestovanje, vendar večjo likvidnost in manj tveganja. Zaradi tega medletna stopnja rasti M3 verjetno izkazuje previsoko osnovno dinamiko rasti denarja. Prišlo je tudi do učinkov nadomestitve znotraj M3. V nasprotju z dinamičnimi gibanji znotraj M3 pa se je medletna rast M1 znižala na zelo nizko raven. To je posledica razmeroma privlačnih obrestnih mer za vezane vloge, zaradi česar so se povečali oportunitetni stroški imetja gotovine ali vlog čez noč.

Čeprav trenutne finančne napetosti do zdaj še niso pomembneje vplivale na razpoložljivost bančnih kreditov, se je na ravni euroobmočja kot celote po avgustovskih podatkih nadaljevalo postopno umirjanje rasti posojil, kar je v skladu s prejšnjimi pričakovanji, pri čemer se je povpraševanje podjetij po kreditih upočasnilo. Obenem se nadaljuje trend zniževanja rasti posojil gospodinjstvom, ki je opazen v zadnjih nekaj letih, kar je posledica višjih kratkoročnih obrestnih mer in slabitve stanovanjskega trga v več delih euroobmočja.

Če povzamemo, Svet ECB je obširno razpravljal o nedavni krepitvi pretresov na finančnih trgih in o morebitnem vplivu na gospodarsko aktivnost in inflacijo ter ugotovil, da je negotovost zaradi novejših gibanj izjemno velika. Ob tem je Svet poudaril, kako ključno je, da denarna politika ohranja inflacijska pričakovanja trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem cenovne stabilnosti. Stabilnost cen spodbuja učinkovito razporejanje virov, znižuje premije za inflacijsko tveganje in stroške dolgoročnejšega financiranja ter ohranja kupno moč eura. S tem podpira vzdržno rast in zaposlenost ter prispeva k finančni stabilnosti. Najnovejši podatki nedvomno kažejo, da se gospodarska aktivnost v euroobmočju upočasnjuje, pri čemer je domače povpraševanje oslabiljeno, pogoji financiranja pa so zaostreni. Navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize nedvomno potrjuje, da bo medletna stopnja inflacije verjetno še nekaj časa ostala precej nad ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo, ter da so se z upadanjem povpraševanja navzgor usmerjena tveganja za stabilnost cen nekoliko zmanjšala, vendar še niso izginila. Medtem ko še vedno močna osnovna dinamika rasti denarja opozarja na navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju, rast širokega denarja in kreditnih agregatov kaže nekaj dodatnih znakov umirjanja. Nujno je treba preprečiti obsežnejše sekundarne učinke pri oblikovanju cen in plač. Vse udeležene strani so pred izjemno velikimi izzivi in bi morale prevzeti svoj del odgovornosti. Svet ECB je zato potrdil svojo odločenost, da zagotovi stabilnost cen v srednjeročnem obdobju, in poudaril, da bo v prihodnjem obdobju še naprej zelo natančno spremljal vsa gibanja.

Na področju javnofinančne politike je v sedanjih razmerah, ko se gospodarska negotovost nadaljuje, bistveno, da vlade spoštujejo pravila Pakta za stabilnost in rast in zagotovijo vzdržnost javnih financ. Ohranjanje zdravih javnih financ bo vladam omogočilo, da pustijo prosto delovanje samodejnih stabilizatorjev ter s tem prispevajo k izravnavanju gospodarskega cikla in h krepitvi zaupanja v zasebnem sektorju.

Na področju strukturnih politik so v sedanjih gospodarskih okoliščinah ključnega pomena ukrepi, ki spodbujajo konkurenco in prožnost ter prispevajo k zmernejši rasti stroškov dela na enoto proizvoda. Medtem ko je zmerna rast stroškov dela na enoto proizvoda bistvena v vseh državah euroobmočja, je še posebno pomembna v tistih, ki so v zadnjih letih zabeležile precejšen upad stroškovne in cenovne konkurenčnosti in kjer je brezposelnost že začela naraščati. Poleg tega so reforme trga delovne sile, ki spodbujajo zaposlenost in investicije ter krepijo usposobljenost, inovacije in učinkovitost, še naprej bistvene za dolgoročno spodbujanje rasti in realnega dohodka.

V tej številki Mesečnega biltena sta objavljena dva članka. V prvem je pregled javnofinančnih gibanj v euroobmočju in v državah članicah EU potem, ko je leta 1998 stopil v veljavo Pakt za stabilnost in rast. V drugem članku pa so opisane čezmejne združitve in prevzemi bank v zadnjih letih v euroobmočju, pri čemer je pozornost zlasti namenjena vlogi institucionalnih vlagateljev.