

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 6. novembra 2008 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema še dodatno zniža za 50 bazičnih točk na 3,25%. Ta obrestna mera začne veljati z začetkom novega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv na dan 12. novembra 2008. Poleg tega je sklenil za 50 bazičnih točk znižati tudi obrestno mero za odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita na 3,75% oziroma 2,75%, prav tako z začetkom veljavnosti na dan 12. novembra 2008. Ti sklepi so bili sprejeti po usklajenem znižanju obrestnih mer 8. oktobra 2008.

Po oceni Sveta ECB so se obeti za cenovno stabilnost še dodatno izboljšali. Stopnja inflacije se bo po pričakovanjih v prihodnjih mesecih še naprej zniževala in tekom leta 2009 dosegla raven, ki je skladna s cenovno stabilnostjo. Stopnjevanje in širitev pretresov na finančnih trgih bosta najverjetneje dalj časa zavirala povpraševanje na svetovni ravni in v euroobmočju. V takšnem okolju se bodo glede na velik padec cen primarnih surovin v zadnjih mesecih predvidoma zmanjšali tudi cenovni, stroškovni in plačni pritiski v euroobmočju. Obenem ostaja osnovna dinamika denarne rasti visoka, vendar še naprej kaže nadaljnje znake umirjanja. Gledano v celoti razpoložljive informacije in sedanje analize Sveta kažejo, da so se v srednjeročnem obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost še dodatno zmanjšala, čeprav še niso v celoti izginila. Na tej točki je zato nujno, da vse udeležene strani – državni organi, določevalci cen in socialni partnerji – v celoti izpolnijo svoj del odgovornosti. Negotovost, ki jo povzročajo dogajanja na finančnih trgih, je še vedno izjemno velika in pred nami so izjemno resni izzivi. Svet ECB od bančnega sektorja pričakuje, da bo prispeval svoj delež k ponovni vzpostavitvi zaupanja. Svet bo inflacijska pričakovanja še naprej ohranjal trdno zasidrana na ravni, ki je skladna z njegovim srednjeročnim ciljem. S tem podpira vzdržno rast in zaposlenost ter prispeva k finančni stabilnosti, zato bo tudi v prihodnje zelo natančno spremljal vsa gibanja.

Trenutna gibanja v gospodarski aktivnosti še naprej zaznamuje izjemno velika negotovost, ki večinoma izhaja iz stopnjevanja in širitve pretresov na finančnih trgih. Svetovno gospodarstvo kot celota je izpostavljeno negativnim učinkom, saj se napetosti vse bolj prelivajo iz finančnega sektorja v realno gospodarstvo ter iz razvitih v rastoča tržna gospodarstva. Kar zadeva euroobmočje, najnovejši anketni podatki potrjujejo, da je zaradi skromnega domačega in tujega povpraševanja ter bolj zaostrenih pogojev financiranja

gospodarska aktivnost izgubila precej zagona. V prihodnje bo še naprej ključnega pomena, da se vzpostavijo trdni temelji za gospodarsko okrevanje. Da bi do tega prišlo čim prej, je izredno pomembno, da se pri oblikovanju makroekonomskih politik ohranita disciplina in srednjeročna usmeritev ter da se preprečijo sekundarni učinki. Enako pomembno je, da bančni sektor v celoti upošteva obsežne spodbujevalne ukrepe, ki so jih vlade sprejele v odgovor na finančne pretrese. Ti ukrepi bodo predvidoma okrepili zaupanje v finančni sistem in preprečili nastanek nepotrebnih omejitev pri ponudbi kreditov podjetjem in gospodinjstvom. V povezavi z nedavnim padcem cen številnih primarnih surovin bi morali ti ukrepi obnoviti zaupanje.

Po mnenju Sveta ECB se je več tveganj za upočasnitev gospodarske aktivnosti, ki so bila ugotovljena v preteklosti, uresničilo, zlasti tista, ki izhajajo iz napetosti na finančnih trgih. Druga tveganja so še naprej povezana z neobvladljivimi gibanji zaradi svetovnih neravnovesij in vse večjimi protekcionističnimi pritiski, pa tudi z možnostjo ponovne rasti cen primarnih surovin.

Na cenovnem področju ostaja medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, od lanske jeseni precej nad ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo. Vseeno se inflacija od julija naprej vztrajno zmanjšuje in je po Eurostatovi prvi oceni oktobra znašala 3,2%, potem ko je septembra dosegla 3,6% in avgusta 3,8%. Še naprej visoka inflacija izhaja predvsem iz neposrednih in posrednih učinkov preteklega skokovitega porasta cen energentov in hrane na svetovni ravni. Poleg tega so se zaradi močne rasti plač v prvi polovici leta, do katere je prišlo kljub šibkejši gospodarski rasti, ter ob počasnejši rasti produktivnosti dela v istem obdobju močno povečali stroški dela na enoto proizvoda.

V prihodnjem obdobju je glede na strmo zmanjšanje cen primarnih surovin in nadaljnje pešanje povpraševanja mogoče pričakovati, da se bo medletna inflacija po HICP v prihodnjih mesecih še naprej zmanjševala in tekom leta 2009 dosegla raven, ki je skladna s cenovno stabilnostjo. Predvsem v odvisnosti od prihodnjega gibanja cen nafte in drugih primarnih surovin pa ni mogoče izključiti celo večjega zmanjšanja inflacije po HICP okrog sredine prihodnjega leta, k čemur bi največ prispevali bazni učinki. Vseeno bi bili ti premiki kratkotrajni in zato z vidika denarne politike nepomembni. Če zanemarimo tovrstna nihanja, se v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost zmanjšujejo. Preostala tveganja so povezana z nepričakovano rastjo cen primarnih surovin ter povečanjem posrednih davkov in nadzorovanih cen, kot tudi z nastankom širših sekundarnih učinkov pri oblikovanju cen in

plač, zlasti v tistih gospodarstvih, kjer so nominalne plače indeksirane na cene življenjskih potrebščin. Svet ECB še naprej poziva, da se takšni plačni sistemi odpravijo. Nujno je zagotoviti, da srednjeročna in dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostanejo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s cenovno stabilnostjo.

Kot kaže denarna analiza, je medletna rast širokega denarja in kreditnih agregatov sicer ostala visoka, vendar se je septembra še zmanjšala. Z ustrezne srednjeročne perspektive denarni podatki do septembra potrjujejo, da se navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost zmanjšujejo, čeprav še niso v celoti izginila.

Podrobnejši pregled podatkov o denarju in kreditih kaže, da so posledice nedavnega stopnjevanja finančnih napetosti že vidne, predvsem v obliki odlivov iz skladov denarnega trga ter večjih prilivov v vloge čez noč. Kljub temu se bo vpliv, ki ga ima negotovost vlagateljev na njihovo razporejanje portfeljev, v celoti izrazil šele v prihodnjih mesecih. Zato v tem obdobju ni mogoče izključiti portfeljskih premikov med nedenarnimi in denarnimi sredstvi ter premikov med različnimi vrstami denarnih sredstev. Takšne učinke bo zato treba upoštevati pri ocenjevanju rasti denarja in posledic za cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju.

Septembrski podatki ravno tako kažejo, da sta nedavno stopnjevanje in širitev finančnih pretresov oslabila ponudbo bančnih kreditov rezidentom euroobmočja, kar se kaže predvsem v obliki manjših imetij vrednostnih papirjev. Obenem v euroobmočju kot celoti do septembra ni bilo videti, da bi razpoložljivost bančnih posojil gospodinjstvom in nefinančnim družbam presahnila. Zlasti struktura zapadlosti posojil kaže, da nefinančne družbe še naprej pridobivajo sredstva, in sicer tudi z razmeroma dolgo zapadlostjo. Za bolj zanesljivo presojo pa je kljub temu potrebnih več podatkov in nadaljnje analize.

Če povzamemo, bosta stopnjevanje in širitev pretresov na finančnih trgih najverjetneje dalj časa zavirala povpraševanje na svetovni ravni in v euroobmočju. V takšnem okolju se bodo glede na velik padec cen primarnih surovin v zadnjih mesecih predvidoma zmanjšali tudi cenovni, stroškovni in plačni pritiski v euroobmočju. Obenem ostaja osnovna dinamika denarne rasti visoka, vendar še naprej kaže nadaljnje znake umirjanja. Navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize potrjuje, da so se v srednjeročnem obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, navzgor usmerjena tveganja za cenovno stabilnost še dodatno zmanjšala, čeprav še niso v celoti izginila. Na tej točki je zato nujno, da vse udeležene strani – državni organi, določevalci cen in socialni partnerji – v celoti izpolnijo svoj del odgovornosti. Negotovost, ki jo povzročajo dogajanja na

finančnih trgov, je še vedno izjemno velika in pred nami so izjemno resni izzivi. Svet ECB od bančnega sektorja pričakuje, da bo prispeval svoj delež k ponovni vzpostavitvi zaupanja. Svet bo inflacijska pričakovanja še naprej ohranjal trdno zasidrana na ravni, ki je skladna z njegovim srednjeročnim ciljem. S tem podpira vzdržno rast in zaposlenost ter prispeva k finančni stabilnosti, zato bo tudi v prihodnje zelo natančno spremljal vsa gibanja.

Na javnofinančnem področju srednjeročni izzivi, kot je na primer staranje prebivalstva, zelo jasno kažejo, da se mora javnofinančna politika osredotočiti na srednjeročno vzdržnost in s tem krepiti zaupanje. Skladno s tem in kot sta nedavno potrdila Ekonomsko-finančni svet in Evropski svet, je treba javnofinančna določila Maastrichtske pogodbe in Pakta za stabilnost in rast še naprej v celoti uporabljati. Javnofinančna pravila so eden od nepogrešljivih stebrov EMU in enotne valute, ki morajo ostati trdno na svojem mestu, da ne bi bilo ogroženo zaupanje v vzdržnost javnih financ. V sedanjih razmerah so še posebej pomembni tudi kakovostni in pravočasni statistični podatki o vladnih interventnih ukrepih, da bi lahko zagotovili pregledno in odgovorno uporabo javnih sredstev.

Na področju strukturnih politik bo moralo gospodarstvo euroobmočja zaradi sedanjega obdobja šibke gospodarske aktivnosti in velike negotovosti glede gospodarskih obetov izkazati precejšnjo trdoživost. Sedanje razmere je v skladu z načelom odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco zato treba razumeti kot spodbudo pri izvajanju potrebnih notranjih reform, s čimer bi lahko države v celoti izkoristile prednosti, ki jih ponujata povečana mednarodna trgovinska menjava in povezanost trgov.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. V prvem je pojasnjeno, zakaj je z vidika denarne politike pomembno spremljati gibanje stroškov dela in kazalnike konkurenčnosti v državah euroobmočja. V drugem članku je predstavljen okvir za vrednotenje delniških trgov in premij za tveganje lastniškega kapitala. Tretji članek pa obravnava desetletno zgodovino sistema TARGET in uvedbo sistema TARGET2.