

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 7. julija 2011 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da ključne obrestne ECB zviša za 25 bazičnih točk, potem ko jih je z zgodovinsko nizke ravni za 25 bazičnih točk zvišal v aprilu 2011. Nadaljnja prilagoditev sedanje akomodativno naravnane denarne politike je upravičena zaradi navzgor usmerjenih tveganj za cenovno stabilnost. Osnovna dinamika denarne rasti še naprej postopno okreva, denarna likvidnost pa ostaja obsežna in lahko blaži cenovne pritiske v euroobmočju. Ključnega pomena je, da nedavna cenovna gibanja ne ustvarijo širših inflacijskih pritiskov v srednjeročnem obdobju. Odločitev Sveta bo prispevala k temu, da inflacijska pričakovanja v euroobmočju ostanejo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem ECB, da stopnjo inflacije srednjeročno ohranja pod 2%, a blizu te meje. Zasidranje inflacijskih pričakovanj je temeljni pogoj za to, da denarna politika lahko še naprej prispeva h gospodarski rasti v euroobmočju. Obenem obrestne mere v celotnem razponu ročnosti ostajajo nizke. Denarna politika tako ostaja akomodativna in podpira gospodarsko aktivnost in ustvarjanje novih delovnih mest. Kot je bilo pričakovano, nedavni gospodarski podatki kažejo, da se je gospodarska rast v drugem četrtletju 2011 nekoliko upočasnila. Rast je v euroobmočju ohranila pozitiven osnovni zagon, vendar pa negotovost ostaja povečana. Svet ECB bo tudi v prihodnje zelo natančno spremljal vsa gibanja, povezana z navzgor usmerjenimi tveganji za cenovno stabilnost.

Svet ECB bo obseg zagotovljene likvidnosti in načine dodelitve v operacijah refinanciranja ustrezno prilagajal razmeram, upoštevajoč dejstvo, da so vsi nestandardni ukrepi, sprejeti v obdobju hudih napetosti na finančnih trgih, po svojem ustroju začasne narave.

Kot kaže ekonomska analiza, je realni BDP euroobmočja v prvem četrtletju 2011 beležil močno rast, ki je na medčetrtletni ravni znašala 0,8% (0,3% v četrtem četrtletju 2010). Po nedavnih statističnih podatkih in anketnih kazalnikih se je rast v drugem četrtletju nadaljevala, vendar je bila nekoliko počasnejša. Ta upočasnitev kaže, da so k hitri rasti v prvem četrtletju deloma prispevali posebni dejavniki.

Gospodarska aktivnost v euroobmočju je ohranila pozitiven osnovni zagon. Izvoz euroobmočja bo predvidoma še naprej podpirala nadaljnja rast svetovnega gospodarstva. Glede na sedanjo raven zaupanja podjetij v euroobmočju bo k rasti prispevalo tudi povpraševanje zasebnega sektorja. Po drugi strani bo gospodarsko aktivnost po pričakovanjih še naprej nekoliko zaviral proces bilančnega prilagajanja v različnih sektorjih.

Po oceni Sveta ECB so tveganja, ki so povezana s temi gospodarskimi obeti, še naprej večinoma uravnotežena, negotovost pa je povečana. Po eni strani bi razmeroma visoko zaupanje podjetij lahko bolj podprlo domačo gospodarsko aktivnost v euroobmočju, kot se pričakuje zdaj, k hitrejši rasti pa bi lahko prispevalo tudi močnejše zunanje povpraševanje. Po drugi strani so tveganja nižje rasti povezana s še vedno prisotnimi napetostmi v nekaterih segmentih finančnega trga, ki se lahko prelijejo v realno gospodarstvo euroobmočja. Dodatna tveganja nižje rasti so povezana z nadaljnjo rastjo cen energentov, protekcionističnimi pritiski ter morebitnimi neobvladljivimi popravki svetovnih neravnovesij.

Na področju cenovnih gibanj je po Eurostatovi prvi oceni medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, junija 2011 znašala 2,7%, kar je enako kot maja. Razmeroma visoka inflacija v zadnjih mesecih je večinoma posledica višjih cen energentov in primarnih surovin. V prihodnjih mesecih bo stopnja inflacije verjetno ostala precej nad 2%. Navzgor usmerjeni pritiski na inflacijo, ki izhajajo predvsem iz cen energentov in ostalih primarnih surovin, so še vedno razvidni tudi v zgodnjih fazah proizvodnega procesa. Ključnega pomena je, da povišanje inflacije po HICP ne povzroči sekundarnih učinkov v gibanju plač in cen, kar bi ustvarilo širše inflacijske pritiske. Inflacijska pričakovanja morajo ostati trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da inflacijo srednjeročno ohranja pod 2%, a blizu te meje.

Tveganja glede srednjeročnih cenovnih gibanj so še vedno usmerjena navzgor. Povezana so predvsem z možnostjo, da se cene energentov povečajo bolj, kot je predvideno. Poleg tega se zaradi potrebe po javnofinančni konsolidaciji v prihodnjih letih lahko bolj, kot je predvideno, povečajo posredni davki in nadzorovane cene. Glede na vse večjo izkoriščenost zmogljivosti v euroobmočju

pa lahko navzgor usmerjena tveganja nastanejo tudi zaradi nepričakovano močnih domačih cenovnih pritiskov.

Kot kaže denarna analiza, se je medletna rast denarnega agregata M3, ki je aprila 2011 znašala 2,0%, v maju povečala na 2,4%. Če odmislimo nedavno volatilitnost v rasti M3, ki so jo povzročili posebni dejavniki, se rast tega agregata v zadnjih mesecih še naprej počasi povečuje. Medletna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju je še naprej rahlo naraščala in se je povečala z 2,6% v aprilu na 2,7% v maju. Na splošno se je postopno okrevanje osnovne denarne rasti nadaljevalo. Obenem denarna likvidnost, ki se je nabrala pred obdobjem napetosti na finančnih trgih, ostaja obsežna in bo lahko blažila cenovne pritiske v euroobmočju.

Med komponentami agregata M3 se je medletna rast agregata M1 v maju še zmanjšala, rast drugih kratkoročnih vlog pa se je povečala. Ta gibanja deloma odražajo dejstvo, da se obresti za kratkoročne vezane in hranilne vloge v zadnjih mesecih postopno povečujejo. Obenem bolj strma krivulja donosnosti zavira splošno rast agregata M3, saj zmanjšuje privlačnost denarnih sredstev v primerjavi z višje obrestovanimi dolgoročnimi instrumenti zunaj M3. Vseeno je iz najnovejših informacij mogoče sklepati, da ta vpliv popušča.

Na strani protipostavk je medletna rast posojil nefinančnim družbam ostala nespremenjena glede na aprilsko raven in je znašala 0,9%, enako tudi rast posojil gospodinjstvom, ki je ostala na ravni 3,4%. Ta gibanja potrjujejo vzorec, ki se je razvil v prejšnjih mesecih.

Skupni obseg bilance stanja bank je v zadnjih mesecih ostal večinoma nespremenjen. Pomembno je, da banke ob vse večjem povpraševanju še naprej povečujejo obseg kreditiranja zasebnega sektorja. Kjer je potrebno, se morajo tega izziva lotiti tako, da zadržijo dobičke in se za nadaljnjo krepitev svoje kapitalske osnove obrnejo na trg ali pa v celoti izkoristijo ukrepe državne podpore pri dokapitalizaciji. Še posebej tiste banke, ki imajo trenutno omejen dostop do tržnega financiranja, morajo nujno povečati svoj kapital in izboljšati učinkovitost.

Povzamemo lahko, da je Svet ECB na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da ključne obrestne ECB zviša za 25 bazičnih točk, potem ko jih je z

zgodovinsko nizke ravni za 25 bazičnih točk zvišal v aprilu 2011. Nadaljnja prilagoditev sedanje akomodativno naravnane denarne politike je upravičena zaradi navzgor usmerjenih tveganj za cenovno stabilnost. Navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize kaže, da osnovna dinamika denarne rasti še naprej postopno okreva, denarna likvidnost pa ostaja obsežna in bo lahko blažila cenovne pritiske v euroobmočju. Gledano v celoti je ključnega pomena, da nedavna cenovna gibanja ne ustvarijo širših inflacijskih pritiskov v srednjeročnem obdobju. Odločitev Sveta ECB bo prispevala k temu, da inflacijska pričakovanja v euroobmočju ostanejo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem ECB, da stopnjo inflacije srednjeročno ohranja pod 2%, a blizu te meje. Zasidranje inflacijskih pričakovanj je temeljni pogoj za to, da denarna politika lahko prispeva h gospodarski rasti v euroobmočju. Obenem obrestne mere v celotnem razponu ročnosti ostajajo nizke. Denarna politika tako ostaja akomodativna in podpira gospodarsko aktivnost in ustvarjanje novih delovnih mest. Kot je bilo pričakovano, nedavni gospodarski podatki kažejo, da se je gospodarska rast v drugem četrtletju 2011 nekoliko upočasnila. Rast je v euroobmočju ohranila pozitiven osnovni zagon, vendar pa negotovost ostaja povečana. Svet ECB bo tudi v prihodnje zelo natančno spremljal vsa gibanja, povezana z navzgor usmerjenimi tveganji za cenovno stabilnost.

Kar se tiče javnofinančnih politik, je sedanje okolje zelo zahtevno in terja odločno ukrepanje. Države euroobmočja morajo kot minimum izpolniti svoje zaveze, da konsolidirajo javne finance v letu 2011 in kasneje, kot je predvideno v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Z ustreznimi in čim prejšnjimi prilagoditvami morajo države zagotoviti, da bodo dosegle svoje cilje za strukturno javnofinančno konsolidacijo v skladu s priporočili Ekonomsko-finančnega sveta, vsakršno gospodarsko rast in javnofinančna gibanja, ki bi bili boljši od pričakovanih, pa bi morale države izkoristiti za čim hitrejšo zmanjšanje primanjkljaja. Objava podrobno opredeljenih konsolidacijskih ukrepov za leto 2012 in kasneje je bistvena za to, da države prepričajo splošno javnost in udeležence na finančnih trgih, da bodo korektivne politike izvajale še naprej in da si bodo prizadevale za zmanjšanje javnega dolga na vzdržno raven.

Obenem ostaja bistvenega pomena, da države euroobmočja čim prej izvedejo obsežne in celovite strukturne reforme, s katerimi bi izboljšale svojo konkurenčnost in fleksibilnost ter možnosti za dolgoročno rast. To še posebej velja za tiste države, ki imajo velik javnofinančni ali zunanji primanjkljaj ali so v preteklosti postale manj konkurenčne. Svet ECB pozdravlja uvedbo evropskega semestra, v okviru katerega so države nedavno predstavile svoje nacionalne reformne programe, ki vključujejo zaveze, sprejete v okviru pakta euro plus. Svet ECB podpira tudi zaključke Evropskega sveta, v katerih za krepitev konkurenčnosti poziva k ambicioznejšim in natančno opredeljenim reformam, ki bi morale biti izvedene čim prej. Poleg tega bi k procesu prilagajanja močno prispevala odprava togosti na trgu dela. Ukrepi, ki povečujejo prožnost plač, kot je npr. odprava samodejne indeksacije plač, bi prispevali k izvedbi potrebnih prilagoditev.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. Prvi obravnava nestandardne ukrepe denarne politike ECB, njihove učinke na transmisijski mehanizem denarne politike ter njihovo postopno odpravo. Drugi predstavlja razloge za vzpostavitev evropskega mehanizma za stabilnost in njegove glavne značilnosti. Tretji članek pa obravnava glavne značilnosti novega okvira EU za preprečevanje in reševanje finančnih kriz.