

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 6. oktobra 2011 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Inflacija ostaja povišana, medtem ko najnovejše informacije potrjujejo, da bo inflacija v prihodnjih mesecih verjetno ostala nad 2%, zatem pa se bo znižala. Obenem je osnovna stopnja denarne rasti še naprej zmerna. Sedanje napetosti na finančnih trgih in neugodni učinki na pogoje financiranja bodo verjetno zavirali dinamiko gospodarske rasti v euroobmočju v drugi polovici leta. Gospodarski obeti so še naprej pod vplivom posebno velike negotovosti in okrepljenih tveganj upočasnitve rasti. Obenem ostajajo kratkoročne obrestne mere nizke. Še naprej je bistveno, da denarna politika ohranja cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju, s čimer zagotavlja trdno zasidranje inflacijskih pričakovanj v euroobmočju skladno s ciljem Sveta ECB, da stopnjo inflacije srednjeročno ohranja pod 2%, vendar blizu te meje. Takšno zasidranje je temeljni pogoj za to, da denarna politika lahko prispeva h gospodarski rasti in ustvarjanju delovnih mest v euroobmočju. V prihodnjem obdobju bo potrebna zelo natančna analiza vseh novih podatkov in gibanj.

Svet ECB je določil tudi podrobnosti o operacijah refinanciranja od oktobra 2011 do 10. julija 2012, zlasti da bosta izvedeni dve operaciji dolgoročnejšega refinanciranja – ena oktobra 2011 z zapadlostjo približno 12 mesecev in druga decembra 2011 z zapadlostjo približno 13 mesecev – ter da se bodo vse operacije refinanciranja še naprej izvajale v obliki avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. Poleg tega je Svet ECB sklenil, da bo novembra 2011 uvedel nov program nakupa kritih obveznic.<sup>1</sup> Zagotavljanje likvidnosti in načini dodelitve v operacijah refinanciranja se bodo tudi v prihodnje prilagajali tako, da bankam v euroobmočju ne bo primanjkovalo likvidnosti. Vsi nestandardni ukrepi, ki so bili sprejeti v obdobju velikih pretresov na finančnih trgih, so po svojem ustroju začasne narave.

Kot kaže ekonomska analiza, bo realna rast BDP v euroobmočju v drugi polovici tega leta predvidoma zelo umirjena, potem ko se je v drugem četrtletju 2011 glede na prejšnje četrtletje upočasnila na 0,2%. Obstaja vrsta dejavnikov, ki očitno zavirajo osnovno dinamiko gospodarske rasti v euroobmočju. Med njimi so upočasnitev rasti svetovnega povpraševanja, upadanje zaupanja potrošnikov in podjetij ter negativni učinki na pogoje

---

<sup>1</sup> Več podrobnosti je v dveh sporočilih za javnost z dne 6. oktobra 2011: »*ECB announces details of refinancing operations from October 2011 to 10 July 2012*« in »*ECB announces new covered bond purchase programme*«.

financiranja, ki so posledica obstoječih napetosti na več trgih državnega dolga v euroobmočju. Obenem Svet ECB še naprej pričakuje, da bo na gospodarsko aktivnost v euroobmočju ugodno vplivala nadaljnja pozitivna rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih ter nizke kratkoročne obrestne mere in različni ukrepi, ki so bili sprejeti za boljše delovanje finančnega sektorja.

Tveganja, ki so povezana s temi gospodarskimi obeti v euroobmočju, ostajajo po oceni Sveta ECB usmerjena navzdol, negotovost pa je še posebej velika. Tveganja nižje rasti predstavljajo predvsem še vedno prisotne napetosti v nekaterih segmentih finančnega trga v euroobmočju in na svetovni ravni, pa tudi možnost, da se ti pritiski prelijejo v realno gospodarstvo euroobmočja. Povezana so tudi s še vedno visokimi cenami energentov, protekcionističnimi pritiski in morebitnimi neobvladljivimi popravki svetovnih neravnovesij.

Na področju cenovnih gibanj Eurostatova prva ocena kaže, da se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, septembra v primerjavi z avgustom povečala z 2,5% na 3,0%. Stopnja inflacije ostaja na povišani ravni od konca lanskega leta, zvišujejo pa jo predvsem višje cene energentov in drugih primarnih surovin. V prihodnjih mesecih bo stopnja inflacije verjetno ostala precej nad 2%, zatem pa naj bi se znižala. Ta predvidevanja temeljijo na pričakovanju, da bo ob zmerni gospodarski rasti gibanje plač razmeroma stabilno.

Tveganja glede gibanja inflacije v srednjeročnem obdobju so po mnenju Sveta ECB še naprej približno uravnotežena. Glavna tveganja višje inflacije so povezana z možnostjo povečanja posrednih davkov in nadzorovanih cen, ki bo v prihodnjih letih potrebno zaradi konsolidacije javnih financ. Glavna tveganja nižje inflacije pa so povezana z gospodarsko rastjo v euroobmočju in na svetovni ravni, ki bi bila lahko šibkejša od pričakovane.

Kot kaže denarna analiza, se je medletna rast agregata M3, ki je julija 2011 znašala 2,1%, v avgustu okrepila na 2,8%. Medletna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju, prilagojena za prodajo posojil in listinjenje, se je avgusta v primerjavi z julijem povečala z 2,6% na 2,8%. K rasti komponent agregata M3 so najbrž prispevali številni dejavniki, ki so verjetno povezani z okrepitevijo napetosti na nekaterih finančnih trgih. Denarna gibanja v avgustu so tako spodbujali predvsem občutni prilivi sredstev v vloge čez noč in točke/delnice skladov denarnega trga ter znaten priliv sredstev v repo pogodbe. Priliv sredstev v repo pogodbe je bil predvsem posledica zavarovanega posojanja na medbančnem trgu, ki je bilo v vse večji meri poravnano prek centralnih nasprotnih strank,

ki se nahajajo v nedenarnem sektorju. Na splošno je k rasti agregata M3 prispevalo predvsem povečanje medletne stopnje rasti M1 z 1,0% v juliju na 1,7% v avgustu ter povečanje medletne stopnje rasti tržnih instrumentov.

Na strani protipostavk je medletna rast posojil nefinančnim družbam glede na julij ostala nespremenjena in je znašala 2,2%, enako tudi rast posojil gospodinjstvom, ki je ostala na ravni 2,7% (obe vrsti posojil sta prilagojeni za prodajo posojil in listinjenje). Gledano z ustrezne srednjeročne perspektive, se je trend rasti širokega denarja in posojil v zadnjih mesecih približno stabiliziral. Osnovna dinamika rasti denarja tako na splošno ostaja zmerna.

Razmere v bančnem sektorju zahtevajo posebno pozornost ob upoštevanju medsebojne povezanosti deželnega tveganja in potreb bank po financiranju. Tako kot v preteklosti Svet ECB poziva banke, naj storijo vse, kar je potrebno, da bi okrepile svojo bilanco stanja, naj zadržijo dobičke, zagotovijo zmerno nagrajevanje in se obrnejo na trg, da bi nadalje okrepile svojo kapitalno osnovo. Kjer je potrebno, bi morale v celoti izkoristiti državne ukrepe podpore, ki bi morali postati popolnoma operativni, vključno z možnostjo, da Evropska družba za finančno stabilnost (EFSF) v prihodnosti daje posojila vladam, da bi dokapitalizirale banke.

Povzamemo lahko, da je Svet ECB na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Inflacija ostaja povišana, medtem ko najnovejše informacije potrjujejo, da bo inflacija v prihodnjih mesecih verjetno ostala nad 2%, zatem pa se bo znižala. Navzkrižna primerjava z rezultati denarne analize je potrdila, da ostaja osnovna stopnja denarne rasti zmerna. Sedanje napetosti na finančnih trgih in neugodni učinki na pogoje financiranja bodo verjetno zavirali dinamiko gospodarske rasti v euroobmočju v drugi polovici leta. Gospodarski obeti so še naprej pod vplivom posebno velike negotovosti in okrepljenih tveganj upočasnitve rasti. Obenem ostajajo kratkoročne obrestne mere nizke. Še naprej je bistveno, da denarna politika ohranja cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju, s čimer zagotavlja trdno zasidranje inflacijskih pričakovanj v euroobmočju skladno s ciljem Sveta ECB, da stopnjo inflacije srednjeročno ohranja pod 2%, vendar blizu te meje. Takšno zasidranje je temeljni pogoj za to, da denarna politika lahko prispeva h gospodarski rasti in ustvarjanju delovnih mest v euroobmočju. V prihodnjem obdobju bo potrebna zelo natančna analiza vseh novih podatkov in gibanj.

Na področju javnofinančnih politik morajo vse vlade ob nadaljnji veliki negotovosti na finančnih trgih odločno in čim prej ukrepati, da bi okrepile zaupanje javnosti v vzdržnost

javnih financ. Vse države v euroobmočju morajo pokazati neomajno odločenost, da bodo v celoti izpolnile prevzete obveznosti, saj je to ključni pogoj za finančno stabilnost v euroobmočju kot celoti. Države, v katerih se izvaja skupni program EU/MDS, ter tiste, ki so še posebno ranljive na razmere na finančnih trgih, morajo nedvoumno izvesti vse najavljene ukrepe za javnofinančno konsolidacijo in okrepitev domačega fiskalnega okvira ter morajo biti pripravljene, da izvedejo vsakršne dodatne ukrepe, ki bi bili potrebni zaradi sprememb v njihovi situaciji.

Za krepitev zaupanja, boljše možnosti za rast in nova delovna mesta mora javnofinančna konsolidacija potekati vzporedno s strukturnimi reformami. Svet ECB zato vse države v euroobmočju poziva, naj odločno in hitro izvajajo korenite in celovite strukturne reforme. S tem bodo izboljšale svojo konkurenčnost, povečale fleksibilnost gospodarstva in dolgoročno okrepile sposobnost gospodarstva za rast. V tem pogledu so ključne reforme na trgu dela s poudarkom na odpravi togosti in izvedbi ukrepov, s katerimi se povečuje prožnost plač, predvsem odprava določil o samodejni indeksaciji plač ter okrepitev plačnih dogovorov na ravni podjetij. Na splošno je v teh težkih časih bistvena zmernost na področju profitnih marž in plač. Te ukrepe bi morale spremljati strukturne reforme, ki krepijo konkurenco na trgih proizvodov, zlasti na trgih storitev, vključno z liberalizacijo zaprtih poklicev, ter po potrebi privatizacija storitev, ki se zdaj izvajajo v okviru javnega sektorja, s čimer se bo spodbudila rast produktivnosti in okrepila konkurenčnost. Obenem Svet ECB poziva vse vlade v euroobmočju, da v celoti uresničijo vse vidike sklepov, ki so jih sprejeli 21. julija 2011.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. Prvi kaže, kako je mogoče informacije, ki izhajajo iz analize denarnih in kreditnih gibanj, uporabiti pri ugotavljanju učinka, ki ga imata ravnanje bank in dejavnost posredništva na gospodarstvo. Drugi članek obravnava strukturne značilnosti trgovskih sektorjev in njihov učinek na gibanje cen v euroobmočju ter ugotavlja, da je še dovolj prostora za nadaljnje reforme, katerih cilj je izboljšati enotni trg. Tretji članek pa analizira potek finančne krize z vidika denarnih tokov.