

UVODNIK

Svet ECB je na seji 6. maja 2010 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Sedanje obrestne mere ostajajo ustrezne. Glede na vse nove informacije, ki so postale dostopne od zadnje seje 8. aprila 2010, Svet ECB pričakuje, da bodo cenovna gibanja v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, ostala umirjena. Inflacijske pritiske iz svetovnega okolja – ki jih spodbujajo predvsem gibanja cen na trgih primarnih surovin in v hitro rastočih gospodarskih regijah sveta – še vedno blažijo šibki cenovni pritiski iz domačega okolja. Najnovejše informacije so potrdile, da se je gospodarsko okrevanje v euroobmočju nadaljevalo tudi v prvih mesecih leta 2010. Svet ECB pričakuje, da bo gospodarska rast euroobmočja v letu 2010 zmerna, vendar bo dinamika rasti ob neobičajno visoki negotovosti najbrž neenakomerna. Rezultati denarne analize potrjujejo, da ostajajo inflacijski pritiski v srednjeročnem obdobju omejeni, kot kaže šibka rast denarja in kreditov. Gledano v celoti Svet ECB pričakuje, da bo stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ohranjena in bo tako podpirala kupno moč gospodinjstev v euroobmočju. Inflacijska pričakovanja ostajajo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem ohranjanja inflacije v srednjeročnem obdobju pod 2%, vendar blizu te meje. Trdno zasidranje inflacijskih pričakovanj ostaja ključnega pomena. Denarna politika bo storila vse, kar je potrebno, da bi srednjeročno ohranila stabilnost cen v euroobmočju. Svet ECB bo zato bo vsa gibanja zelo natančno spremljal tudi v prihodnjem obdobju.

Kot kaže ekonomska analiza, se po obdobju strmega upada gospodarska aktivnost v euroobmočju od sredine leta 2009 povečuje. Na gospodarstvo so ugodno vplivali predvsem okrevanje svetovnega gospodarstva, obsežne makroekonomske spodbude in sprejeti ukrepi za obnovitev delovanja bančnega sistema. Najnovejši ekonomski podatki – med drugim tudi pozitivni anketni kazalniki – podpirajo oceno, da se gospodarsko okrevanje v euroobmočju nadaljuje tudi v letu 2010. Čeprav so zlasti neugodne vremenske razmere zavrle rast na začetku leta, pa je spomladi prišlo do določene okrepitev. V prihodnjem obdobju Svet ECB pričakuje zmerno rast realnega BDP. Gospodarstvo euroobmočja naj bi spodbudilo sedanje okrevanje na svetovni ravni in vpliv tega na povpraševanje po izvozu euroobmočja. Obenem naj bi finančna kriza zavirala gospodarsko rast zaradi še vedno potekajočega procesa bilančnega prilaganja v različnih sektorjih gospodarstva ter zaradi pričakovanja o šibki izkoriščenosti zmogljivosti in nespodbudnih obetih na trgu dela.

Po mnenju Sveta ECB so tveganja, ki so povezana s temi obeti, v razmerah neobičajno visoke negotovosti še vedno večinoma uravnotežena. Na pozitivni strani se lahko bolj, kot je pričakovano, okrepi svetovna gospodarska rast in mednarodna trgovinska menjava, močnejše pa se lahko izboljša tudi zaupanje, s čimer bi okrevanje postalo samozadostno. Na negativni strani zaskrbljenost še vedno zbuja obnovljene napetosti v nekaterih segmentih finančnih trgov. Poleg tega lahko rast zavrejo tudi večji ali dolgotrajnejši negativni povratni učinki med realnim gospodarstvom in finančnim sektorjem, ponovna rast cen nafte in drugih primarnih surovin, stopnjevanje protekcionističnih pritiskov in morebitni neobvladljivi popravki svetovnih neravnovesij.

Na področju cenovnih gibanj je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, v euroobmočju po Eurostatovi prvi oceni aprila 2010 znašala 1,5%, potem ko je bila marca na ravni 1,4%. To je nekoliko več, kot je bilo pričakovano pred nekaj meseci, in je povezano zlasti s cenovnimi pritiski s strani energentov. V prihodnjem obdobju se lahko inflacijski pritiski iz svetovnega okolja povečajo, k čemur bodo prispevala predvsem gibanja cen na trgih primarnih surovin in v hitro rastočih gospodarskih regijah sveta, medtem ko naj bi bili cenovni pritiski iz domačega okolja v euroobmočju še naprej omejeni. Tako bo skupna inflacija v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, predvidoma zmerna. Inflacijska pričakovanja v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju ostajajo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da inflacijo srednjeročno ohranja pod 2%, vendar blizu te meje.

V bližnji prihodnosti so nedavne projekcije inflacije po HICP zaradi gibanja cen energentov nekoliko izpostavljene navzgor usmerjenim tveganjem, medtem ko so v srednjeročnem obdobju tveganja za cenovno stabilnost po ocenah še vedno večinoma uravnotežena. Navzgor usmerjena tveganja v srednjeročnem obdobju so povezana zlasti z gibanjem cen primarnih surovin. Poleg tega se zaradi potrebe po konsolidaciji javnih financ v prihodnjih letih lahko bolj, kot je pričakovano, povečajo posredni davki in nadzorovane cene. Hkrati pa so tveganja, ki so jim izpostavljena domača gibanja cen in stroškov, omejena. Gledano v celoti bo Svet ECB natančno spremljal prihodnje gibanje vseh razpoložljivih cenovnih kazalnikov.

Kot kaže denarna analiza, je medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 marca 2010 ostala rahlo negativna na ravni -0,1%. Skupaj z nadaljnjo negativno medletno rastjo posojil zasebnemu sektorju, ki je marca 2010 znašala -0,2%, najnovejši podatki dodatno potrjujejo oceno Sveta ECB, da je osnovna dinamika denarne rasti zmerna in da so

inflacijski pritiski v srednjeročnem obdobju omejeni. Kratkoročna gibanja M3 in posojil so prav tako ostala umirjena.

Dokaj strma krivulja donosnosti še naprej spodbuja premeščanje sredstev v dolgoročneje vloge in vrednostne papirje zunaj agregata M3, kar pomeni, da je dejanska rast M3 šibkejša od osnovne stopnje denarne rasti. Obenem še vedno ozek razpon med obrestnimi merami za različne instrumente znotraj M3 zmanjšuje oportunitetne stroške prerazporejanja sredstev v vloge čez noč namesto v druge instrumente M3. To se kaže v vztrajni izraziti razliki med šibko medletno rastjo M3 in visoko medletno rastjo M1, ki je marca znašala 10,9%. Ob sedanjih razmerjih med obrestnimi merami, ki trajajo že nekaj časa, pa najnovejši podatki kažejo, da se večji premiki pri razporejanju sredstev zmanjšujejo.

Medletna rast bančnih posojil zasebnemu sektorju je marca ostala negativna, vendar to prikriva dejstvo, da je bil mesečni tok še naprej pozitiven. Prikriva tudi še vedno nasprotna gibanja na sektorski ravni: pozitivno in naraščajočo medletno rast posojil gospodinjstvom na eni strani ter negativno medletno rast posojil nefinančnim družbam na drugi strani. Medtem ko je zapoznel odziv posojil nefinančnim družbam na gospodarsko aktivnost običajna lastnost poslovnega cikla, pa podatki v zadnjih nekaj mesecih kažejo, da se je nedavni trend zniževanja medletne rasti posojil morebiti ustavil.

Najnovejši podatki tudi potrjujejo, da se obseg skupne bilance stanja bank od preloma leta ni več zmanjševal. Vseeno nadaljnjih prilagoditev ni mogoče izključiti, banke pa se še vedno soočajo z izzivom, kako povečati razpoložljivost kreditov nefinančnemu sektorju, ko se bo povpraševanje povečalo. Da bi se banke lahko učinkovito spoprijele s tem izzivom, bi se morale obrniti na trg in izkoristiti sedanje pogoje financiranja, da bi nadalje okrepile svojo kapitalsko osnovo.

Povzamemo lahko, da sedanje ključne obrestne mere ECB ostajajo ustrezne. Glede na vse nove informacije, ki so postale dostopne od zadnje seje 8. aprila 2010, Svet ECB pričakuje, da bodo cenovna gibanja v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, ostala umirjena. Inflacijske pritiske iz svetovnega okolja – ki jih spodbujajo predvsem gibanja cen na trgih primarnih surovin in v hitro rastočih gospodarskih regijah sveta – še vedno blažijo šibki cenovni pritiski iz domačega okolja. Najnovejše informacije so potrdile, da se je gospodarsko okrevanje v euroobmočju nadaljevalo tudi v prvih mesecih leta 2010. Svet ECB pričakuje, da bo gospodarska rast euroobmočja v letu 2010 zmerna, vendar bo dinamika rasti ob neobičajno visoki negotovosti najbrž neenakomerna. Navzkrižna

primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize potrjuje, da ostajajo inflacijski pritiski v srednjeročnem obdobju omejeni, kot kaže šibka rast denarja in kreditov. Gledano v celoti Svet ECB pričakuje, da bo stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ohranjena in bo tako podpirala kupno moč gospodinjstev v euroobmočju. Inflacijska pričakovanja ostajajo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem ohranjanja inflacije v srednjeročnem obdobju pod 2%, vendar blizu te meje. Trdno zasidranje inflacijskih pričakovanj ostaja ključnega pomena. Denarna politika bo storila vse, kar je potrebno, da bi srednjeročno ohranila stabilnost cen v euroobmočju. Svet ECB bo zato vsa gibanja zelo natančno spremljal tudi v prihodnjem obdobju.

Na področju javnofinančnih politik Svet ECB poziva k odločnemu ukrepanju vlad, da bi dosegle trajno in prepričljivo konsolidacijo javnih financ. Najnovejše informacije kažejo, da bo za odpravo velikih javnofinančnih neravnovesij treba pospešiti sedanja prizadevanja. Javnofinančna konsolidacija bo morala občutno preseči letno strukturno prilagoditev v višini 0,5% BDP, ki jo kot minimalno zahtevo določa Pakt za stabilnost in rast. Čim dlje se bo odlašalo z odpravo javnofinančnih neravnovesij, tem večje prilagoditve bodo potrebne in višja bodo tveganja izgube ugleda in zaupanja. Nasprotno pa bo hitro in zgodnejše izvajanje celovitih konsolidacijskih načrtov, ki se osredotočajo na strani odhodkov in jih dopolnjujejo strukturne reforme, okrepilo zaupanje javnosti v sposobnost vlad, da ponovno dosežejo vzdržnost javnih financ, zmanjšajo premije za tveganje v obrestnih merah in tako spodbudijo vzdržno gospodarsko rast v srednjeročnem obdobju. V zvezi s tem Svet ECB pozdravlja program gospodarskega in finančnega prilagajanja, ki ga je sprejela grška vlada, potem ko so se uspešno zaključila pogajanja z Evropsko komisijo ob posredovanju ECB in z Mednarodnim denarnim skladom, s ciljem obvarovati finančno stabilnost v euroobmočju kot celoti.

V vseh državah euroobmočja so strukturne reforme, ki bodo podprle višjo rast in zaposlenost, ključne pri spodbujanju vzdržnega okrevanja. Glede na nedavno povečanje brezposelnosti so za to, da bi se izognili večji strukturni brezposelnosti, potrebni takšni sistemi davkov in socialnih prejemkov, ki dajejo učinkovite spodbude za delo, ter izboljšani programi usposabljanja in zadostna prožnost pogodb o zaposlitvi. Obenem se morajo vse prizadete države nujno spopasti s problemi konkurenčnosti ter z domačimi in zunanji neravnovesji. V ta namen so nujne takšne institucije plačnih pogajanj, ki bodo omogočale ustrezno prilagajanje plač nižji konkurenčnosti in razmeram na področju brezposelnosti. V enaki meri so bistveni tudi ukrepi, ki bodo povečali prožnost cen in necenovno konkurenčnost. Pomembno vlogo v tem procesu pa bi morale odigrati tudi

ustrezno prestrukturiranje bančnega sektorja. Zdrave poslovne bilance, učinkovito upravljanje s tveganji ter pregledni in zanesljivi poslovni modeli so ključni za večjo odpornost bank na šoke in zagotovitev ustreznega dostopa do financiranja, s čimer bodo vzpostavljeni temelji za vzdržno gospodarsko rast in finančno stabilnost.

V tej številki Mesečnega biltena sta objavljena dva članka. Prvi članek ocenjuje, kako se je od uvedbe eura razvijal transmisijski mehanizem denarne politike v euroobmočju. Drugi članek pa obravnava ključne vzroke za »veliko inflacijo« v 1970-ih letih in ugotavlja, kaj se lahko iz tega nauči denarna politika. V okvirju spodaj so opisani ukrepi, ki jih je 10. maja 2010 sprejel Svet ECB.

Okvir 1

DODATNI UKREPI, KI JIH JE SPREJEL SVET ECB

Svet ECB je 10. maja 2010 sprejel več ukrepov, da bi zmanjšal hude napetosti, ki so se pojavile na določenih segmentih trga in ki ovirajo transmisijski mehanizem denarne politike ter s tem uspešno izvajanje denarne politike, usmerjene k cenovni stabilnosti v srednjeročnem obdobju. Ti ukrepi so zasnovani tako, da ne bodo vplivali na naravnost denarne politike.

Tako se je Svet ECB odločil, da bo v okviru programa ukrepov na trgih vrednostnih papirjev izvajal posege na trgu javnih in zasebnih dolžniških vrednostnih papirjev v euroobmočju, s čimer bo zagotovil globino in likvidnost na tistih segmentih trga, ki ne delujejo. Cilj tega programa je odpraviti vzroke za nepravilno delovanje trgov vrednostnih papirjev in ponovno vzpostaviti ustrezen transmisijski mehanizem denarne politike. Obseg posegov bo določil Svet ECB. Pri sprejemanju te odločitve je Svet ECB upošteval izjavo vlad euroobmočja, da »bodo sprejele vse potrebne ukrepe, da bi letos in v prihodnjih letih izpolnile svoje javnofinančne cilje v skladu s postopkom v zvezi s čezmernim primanjkljajem«. Upošteval je tudi natančno opredeljene dodatne zaveze, ki so jih sprejele nekatere vlade euroobmočja, da bi pospešile javnofinančno konsolidacijo in zagotovile vzdržnost svojih javnih financ. Učinek teh posegov bo nevtraliziran z izvajanjem posebnih operacij za umikanje likvidnosti, dodeljene prek programa ukrepov na trgih vrednostnih papirjev.

Poleg tega je Svet ECB sklenil, da bosta redni 3-mesečni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja, ki bosta dodeljeni 26. maja in 30. junija 2010, izvedeni v obliki avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. Obenem je bila 12. maja 2010 izvedena 6-mesečna operacija dolgoročnejšega refinanciranja s polno dodelitvijo po obrestni meri, ki je določena kot povprečna izklicna obrestna mera v operacijah glavnega refinanciranja med trajanjem te operacije.

Svet ECB je tudi sklenil, da bo v sodelovanju z drugimi centralnimi bankami ponovno aktiviral začasne zamenjave likvidnosti z ameriško centralno banko in začel ponovno izvajati operacije povečevanja likvidnosti v ameriških dolarjih z zapadlostjo 7 in 84 dni. Te operacije bodo potekale v obliki repo poslov na podlagi primernega finančnega premoženja, ki se uporablja kot zavarovanje v operacijah ECB, in se bodo izvajale kot avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. Prva takšna operacija je bila izvedena 11. maja 2010.

Po mnenju Sveta ECB so ti ukrepi nujni za uspešno delovanje transmisijskega mehanizma denarne politike. Tako bodo ti ukrepi prispevali k blažitvi učinkov povečane volatilnosti finančnih trgov, likvidnostnih tveganj in motenj na trgu pri dostopu do finančnih sredstev v gospodarstvu.

Nevtralizacija posegov na trgu javnih in zasebnih dolžniških vrednostnih papirjev v euroobmočju bo zagotovila, da program ukrepov na trgih vrednostnih papirjev ne bo vplival na prevladujočo raven likvidnosti in obrestnih mer denarnega trga. S tem sprejeti ukrepi ne vplivajo na naravnost denarne politike.