

UVODNIK

Svet ECB je na seji 2. julija 2009 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Ob upoštevanju vseh informacij in analiz, ki so postale dostopne po zadnji seji 4. junija 2009, ostajajo sedanje obrestne mere ustrezne.

Padeč medletne stopnje inflacije v negativno območje junija letos je v skladu s prejšnjimi pričakovanji in odraža predvsem začasne učinke. Potem ko se bo inflacija vrnila v pozitivno območje, bodo cenovna gibanja v razdobju, pomembnem za denarno politiko, po pričakovanjih Sveta ECB ostala oslABLJENA. Novejše objave podatkov in anketne informacije nadalje kažejo, da bo gospodarska aktivnost v preostanku leta najverjetneje ostala šibka, vendar naj bi se zmanjševala z manjšo intenzivnostjo kot v prvem četrtletju leta 2009. Ta ocena vključuje zakasnele zaviralne učinke, na primer nadaljnje poslabšanje razmer na trgu dela, ki se bodo verjetno razvili v prihodnjih mesecih. V naslednjem letu se po fazi stabilizacije pričakuje postopno okrevanje s pozitivnimi četrtletnimi stopnjami rasti do sredine leta 2010. Razpoložljivi kazalniki inflacijskih pričakovanj v srednjeročnem in dolgoročnejšem obdobju ostajajo trdno zasidrani na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da stopnjo inflacije na srednji rok ohranja pod 2%, vendar blizu te meje. Rezultati denarne analize potrjujejo oceno o šibkih inflacijskih pritiskih, saj so denarni in kreditni kazalniki še naprej šibki. V takšnih razmerah Svet ECB pričakuje, da bo trenutno obdobje izredno nizkih ali negativnih stopenj inflacije kratkotrajno in da bo stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ohranjena, kar bo še naprej podpiralo kupno moč gospodinjštev v euroobmočju.

Ekonomske podatke in anketne informacije, ki so postale dostopne po zadnji seji Sveta ECB 4. junija, večinoma potrjujejo prejšnja pričakovanja. Gospodarska aktivnost v preostanku letošnjega leta bo po pričakovanjih ostala šibka, vendar naj bi se zmanjševala z manjšo intenzivnostjo kot v prvem četrtletju leta 2009. V naslednjem letu se po fazi stabilizacije pričakuje postopno okrevanje s pozitivnimi četrtletnimi stopnjami rasti do sredine leta 2010. Velike spodbude politik v vseh pomembnejših gospodarskih območjih naj bi podpirale rast po vsem svetu in tudi v euroobmočju.

Po mnenju Sveta ECB so tveganja v gospodarskih obetih uravnovežena. Na pozitivni strani je mogoče, da bodo učinki sedanjih obsežnih makroekonomskih spodbujevalnih ukrepov ter drugih sprejetih ukrepov politik večji od pričakovanih. Tudi zaupanje se lahko



izboljša hitreje, kot se pričakuje zdaj. Po drugi strani je še vedno prisotna zaskrbljenost, povezana z močnejšimi in dolgotrajnejšimi negativnimi povratnimi učinki med realnim gospodarstvom in pretresi na finančnih trgih, z nadaljnjo rastjo cen nafte in drugih primarnih surovin, okrepitevijo protekcionističnih pritiskov, z vse bolj neugodnimi razmerami na trgu dela in nazadnje tudi z neugodnimi gibanji v svetovnem gospodarstvu, ki bi lahko izhajala iz neobvladljivih popravkov svetovnih neravnovesij.

Kar se tiče cenovnih gibanj, je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, po Eurostatovi prvi oceni v juniju znašala -0,1%, medtem ko je bila maja na ravni 0,0%. Nadaljnje znižanje medletne stopnje inflacije je bilo pričakovano in odraža predvsem bazne učinke, ki so posledica preteklih skokovitih sprememb svetovnih cen primarnih surovin.

Zaradi baznih učinkov bo medletna stopnja inflacije v naslednjih mesecih predvidoma začasno ostala v negativnem območju, preden bo zopet postala pozitivna. Takšna kratkoročna gibanja s stališča denarne politike niso pomembna. Skladno z razpoložljivimi napovedmi in projekcijami bo inflacija čez daljše časovno obdobje po pričakovanjih ostala v pozitivnem območju, medtem ko naj bi gibanje cen in stroškov ostalo umirjeno zaradi trenutnega šibkega povpraševanja v euroobmočju in drugod. Tako ostajajo kazalniki inflacijskih pričakovanj v srednjeročnem in dolgoročnejšem obdobju trdno zasidrani na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da stopnjo inflacije na srednji rok ohranja pod 2%, vendar blizu te meje.

Tveganja v inflacijskih obetih so večinoma uravnotežena. Na spodnji strani so povezana predvsem z obeti glede gospodarske aktivnosti, na zgornji strani pa z višjimi cenami primarnih surovin od pričakovanih. Poleg tega se lahko zaradi potrebne konsolidacije javnih financ v prihodnjih letih posredni davki in nadzorovane cene povečajo bolj, kot je pričakovano.

V denarni analizi najnovejši podatki potrjujejo, da se denarna dinamika še naprej upočasnjuje. Maja se je medletna stopnja rasti M3 nadalje zmanjšala na 3,7%, stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju pa se je znižala še bolj, in sicer na 1,8%, kar so najnižje stopnje od začetka tretje faze ekonomske in monetarne unije. Sočasna upočasnitev potrjuje oceno o počasnejši osnovni dinamiki rasti denarja in nižjih inflacijskih pritiskih v srednjeročnem obdobju.

Maja se je obseg večine komponent M3 skrčil, kar je predvsem posledica nedavnega znižanja obrestnih mer za kratkoročne vloge in tržne instrumente ter povečanega razporejanja sredstev v instrumente zunaj agregata M3, ki so ga spodbujale te obrestne mere. Po znatni okrepitvi aprila se je maja umirila tudi rast M1, čeprav je ostala visoka. Kratkoročna gibanja M3 so bila v zadnjih nekaj mesecih volatilna. Če odmislimo to volatilnost, se je dinamika rasti denarja od zadnjega četrletja leta 2008 nedvomno upočasnila.

Tok bančnih posojil nefinančnim družbam in gospodinjstvom je ostal umirjen, kar deloma odraža oslabitev gospodarske aktivnosti in nadaljnjo nizko raven zaupanja podjetij in potrošnikov. V zadnjih mesecih je bilo opaziti zmerno mesečno krčenje obsega posojil nefinančnim družbam. Takšna gibanja so predvsem posledica upada kratkoročnega posojanja, medtem ko je tok posojil z daljšimi ročnostmi ostal rahlo pozitiven. Ob tem je pomembno opozoriti, da se je preteklo znižanje ključnih obrestnih mer ECB še naprej prenašalo na obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom. Posledično izboljšanje pogojev financiranja bo predvidoma zagotavljalo trajno oporo gospodarski aktivnosti v prihodnjem obdobju. Kot je Svet ECB v preteklosti že poudaril, pa bi morale banke glede na prihodnje izzive sprejeti ustrezne ukrepe za okrepitev svoje kapitalske osnove in po potrebi v celoti izkoristiti državne ukrepe v podporo finančnemu sektorju, zlasti v zvezi z dokapitalizacijo.

Če povzamemo, ob upoštevanju vseh informacij in analiz, ki so postale dostopne po zadnji seji Sveta ECB 4. junija 2009, ostajajo sedanje obrestne mere ustrezne. Padec medletne stopnje inflacije v negativno območje junija letos je v skladu s prejšnjimi pričakovanji in odraža predvsem začasne učinke. Potem ko se bo inflacija vrnila v pozitivno območje, bodo cenovna gibanja v razdobju, pomembnem za denarno politiko, po pričakovanjih Sveta ECB ostala oslABLJENA. Novejše objave podatkov in anketne informacije nadalje kažejo, da bo gospodarska aktivnost v preostanku leta najverjetneje ostala šibka, vendar naj bi se zmanjševala z manjšo intenzivnostjo kot v prvem četrletju leta 2009. Ta ocena vključuje zakasnele zaviralne učinke, na primer nadaljnje poslabšanje razmer na trgu dela, ki se bodo verjetno razvili v prihodnjih mesecih. V naslednjem letu se po fazi stabilizacije pričakuje postopno okrevanje s pozitivnimi četrletnimi stopnjami rasti do sredine leta 2010. Razpoložljivi kazalniki inflacijskih pričakovanj v srednjeročnem in dolgoročnejšem obdobju ostajajo trdno zasidrani na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da stopnja inflacije na srednji rok ohranja pod 2%, vendar blizu te meje. Navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske analize z denarno analizo potrjuje oceno o nizkih inflacijskih

pritiskih, saj so denarni in kreditni kazalniki še naprej šibki. V takšnih razmerah Svet ECB pričakuje, da bo trenutno obdobje izredno nizkih ali negativnih stopenj inflacije kratkotrajno in da bo stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ohranjena, kar bo še naprej podpiralo kupno moč gospodinjstev v euroobmočju.

Ker transmisija denarne politike deluje s časovnim odlogom, se bodo ukrepi denarne politike postopno v celoti prelili v gospodarstvo. To pomeni, da bo denarna politika z vsemi sprejetimi ukrepi tudi v prihodnje nudila oporo gospodinjstvom in gospodarskim družbam. Svet ECB bi rad spomnil, da je Eurosistem nedavno v prvi 12-mesečni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja bankam v euroobmočju zagotovil veliko količino likvidnosti. Ta operacija po fiksni 1-odstotni obrestni meri naj bi nadalje okrepila likvidnostni položaj bank ter skupaj z drugimi ukrepi okrepljene podpore kreditiranju spodbudila normalizacijo denarnih trgov in zagotavljanje kreditov gospodarstvu. Ko se bo makroekonomska okolje izboljšalo, bo Svet ECB zagotovil, da bo mogoče sprejete ukrepe hitro odpraviti in umakniti zagotovljeno likvidnost. Tako se bo mogoče učinkovito in pravočasno odzvati na vsa morebitna tveganja za cenovno stabilnost na srednji in daljši rok. Svet ECB bo, kot je že večkrat poudaril, še naprej skrbel za to, da inflacijska pričakovanja v srednjeročnem obdobju ostanejo trdno zasidrana. Takšno zasidranje zagotavlja nujno podporo vzdržni gospodarski rasti in zaposlenosti ter prispeva k finančni stabilnosti. Svet ECB bo zato tudi v prihodnjem obdobju zelo natančno spremljal vsa gibanja.

Na področju javnofinančne politike Svet ECB pozdravlja letošnje spomladanske usmeritve za javnofinančno politiko euroobmočja, kot so jih junija sprejeli finančni ministri euroobmočja. Treba je zagotoviti vrnitev k zdravim in vzdržnim javnim financam, s čimer se bo okrepila splošna makroekonomska stabilnost. Ob tem bi morale vlade euroobmočja v okviru Pakta za stabilnost in rast pripraviti in posredovati ambiciozne in realistične javnofinančne strategije izstopa in konsolidacije. Po mnenju Sveta ECB je treba proces strukturnega prilagajanja vsekakor začeti najkasneje do gospodarskega okrevanja. Leta 2011 pa je treba prizadevanja za konsolidacijo pospešiti. Da bi popravili predvideno veliko javnofinančno neravnovesje v državah euroobmočja, bodo morala prizadevanja za konsolidacijo precej preseči referenčno vrednost 0,5% BDP na leto, kot je določeno v Paktu za stabilnost in rast. V državah z velikim primanjkljajem oziroma visoko stopnjo javnega dolga bi morala letna strukturna prilagoditev znašati najmanj 1% BDP.

Na področju strukturnih politik je treba okrepiti prizadevanja za spodbujanje potencialne rasti v euroobmočju. Zaradi negativnega učinka finančne krize na zaposlenost, naložbe in stanje osnovnih sredstev je bistveno, da se pospeši izvajanje potrebnih strukturnih reform. Zlasti so potrebne reforme na trgu proizvodov, ki bodo spodbujale konkurenco ter pospešile prestrukturiranje in rast produktivnosti. Poleg tega morajo reforme na trgu delovne sile omogočiti ustrezno oblikovanje plač in mobilnost delovne sile med sektorji in regijami. Obenem je treba številne ukrepe politik, ki so bili sprejeti v zadnjih mesecih za podporo posameznim segmentom gospodarstva, postopno in pravočasno odpraviti. Pozornost je treba zdaj nujno posvetiti povečanju prilagodljivosti in prožnosti gospodarstva euroobmočja v skladu z načelom odprtega tržnega gospodarstva s svobodno konkurenco.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. Prvi članek analizira vpliv, ki ga imajo državne podpore bančnemu sektorju na javne finance euroobmočja. Drugi članek obravnava izvajanje denarne politike od začetka pretresov na finančnih trgih avgusta 2007. Tretji članek pa predstavlja sistem rotacije glasovalnih pravic v Svetu ECB.