

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 6. avgusta na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Informacije in analize, ki so postale dostopne po zadnji seji 2. julija 2009, potrjujejo stališče Sveta, da so sedanje obrestne mere ustrezne.

Kot je bilo pričakovano, je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, v juliju zdrsnila še globlje v negativno območje, k čemur so največ prispevali začasni dejavniki. Svet ECB še naprej pričakuje, da bodo po vrnitvi v pozitivno območje v drugi polovici leta cenovna gibanja v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, ostala umirjena. Nedavno objavljeni podatki in anketni rezultati še vedno kažejo, da bo gospodarska aktivnost v preostanku tega leta verjetno ostala šibka, čeprav se krčenje gospodarske rasti očitno upočasnjuje. Ta ocena upošteva zapoznele neugodne učinke, ki se lahko razvijejo v prihodnjih mesecih, kot je na primer nadaljnje poslabšanje razmer na trgu dela. V naslednjem letu se po fazi stabilizacije pričakuje postopno okrevanje s pozitivnimi četrtletnimi stopnjami rasti. 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. Rezultati denarne analize potrjujejo oceno o nizkih inflacijskih pritiskih, saj se rast denarja in kreditov še naprej upočasnjuje. Glede na vse te dejavnike Svet ECB pričakuje, da bo sedanje obdobje izredno nizkih ali negativnih stopenj inflacije kratkotrajno in da bo cenovna stabilnost v srednjeročnem obdobju ohranjena, zato bo tudi v prihodnje podpirala kupno moč gospodinjstev v euroobmočju.

Ekonomski podatki in anketni rezultati, ki so postali dostopni po zadnji seji 2. julija 2009, so večinoma potrdili dosedanja pričakovanja. Negotovost je sicer še vedno velika, vendar se pojavlja vse več znakov, ki kažejo, da je svetovna recesija dosegla dno. Kar zadeva euroobmočje, novejša ankete kažejo, da se krčenje gospodarske rasti očitno upočasnjuje. Vseeno bo gospodarska aktivnost v preostanku letošnjega leta po pričakovanjih ostala šibka. V naslednjem letu se po fazi stabilizacije pričakuje postopno okrevanje s pozitivnimi četrtletnimi stopnjami rasti. Obsežne spodbude politik v vseh pomembnejših gospodarskih območjih bodo predvidoma podprle rast po vsem svetu in tudi v euroobmočju.

Po mnenju Sveta ECB je negotovost še vedno velika, novi podatki pa bodo po vsej verjetnosti ostali volatilni. Tveganja, ki so povezana s temi obeti, ostajajo uravnotežena. Na pozitivni strani je mogoče, da bodo učinki sedanjih obsežnih makroekonomskih

spodbud ter drugih sprejetih ukrepov politik večji od pričakovanih, prav tako pa je mogoče, da se zaupanje izboljša hitreje, kot se pričakuje zdaj. Po drugi strani še vedno obstaja zaskrbljenost glede močnejših ali dolgotrajnejših negativnih povratnih učinkov med realnim gospodarstvom in pretresi na finančnih trgih, glede ponovne rasti cen nafte in drugih primarnih surovin, krepitve protekcionističnih pritiskov, slabših razmer na trgu dela od pričakovanih, nazadnje pa tudi glede neugodnih gibanj v svetovnem gospodarstvu, ki bi lahko izhajala iz neobvladljivih popravkov svetovnih neravnovesij.

Na področju cenovnih gibanj je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, po Eurostatovi prvi oceni v juliju znašala -0,6%, medtem ko je bila junija na ravni -0,1%. Svet ECB je pričakoval nadaljnje znižanje medletne stopnje inflacije, ta pa odraža predvsem bazne učinke, ki izhajajo iz najvišjih vrednosti, ki so jih svetovne cene primarnih surovin dosegle pred letom dni.

V prihodnjem obdobju bo zaradi baznih učinkov medletna inflacija predvidoma začasno ostala v negativnem območju, kasneje letos pa naj bi se vrnila na pozitivno stran. Takšna kratkoročna gibanja pa s stališča denarne politike niso pomembna. Po razpoložljivih napovedih in projekcijah bo inflacija na daljši rok predvidoma ostala pozitivna, gibanja cen in stroškov pa bodo zaradi trenutnega šibkega povpraševanja v euroobmočju in drugod ostala umirjena. Tako ostajajo kazalniki inflacijskih pričakovanj v srednjeročnem in dolgoročnejšem obdobju trdno zasidrani na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da stopnja inflacije na srednji rok ohranja pod 2%, vendar blizu te meje.

Tveganja v inflacijskih obetih so večinoma uravnotežena. Povezana so predvsem s prihodnjo gospodarsko aktivnostjo in višjimi cenami primarnih surovin od pričakovanih. Zaradi konsolidacije javnih financ, ki bo potrebna v prihodnjih letih, se lahko tudi posredni davki in nadzorovane cene povečajo bolj, kot je pričakovano.

V denarni analizi najnovejši podatki potrjujejo, da se rast širokega denarja in kreditov še naprej upočasnjuje. Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 in posojil zasebnemu sektorju je v juniju znašala -3,5% oziroma 1,5%, kar je najnižja raven od začetka tretje faze ekonomske in monetarne unije. Ta gibanja potrjujejo oceno o počasnejši osnovni dinamiki rasti denarja in šibkih inflacijskih pritiskih v srednjeročnem obdobju.

Upočasnjevanje denarne rasti od zadnjega četrletja leta 2008 še naprej spremlja volatilitnost kratkoročnih gibanj agregata M3 in njegovih komponent. To v veliki meri odraža vpliv, ki ga imajo absolutne in relativne spremembe obrestnih mer na razporejanje sredstev med finančne naložbe znotraj in zunaj agregata M3 ter med različne skupine vlog znotraj M3. Tako se je junija zaradi premika od kratkoročnih vezanih vlog k vlogam čez noč v okviru M3 še nadalje občutno povečala medletna stopnja rasti agregata M1.

Tok bančnih posojil v nefinančni zasebni sektor je junija ostal oslavljen, čeprav so med posameznimi sektorji posojilojemalcev obstajale razlike. Tako je tok posojil nefinančnim družbam zaradi strmega padca kratkoročnega posojanja postal precej bolj negativen, nasprotno pa je bil tok posojil gospodinjstvom rahlo bolj pozitiven kot prejšnji mesec. Zdi se, da je sedanja negotovost zavirala povpraševanje posojilojemalcev po financiranju. Vseeno so posojilodajalci, sodeč po najnovejši anketi euroobmočja o bančnih posojilih, bistveno manj zaostriili svoje kreditne standarde. Glede na prihodnje izzive bi morale banke sprejeti ustrezne ukrepe za nadaljnjo okrepitev svoje kapitalske osnove in po potrebi v celoti izkoristiti državne ukrepe v podporo finančnemu sektorju, še posebno v zvezi z dokapitalizacijo.

Povzamemo lahko, da informacije in analize, ki so postale dostopne po zadnji seji Sveta ECB dne 2. julija 2009, potrjujejo stališče, da sedanje ključne obrestne mere ECB ostajajo ustrezne. Kot je bilo pričakovano, je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, v juliju zdrsnila še globlje v negativno območje, k čemur so največ prispevali začasni dejavniki. Svet ECB še naprej pričakuje, da bodo po vrnitvi v pozitivno območje v drugi polovici leta cenovna gibanja v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, ostala umirjena. Nedavno objavljeni podatki in anketni rezultati še vedno kažejo, da bo gospodarska aktivnost v preostanku tega leta verjetno ostala šibka, čeprav se krčenje gospodarske rasti očitno upočasnjuje. Ta ocena upošteva zapoznele neugodne učinke, ki se lahko razvijejo v prihodnjih mesecih, kot je na primer nadaljnje poslabšanje razmer na trgu dela. V naslednjem letu se po fazi stabilizacije pričakuje postopno okrevanje s pozitivnimi četrletnimi stopnjami rasti. 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. Navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize potrjuje oceno o šibkih inflacijskih pritiskih, saj se rast denarja in kreditov še naprej upočasnjuje. Glede na vse te dejavnike Svet ECB pričakuje, da bo sedanje obdobje izredno nizkih ali negativnih stopenj inflacije kratkotrajno in da bo cenovna stabilnost v srednjeročnem obdobju ohranjena, zato bo tudi v prihodnje podpirala kupno moč gospodinjstev v euroobmočju.

Ker transmisija denarne politike deluje s časovnim odlogom, se bodo ukrepi denarne politike ECB predvidoma postopno v celoti prelili v gospodarstvo. To pomeni, da bo denarna politika z vsemi sprejetimi ukrepi, vključno s kupovanjem kritih obveznic, tudi v prihodnje nudila oporo gospodinjstvom in gospodarskim družbam. Ko se bo makroekonomsko okolje izboljšalo, bo Svet ECB poskrbel za hitro odpravo sprejetih ukrepov in umik obsežne likvidnosti, ki je bila zagotovljena. Tako se bo mogoče

učinkovito in pravočasno odzvati na vse morebitne grožnje za cenovno stabilnost, ki bi se lahko pojavile na srednji ali daljši rok. Svet ECB bo še naprej skrbel za to, da inflacijska pričakovanja v srednjeročnem obdobju ostanejo trdno zasidrana. Takšno zasidranje je nujno za podporo vzdržni gospodarski rasti in zaposlenosti ter prispeva k finančni stabilnosti. Svet ECB bo zato tudi v prihodnjem obdobju zelo natančno spremljal vsa gibanja.

V zvezi z javnofinančno politiko Svet ECB pozdravlja stališče Euroskupine, da nadaljnji javnofinančni spodbujevalni ukrepi glede na sedanje gospodarske obete ter pričakovana gibanja javnofinančnega primanjkljaja in javnega dolga niso upravičeni. Proračunski načrti za leto 2010, ki so v vrsti držav zdaj v zaključni fazi, in srednjeročne strategije konsolidacije morajo izhajati iz zaveze k hitri obnovi zdravih in vzdržnih javnih financ. V skladu s tem bi morale vlade pripraviti in posredovati ambiciozne in realistične javnofinančne strategije izstopa in konsolidacije v skladu z določili Pakta za stabilnost in rast. Proces strukturnega prilagajanja bi se moral v vsakem primeru začeti najkasneje z gospodarskim okrevanjem, v letu 2011 pa bo treba konsolidacijska prizadevanja še okrepiti. Ukrepi za strukturno konsolidacijo bodo morali občutno preseči referenčno vrednost 0,5% BDP letno, ki je določena v Paktu za stabilnost in rast. V državah z velikim primanjkljajem ali visoko stopnjo javnega dolga bi morala letna strukturna prilagoditev znašati vsaj 1% BDP. Glede na tveganje, da bo potencialna gospodarska rast v euroobmočju dalj časa ostala nizka, bi morale vlade javnofinančne odhodke ustrezno prilagoditi novim makroekonomskim razmeram ter čim prej ustaviti in preusmeriti strmo rast javne porabe. To je nujno, da bodo lahko svoj proračun pripravile na breme javnofinančnih odhodkov, ki ga bo v prihodnje ustvarjalo staranje prebivalstva.

Na področju strukturnih politik je treba okrepiti strukturne reforme, katerih cilj je spodbuditi vzdržno gospodarsko rast v euroobmočju. Da kriza ne bi trajno prizadela trga dela, sta ključna ustrezno oblikovanje plač in zadostna prožnost pri ponovnem zaposlovanju brezposelnih oseb. Zato je nujno vzpostaviti ustrezne spodbude za delo. Obenem bodo politike, usmerjene v hitrejše prestrukturiranje in rast investicij, v skladu z načelom odprtega tržnega gospodarstva in svobodne konkurence ustvarile poslovne priložnosti in prispevale k povečevanju produktivnosti ter s tem dale začetno spodbudo za vzdržno okrevanje.

V tej številki Mesečnega biltena sta objavljena dva članka. Prvi predstavlja pregled gibanj na področju stanovanjskega financiranja od leta 1999 naprej, drugi pa proučuje determinante vedenja bank pri določanju obrestnih mer in ocenjuje vpliv nedavnih pretresov na finančnih trgih na transmisijski mehanizem denarne politike.