

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 5. avgusta 2010 na podlagi redne ekonomske in denarne analize ocenil, da so ključne obrestne mere ECB ustrezne, in sklenil, da jih pusti nespremenjene. Glede na vse nove informacije, ki so postale dostopne od zadnje seje z dne 8. julija 2010, Svet še naprej pričakuje, da bodo cenovna gibanja v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, ostala umirjena, k čemur bodo med drugim prispevali nizki cenovni pritiski iz domačega okolja. V drugem četrtletju se je gospodarska aktivnost po razpoložljivih ekonomskih podatkih in anketnih kazalnikih okrepila, razpoložljivi podatki za tretje četrtletje pa so boljši od pričakovanih. Dolgoročneje Svet ECB ob upoštevanju različnih začasnih dejavnikov še naprej pričakuje, da bo gospodarska rast v euroobmočju zmerna in neenakomerna, gospodarsko okolje pa bo negotovo. Denarna analiza potrjuje oceno, da inflacijski pritiski v srednjeročnem obdobju ostajajo omejeni, kot kaže tudi 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 v euroobmočju srednjeročno ohranila cenovno stabilnost. To je njen nujni in osrednji prispevek k vzdržni gospodarski rasti, ustvarjanju novih delovnih mest in finančni stabilnosti. Vsi nestandardni ukrepi, sprejeti v obdobju hudih napetosti na finančnih trgih v okviru okrepljene kreditne podpore in programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev, so popolnoma skladni z mandatom Sveta ECB in po svojem ustroju začasne narave. Svet ECB ostaja trdno zavezan vzdrževanju cenovne stabilnosti v srednjeročnem do dolgoročnejšem obdobju. Temu se bosta ustrezno prilagajali naravnost denarne politike in skupna ponudba likvidnosti. Svet ECB bo zato tudi v prihodnjem obdobju zelo natančno spremljal vsa gibanja.

Kot kaže ekonomska analiza, se po obdobju strmega upada gospodarska aktivnost v euroobmočju od sredine leta 2009 izboljšuje. V prvem četrtletju 2010 se je realni BDP euroobmočja medčetrtletno povečal za 0,2%. V drugem četrtletju se je gospodarska aktivnost po razpoložljivih ekonomskih podatkih in anketnih kazalnikih okrepila, razpoložljivi podatki za tretje četrtletje pa so boljši od pričakovanih. Dolgoročneje bo ob upoštevanju začasnih učinkov realni BDP po pričakovanjih Sveta še naprej rasel po zmerni stopnji, rast pa bo časovno ter v posameznih gospodarstvih in panogah v

euroobmočju še naprej neenakomerna. Nadaljevanje gospodarske rasti na svetovni ravni in njen vpliv na povpraševanje po izvozu euroobmočja bo skupaj z akomodativno naravnano denarno politiko in ukrepi, ki so bili sprejeti za obnovitev delovanja finančnega sistema, predvidoma še naprej podpiralo gospodarstvo euroobmočja. Po drugi strani bosta okrevanje zavirala proces bilančnega prilagajanja v različnih panogah ter slabi obeti na trgu dela.

Po oceni Sveta ECB so tveganja, ki so povezana s temi obeti, večinoma uravnotežena, čeprav so razmere negotove. Na pozitivni strani se lahko bolj, kot je pričakovano, okrepi svetovna gospodarska rast in mednarodna trgovinska menjava, ki bi tako dodatno podprli izvoz euroobmočja. Na negativni strani pa zaskrbljenost še vedno vzbujata možnost obnovljenih napetosti na finančnih trgih ter možnost ponovne rasti cen nafte in drugih surovin kot tudi stopnjevanje protekcionističnih pritiskov in morebitni neobvladljivi popravki svetovnih neravnovesij.

Na področju cenovnih gibanj se je po Eurostatovi prvi oceni medletna inflacija po indeksu HICP v euroobmočju julija v primerjavi z junijem povečala z 1,4% na 1,7%, kar je verjetno predvsem posledica navzgor usmerjenih baznih učinkov iz energetskih in prehrabnih komponent indeksa. V naslednjih nekaj mesecih bo medletna inflacija po HICP po pričakovanjih še naprej nekoliko nihala okrog sedanje ravni. Na daljši rok bo v letu 2011 verjetno ostala na splošno umirjena, k čemur bodo med drugim prispevali nizki cenovni pritiski iz domačega okolja. 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.

Tveganja v inflacijskih obetih so 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 so tveganja glede gibanja domačih cen in stroškov omejena. Svet ECB bo natančno spremljal prihodnja gibanja vseh razpoložljivih cenovnih kazalnikov.

Kot kaže denarna analiza, je medletna rast denarnega agregata M3 postala pozitivna in je v juniju znašala 0,2%, potem ko je bila maja na ravni -0,1%. Medletna rast posojil zasebnemu sektorju se je še nekoliko okrepila, vendar je z 0,3% ostala šibka. Ti podatki skupaj še naprej potrjujejo oceno, da je osnovna stopnja denarne rasti zmerna in da so inflacijski pritiski v srednjeročnem obdobju obrzdani. Kratkoročna gibanja agregata M3

ter nekaterih njegovih komponent in protipostavk so ostala volatilna in ta volatilitnost bo verjetno še vztrajala.

Obstoječa razmerja med obrestnimi merami, ki so imela v preteklosti močan vpliv na denarna gibanja, sicer še vedno nekoliko vplivajo na osnovno rast denarja, vendar pa njihov vpliv očitno postopno popušča. To pomeni, da se bo postopno zmanjševal tudi zaviralni vpliv, ki ga imata strma krivulja donosnosti in z njo povezana premeščanja sredstev v dolgoročne vloge in vrednostne papirje zunaj M3 na dejansko stopnjo rasti agregata M3. Obenem se je medletna rast agregata M1 še naprej umirjala, čeprav je v juniju ostala visoka na ravni 9,2%. To deloma odraža nekoliko višje oportunitetne stroške imetja vpoglednih vlog namesto drugih kratkoročnih vlog.

Vztrajno šibka medletna rast bančnih posojil zasebnemu sektorju še naprej prikriva nasprotna gibanja, v katerih je rast posojil gospodinjstvom vedno bolj pozitivna, medletna rast posojil nefinančnim družbam pa stabilizirano negativna. Zapoznili odziv posojil nefinančnim družbam na gibanja v gospodarski aktivnosti je običajen pojav v poteku poslovnih ciklov.

Kot kažejo podatki do junija, se skupna bilanca stanja bank, ki je v začetku leta nekaj mesecev naraščala, ni več povečala. Banke se še vedno soočajo z izzivom, kako povečati razpoložljivost kreditov nefinančnemu sektorju, ko se bo povpraševanje povečalo. Kjer je potrebno, bi se morale banke tega izziva lotiti tako, da zadržijo dobičke in se za nadaljnjo krepitev svoje kapitalske osnove obrnejo na trg ali pa v celoti izkoristijo možnosti državne podpore pri dokapitalizaciji.

V tej zvezi Svet ECB pozdravlja izvedbo stres testov v EU, ki so jih pripravili in izvedli Odbor evropskih bančnih nadzornikov (CEBS) in nacionalni nadzorni organi v tesnem sodelovanju z ECB. Testi so bili strogi in obsežni, njihovi rezultati pa potrjujejo, da je bančni sistem EU in euroobmočja kot celota odporen na hujše gospodarske in finančne šoke. Obenem so testi precej povečali preglednost sedanjih finančnih razmer in izpostavljenosti tveganjem v 91 pregledanih institucijah. S tem predstavljajo pomemben korak k ponovni vzpostavitvi zaupanja na trgu.

Svet pozdravlja tudi zavezo nacionalnih državnih organov, da bodo zagotovili pomoč bankam v primerih, ko sredstva zasebnega sektorja ne zadoščajo. Zdrave poslovne bilance, učinkovito upravljanje s tveganji ter pregledni in zanesljivi poslovni modeli so ključni za večjo odpornost bank na šoke in za zagotovitev ustreznega dostopa do

financiranja, s čimer bodo vzpostavljeni temelji za vzdržno gospodarsko rast, oblikovanje novih delovnih mest in finančno stabilnost.

Povzamemo lahko, da sedanje ključne obrestne mere ECB ostajajo ustrezne. Glede na vse nove informacije, ki so postale dostopne od zadnje seje z dne 8. julija 2010, Svet ECB še naprej pričakuje, da bodo cenovna gibanja v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, ostala umirjena, k čemur bodo med drugim prispevali nizki cenovni pritiski iz domačega okolja. V drugem četrtletju se je gospodarska aktivnost po razpoložljivih ekonomskih podatkih in anketnih kazalnikih okrepila, razpoložljivi podatki za tretje četrtletje pa so boljši od pričakovanih. Dolgoročneje Svet ECB ob upoštevanju različnih začasnih dejavnikov še naprej pričakuje, da bo gospodarska rast v euroobmočju zmerna in neenakomerna, gospodarsko okolje pa bo negotovo. Navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize potrjuje, da ostajajo inflacijski pritiski v srednjeročnem obdobju omejeni, kar kaže tudi 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.

Na področju javnofinančnih politik je bistveno, da države v svojih proračunskih načrtih za leto 2011 in kasnejša leta izrazijo trdno odločenost, da bodo ponovno dosegle zdravo javnofinančno stanje. Glede na izjemno poslabšanje javnofinančnih razmer v zadnjih dveh letih je nujno, da izvajajo prepričljive srednjeročne konsolidacijske strategije, katerih cilj je ponovno doseči vzdržno javnofinančno stanje in povečati manevrski prostor v proračunu. Proračunski cilji morajo biti zastavljeni vsaj tako visoko, da države izpolnijo zahteve za proračunsko konsolidacijo, ki so predvidene v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Ambicioznejši cilji, kakršne so številne države euroobmočja že sprejele, bi lahko postali nujni tam, kjer sedanji načrti ne omogočajo doseganja glavnega cilja, ki je zaustaviti in obrniti rast stopnje javnega dolga. Poleg tega morajo vse države oblikovati prepričljive ukrepe za javnofinancijske prilagoditve, s poudarkom na odhodkovni strani, pri tem pa morajo biti pripravljene, da v prihodnjih letih po potrebi sprejmejo še dodatne ukrepe.

V podporo procesu javnofinančne konsolidacije ter za okrepitev pravilnega delovanja euroobmočja in višjo vzdržno rast v prihodnje je treba nujno izvajati daljnosežne

strukturne reforme. Obsežnejše reforme so potrebne predvsem v tistih državah, ki so v preteklosti postale manj konkurenčne ali imajo velik javnofinančni in zunanji primanjkljaj. Z ukrepi bi bilo treba zagotoviti takšen potek plačnih pogajanj, ki bo omogočil, da se plače prožno prilagajajo obstoječi ravni brezposelnosti in zmanjšani konkurenčnosti. K procesu prilagajanja teh gospodarstev bi prispevale tudi reforme za povečanje rasti produktivnosti.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. Prvi obravnava gibanja cen nafte ter njihov vpliv na inflacijo in gospodarsko aktivnost v euroobmočju. Drugi je posvečen nedavnim gibanjem v trgovinski menjavi na svetovni ravni in v euroobmočju. Tretji pa podaja pregled nove usklajene statistike ECB o investicijskih skladih v euroobmočju.