

UVODNIK

Svet ECB je na seji 8. oktobra 2009 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Sedanje obrestne mere ostajajo ustrezne. Novejše informacije in analize, ki so postale dostopne po zadnji seji na začetku septembra, so potrdile prejšnje ocene Sveta ECB. Medtem ko je bila medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, po Eurostatovi prvi oceni septembra še vedno rahlo negativna, naj bi v prihodnjih mesecih zopet postala pozitivna, v obdobju, ki je relevantno za denarno politiko, pa naj bi inflacija ostala na zmerno pozitivnih stopnjah. Hkrati najnovejše informacije dodatno podpirajo oceno Sveta ECB, da se gospodarstvo euroobmočja stabilizira in bo predvidoma postopno okrevalo. Kljub temu je negotovost še vedno velika. Srednjeročna do dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostajajo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da inflacijo srednjeročno ohranja pod 2%, vendar blizu te meje. Rezultati denarne analize potrjujejo oceno o nizkih inflacijskih pritiskih v srednjeročnem obdobju, saj se rast denarja in kreditov še naprej upočasnjuje. Glede na te dejavnike Svet ECB pričakuje, da bo stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ohranjena in bo tako podpirala kupno moč gospodinjstev v euroobmočju.

Kot kaže ekonomska analiza, se po razpoložljivih anketnih kazalnikih gospodarska aktivnost še naprej stabilizira. Tako bodo na euroobmočje predvidoma ugodno vplivali okrevanje izvoza, velike makroekonomske spodbude, ki se zdaj izvajajo, in sprejeti ukrepi za obnovitev delovanja finančnega sistema. Poleg tega naj bi cikel zalog po znatnem negativnem prispevku v prvi polovici leta 2009 pozitivno prispeval k realni rasti BDP v drugi polovici leta. Kljub temu je negotovost še vedno velika, volatilitnost novih podatkov pa terja previdno razlago razpoložljivih informacij. Na splošno se pričakuje, da bo okrevanje ostalo dokaj neenakomerno. Kratkoročno ga bodo spodbujali številni začasni dejavniki, srednjeročno pa bo najverjetneje pod vplivom nadaljnjih popravkov bilanc stanja v finančnem in nefinančnem sektorju gospodarstva tako v euroobmočju kot tudi zunaj njega.

Po mnenju Sveta ECB so tveganja glede gospodarskih obetov večinoma uravnotežena. Na pozitivni strani je mogoče, da bodo učinki obsežnih makroekonomskih spodbud ter drugih sprejetih ukrepov politik večji od pričakovanih. Nadalje se lahko zaupanje izboljša hitreje, razmere na trgu dela se lahko poslabšajo manj, kot je bilo pričakovano, poleg tega pa se lahko izkaže, da bo tuje povpraševanje močnejše, kot je bilo napovedano. Na negativni strani zaskrbljenost še vedno zbuja večji ali dolgotrajnejši negativni povratni učinki med realnim gospodarstvom in finančnim sektorjem, ponovna rast cen nafte in drugih

primarnih surovin ter stopnjevanje protekcionističnih pritiskov in morebitni neobvladljivi popravki svetovnih neravnovesij.

Kar se tiče cenovnih gibanj, je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, po Eurostatovi prvi oceni v septembru znašala -0,3% v primerjavi z -0,2% v avgustu. Trenutno negativne stopnje inflacije so skladne s preteklimi pričakovanji in odražajo predvsem bazne učinke, ki izvirajo iz gibanja svetovnih cen primarnih surovin pred enim letom. Ravno tako zaradi baznih učinkov se bo medletna inflacija v prihodnjih mesecih predvidoma vrnila v pozitivno območje. V daljšem obdobju, ki je relevantno za denarno politiko, bo inflacija po pričakovanjih ostala pozitivna, medtem ko bodo gibanja cen in stroškov zaradi še vedno šibkega povpraševanja v euroobmočju in drugod predvidoma ostala oslABLJENA. V tem okviru je treba ponovno poudariti, da inflacijska pričakovanja v srednjeročnem in dolgoročnejšem obdobju ostajajo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da inflacijo na srednji rok ohranja pod 2%, vendar blizu te meje.

Tveganja, ki spremljajo takšne inflacijske obete, ostajajo večinoma uravnotežena. Povezana so predvsem s prihodnjo gospodarsko aktivnostjo in gibanjem cen primarnih surovin. 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 so gibanja širokega denarja in rast kreditov še naprej umirjena. Tako se je medletna rast agregata M3 in rast posojil zasebnemu sektorju avgusta še dodatno upočasnila na 2,5% oziroma 0,1%, kar je zgodovinsko gledano nizka raven. Sočasna upočasnitev rasti denarja in kreditov potrjuje prejšnjo oceno Sveta ECB o zmerni osnovni dinamiki rasti denarja in nizkih inflacijskih pritiskih v srednjeročnem obdobju.

Sedanje upočasnjevanje medletne rasti agregata M3 je še naprej potekalo vzporedno s krepitvijo medletne rasti agregata M1, ki se je v avgustu povišala na 13,6%. Visoka rast agregata M1 je posledica dejstva, da je ožji razpon med obrestnimi merami za različne kratkoročne vloge spodbujal premike pri razporejanju sredstev predvsem iz kratkoročnih vezanih vlog v vloge na vpogled. Obenem je strm nagib krivulje donosnosti verjetno spodbujal preusmerjanje iz agregata M3 v dolgoročnejše vloge in vrednostne papirje zunaj M3.

Celoten tok bančnih posojil v nefinančni zasebni sektor je avgusta ostal oslABLJEN. V sektorju gospodinjstev najnovejši podatki kažejo, da se je zmanjševanje rasti posojil ustalilo na nizkih stopnjah. V sektorju nefinančnih družb pa je bil tok posojil po nekajmesečnih negativnih tokovih avgusta zopet rahlo pozitiven. Če odmislimo volatilitnost mesečnih podatkov, je rast posojil še naprej zelo umirjena. To je skladno z zamikom, ki se

običajno pojavlja med trendom gospodarske aktivnosti in gibanjem posojil podjetjem. Ob umirjeni ravni proizvodnje in trgovinske menjave ter ob sedanji negotovosti glede poslovnih obetov je verjetno, da bo gibanje posojil nefinančnim družbam šibko tudi v prihodnjih mesecih. Obenem naj bi sedanje izboljševanje pogojev financiranja v prihodnjem obdobju spodbujalo povpraševanje po kreditih. Banke bi glede na izjemno zahtevne izzive, s katerimi se soočajo, morale sprejeti ustrezne ukrepe za nadaljnje izboljšanje svoje kapitalske osnove in po potrebi v celoti izkoristiti državne ukrepe v podporo finančnemu sektorju, še posebej v zvezi z dokapitalizacijo.

Povzamemo lahko, da sedanje obrestne mere ostajajo ustrezne. Novejše informacije in analize, ki so postale dostopne po zadnji seji na začetku septembra, so potrdile prejšnje ocene Sveta ECB. Medtem ko je bila medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, po Eurostatovi prvi oceni septembra še vedno rahlo negativna, naj bi v prihodnjih mesecih zopet postala pozitivna, v obdobju, ki je relevantno za denarno politiko, pa naj bi inflacija ostala na zmerno pozitivnih stopnjah. Hkrati najnovejše informacije dodatno podpirajo oceno Sveta ECB, da se gospodarstvo euroobmočja stabilizira in bo predvidoma postopno okrevalo. Kljub temu je negotovost še vedno velika. Srednjeročna do dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostajajo trdno zasidrani na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da inflacijo srednjeročno ohranja pod 2%, vendar blizu te meje. Navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize potrjuje oceno o šibkih inflacijskih pritiskih v srednjeročnem obdobju, saj se rast denarja in kreditov še naprej upočasnjuje. Glede na te dejavnike Svet ECB pričakuje, da bo stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ohranjena in bo tako še naprej podpirala kupno moč gospodinjstev v euroobmočju.

Ker transmisija denarne politike deluje s časovnim odlogom, Svet ECB pričakuje, da se bodo ukrepi politike postopno v celoti prelili v gospodarstvo. Tako denarna politika z vsemi sprejetimi ukrepi, vključno z najnovejšo 12-mesečno operacijo dolgoročnejšega refinanciranja, ki je bila izvedena 30. septembra, daje močno nadaljnjo oporo gospodarstvu. Ko se bo makroekonomsko okolje izboljšalo, bo Svet ECB zagotovil, da bo mogoče sprejete ukrepe pravočasno odpraviti in umakniti zagotovljeno likvidnost ter tako preprečiti morebitna tveganja za cenovno stabilnost na srednji in dolgi rok. Na ta način bo Svet še naprej skrbel za to, da srednjeročna inflacijska pričakovanja 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.

Na področju javnofinančne politike postajajo ambiciozne in realistične fiskalne strategije izhoda in konsolidacije vse bolj nujne. Bistveno je, da vlade izvedejo konkretne strukturne ukrepe in posredujejo prepričljivo sporočilo, da so trdno odločene zagotoviti vzdržne javne finance. Vlade bi morale oblikovati konsolidacijske načrte v skladu z določbami Pakta za stabilnost in rast ter zagotoviti, da se konsolidacija začne čim prej oziroma najkasneje ob začetku okrevanja. Te načrte bi morala spremljati okrepitev nacionalnega proračunskega okvira. Konsolidacijska prizadevanja bi bilo treba v letu 2011 pospešiti, saj bodo morala občutno preseči referenčno vrednost 0,5% BDP letno, ki je določena v Paktu za stabilnost in rast. V državah z velikim primanjkljajem oziroma visoko stopnjo javnega dolga bi morala letna strukturna prilagoditev znašati vsaj 1% BDP. Glede na hitro rastoč delež javnofinančnih odhodkov ter predvidene nadaljnje pritiske na odhodke, ki so posledica višjega bremena plačila obresti in stroškov v zvezi s staranjem prebivalstva, bi morali biti strukturni ukrepi držav osredotočeni na strani odhodkov.

Na področju strukturnih reform so v vseh državah nujna večja prizadevanja v podporo vzdržni rasti in zaposlenosti, saj je finančna kriza najverjetneje prizadela produktivno sposobnost gospodarstev v euroobmočju. To terja predvsem ustrezno oblikovanje plač, zadostno prožnost trga dela ter učinkovite spodbude za delo. Obenem so nujno potrebne politike za krepitev konkurence in inovativnosti, s katerimi se bo pospešilo prestrukturiranje ter povečalo investicije, ustvarilo nove poslovne priložnosti in povečalo produktivnost ter tako zagotovilo trajno okrevanje. Pomembno vlogo bi morale imeti tudi ustrezno prestrukturiranje in konsolidacija bančnega sektorja. Zdrave poslovne bilance, zanesljivo upravljanje tveganja ter pregledni in vzdržljivi poslovni modeli so ključni za izboljšanje finančnega zdravja bank in krepitev njihove odpornosti na šoke, s čimer bodo vzpostavljeni temelji za vzdržno gospodarsko rast in finančno stabilnost.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. Prvi ocenjuje denarno politiko in ponudbo posojil v euroobmočju. Drugi članek predstavlja novejša gibanja v bilanci stanja Eurosistema ter ameriške in japonske centralne banke. Tretji članek pa obravnava finančni razvoj v nastajajočih gospodarstvih in njihove posledice za politiko.