

UVODNIK

Svet ECB je na seji 5. novembra 2009 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Sedanje obrestne mere ostajajo ustrezne. Najnovejši podatki in analize, ki so postali dostopni od zadnje seje Sveta 8. oktobra, so pričakovanja Sveta potrdili. Medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, ki je oktobra po Eurostatovi prvi oceni znašala -0,1%, se bo v prihodnjih mesecih predvidoma vrnila v pozitivno območje in v za politiko pomembnem obdobju ostala na zmerno pozitivni ravni. Obenem najnovejši podatki še naprej kažejo, da se gospodarska aktivnost v drugi polovici leta izboljšuje. Svet ECB pričakuje, da bo gospodarstvo euroobmočja v letu 2010 postopno okrevalo, čeprav priznava, da so ti obeti še vedno zelo negotovi. 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. 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 še naprej podpirala kupno moč gospodinjstev v euroobmočju.

V ekonomski analizi razpoložljivi podatki in anketni kazalniki še naprej kažejo, da se gospodarska aktivnost v drugi polovici leta izboljšuje. Predvsem bodo na euroobmočje ugodno vplivali cikel zalog in okrevanje izvoza, pa tudi velike makroekonomske spodbude, ki se zdaj izvajajo, ter sprejeti ukrepi za obnovitev delovanja finančnega sistema. Glede na vse razpoložljive informacije bi se četrtletna realna rast BDP v drugi polovici leta lahko vrnila v pozitivno območje. Vseeno je negotovost še vedno velika, saj je vrsta pozitivnih dejavnikov začasne narave. Če odmislimo volatilnost najnovejših podatkov, bo gospodarstvo euroobmočja v letu 2010 predvidoma okrevalo postopno, saj bo srednjeročno najbrž še naprej pod vplivom procesa bilančnega prilagajanja v finančnem in nefinančnem sektorju tako v euroobmočju kot tudi zunaj njega.

Po mnenju Sveta ECB so tveganja, ki spremljajo takšne gospodarske obete, 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 pa 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 možnost večjih ali dolgotrajnejših negativnih povratnih učinkov med realnim gospodarstvom in finančnim sektorjem ter

možnost ponovne rasti cen nafte in drugih primarnih surovin, stopnjevanja protekcionističnih pritiskov in morebitnih neobvladljivih popravkov svetovnih neravnovesij.

Kar se tiče cenovnih gibanj, je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, po Eurostatovi prvi oceni v oktobru znašala -0,1%, medtem ko je bila septembra na ravni -0,3%. Sedanje negativne stopnje inflacije so skladne s preteklimi pričakovanji in odražajo predvsem lanskoletna gibanja svetovnih cen primarnih surovin. V prihodnjih mesecih se bo medletna inflacija predvidoma vrnila k pozitivnim vrednostim, k čemur bodo prav tako prispevali bazni učinki. Zatem naj bi v za politiko pomembnem obdobju ostala pozitivna, splošna gibanja cen in stroškov pa bodo zaradi še vedno šibkega povpraševanja v euroobmočju in drugod predvidoma ostala oslABLJENA. Ob tem 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 zaradi konsolidacije javnih financ, ki bo potrebna v prihodnjih letih, lahko bolj, kot je pričakovano, povečajo posredni davki in nadzorovane cene.

Kot je razvidno iz denarne analize, se je medletna rast denarnega agregata M3 in posojil zasebnemu sektorju v septembru še upočasnila in znašala 1,8% oz. -0,3%. Ta sočasna upočasnitev potrjuje oceno o zmerni osnovni dinamiki rasti denarja in nižjih inflacijskih pritiskih v srednjeročnem obdobju.

V prihodnjih mesecih bodo medletno rast denarnih agregatov verjetno zavirali bazni učinki, povezani s stopnjevanjem finančnih pretresov pred enim letom, na bolj temeljni ravni pa rast agregatov M1 in M3 še naprej odraža sedanje razmerje med obrestnimi merami. Medtem ko skromen razmik med obrestnimi merami za različne kratkoročne vloge spodbuja prerazporejanje sredstev k najbolj likvidnim komponentam v agregatu M1, pa strm naklon krivulje donosnosti spodbuja tudi premike iz M3 v dolgoročnejše vloge in vrednostne papirje zunaj M3.

Medletna stopnja rasti bančnih posojil nefinančnemu zasebnemu sektorju je septembra postala rahlo negativna, saj se je medletna rast posojil tako nefinančnim družbam kot tudi gospodinjstvom še nadalje upočasnila in je bila v obeh skupinah negativna. Ob tem je

mesečni tok posojil gospodinjstvom ostal pozitiven in se celo povečal, tok posojil nefinančnim družbam pa je bil nasprotno negativen. Pri gospodinjstvih so najnovejši podatki dodatno potrdili, da se je rast ustalila pri nizkih stopnjah. Pri nefinančnih družbah pa skromen obseg proizvodnje in prodaje kot tudi sedanji negotovi poslovni obeti še vedno zavirajo povpraševanje podjetij po bančnem financiranju in verjetno je, da se bo ta tendenca nadaljevala tudi v prihodnjih mesecih. Ob tem je smiselno omeniti, da se rast posojil podjetjem navadno okrepi z določenim zamikom glede na cikel gospodarske aktivnosti. Hkrati bodo povpraševanje po kreditih v prihodnjem obdobju predvidoma spodbujali vse ugodnejši pogoji financiranja. 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. Najnovejši podatki in analize, ki so postali dostopni od zadnje seje Sveta 8. oktobra, so pričakovanja Sveta potrdili. Medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, ki je oktobra po Eurostatovi prvi oceni znašala -0,1%, se bo v prihodnjih mesecih predvidoma vrnila v pozitivno območje in v za politiko pomembnem obdobju ostala na zmerno pozitivni ravni. Obenem najnovejši podatki še naprej kažejo, da se gospodarska aktivnost v drugi polovici leta izboljšuje. Svet ECB pričakuje, da bo gospodarstvo euroobmočja v letu 2010 postopno okrevalo, čeprav priznava, da so ti obeti še vedno zelo negotovi. 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 zamikom, Svet ECB pričakuje, da se bodo ukrepi politike v vedno večji meri prelivali v gospodarstvo. To pomeni, da denarna politika z vsemi sprejetimi ukrepi prispeva k ponudbi likvidnosti in okrevanju gospodarstva euroobmočja. Ker so se pogoji na finančnih trgih izboljšali, vsi likvidnostni ukrepi ECB v prihodnje ne bodo potrebni v enakem obsegu, kot so bili v preteklosti. Svet ECB bo zato zagotovil, da bo sprejete izredne likvidnostne ukrepe mogoče postopno in pravočasno odpraviti ter umakniti zagotovljeno likvidnost, da bi se tako učinkovito

preprečila morebitna tveganja za cenovno stabilnost na srednji in dolgi rok. Na ta način bo še naprej skrbel za to, da srednjeročna inflacijska pričakovanja ostanejo trdno zasidrana. Takšno sidranje 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 javnofinančnih politik se številne države euroobmočja soočajo z velikimi fiskalnimi neravnovesji, ki se strmo povečujejo. Če za njihovo odpravo ne bodo razvile jasne in prepričljive izhodne strategije, lahko resno ogrozijo zaupanje javnosti v vzdržnost javnih financ in gospodarsko okrevanje. Zelo visoke stopnje zadolženosti države vsebujejo tveganje hitrih sprememb v vzdušju na trgu, kar lahko privede do manj ugodnih srednjeročnih in dolgoročnejših obrestnih mer. To bi po drugi strani zavrlo zasebne investicije in s tem oslabilo temelje za obnovitev trajnejše gospodarske rasti. Poleg tega visok javnofinančni primanjkljaj in dolg lahko zapleteta uspešnost enotne denarne politike pri izvajanju njene naloge, da vzdržuje cenovno stabilnost. Svet ECB vse vlade zato poziva, naj pravočasno predstavijo in izvedejo ambiciozne strategije javnofinančnega izhoda in konsolidacije, ki temeljijo na realističnih predpostavkah glede gospodarske rasti, in v njih velik poudarek namenijo reformi proračunskih odhodkov. O zmanjšanju davkov bi bilo smiselno razmišljati samo na srednji rok, ko bodo države pridobile dovolj manevrskega prostora za proračunske prilagoditve. V tem pogledu minimalne zahteve za vse države euroobmočja predstavljajo nedavni sklepi Ekonomsko-finančnega sveta, po katerih naj bi se proračunska konsolidacija začela najkasneje v letu 2011 in naj bi bistveno presegla strukturno referenčno vrednost 0,5% BDP letno. Uspeh strategij javnofinančnega prilagajanja bo ključno odvisen tudi od preglednosti proračunskih postopkov ter zanesljivosti in celovitosti statistike državnih financ. To je področje, pri katerem je bistveno, da vse države in euroobmočje kot celota dosežejo hiter in odločen napredek.

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. Da bi se izognili bistveno večji strukturni brezposelnosti v prihodnjih letih je potrebna zmernost pri oblikovanju plač, zadostna prožnost trga dela ter učinkovite spodbude za delo. Za pospešitev prestrukturiranja in hitrejšo rast investicij ter oblikovanje novih poslovnih priložnosti je treba čim prej sprejeti tudi politike, ki spodbujajo konkurenco in inovativnost. Pomembno vlogo bi pri tem morale odigrati tudi ustrezno prestrukturiranje bančnega sektorja. Zdrave poslovne bilance, učinkovito upravljanje tveganj ter pregledni in vzdržljivi poslovni modeli so

ključni za večjo odpornost bank na šoke, s čimer bodo vzpostavljeni temelji za vzdržno gospodarsko rast in finančno stabilnost.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. Prvi obravnava pomen komunikacije centralne banke z javnostjo v obdobjih povečane negotovosti. Drugi proučuje denarno analizo v razmerah finančnih pretresov. Tretji članek pa postavlja najnovejšo recesijo v euroobmočju v zgodovinski kontekst.