

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 7. avgusta 2014 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Razpoložljive informacije ostajajo skladne z oceno Sveta ECB, da bo gospodarstvo euroobmočja ob nizki inflaciji ter šibki dinamiki denarja in kreditov še naprej zmerno in neenakomerno okrevalo. Obenem ostajajo inflacijska pričakovanja za euroobmočje v srednjeročnem do dolgoročnem obdobju trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da inflacijo ohranja pod 2%, a blizu te meje. Ukrepi denarne politike, sprejeti na začetku junija, so privedli do popuščenja denarne politike. To je v skladu z napovedjo Sveta ECB o prihodnji usmeritvi denarne politike ter primerno odraža obete v gospodarstvu euroobmočja kakor tudi razlike v ciklu denarne politike med glavnimi visoko razvitimi gospodarstvi. Ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja, ki naj bi se izvajale v prihodnjih mesecih, bodo okrepile spodbujevalno naravnano denarno politiko. S temi operacijami bo v obdobju do štirih let po ugodnih pogojih zagotovljeno dolgoročno financiranje vsem bankam, ki izpolnjujejo določene referenčne vrednosti glede kreditiranja realnega gospodarstva. To naj bi pripomoglo k nadaljnji ublažitvi pogojev financiranja ter spodbudilo ponudbo kreditov realnemu gospodarstvu. Ko bodo ti ukrepi začeli delovati na gospodarstvo, bodo pomagali vrniti inflacijo na ravni bližje 2%.

Kot je že bilo rečeno in kot nadaljnje ukrepanje po odločitvi z začetka junija, je Svet ECB pospešil pripravljala dela v zvezi z dokončnimi nakupi na trgu listinjenih vrednostnih papirjev, da bi izboljšal delovanje transmisijskega mehanizma denarne politike.

V prihodnje bo Svet ECB ohranjal zelo spodbujevalno denarno politiko. Kar zadeva prihodnjo usmeritev denarne politike, bodo ključne obrestne mere ECB ob trenutnih inflacijskih obetih dalj časa ostale na sedANJI ravni. Svet ECB je poleg tega soglasen, da uporabi tudi nekonvencionalne instrumente, ki jih dopušča njegov mandat, če bo to postalo potrebno, da še dodatno zmanjša tveganje

predolgega obdobja nizke inflacije. Svet je trdno odločen, da bo zaščitil trdno sidranje inflacijskih pričakovanj v srednjeročnem in dolgoročnem obdobju.

Kot kaže ekonomska analiza, se je realni BDP v euroobmočju v letošnjem prvem četrtletju glede na prejšnje četrtletje povečal za 0,2%. Kar zadeva drugo četrtletje, so mesečni kazalniki nekoliko volatilni, deloma zaradi tehničnih dejavnikov. Gledano v celoti ostajajo razpoložljive informacije, vključno z anketnimi podatki za julij, skladne s pričakovanjem Sveta ECB, da bo gospodarstvo euroobmočja še naprej zmerno in neenakomerno okrevalo. V prihodnjem obdobju naj bi domače povpraševanje podpiralo več dejavnikov, med drugim spodbujevalno naravnana denarna politika in nadaljnje izboljševanje pogojev financiranja. H gospodarski rasti bosta pozitivno prispevala tudi napredek pri javnofinančni konsolidaciji in strukturnih reformah ter povečevanje realnega razpoložljivega dohodka. Poleg tega bo okrevanje svetovnega gospodarstva predvidoma podpiralo povpraševanje po izvozu. Po drugi strani trgi dela sicer kažejo znake nadaljnjega izboljšanja, vendar brezposelnost v euroobmočju ostaja visoka, obseg neizkoriščenih zmogljivosti pa je, gledano v celoti, še vedno razmeroma velik. Poleg tega je medletna stopnja rasti posojil denarnih finančnih institucij zasebnemu sektorju junija ostala negativna, bilančna prilagajanja, ki so še potrebna v javnem in zasebnem sektorju, pa bodo verjetno še naprej zmanjševala hitrost gospodarskega okrevanja.

Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete za euroobmočje, ostajajo na strani nižje rasti. Gospodarske razmere bi se lahko poslabšale predvsem zaradi povečanih geopolitičnih tveganj ter gibanj v nastajajočih tržnih gospodarstvih in na svetovnih finančnih trgih, med drugim preko vpliva na cene energentov in na svetovno povpraševanje po proizvodih iz euroobmočja. Dodatno navzdol usmerjeno tveganje predstavljata nezadostno izvajanje strukturnih reform v državah euroobmočja ter možnost, da bo domače povpraševanje šibkejše od pričakovanega.

Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, julija 2014 znašala 0,4%, potem ko je junija dosegla 0,5%. To je bilo predvsem posledica nižje rasti cen energentov, medtem ko so druge glavne skupine indeksa HICP ostale približno nespremenjene. Na podlagi sedanjih informacij se pričakuje, da bo medletna inflacija v prihodnjih mesecih ostala na

nizki ravni, nato pa naj bi se v letih 2015 in 2016 postopno zviševala. Obenem so inflacijska pričakovanja za euroobmočje v srednjeročnem do dolgoročnem obdobju še naprej trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da inflacijo ohranja pod 2%, a blizu te meje.

Po oceni Sveta ECB so tako navzdol kot tudi navzgor usmerjena tveganja glede cenovnih gibanj v srednjeročnem obdobju omejena in približno uravnotežena. V tem kontekstu bo Svet pozorno spremljal možne negativne učinke povečanih geopolitičnih tveganj in tečajnih gibanj.

V denarni analizi podatki za junij 2014 še naprej kažejo na šibko osnovno rast širokega denarnega agregata (M3), ki je ta mesec znašala 1,5%, potem ko je bila maja 1,0%. Rast ožjega denarnega agregata M1 je v juniju dosegla 5,3%, potem ko je maja znašala 5,0%. Pomemben dejavnik, ki je poganjal medletno rast agregata M3, je bilo še naprej povečevanje neto tuje aktive denarnih finančnih institucij, kar deloma kaže, da finančno premoženje v euroobmočju ostaja zanimivo za mednarodne vlagatelje.

Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil) je junija ostala negativna na ravni  $-2,3\%$ , v primerjavi z  $-2,5\%$  v maju in  $-3,2\%$  v februarju. Posojanje nefinančnim družbam ostaja šibko, kar je predvsem posledica zamika za poslovnim ciklom, kreditnega tveganja, dejavnikov na strani ponudbe posojil ter nadaljnjih bilančnih prilagajanj v finančnem in nefinančnem sektorju. Obenem so posojila nefinančnim družbam, merjena z mesečnimi tokovi, v zadnjih mesecih kazala določene znake stabilizacije, potem ko so bili bolj na začetku leta zabeleženi precejšnji negativni mesečni tokovi. To je v skladu z rezultati ankete o bančnih posojilih za drugo četrtletje 2014, v kateri so banke poročale, da so se kreditni standardi za posojila podjetjem neto ublažili. Gledano z dolgoročneje perspektive, pa so na splošno ostali dokaj zaostreni. Poleg tega so banke poročale o izboljšanju neto povpraševanja nefinančnih družb in gospodinjstev po posojilih. Medletna rast posojil gospodinjstvom (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil) je junija znašala  $0,5\%$ , kar pomeni, da se od začetka leta 2013 ni bistveno spremenila.

Glede na šibko kreditno rast je celovita ocena bančnih bilanc, ki jo zdaj izvaja ECB, ključnega pomena. Banke bi to oceno morale čim bolj izkoristiti, da izboljšajo svoje kapitalsko stanje ter s tem prispevajo k hitrejši rasti kreditov v naslednjih fazah gospodarskega okrevanja.

Povzamemo lahko, da se bo inflacija, merjena z indeksom HICP, po rezultatih ekonomske analize s sedanjih nizkih ravni postopno zviševala proti 2%. Navzkrižna primerjava s signali iz denarne analize to oceno potrjuje.

Kar zadeva javnofinančne politike, je celovita konsolidacija, opravljena v zadnjih letih, prispevala k zmanjšanju proračunskih neravnotežij. S pomembnimi strukturnimi reformami, ki so bile izvedene, se je povečala konkurenčnost ter sposobnost prilagajanja trga dela in trga proizvodov v posameznih državah. Ta prizadevanja morajo sedaj pridobiti zagon, da bi se povečala sposobnost euroobmočja za rast. Strukturne reforme bi se morale osredotočiti na spodbujanje zasebnih naložb in ustvarjanje delovnih mest. Za ponovno vzpostavitev zdravih javnih financ bi morale države euroobmočja ukrepati v skladu s Paktom za stabilnost in rast ter ne bi smele izničiti napredka, ki so ga dosegle na področju javnofinančne konsolidacije. Javnofinančna konsolidacija bi morala biti zasnovana tako, da spodbuja gospodarsko rast. Dosledno in enotno izvajanje obstoječega okvira javnofinančnega in makroekonomskega nadzora je ključno za znižanje javnega dolga s sedanjih visokih ravni ter za povečanje potencialne rasti in odpornosti euroobmočja na šoke.

V tokratni številki Mesečnega biltena sta objavljena dva članka. Prvi obravnava izkušnje centralnih bank s transakcijami zamenjave za povečevanje likvidnosti. Drugi članek pa pojasnjuje razloge za revizijo mednarodnih standardov v statistiki ter prednosti novih standardov.