

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 7. novembra sprejel več sklepov o ključnih obrestnih merah, prihodnji usmeritvi denarne politike in zagotavljanju likvidnosti.

Prvič, na osnovi redne ekonomske in denarne analize je sklenil, da obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja Eurosistema zniža za 25 bazičnih točk na 0,25%, obrestno mero za odprto ponudbo mejnega posojila pa prav tako za 25 bazičnih točk na 0,75%. Obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita je ohranil nespremenjeno na ravni 0,00%. Ti sklepi so skladni s prihodnjo usmeritvijo, ki jo je Svet ECB podal julija 2013, saj se bodo po najnovejših pokazateljih osnovni inflacijski pritiski v euroobmočju v srednjeročnem obdobju še naprej zmanjševali s sedanje nizke medletne stopnje inflacije na ravni pod 1%. Skladno s tem sta denarna in predvsem kreditna dinamika še naprej upočasnjeni. Obenem ostajajo inflacijska pričakovanja za euroobmočje v srednjeročnem do dolgoročnem obdobju trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem ohranjanja inflacije pod 2%, a blizu te meje. Takšna konstelacija nakazuje, da bi inflacija lahko daljše obdobje ostala na nizki ravni, zatem pa naj bi se postopno povečevala do ravni pod 2%, a blizu te vrednosti. Skladno s tem bo denarna politika ECB ostala akomodativna tako dolgo, kot bo potrebno, in tako še naprej prispevala k postopnemu gospodarskemu okrevanju, ki se kaže v gibanju kazalnikov zaupanja do oktobra.

Drugič, po znižanju obrestnih mer je Svet ECB ponovno pregledal prihodnjo usmeritev, ki je bila podana v juliju, in potrdil, da še naprej pričakuje, da bodo ključne obrestne mere ECB daljše obdobje ostale na sedanji ali še nižji ravni. Pri tem še naprej izhaja iz obetov, da inflacija zaradi vsesplošne šibkosti gospodarstva in oslabiljene denarne dinamike do srednjeročnega obdobja na splošno ne bo naraščala.

Tretjič, Svet ECB še naprej pozorno spremlja razmere na denarnem trgu in njihove možne posledice za naravnost denarne politike. Pripravljen je uporabiti vse razpoložljive instrumente in je v tej zvezi sklenil, da se bodo operacije glavnega

refinanciranja še naprej izvajale v obliki avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo, in sicer tako dolgo, kot bo potrebno, vsekakor pa vsaj do konca šestega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2015, ki se bo končalo 7. julija 2015. Enake avkcije se bodo še naprej uporabljale tudi za Eurosistemove operacije refinanciranja s posebno zapadlostjo v dolžini enega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, ki se bodo izvajale tako dolgo, kot bo potrebno, oziroma vsaj do konca drugega četrtertja 2015. Fiksna obrestna mera v teh operacijah bo enaka vsakokratni obrestni meri v operacijah glavnega refinanciranja. Svet ECB je poleg tega sklenil, da se bodo 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja, ki bodo dodeljene do konca drugega četrtertja 2015, izvajale v obliki avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. Obrestna mera v teh operacijah bo fiksirana na ravni povprečne obrestne mere v operacijah glavnega refinanciranja v času trajanja posamezne operacije dolgoročnejšega refinanciranja.

Kot kaže ekonomska analiza, se je realni BDB euroobmočja po šestih četrtertjih krčenja v drugem četrtertju 2013 povečal za 0,3% glede na četrtertje prej. Gibanja anketnih kazalnikov zaupanja do oktobra kažejo, da se rast, ki je sicer skromna, v drugi polovici leta nadaljuje. V prihodnje bo gospodarska aktivnost po pričakovanjih še naprej počasi okrevala, k čemur bo največ prispevalo postopno povečevanje domačega povpraševanja ob podpori akomodativne denarne politike. Gospodarsko aktivnost euroobmočja bo verjetno spodbujala tudi postopna krepitev izvoznega povpraševanja. Poleg tega se zdi, da splošno izboljšanje razmer na finančnih trgih od lanskega leta naprej začneja postopno delovati na realno gospodarstvo. V prihodnje bo nanj predvidoma pozitivno vplival tudi napredek pri javnofinančni konsolidaciji. Razen tega se v zadnjem času zaradi na splošno nižje inflacije cen energentov povečuje realni dohodek. Vseeno ostaja stopnja brezposelnosti v euroobmočju visoka, gospodarsko aktivnost pa bodo še naprej hromila bilančna prilagajanja, ki so še potrebna v javnem in zasebnem sektorju.

Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete za euroobmočje, ostajajo na strani nižje rasti. Gospodarske razmere bi se lahko poslabšale zaradi gibanj na svetovnih denarnih in finančnih trgih ter zaradi negotovosti, ki jo povzročajo ta gibanja. Druga navzdol usmerjena tveganja so povezana z višjimi cenami primarnih

surovin, rastjo domačega povpraševanja in izvoza, ki bi lahko bila šibkejša od pričakovane, ter s počasnim ali nezadostnim izvajanjem strukturnih reform v državah euroobmočja.

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, oktobra 2013 znižala na 0,7%, potem ko je septembra znašala 1,1%. Znižanje je bilo večje od pričakovanega, povzročila pa so ga predvsem nižja inflacija cen hrane, večji upad cen energentov in rahlo znižanje inflacije cen storitev. Na podlagi sedanjih terminskih cen energentov se pričakuje, da bo medletna inflacija v prihodnjih mesecih ostala na nizki ravni. Osnovni cenovni pritiski v euroobmočju bodo v srednjeročnem obdobju predvidoma ostali oslavljeni. Inflacijska pričakovanja za euroobmočje v srednjeročnem do dolgoročnem obdobju ostajajo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem ohranjanja inflacije pod 2%, a blizu te meje. Takšna konstelacija nakazuje, da bi inflacija lahko daljše obdobje ostala na nizki ravni, zatem pa naj bi se postopno zviševala do ravni pod 2%, a blizu te vrednosti.

Ob upoštevanju sklepov, ki jih je Svet ECB sprejel 7. novembra, so tveganja glede cenovnih gibanj v srednjeročnem obdobju približno uravnotežena. Tveganja višje inflacije so povezana predvsem z višjimi cenami primarnih surovin ter večjimi dvigi nadzorovanih cen in posrednih davkov od pričakovanih, tveganja nižje inflacije pa izhajajo zlasti iz možnosti, da bo gospodarska aktivnost šibkejša od pričakovane.

V denarni analizi so septembrski podatki potrdili šibko osnovno rast širokega denarnega agregata (M3) in še zlasti kreditov. Medletna rast agregata M3 se je od avgusta do septembra upočasnila z 2,3% na 2,1%. Medletna rast agregata M1 je ostala močna in je znašala 6,6%, kar odraža usmerjanje k likvidnosti, čeprav je bila pod najvišjo, 8,7-odstotno vrednostjo, ki je bila zabeležena aprila. Medletno rast agregata M3 so še naprej podpirali predvsem neto kapitalski prilivi v euroobmočje, medtem ko je medletna rast posojil zasebnemu sektorju ostala šibka. Tako je medletna rast posojil gospodinjstvom (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil) septembra znašala 0,3%, kar pomeni, da se od začetka leta ni bistveno spremenila. Nasprotno se je medletna rast posojil nefinančnim družbam (prilagojena za

prodajo in listinjenje posojil) od avgusta do septembra zvišala z  $-2,9\%$  na  $-2,7\%$ . Glavni vzroki za šibko posojilno dinamiko v sektorju nefinančnih družb ostajajo zamik teh posojil za poslovnim ciklom, kreditno tveganje in nadaljnja bilančna prilagajanja v finančnem in nefinančnem sektorju. Obenem so se v anketi o bančnih posojilih iz oktobra 2013 pojavili negotovi znaki stabilizacije pogojev kreditiranja podjetij in gospodinjstev, čeprav je povpraševanje po posojilih še naprej šibko.

Od poletja 2012 je bil dosežen precejšen napredek pri izboljševanju dostopa bank do financiranja. Da bi se zagotovila ustrezna transmisija denarne politike na pogoje financiranja v državah euroobmočja, je bistveno, da se še nadalje zmanjša razdrobljenost kreditnih trgov v euroobmočju in da se, kjer je to potrebno, poveča odpornost bank. K nadaljnji krepitvi zaupanja bo prispevala celovita ocena, ki bo izvedena, preden ECB prevzame svoje nadzorne naloge v okviru enotnega mehanizma nadzora. S celovito oceno se bo povečala kakovost informacij o finančnem stanju bank, na osnovi njenih ugotovitev pa bodo oblikovani in izvedeni potrebni korektivni ukrepi. Nadaljnji odločni ukrepi za vzpostavitev bančne unije bodo prispevali k obnovitvi zaupanja v finančni sistem.

Povzamemo lahko, da bi inflacija v euroobmočju po rezultatih ekonomske analize in ob upoštevanju sklepov Sveta ECB lahko daljše obdobje ostala na nizki ravni, zatem pa naj bi se postopno zviševala do ravni pod  $2\%$ , a blizu te vrednosti. Navzkrižna primerjava s signali iz denarne analize to oceno potrjuje.

Kar zadeva javnofinančne politike, se bo proračunski primanjkljaj euroobmočja po projekcijah, predstavljenih v letošnjih jesenskih gospodarskih napovedih Evropske komisije, še nadalje zmanjševal in se s  $3,1\%$  v letu 2013 znižal na  $2,5\%$  v letu 2014. Po drugi strani se bo stopnja javnega dolga držav euroobmočja po pričakovanjih povečala s  $95,5\%$  BDP v letu 2013 na  $95,9\%$  v letu 2014. Da bi države začele zmanjševati svojo visoko stopnjo zadolženosti, ne smejo popuščati v svojih prizadevanjih za zmanjšanje primanjkljaja in morajo v srednjeročnem obdobju nadaljevati z javnofinančnimi prilagoditvami. V strukturi javnofinančne konsolidacije bi se bilo treba usmeriti na ukrepe, ki spodbujajo rast in imajo srednjeročno perspektivo ter uspešno združujejo večjo kakovost in učinkovitost

javnih storitev s čim manjšimi izkrivljajočimi učinki obdavčitve. Poleg tega morajo vlade odločno okrepiti prizadevanja za izvedbo potrebnih strukturnih reform na trgu dela in trgu proizvodov. Pri zmanjševanju primanjkljaja na tekočem računu in razlik v stroških dela na enoto proizvoda je že bil dosežen napredek, vendar je treba opraviti še veliko dela, da se izboljša konkurenčnost, podpre makroekonomsko uravnoteženje v euroobmočju in ustvarijo bolj prožna in dinamična gospodarstva, ki zagotavljajo vzdržno gospodarsko rast in delovna mesta.

V tokratni številki Mesečnega biltena je objavljen en članek. Obravnava gibanja potencialnega proizvoda euroobmočja od začetka krize in proučuje povezavo med nizko izkoriščenostjo gospodarskih zmogljivosti in nominalnimi gibanji.