

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 3. februarja 2011 na podlagi redne ekonomske in denarne analize potrdil, da so sedanje ključne obrestne mere ECB še vedno ustrezne, zato je sklenil, da jih pusti nespremenjene. Na podlagi vseh novih informacij in analiz, ki so postale dostopne od zadnje seje 13. januarja 2011, Svet še naprej ugotavlja, da obstajajo kratkoročni pritiski na rast skupne inflacije, predvsem zaradi cen energentov in primarnih surovin. To doslej ni vplivalo na njegovo oceno, da bodo v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, cenovna gibanja ostala skladna s cenovno stabilnostjo. Obenem je treba vsa gibanja zelo natančno spremljati. Najnovejši ekonomski podatki potrjujejo, da gospodarska aktivnost v euroobmočju ohranja pozitiven osnovni zagon, negotovost pa ostaja povečana. Kot kaže denarna analiza, bodo inflacijski pritiski v srednjeročnem do dolgoročnem obdobju predvidoma ostali umirjeni. Inflacijska pričakovanja ostajajo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem ohranjanja inflacije v srednjeročnem obdobju pod 2%, vendar blizu te meje. Nadaljnje trdno zasidranje inflacijskih pričakovanj je ključnega pomena.

Gledano v celoti Svet ECB pričakuje, da bo cenovna stabilnost v srednjeročnem obdobju ohranjena, sedanja denarna politika pa ostaja akomodativna. Svet ECB bo naravnost denarne politike, zagotavljanje likvidnosti in načine dodelitve ustrezno prilagajal, upoštevajoč dejstvo, da so vsi nestandardni ukrepi, sprejeti v obdobju hudih napetosti na finančnih trgih, po svojem ustroju začasne narave. Zato bo tudi v prihodnjem obdobju zelo natančno spremljal vsa gibanja.

V ekonomski analizi nedavno objavljeni statistični podatki in rezultati anket za zadnje četrletje 2010 in začetek tega leta še naprej potrjujejo, da je gospodarska aktivnost v euroobmočju ohranila pozitiven osnovni zagon, potem ko je realni BDP v tretjem četrletju 2010 medčetrletno zrasel za 0,3%. V prihodnjem obdobju bo izvoz euroobmočja predvidoma podpiralo nadaljevanje okrevanja svetovnega gospodarstva. Obenem bo ob razmeroma visoki ravni zaupanja podjetij v euroobmočju k rasti vse več prispevalo domače povpraševanje zasebnega sektorja ob podpori akomodativne denarne politike in ukrepov, ki so bili sprejeti za izboljšanje delovanja finančnega sistema. Po drugi strani bo okrevanje gospodarske aktivnosti predvidoma zaviral proces bilančnega prilagajanja v različnih sektorjih.

Po oceni Sveta ECB so tveganja, ki spremljajo takšne gospodarske obete, še vedno usmerjena rahlo navzdol, negotovost pa ostaja povečana. Po eni strani bi mednarodna trgovinska menjava lahko še naprej rasla hitreje, kot je pričakovano, ter s tem spodbujala izvoz euroobmočja. Tudi visoko zaupanje podjetij lahko domačo gospodarsko aktivnost v euroobmočju podpre bolj, kot se pričakuje zdaj. Po drugi strani so tveganja nižje

gospodarske rasti povezana z napetostmi v nekaterih segmentih finančnega trga ter z možnostjo, da se prelijejo v realno gospodarstvo euroobmočja. Nadaljnja tveganja nižje rasti so povezana s ponovno rastjo cen nafte in drugih primarnih surovin, protekcionističnimi pritiski ter morebitnimi neobvladljivimi popravki svetovnih neravnovesij.

Na področju cenovnih gibanj je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, po Eurostatovi prvi oceni januarja 2011 v euroobmočju znašala 2,4%, potem ko je bila decembra na ravni 2,2%. Nadaljnje zvišanje je bilo večinoma pričakovano in odraža predvsem višje cene energentov. V prihodnjih mesecih bi se lahko stopnja inflacije začasno še zvišala in tekom leta 2011 verjetno ostala rahlo nad 2%, nato pa naj bi se ob prelomu leta spet umirila. Gledano v celoti Svet ECB še naprej ugotavlja, da obstajajo kratkoročni pritiski na rast skupne inflacije, ki so predvsem posledica cen energentov in primarnih surovin. Takšni pritiski so opazni tudi v zgodnjih fazah proizvodnega procesa. Ta gibanja doslej niso vplivala na oceno Sveta ECB, da bodo v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, cenovna gibanja ostala skladna s cenovno stabilnostjo. Obenem je treba vsa gibanja zelo natančno spremljati. 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 glede cenovnih gibanj v srednjeročnem obdobju so še vedno približno uravnotežena, kot je bilo ugotovljeno že januarja, vendar bi se lahko premaknila v smer naraščanja inflacije. Trenutno so tveganja navzgor usmerjenih cenovnih pritiskov povezana predvsem z gibanjem cen energentov in drugih primarnih surovin. Poleg tega bi se zaradi potrebe po konsolidaciji javnih financ v prihodnjih letih lahko bolj, kot se pričakuje zdaj, povečali posredni davki in nadzorovane cene, dodatno pa bi se lahko povečali tudi cenovni pritiski v proizvodni verigi. Po drugi strani je glede na obstoječo raven negotovosti tveganje nižje inflacije povezano predvsem z morebitno nižjo gospodarsko rastjo.

Kot kaže denarna analiza, se je medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 decembra 2010 v primerjavi z novembrom zmanjšala z 2,1% na 1,7%. Medletna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju se je ravno tako znižala, čeprav zelo malo, saj se je spustila z 2,0% v novembru na 1,9% v decembru. V obeh primerih je k znižanju deloma prispeval obrat posebnih dejavnikov, ki so delovali v novembru, in to ne pomeni splošnejše oslabitve denarne dinamike. Kljub temu je rast širokega denarja in posojil še vedno nizka, kar potrjuje oceno, da je osnovna dinamika denarne rasti zmerna in da bi morali inflacijski pritiski v srednjeročnem obdobju ostati omejeni.

Med posameznimi komponentami agregata M3 se je medletna rast agregata M1 nadalje umirila in je decembra 2010 znašala 4,4%, kar je posledica prevladujočega nizkega obrestovanja vlog čez noč. Obenem je krivulja donosnosti postala še nekoliko bolj strma, kar kaže, da so kratkoročni instrumenti v agregatu M3 še naprej manj privlačni v primerjavi z višje obrestovanimi dolgoročnimi instrumenti zunaj agregata M3.

Na strani protipostavk so bile znotraj medletne stopnje rasti bančnih posojil zasebnemu sektorju še naprej opazne razlike v višini rasti med posameznimi sektorji. Rast posojil nefinančnim družbam je decembra 2010 znašala -0,2% v primerjavi z -0,1% v novembru, medtem ko se je rast posojil gospodinjstvom decembra okrepila na 3,0% v primerjavi z 2,8% v novembru. Če upoštevamo učinek odprave pripoznanja posojil v bilancah stanja in če odmislimo kratkoročno volatilnost, najnovejši podatki potrjujejo, da se medletna rast posojil zasebnemu nefinančnemu sektorju še naprej postopno krepi.

Obenem najnovejši podatki kažejo, da se je skupni obseg bilance stanja bank spet zmanjšal, kar je bilo predvsem posledica zmanjšanega posojanja med bankami, potem ko se je obseg večino leta 2010 povečeval. Pomembno je, da banke ob vse večjem povpraševanju še naprej povečujejo obseg kreditiranja zasebnega sektorja. Kjer je potrebno, se morajo tega izziva lotiti tako, da zadržijo dobičke in se za nadaljnjo krepitev svoje kapitalske osnove obrnejo na trg ali pa v celoti izkoristijo ukrepe državne podpore pri dokapitalizaciji.

Povzamemo lahko, da so sedanje ključne obrestne mere ECB še vedno ustrezne. Svet ECB je zato sklenil, da jih pusti nespremenjene. Na podlagi vseh novih informacij in analiz, ki so postale dostopne od zadnje seje 13. januarja 2011, Svet še naprej ugotavlja, da obstajajo kratkoročni pritiski na rast skupne inflacije, predvsem zaradi cen energentov in primarnih surovin. To doslej ni vplivalo na njegovo oceno, da bodo v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, cenovna gibanja ostala skladna s cenovno stabilnostjo. Obenem je treba vsa gibanja zelo natančno spremljati. Najnovejši ekonomski podatki potrjujejo, da gospodarska aktivnost v euroobmočju ohranja pozitiven osnovni zagon, negotovost pa ostaja povečana. Navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize kaže, da bi morali inflacijski pritiski v srednjeročnem do dolgoročnem obdobju ostati omejeni. Inflacijska pričakovanja ostajajo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem ohranjanja inflacije v srednjeročnem obdobju pod 2%, vendar blizu te meje. Nadaljnje trdno zasidranje inflacijskih pričakovanj je ključnega pomena.

Na področju javnofinančnih politik je zdaj ključnega pomena, da vse vlade v letu 2011 v celoti izvedejo svoj načrt javnofinančne konsolidacije. Kjer je potrebno, morajo hitro izvesti dodatne korektivne ukrepe, da bi zagotovile napredek pri doseganju javnofinančne vzdržnosti. V obdobju po letu 2011 morajo države v svojem večletnem programu

prilagoditev opredeliti konkretne ukrepe politik, s čimer bodo okrepile kredibilnost svojih ciljev glede javnofinančne konsolidacije. Izkušnje kažejo, da je omejevanje odhodkov pomemben korak na poti k doseganju in ohranjanju zdravih javnih financ, še posebno če je to vključeno v zavezujoča domača pravila. S takšno zavezanostjo je mogoče okrepiti zaupanje v vzdržnost javnih financ, zmanjšati premije za tveganje v obrestnih merah in izboljšati razmere za zdravo in vzdržno gospodarsko rast. Izvajanje kredibilnih politik je glede na sedanje pritiske s strani finančnih trgov bistveno.

Države euroobmočja morajo za višjo vzdržno gospodarsko rast in zaposlenost v prihodnje nujno izvesti korenite in daljnosežne strukturne reforme, ki bodo dopolnjevale javnofinančno prilagajanje. Obsežnejše reforme so potrebne predvsem v tistih državah, ki so v preteklosti postale manj konkurenčne ali imajo velik javnofinančni in zunanjetrgovinski primanjkljaj. Nujen proces prilagajanja v gospodarstvu bi dodatno spodbudili večja konkurenca na trgu proizvodov in večja prožnost trga dela. K vsem tem strukturnim reformam bi morale prispevati tudi nujne izboljšave v strukturi bančnega sektorja. Zdrave poslovne bilance, učinkovito upravljanje s tveganji ter pregledni in zanesljivi poslovni modeli ostajajo ključni za večjo odpornost bank proti šokom in zagotovitev ustreznega dostopa do financiranja, s čimer bodo vzpostavljeni temelji za vzdržno gospodarsko rast in finančno stabilnost.

V tokratni številki Mesečnega biltena sta objavljena dva članka. Prvi analizira novejša gibanja inflacijskih pričakovanj v euroobmočju, drugi pa obravnava, kakšne informacije je mogoče izluščiti iz cen opcij med finančno krizo.