

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 7. aprila 2011 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da ključne obrestne mere ECB zviša za 25 bazičnih točk, potem ko jih je skoraj dve leti ohranjal na zgodovinsko nizki ravni. Prilagoditev sedanje zelo akomodativno naravnane denarne politike je upravičena zaradi navzgor usmerjenih tveganj za cenovno stabilnost, ki jih je pokazala ekonomska analiza. Medtem denarna analiza kaže, da je osnovna dinamika denarne rasti še vedno zmerna, denarna likvidnost pa ostaja obsežna in bo lahko blažila cenovne pritiske. Ključno je, da sedanja cenovna gibanja ne povzročijo širših srednjeročnih inflacijskih pritiskov. Odločitev Sveta bo prispevala k temu, da inflacijska pričakovanja v euroobmočju ostanejo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem ECB, da inflacijo srednjeročno ohranja pod 2%, a blizu te meje. Zasidranje inflacijskih pričakovanj je temeljni pogoj za to, da denarna politika lahko prispeva h gospodarski rasti v euroobmočju. Obenem ostajajo obrestne mere v celotnem razponu ročnosti nizke. Denarna politika ECB je tako še vedno akomodativna in nudi precejšnje oporo gospodarski aktivnosti in zaposlovanju. Najnovejši ekonomski podatki potrjujejo, da je gospodarska aktivnost ohranila pozitiven osnovni zagon, negotovost pa ostaja povišana. Svet ECB bo tudi v prihodnje zelo pozorno spremljal vsa gibanja, povezana z navzgor usmerjenimi tveganji za cenovno stabilnost.

Kot je Svet ECB že poudaril, bo obseg zagotovljene likvidnosti in načine dodelitve v operacijah refinanciranja ustrezno prilagajal razmeram, upoštevajoč dejstvo, da so vsi nestandardni ukrepi, sprejeti v obdobju hudih napetosti na finančnih trgih, po svojem ustroju začasne narave. Svet bo zato tudi v prihodnjem obdobju zelo natančno spremljal vsa gibanja.

V ekonomski analizi nedavno objavljeni statistični podatki in ankete kažejo, da je gospodarska aktivnost v euroobmočju v začetku leta 2011 ohranila pozitiven osnovni zagon, potem ko se je realni BDP euroobmočja v četrtem četrtletju 2010 medčetrletno povečal za 0,3%. Okrevanje svetovnega gospodarstva se bo predvidoma nadaljevalo in tako podpiralo izvoz euroobmočja. Ob razmeroma visoki ravni zaupanja podjetij v euroobmočju bo k rasti vse več prispevalo tudi domače povpraševanje zasebnega sektorja, ki ga podpirata akomodativna denarna politika in ukrepi, ki so bili sprejeti za izboljšanje delovanja finančnega sistema. Po drugi strani bo okrevanje predvidoma nekoliko zaviral proces bilančnega prilagajanja v različnih sektorjih.

Po oceni Sveta ECB so tveganja, ki so povezana s temi obeti, še naprej večinoma uravnotežena, negotovost pa je povečana. Po eni strani bi mednarodna trgovinska menjava lahko še naprej rasla hitreje od pričakovanj ter s tem spodbujala izvoz euroobmočja. Tudi

zaupanje podjetij, ki ostaja veliko, lahko domačo gospodarsko aktivnost v euroobmočju podpre bolj, kot se pričakuje zdaj. Po drugi strani so tveganja nižje gospodarske rasti povezana s še vedno prisotnimi napetostmi v nekaterih segmentih finančnega trga, ki se lahko prelijejo v realno gospodarstvo euroobmočja. Dodatna tveganja predstavljajo možnost nadaljnje rasti cen energentov, še zlasti zaradi obnovljenih geopolitičnih napetosti, protekcionistični pritiski ter možnost, da pride do neobvladljivih popravkov svetovnih neravnovesij. Morebitna tveganja izvirajo tudi iz gospodarskih učinkov, ki bi jih v euroobmočju in drugje lahko povzročila nedavna naravna in jedrska nesreča na Japonskem.

Na področju cenovnih gibanj je medletna inflacija po HICP v euroobmočju po Eurostatovi prvi oceni marca 2011 znašala 2,6%, potem ko je bila februarja na ravni 2,4%. Glavni razlog za povečanje inflacije v začetku leta 2011 so višje cene primarnih surovin. Pritiski zaradi strmega povečanja cen energentov in hrane so razvidni tudi v zgodnjih fazah proizvodnega procesa. Ključnega pomena je, da nedavno povečanje inflacije po HICP ne sproži sekundarnih učinkov na plače in cene ter s tem ustvari širše inflacijske pritiske v srednjeročnem obdobju. Inflacijska pričakovanja morajo ostati trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da inflacijo srednjeročno ohranja pod 2%, vendar blizu te meje.

Tveganja glede srednjeročnih cenovnih gibanj so še vedno usmerjena navzgor. Povezana so predvsem z možnostjo, da bodo cene energentov naraščale hitreje, kot je predpostavljeno, med drugim tudi zaradi političnih napetosti v severni Afriki in na Bližnjem vzhodu. Bolj splošno lahko rast cen surovin še naprej spodbuja hitra gospodarska rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih ob podpori obsežne likvidnosti na svetovni ravni. Poleg tega se zaradi potrebe po konsolidaciji javnih financ v prihodnjih letih lahko bolj, kot je predpostavljeno, povečajo posredni davki in nadzorovane cene. Tveganja so povezana tudi z možnostjo, da bodo zaradi nadaljnjega okrevanja aktivnosti domači cenovni pritiski močnejši, kot je pričakovano.

Kot kaže denarna analiza, se je medletna rast agregata M3, ki je januarja 2011 znašala 1,5%, v februarju povečala na 2,0%. Če odmislimo nedavno volatilitnost v rasti M3, ki so jo povzročili posebni dejavniki, se rast tega agregata v zadnjih mesecih še naprej počasi povečuje. Tudi medletna rast posojil zasebnemu sektorju se je še nekoliko povečala in je februarja znašala 2,6% v primerjavi z 2,4% v prejšnjem mesecu. Osnovna dinamika denarne rasti torej postopno narašča, vseeno pa ostaja zmerna. Obenem denarna likvidnost, ki se je nabrala pred obdobjem pretresov na finančnih trgih, ostaja obsežna in bo lahko blažila cenovne pritiske v euroobmočju.

Med komponentami agregata M3 se je medletna rast agregata M1 v februarju še dodatno upočasnila na 2,9%, rast drugih kratkoročnih vlog in tržnih instrumentov pa se je povečala. To ponovno uravnoteženje znotraj M3 odraža vpliv nedavnega povečanja naklona krivulje donosnosti na obrestovanje različnih denarnih sredstev. Vseeno deluje bolj strma krivulja donosnosti zaviralno na splošno rast agregata M3, saj zmanjšuje privlačnost denarnih sredstev v primerjavi z višje obrestovanimi dolgoročnimi instrumenti zunaj M3.

Na strani protipostavk se je medletna rast bančnih posojil zasebnemu sektorju v februarju še nekoliko povečala zaradi rahlega povečanja rasti posojil nefinančnim družbam, ki se je z januarske 0,5-odstotne ravni v februarju okrepila na 0,6%. Rast posojil gospodinjstvom je februarja znašala 3,0% v primerjavi s 3,1% v januarju. Na splošno je v začetku leta 2011 pozitiven tok posojil nefinančnemu zasebnemu sektorju zajel širši krog gospodinjstev in nefinančnih družb.

Najnovejši podatki tudi potrjujejo, da so banke še naprej povečevale obseg posojil zasebnemu sektorju, obenem pa ohranjale na splošno nespremenjeno velikost skupne bilance stanja. 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. Še posebej tiste banke, ki imajo trenutno omejen dostop do tržnega financiranja, morajo nujno povečati svoj kapital in izboljšati učinkovitost.

Povzamemo lahko, da je Svet ECB sklenil za 25 bazičnih točk zvišati ključne obrestne mere ECB. Prilagoditev sedanje zelo akomodativno naravnane denarne politike je upravičena zaradi navzgor usmerjenih tveganj za cenovno stabilnost, ki jih je pokazala ekonomska analiza. Navzkrižna primerjava z rezultati denarne analize kaže, da je osnovna dinamika denarne rasti sicer še vedno zmerna, denarna likvidnost pa ostaja obsežna in bo lahko blažila cenovne pritiske. Ključno je, da nedavna cenovna gibanja ne ustvarijo širših inflacijskih pritiskov v srednjeročnem obdobju. Odločitev Sveta bo prispevala k temu, da inflacijska pričakovanja v euroobmočju ostanejo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem ECB, da stopnjo inflacije srednjeročno ohranja pod 2%, a blizu te meje. Zasidranje inflacijskih pričakovanj je temeljni pogoj za to, da denarna politika lahko prispeva h gospodarski rasti v euroobmočju. Obenem obrestne mere v celotnem razponu ročnosti ostajajo nizke. Denarna politika ECB je tako še vedno akomodativna in nudi precejšnjo podporo gospodarski aktivnosti in zaposlovanju. Najnovejši ekonomski podatki potrjujejo, da je gospodarska aktivnost ohranila pozitiven osnovni zagon, negotovost pa ostaja

povišana. Svet ECB bo tudi v prihodnje zelo pozorno spremljal vsa gibanja, povezana z navzgor usmerjenimi tveganji za cenovno stabilnost.

Na področju javnofinančnih politik je bistveno, da vse države izpolnijo svoje konsolidacijske cilje, ki so jih napovedale za leto 2011. Poleg tega bi objava natančno opredeljenih konsolidacijskih ukrepov za leto 2012 in kasneje pomagala prepričati splošno javnost in tržne udeležence, da se bodo politike za odpravo javnofinančnih neravnovesij izvajale tudi v prihodnje. Okrepitev zaupanja v vzdržnost javnih financ je ključnega pomena, saj močnejše zaupanje zmanjšuje premije za tveganje v obrestnih merah in izboljšuje pogoje za zdravo in vzdržno gospodarsko rast.

Obenem je v euroobmočju za izboljšanje pogojev za gospodarsko rast, konkurenčnost in prožnost bistvena čimprejšnja izvedba korenitih in daljnosežnih strukturnih reform. Na trgih proizvodov je za hitrejši potek prestrukturiranja in povečanje produktivnosti treba še naprej izvajati politike za krepitev konkurence in inovativnosti. Na trgu dela je treba prednost dati prizadevanjem za večjo prožnost plač in močnejšim spodbudam za delo ter odpravi togosti na trgu dela.

In končno, Svet ECB meni, da paket šestih zakonodajnih predlogov o gospodarskem upravljanju, ki jih je Evropski svet sprejel na vrhu 24. in 25. marca 2011, pomeni določen korak naprej v smeri boljšega gospodarskega in proračunskega nadzora v euroobmočju. Vendar pa ti predlogi ne omogočajo kvantnega preskoka na področju nadzora v euroobmočju, ki je nujen za nemoteno delovanje ekonomske in monetarne unije. Zato v skladu z mnenjem ECB z dne 17. februarja 2011 o teh predlogih Svet ECB poziva Ekonomsko-finančni svet, Evropski parlament in Komisijo, da se v okviru »trialoga« dogovorijo o strožjih zahtevah, več avtomatizmu v postopkih in jasni usmeritvi na najbolj ranljive države, ki izgubljajo konkurenčnost. Z vsemi temi ukrepi bi zagotovili dolgoročno učinkovitost novega okvira.

V tokratni številki Mesečnega biltena sta objavljena dva članka. Prvi obravnava tveganja in izzive za vzdržnost javnih financ v euroobmočju. Drugi pa predstavlja glavne rezultate dveh anket med gospodinjstvi in gospodarskimi družbami o njihovi uporabi eurobankovcev.