

MAKROEKONOMSKE RAZMERE V EVRO OBMOČJU IN ODZIV DENARNE POLITIKE EVROPSKE CENTRALNE BANKE

12

mag. Silvo Dajčman, Ekonomsko-poslovna fakulteta Maribor

Okrevanje svetovnega gospodarstva je v teku: vse največje države v svetu beležijo pozitivno gospodarsko rast od začetka druge polovice leta 2009. To okrevanje je rezultat masivnih (deloma tudi globalno koordiniranih) fiskalnih in monetarnih intervencij v preteklem letu. Obstaja velika razlika med posameznimi državami: nekaterih držav finančna kriza ni prizadela (Kitajska, Poljska, Indonezija, Avstralija), v drugih, ki so finančno in ekonomsko krizo bolj občutile, pa je ekonomsko okrevanje v glavnem šibko in umik ekspanzivno vodenih ekonomskih politik bo moral biti postopen in previden.

Po podatkih Eurostata se je bruto domači proizvod evro območja v zadnjem lanskem četrtletju povečal za 0,1 % glede na tretje četrtletje in zmanjšal za 2,1 % glede na zadnje četrtletje leta 2008. V Evropski uniji je rast v zadnjem četrtletju lanskega leta znašala prav tako 0,1 % na četrtletni ravni oziroma -2,3 % na letni ravni. V Sloveniji se je BDP v tretjem glede na drugo četrtletje povečal za 1,0 %, na medletni ravni pa zmanjšal za 8,5 %. Slovenija je med članicami evro območja zabeležila največji upad narodnogospodarske aktivnosti v lanskem letu.

Rast BDP v letu 2009

Evro območje	-2,1
EU27	-2,3
Nemčija	-2,4
Avstrija	-1,8
Italija	-2,8
Francija	-0,3
Grčija	-2,6
ZDA	0,1
Svet	-0,8
Razvite države sveta	-3,2

Vir: Eurostat in IMF.

Gibanje splošne ravni cen v evro območju in Evropski uniji ni problematična, saj se rast indeksa HICP giblje v ciljnih mejah Evropske centralne banke. V januarju je bila v evro območju po prvi oceni Eurostata zabeležena 1-odstotna inflacija glede na isti mesec lani. V mesecu pred tem je bila inflacija 0,9 %. V celotni Evropski uniji je bila letna inflacija v decembru 1,4 %, v Sloveniji pa 2,1 %.

Industrijska proizvodnja v evro območju se je v decembru na mesečni ravni, potem ko je v novembru zrasla, ponovno zmanjšala – za 1,7 %. Podobno velja za Evropsko unijo – v decembru se je industrijska proizvodnja glede na mesec november zmanjšala za 1,9 %. Na medletni ravni je bila industrijska proizvodnja v evro območju decembra za 5 % manjša kot pred letom dni, v EU27 pa za 4,9 %. V Sloveniji se je industrijska proizvodnja v decembru glede na november povečala za 0,2 % in je bila za 2,7 % višja kot je bila v decembru 2008.

13

V decembru je stopnja brezposelnosti po definiciji ILO v evro območju znašala 10,0 % (leto pred tem je bila brezposelnost 8,2 %). V Evropski uniji je stopnja brezposelnosti v decembru dosegla 9,6 % (leto pred tem je bila 7,6 %). V Sloveniji je v decembru znašala 6,8 % (leto pred tem 4,2 %). Skupno število brezposelnih v Evropski uniji je 23 milijonov, od tega v evro območju 15,8 milijonov.

Nekateri makroekonomski indikatorji najpomembnejših zunanjetrgovinskih partneric Slovenije v evro območju

	Inflacija – HICP *(dec09/dec08)	Industrijska proizvodnja (dec09/dec08)	Stopnja brezposelnosti *(sezonsko prilagojena) (dec09)
Nemčija	0,8 %	-7,4 %	7,5 %
Italija	1,1 %	-5,6 %	8,5 %
Avstrija	1,1 %	-5,4 % (nov09/nov08)	5,4 %
Francija	1,0 %	-2,9 %	10,0 %
Slovenija	2,1 %	2,7 %	6,8 %

Vir: Eurostat.

Pomemben element gospodarskega okrevanja je ponoven zagon kreditne aktivnosti. Upadanje kreditne aktivnosti denarnih finančnih institucij (to so predvsem krediti poslovnih bank) v evro območju se je mesecu decembru upočasnilo na -1,9 %. Le nekatere članice denarne unije (že) beležijo pozitivno rast: Slovenija +7,7 %, Grčija +7,3 %, Nizozemska +3,1 %. Kot kažejo statistični podatki, se je upadanje v segmentu posojil gospodinjstvom v večini članic evro območja ustavilo. V Sloveniji so banke v mesecu decembru 2009 gospodinjstvom odobrile 7,8 % več posojil kot eno leto pred tem. Počasnejše je okrevanje v segmentu posojil nefinančnim podjetjem. Z izjemo nekaterih članic (Slovenije, Nizozemske in Portugalske) je bilo v decembru 2009 manj novih kreditov kot leto dni pred tem.

Letne stopnje rasti novih posojil v obdobju december 2008 – december 2009

	Evro območje	Nemčija	Avstrija	Slovenija
Posojila rezidentom evro območja	-1,9 %	-4,1 %	-2,8 %	7,7 %
Posojila gospodinjstvom Od tega:	1,3 %	0,4 %	0,6 %	7,8 %
a) Stanovanjska posojila	1,5 %	0,2 %	1,9 %	16 %
b) Potrošniška posojila	-0,1 %	3,9 %	-2,6 %	0,7 %
Posojila nefinančnim podjetjem	-2,3 %	-4,1 %	-0,6 %	1,3 %

Vir: Evropska centralna banka.

14

Vendar statistični podatki prihajajo z zamudo in lahko kažejo stanje izpred dveh mesecev. Zato niso najprimernejši indikator, na osnovi katerih bi lahko sklepali o prihodnji aktivnosti bank. Evropska centralna banka (in podobno Federalne rezerve v ZDA) zato izvaja anketo med bankami v evro območju, s pomočjo katere meri zaznave bank o kreditnem povpraševanju, spreminjanju kreditnih pogojev in njihova pričakovanja. Ti podatki se lahko uporabijo kot vnaprejšnji indikator. Predzadnja četrtna anketa o kreditnih pogojih bank v evro območju (izvedena je bila v mesecu oktobru 2009) je na osnovi pričakovanj bančnikov napovedala zaključitev zaostrovanja kreditnih pogojev ob koncu leta 2009. Ta pričakovanja se niso popolnoma uresničila. Zadnja anketa (izvedena v mesecu januarju letos) namreč kaže, da so se kreditne zahteve, ki jih morajo komitenti izpolnjevati za pridobitev novih posojil, še rahlo zaostrole (sicer je zaostritev bila manjša kot v predhodnih anketah). Sklepamo, da je kreditni cikel že dosegel dno, a okrevanje je počasno.

Mednarodni denarni sklad v svojem novjšem poročilu¹ ugotavlja, da so se sistematična tveganja, ki bi ogrozila stabilnost globalnih finančnih trgov, v zadnjem četrtnem zmanjšala. Zlasti komponente, ki so v poglobljanju krize najbolj prispevale k negotovosti in nestabilnosti finančnih trgov, se popravljajo: manjšajo se makroekonomsko tveganje (gospodarska rast oživlja), kreditna tveganja, tržna tveganja in tveganja povezana z gospodarskim razvojem držav v razvoju. Čeprav se globalna situacija popravlja, pa za zagotovitev trajne stabilnosti finančnih trgov obstajajo številni izzivi. Največji izziv v številnih državah je nadaljnje izboljšanje bančnega sistema in oživetev kreditne aktivnosti bank. Proces dokapitalizacije in razdolževanja še ni dokončan, banke zaradi korekcije cen nepremičnin čaka še porast izgub iz stanovanjskih posojil. Mednarodni denarni sklad je v svojem zadnjem poročilu o finančni stabilnosti ocenil, da so banke v ZDA do konca oktobra lanskega leta računovodsko pripoznale le polovico izgub, ki jih bo povzročila finančna kriza, v Evropi in Veliki Britaniji pa samo približno 40 %.

1 IMF. 2010. Global Financial Stability Report, Market Update.

Ocena izgub bank v finančni krizi [obdobje 2007-2010] glede na sedež bank

	Obseg postavk v bilancah stanja bank	Ocenjene izgube v obdobju	% vseh izgub
Banke v ZDA			
Stanovanjska posojila	2.981	230	22,4 %
Skupaj posojila	8.059	654	63,8 %
Vrednostni papirji *(finančne naložbe)	4.502	371	36,2 %
Banke v Veliki Britaniji			
Stanovanjska posojila	1.636	47	7,8 %
Skupaj posojila	6.744	497	82,3 %
Vrednostni papirji *(finančne naložbe)	1.625	107	17,7 %
Banke v evro območju			
Stanovanjska posojila	4.530	47	5,8 %
Skupaj posojila	15.994	480	59,1 %
Vrednostni papirji *(finančne naložbe)	6.907	333	40,9 %

Vir: IMF. 2009. Financial stability report, october 2009.

Dodaten dejavnik, ki bi lahko v naslednjem srednjeročnem obdobju prispeval k nestabilnosti na finančnem trgu, je umik posebnih programov centralnih bank, ki so zagotavljali bankam dodatno likvidnost v času finančne in gospodarske krize, ter umik garancij vlad za bančni dolg. Nekatere banke namreč ostajajo odvisne od teh programov oziroma pomoči in predčasen umik bi lahko ponovno zamajal stabilnost bančnih sektorjev.

V takšnih razmerah je v začetku decembra lanskega leta Evropska centralna banka začela izvajati strategijo izhoda iz izredno ekspanzivne denarne politike. Tega ni storila z dvigom obrestnih mer, temveč z napovedjo umika nekaterih izrednih operacij, ki jih je uporabljala v času finančne in ekonomske krize. Na zadnjem zasedanju Sveta ECB v začetku februarja, je ta pustil ključne obrestne mere nespremenjene. Glede na makroekonomske razmere in napovedi okrevanja evrskega gospodarstva, je finančna javnost takšno odločitev tudi pričakovala. Ker je likvidnost v denarnem sistemu evra po ocenah nosilca denarne politike še zmeraj zelo velika in je nad potrebami denarnega sistema, je Svet sprejel odločitev o zmanjšanju svojih operacij na odprtem trgu. Operacija dolgoročnega refinanciranja (LTRO) s 6-mesečno dospelostjo, ki jo bo ECB izvedla v marcu, bo tako zadnja. Dodatne odločitve o izhodni strategiji denarne politike bi naj J.C. Trichet pojasnil po seji Sveta v začetku marca.

Svet ECB je ob tem tudi pozval članice EMU k sprejemu ambicioznih izhodnih strategij fiskalne politike, ki se bi naj začele izvajati v najkrajšem možnem času. Ob tem je centralna banka tudi zanikala možnost finančne pomoči Grčiji. ECB ne bo finančno pomagala nobeni

izmed vlad denarne unije, to bi naj bilo po besedah J. C. Tricheta zgolj v pristojnosti vlad v Evropski uniji.

16

V tem letu se bo obrestna mera denarnega trga postopoma približevala obrestni meri, ki trenutno velja za operacije glavnega refinanciranja (1 %). Evropska centralna banka pa za izhod iz de facto ničelnih obrestnih mer verjetno ne bo morala dvigniti svojih ključnih obrestnih mer vse do konca leta. Razlogi za to so naslednji: šibko okrevanje gospodarstva evro območja, negotovost na finančnih trgih, dodatno povzročena s krizo zadolženosti držav članic evro območja (z največjimi težavami javnih financ se ob Grčiji soočajo še v Španiji, Portugalski in Irski), asimetrija v gospodarskem okrevanju držav članic evro območja, umik likvidnosti iz trga z odpravo izrednih ukrepov denarne politike. Omenimo, da bo v mesecu juniju, ko se izteče 12-mesečno obdobje avkcije LTRO, likvidnost v denarnem sistemu evra zmanjšana za 442 milijard €.

Umikanje likvidnosti Evropske centralne banke nosi s seboj veliko nevarnost. Ta nevarnost izvira iz dihotomije okrevanja bančnega sektorja v evro območju. Medtem ko nekatere banke ponovno neovirano dostopajo do denarnega trga in virov financiranja, so druge še zmeraj skoraj popolnoma odvisne od likvidnih virov, ki jim jih nudi Evropska centralna banka. Tveganje omenjene izhodne strategije Evropske centralne banke pa je povezano tudi z razvojem cen finančnih naložb. V denarno-političnih in finančnih krogih je razprava o tem, da je balonček cen finančnih naložb že nastal, vse bolj intenzivna. Veliki donosi državnih vrednostnih papirjev v razmerah vse večjih težav javnih financ (nedavni primer Grčije in Španije), je tudi svojevrsten balonček.

Na drugi strani Atlantika so Federalne rezerve v februarju pričele izvajati izhodno strategijo denarne politike. V začetku februarja so ukinile večino programov izredne ponudbe kratkoročne likvidnosti, ki so jo začele ponujati ob začetku finančne in gospodarske krize. Naslednji korak je bil dvig diskontne stopnje za 25 bazičnih točk, na 0,75 %. Hkrati je bilo objavljeno, da bo banka od sredine marca skrajšala ročnost kratkoročnih posojil, ki jih bodo ponujali v režimu "overnight" (prek noči). Federalne rezerve neposredno določajo, poleg diskontne mere, še obrestno mero na federalne obveznice, kar je ključna mera, po kateri si poslovne banke medsebojno izposojajo denar in na temelju katere se potem formirajo obresti na hipotekarne in druge kredite (t.i. "federal funds rate"; ta je ostala nespremenjena in se giblje med 0,0 % in 0,25). Njeno zvišanje je moč pričakovati v tretjem četrtletju. Vse to bi se naj zgodilo navkljub temu, da se pričakuje zmanjšanje dinamike rasti ameriškega gospodarstva v drugi polovici leta (rast bi takrat na letni ravni naj znašala 1,5-2 %). Dvig ključne obrestne mere pa ne bo enostaven, saj obstajajo v ameriškem denarnem sistemu obsežne presežne likvidnostne rezerve. Te znašajo po ocenah Federalnih rezerv okoli 1.100 milijard USD in so tako velike zaradi masivnih intervencij ameriške centralne banke na finančnih trgih. Velika ponudba teh sredstev preprečuje dvig obrestne mere. Dvig ključne obrestne mere bo zato možno doseči šele takrat, ko bo doseženo zmanjšanje presežnih rezerv v denarnem sistemu ZDA. Federalne rezerve tega ne bodo mogle doseči zgolj s

tradicionalnim mehanizmom operacij prodaje vrednostnih papirjev iz njenega portfelja na odprtem trgu, saj več kot polovico tega portfelja predstavljajo vrednostni papirji zavarovani s hipotekami in obveznice agencij trga hipotekarnih vrednostnih papirjev. Takšen ukrep Federalnih rezerv ni verjeten, saj ta segment finančnega trga še ni normaliziran. Po besedah guvernerja B. Bernankeja bi naj Federalne rezerve presežno likvidnost v denarnem sistemu zmanjšale s kombinacijo uporabe rokovnega depozita, repo operacij in zvišanjem obrestne mere za izposojlo sredstev od Federalnih rezerv.