



Ekonomška šola Celje, Gimnazija in srednja šola

Kosovelova 4

3000 Celje



AVTORJI:

Maša Plaznik, 3. e

Klara Šestanj, 3. e

Kristijan Miljanović, 3. e

MENTORICA:

Katja Fras Budna, univ. dipl. ekon.

Šolsko leto 2022/2023

UVOD

Na podlagi ekonomske in denarne analize smo ocenili gospodarske in inflacijske obete ter naravnost denarne politike. Sprejeli smo naslednje sklepe, namenjene doseganju cilja stabilnosti cen.

Pričakujemo, da bo ECB v prihodnje še dvigovala ključne obrestne mere.

Svet ECB je v svojem **zadnjem poročilu za javnost** 15. 12. 2022 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zviša za 50 bazičnih točk (obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja se je zvišala na 2,50 %, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita se je zvišala na 2,0 %, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila na 2,75 %). Nove obrestne mere so začele veljati 21. 12. 2022. Sklepi o gibanju obrestnih mer se bodo sprejemali na vsaki seji Sveta ECB posebej.

Zaradi pričakovane višje inflacije pričakujemo, da jih bodo še dodatno zviševali. Potrebno jih bo zviševati enakomerno, da bodo dosegle ravni, ki so dovolj restriktivne, da bi se inflacija čimprej vrnila na ciljno 2-odstotno raven. Z ohranjanjem obrestnih mer na restriktivnih ravneh se bo inflacija sčasoma znižala zaradi zaviranja povpraševanja. To bo preprečevalo tudi tveganje vztrajnega zviševanja inflacijskih pričakovanj.

Program nakupa vrednostnih papirjev (APP) in izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP).

Razpravljali so tudi o načelih, kako normalizirati Evrosistemova imetja vrednostnih papirjev za namene denarne politike (Evrosistem sestavljajo Evropska centralna banka (ECB) in nacionalne centralne banke držav članic EU, ki so sprejele evro). Od začetka marca 2023 dalje naj bi se portfelj v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev (APP) postopno in predvidljivo zmanjševal. Evrosistem naj ne bi ponovno investiral vseh plačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev. To zmanjšanje bo do konca drugega četrletja 2023 v povprečju znašalo 15 milijard EUR na mesec, sčasoma pa bo določena tudi dinamika po tem obdobju.

Izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP - ang. *Pandemic Emergency Purchase Programme*) - Svet ECB namerava glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru tega programa, ponovno investirati vsaj do konca leta 2024. Postopno zmanjševanje portfelja se bo v okviru tega programa upravljalo tako, da se prepreči poseganje v ustrezno naravnost denarne politike. Svet ECB bo še naprej investiral unovčenja, ki izhajajo iz portfelja v okviru programa PEPP, da bi preprečil tveganja, povezana s pandemijo, ki bi lahko ogrozila transmisijski mehanizem denarne politike.

Eden izmed instrumentov, ki bi zagotovil, da se bo inflacija vrnila na ciljno 2-odstotno raven v srednjeročnem obdobju je tudi instrument za zaščito transmisije (TPI). Njegov cilj je preprečiti neupravičeno in neurejeno tržno dinamiko, ki predstavlja resno grožnjo transmisiji denarne politike po vseh državah v evroobmočju. Transmisijski mehanizem je pojem, ki zajema kanale, preko katerih poteka delovanje instrumentov denarne politike, da dosežemo končne cilje, torej inflacijo na nivoju 2 %. To je nov nestandardni instrument, ki je bil uveden julija 2022.

Operacije refinanciranja - Ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR) imajo osrednjo vlogo pri zagotavljanju, da ukrepi denarne politike dosežejo ljudi. ECB prek operacij CUODR bankam ponuja dolgoročnejše kredite po ugodnih pogojih ter jih spodbuja, da odobravajo posojila podjetjem in potrošnikom v evroobmočju. S tem ostajajo stroški zadolževanja nizki, kar spodbuja potrošnjo in naložbe. Ob tem ko banke odplačujejo zneske, izposojene v okviru ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, bo Svet ECB redno ocenjeval, kako ciljno usmerjene posojilne operacije prispevajo k naravnosti denarne politike. Operacije CUODR pomagajo poganjati gospodarstvo in zagotavljajo, da imajo podjetja in gospodinjstva še naprej dostop do sredstev, ki jih potrebujejo, da se obdržijo nad vodo in investirajo. S posojili podjetjem in gospodinjstvom se financirajo naložbe ter spodbuja trošenje blaga in storitev, zlasti kadar se gospodarstvo sooča z velikimi zaviralnimi dejavniki. Tako lahko po drugi strani spodbudimo tudi približevanje inflacije cilju, ki je na ravni tik pod 2%.

Naše mnenje smo sprejeli na podlagi ekonomske in denarne analize.

EKONOMSKA ANALIZA

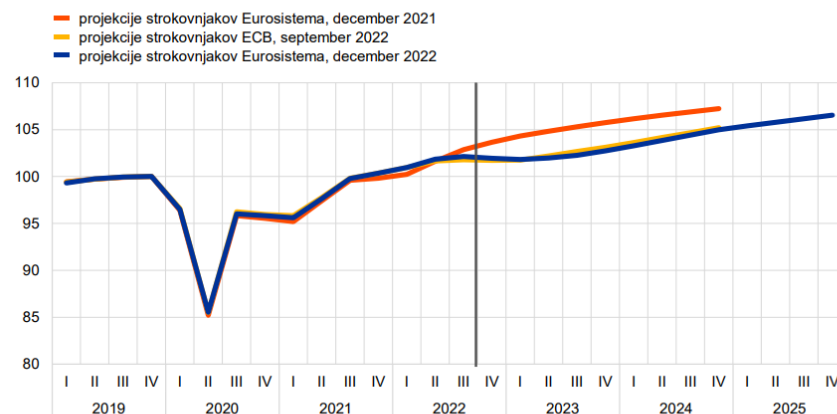
Z ekonomsko analizo:

- ocenjujemo rast gospodarstva oziroma rast BDP,
- spremljamo gibanje cen na trgih blaga in storitev ter na trgih produkcijskih faktorjev,
- spremljamo gibanje skupne proizvodnje, povpraševanja in trga dela, javnofinančno politiko,
- spremljamo tečajna gibanja.

▪ **Realni BDP** – glede na napovedi bo medletna realna rast BDP v letu 2022 znašala 3,4 %, v letu 2023 0,5 %, v letu 2024 1,9 %, v letu 2025 pa 1,8 %. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami so bili gospodarski obeti za leto 2022 popravljeni navzgor, za leto 2023 navzdol, za leto 2024 pa so ostali nespremenjeni. Iz najnovjših podatkov je razvidno, da se bo gospodarska aktivnost v zadnjem četrletju 2022 ob visoki inflaciji, vztrajni negotovosti glede vojne v Ukrajini in tveganju motenj v oskrbi z energenti še naprej umirjala.

Realni BDP v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(indeks: zadnje četrletje 2019 = 100; desezonirani in za število delovnih dni prilagojeni četrletni podatki)

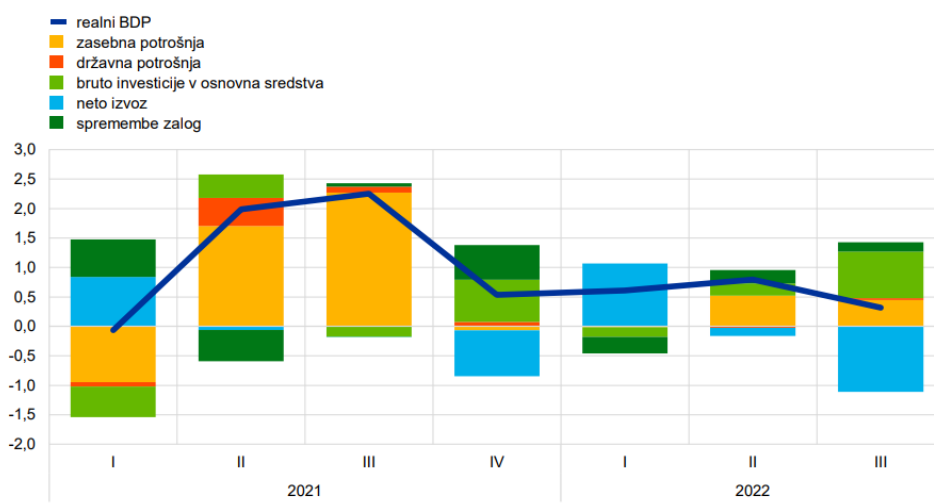


Viri: Eurostat in decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

Opomba: Navpična črta označuje začetek obdobja decembrskih makroekonomskih projekcij strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2022.

Po ocenah strokovnjakov se bo rast svetovnega realnega BDP (brez evroobmočja) v letu 2023 upočasnila na 2,6 %, kar je pod dolgoročnim povprečjem, nato pa naj bi v letu 2024 postopno okrevala na 3,1 % in še nadalje v letu 2025 na 3,3 %.

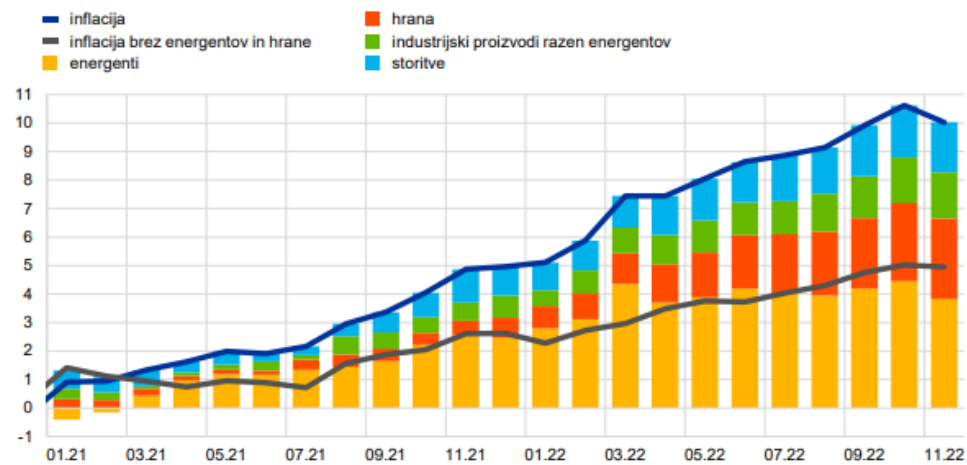
- **Stopnja inflacije** – Opredelitve srednjeročnega gibanja stopnje inflacije je v trenutnem okolju visoke stopnje inflacije, energetskih in pandemičnih šokov ter ruske invazije na Ukrajino diagnostičen izziv.

V indeksu HICP (harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin so štiri glavne sestavine: energija, hrana, blago in storitve). Trenutne teže teh komponent v skupnem HICP evroobmočja so: energija (11 odstotkov); živila (21 odstotkov); blago (26 odstotkov); storitve (42 odstotkov). Inflacija je bila v primerjavi s septembrskimi projekcijami še naprej visoka in se je razširila na vse skupine indeksa HICP. Visoka je bila kljub strmemu upadu veleprodajnih cen plina in električne energije, vse šibkejšemu povpraševanju, zmanjševanju ozkih grl v dobavnih verigah in vladnim ukrepom za omejitev inflacije v skupini energentov. Skupna inflacija, merjena z indeksom HICP, bo ostala povišana, ker na cene življenjskih potrebščin vplivajo pritiski iz proizvodne verige, povezani s preteklim zvišanjem cen primarnih surovin. Tudi pretekla depreciacija evra ter pomanjkanje na strani ponudbe in presežno povpraševanje po delovni sili vplivajo na inflacijo. Vseeno pa se bo inflacija po pričakovanjih znižala s povprečne 8,4-odstotne ravni v letu 2022 na 6,3 % v letu 2023. V letu 2024 naj bi se

znižala na 3,4-odstotno povprečno raven in v letu 2025 na 2,3-odstotno povprečno raven. Znižanje inflacije naj bi bilo zaradi navzdol delujočih baznih učinkov, povezanih z energenti in postopne normalizacije denarne politike ECB, ki se je začela decembra 2021, slabših gospodarskih obetov in predpostavljeno znižanje cen energentov in prehranskih surovin, ki je v skladu s terminskimi cenami, in predpostavko, da bodo dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostala zasidrana. Skupna inflacija bo predvidoma ostala nad 2-odstotnim inflacijskim ciljem ECB do sredine leta 2025, medtem ko bo inflacija brez energentov in hrane ostala višja od 2,0% v celotnem obdobju projekcij.

Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

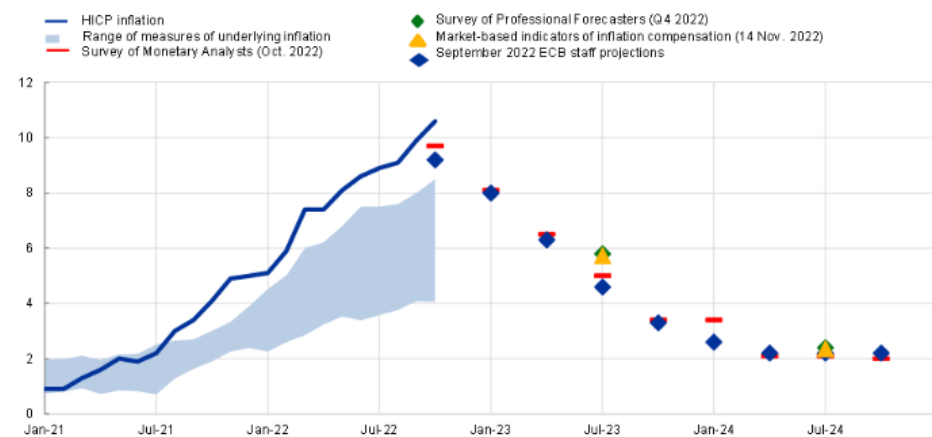


Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na november 2022 (prva ocena).

Glavna inflacija, ukrepi za inflacijo, napovedi in pričakovanja inflacije

(letne odstotne spremembe)



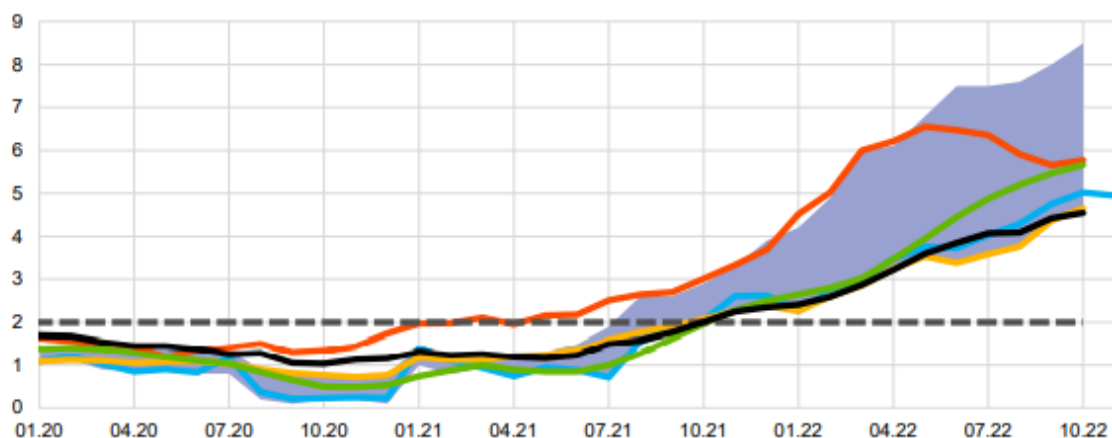
Viri: Izračuni Eurostata in ECB.

Merila osnovne inflacije so ostala na povišani ravni, vendar kažejo določene znake stabilizacije (glej gornji graf). To je bil odraz širjenja cenovnih pritiskov po več sektorjih in postavkah indeksa HICP, in sicer deloma zaradi vpliva visokih energetske stroškov na evroobmočje kot celoto.

Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)

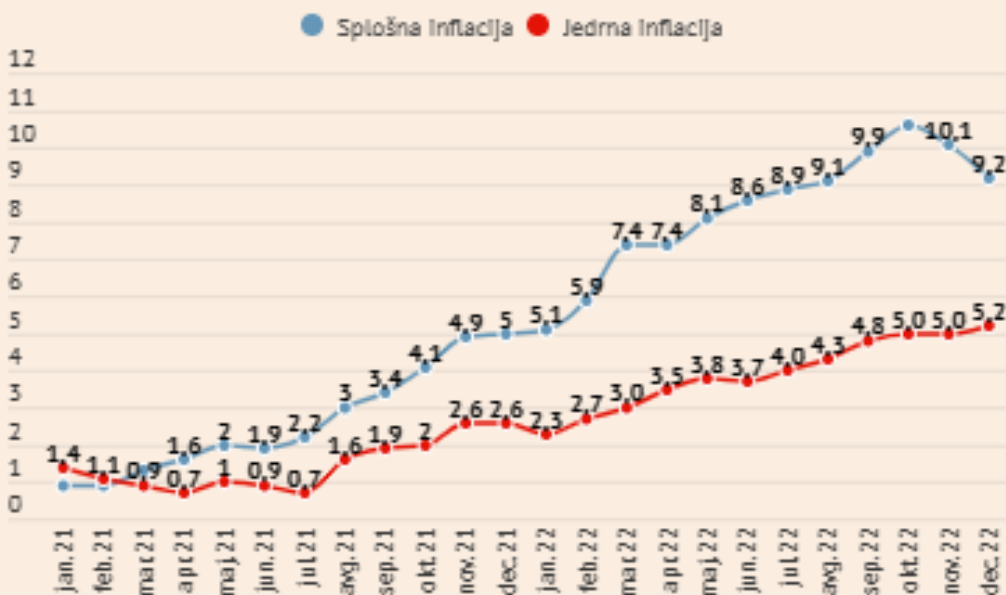
- razpon osnovnih kazalnikov
- najozžja osnovna inflacija
- inflacija brez energentov in hrane
- inflacija samo v skupini postavk z manjšim uvoznim deležem
- inflacija brez energentov, hrane, s potovanj povezanih postavk ter oblačil in obutve
- kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Gibanje evrske inflacije

v %, mesečne stopnje na letni ravni



Op.: jedrna inflacija ne upošteva cen energentov, hrane, alkohola in tobanih izdelkov; inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin HICP.

Vir: Eurostat

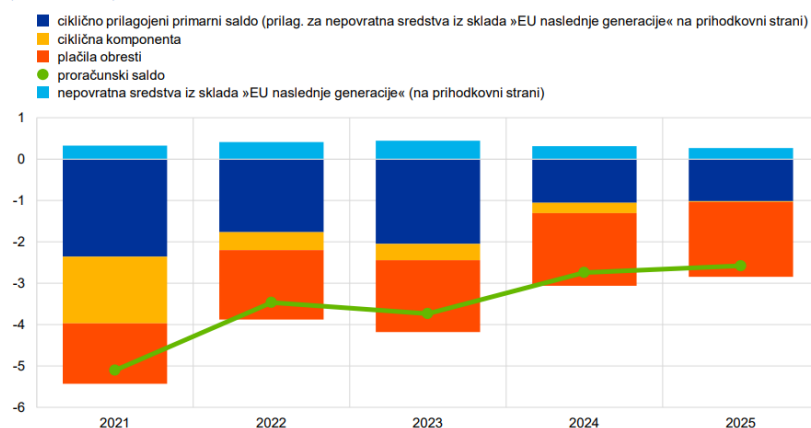
Decembra 2022 se je znova povišala jedrna inflacija, ki je očiščena gibanja cen energentov, hrane, alkohola in tobačnih izdelkov, in sicer z novembrskih pet na decembrskih 5,2 odstotka. Predsednica ECB Christine Lagarde je dejala, da se lahko zgodi, da bosta decembra splošna in morda celo jedrna inflacija nekoliko nižji, da pa imajo pri ECB dobre razloge za prepričanje, da bodo številke januarja in februarja 2023 spet višje.

Pri Bloombergu so zapisali, da so ekonomisti v svoji nedavni anketi predvideli, da bo depozitna obrestna mera končno raven dosegla pri 3,25 odstotka. Niso pa ponovili informacije, da naj bi temu sledil prvi obrestni rez na tri odstotke, predvidoma v juliju 2023. V tej anketi so ekonomisti sicer napovedali terminalno višino depozitne obrestne mere pri 3,25 odstotka, tja pa da bo ECB prišla z dvema dvigoma po 0,5 odstotne točke v februarju in marcu 2023 ter z dvema obrestnima dvigoma po 0,25 odstotne točke v maju in juniju. Pri tem so ekonomisti v tej anketi ocenili, da naj bi evrska jedrna inflacija – ki se zdaj vse bolj postavlja pod žaromete – vrh dosegla v prvem četrtletju 2023 pri 5,1 odstotka, v zadnjem četrtletju 2022 pa upadla na 3,5 odstotka.

- **Javnofinančni primanjkljaj** – Stopnja javnofinančnega primanjkljaja v evroobmočju se je leta 2021 znižala na 5,1 % BDP. Po ocenah se je v letu 2022 še znižala na 3,5 % BDP, vendar naj bi se v letu 2023 po napovedih rahlo zvišala na 3,7 % BDP. Ponovno naj bi se začela zniževati v letu 2024, ko naj bi dosegla 2,7 %, na približno tej ravni pa naj bi ostala do konca obdobja napovedi leta 2025. Na izboljšanje proračunskega salda v letu 2022 naj bi vplivala gospodarski cikel in večji ciklično prilagojeni primarni saldo, potem ko se je začela iztekati veljavnost velikega dela pandemičnih interventnih ukrepov. Javnofinančne projekcije so še naprej zelo negotove, kar je povezano predvsem z vojno v Ukrajini in dogajanjem na trgih energentov, zaradi česar bi lahko vlade sprejele dodatne ukrepe javnofinančne pomoči. Fiskalna politika bi morala gospodarstvo zaščititi pred visokimi cenami energentov, ukrepi bi morali biti ciljno usmerjeni in prilagojeni ohranjanju spodbud k manjši porabi energije. Javnofinančni ukrepi, ki teh načel ne bodo izpolnjevali, bodo verjetno še povečali inflacijske pritiske, zaradi česar bi bil potreben odločnejši odziv denarne politike.

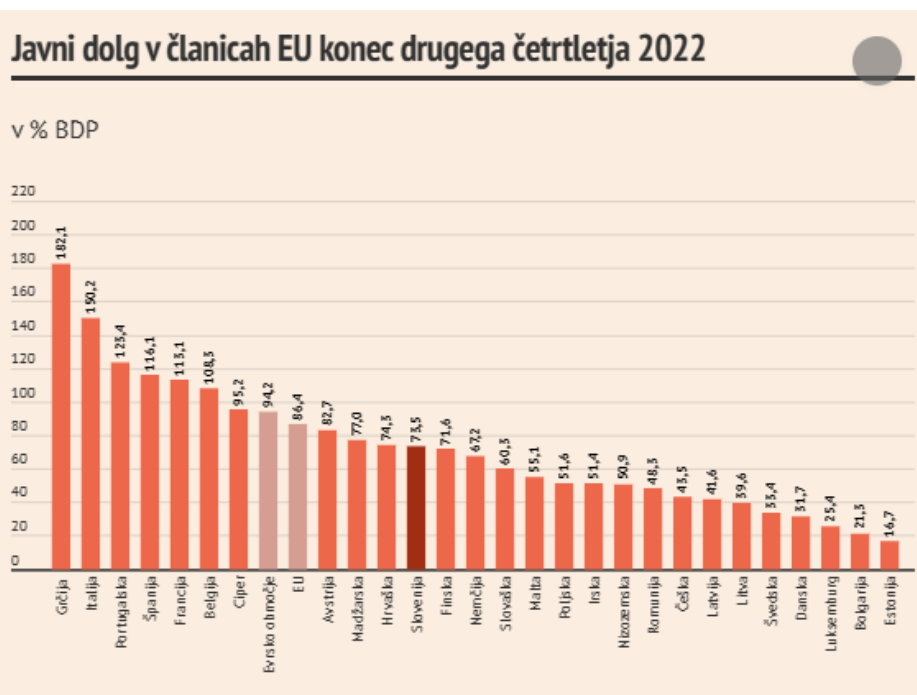
Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



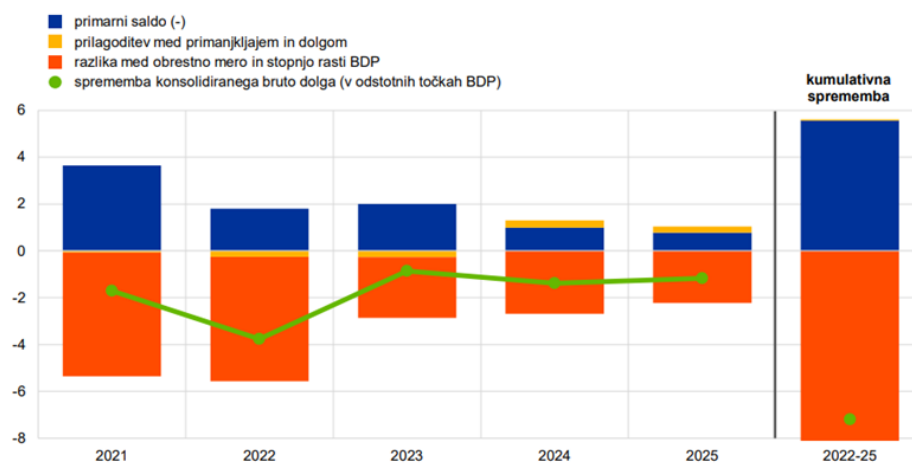
Viri: izračuni ECB in decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.
Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v državah euroobmočja.

▪ **Razmerje med javnim dolgom in BDP** – Delež javnega dolga evroobmočja v razmerju do BDP, ki se je leta 2020 zelo povečal, se bo po pričakovanjih v letih 2024 in 2025 počasi zmanjšal do slabih 90 %. Bo pa še vedno večji kot pred krizo. Ob koncu obdobja projekcij leta 2025 bi naj znašal 88 %. Povprečni evrski dolg je konec drugega četrletja 2022 znašal 94,2 odstotka BDP. Slovenski dolg je v drugem četrletju dosegel 73,5 odstotka BDP kar je 4 odstotne točke več kot pred krizo leta 2019. Grčija ostaja dolžniška rekorderka v EU, pri čemer je njen dolg konec drugega četrletja 2022 znašal 182,1 odstotka BDP. Kot je znano, po maastrichtskih pravilih javni dolg ne bi smel preseči 60 odstotkov BDP. To merilo v letošnjem drugem četrletju od 27 izpolnjuje 13 članic EU. Najmanjši javni dolg ima Estonija – konec drugega četrletja je znašal 16,7 odstotka, sledi pa ji Bolgarija, kjer je javni dolg znašal 21,3 odstotka. Dolg pod 60 odstotki BDP imajo še Luksemburg, Danska, Švedska, Litva, Latvija, Češka, Romunija, Nizozemska, Irska, Poljska in Malta.



Dejavniki sprememb javnega dolga v euroobmočju

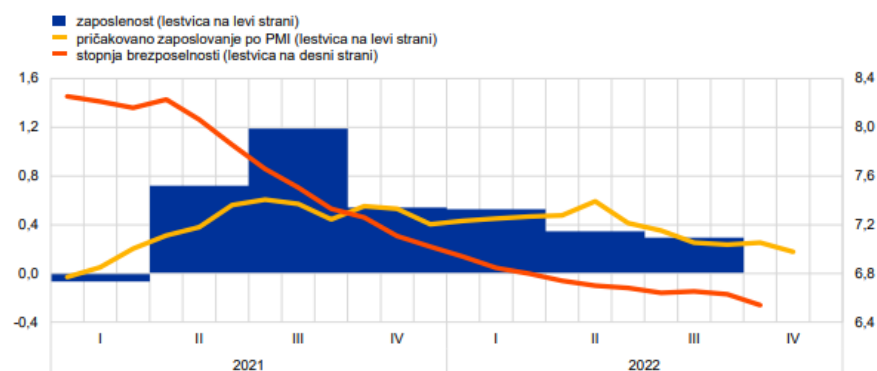
(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: izračuni ECB in decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.
Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v državah euroobmočja.

▪ **Stopnja brezposelnosti** – Razmere na trgu dela so v evroobmočju še vedno zelo dobre in še naprej spodbudno vplivajo na gospodarsko aktivnost. Število zaposlenih se je med zadnjim četrtletjem 2019 in tretjim četrtletjem 2022 povečalo za 3,1 milijona. Stopnja brezposelnosti v območju evra je novembra lani ostala na rekordno nizki ravni. Znašala je 6,5 odstotka. Od začetka pandemije se je povečalo povpraševanje po delavcih. Brez zaposlitve je bilo šest odstotkov za delo sposobnih prebivalcev. Po ocenah Eurostata je bilo novembra 2022 v EU brez dela 12,95 milijona državljanov, od tega v 19 državah z evrom 10,85 milijona. O najvišji stopnji brezposelnosti izmed držav z evrom so novembra lani poročali iz Španije in Grčije (12,4 oz. 11,4 odstotka). Nova članica Hrvaška, ki se je območju evra pridružila januarja letos, je bila novembra lani s 6,5-odstotno stopnjo brezposelnosti ravno na povprečju držav s skupno denarno enoto. Najnižja je bila stopnja brezposelnosti predzadnji mesec lanskega leta v Nemčiji in na Poljskem (3,0 odstotka). Nižja od povprečja je bila tudi v Sloveniji, in sicer je znašala 4,2 odstotka, kar je 0,1 odstotne točke več kot oktobra. [Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in stopnja brezposelnosti v euroobmočju](#)

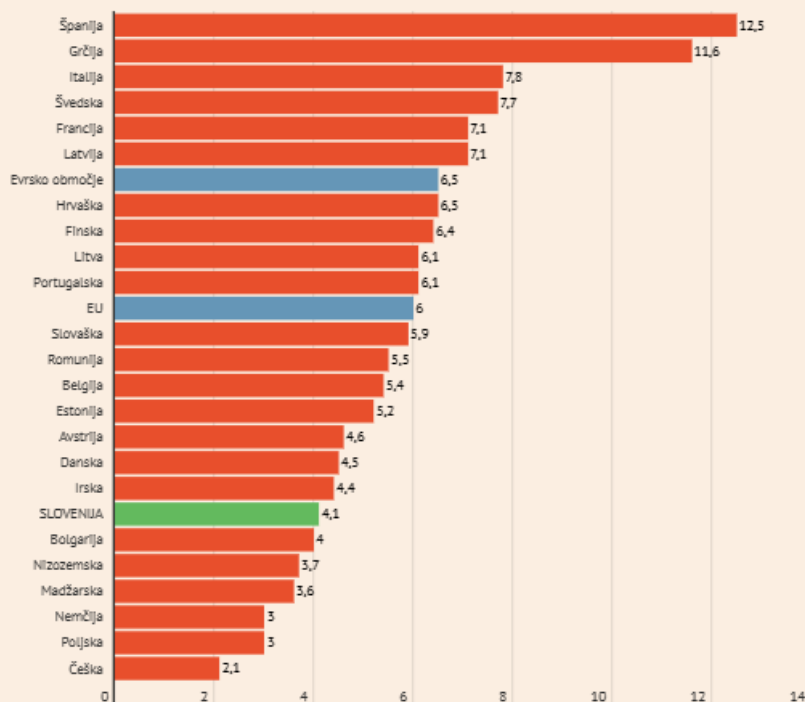
(leščica na levi strani: medčetrletne spremembe v odstotkih, difuzijski indeksi; leščica na desni strani: odstotek delovne sile)



Viri: Eurostat, S&P Global Market Intelligence in izračuni ECB.

Brezposelnost v EU oktobra nižja

SPLOŠNA STOPNJA BREZPOSELNOSTI, v %

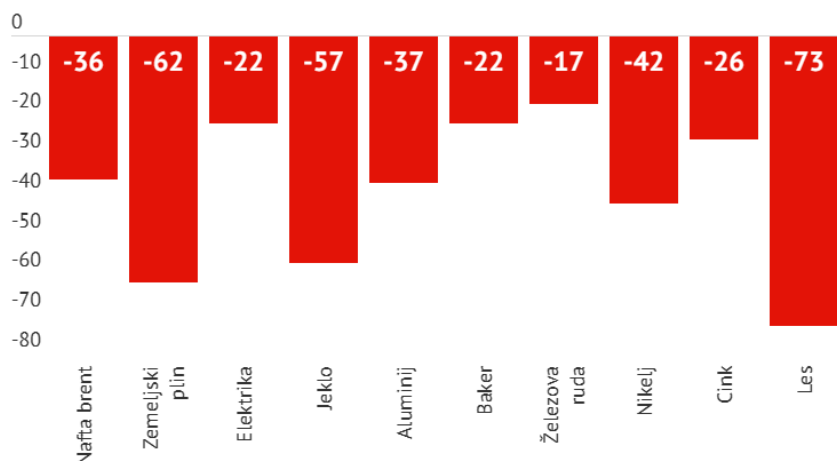


Vir: Eurostat

▪ **Cena primarnih surovin** – Na surovinskih trgih so zlasti med marcem in septembrom 2022 vladali pretresi. Vrsta surovin je dosegala vrtoglave cene, tem vrhovom, ki so se zgodili zlasti marca, junija, avgusta in septembra, pa so pogosto sledili tudi strmi upadi cen. Pregled cen energentov kaže, da govorimo o pocenitvi surove nafte od njenega vrha za 36 odstotkov, pri zemeljskem plinu na nizozemski borzi pa za 62 odstotkov. Električna na dunajski borzi je bila od lanskega maksimuma cenejša za 39 odstotkov.

Sestop cen surovin na mednarodnih trgih

v odstotkih od letošnjega vrha do 14. 12. 2022



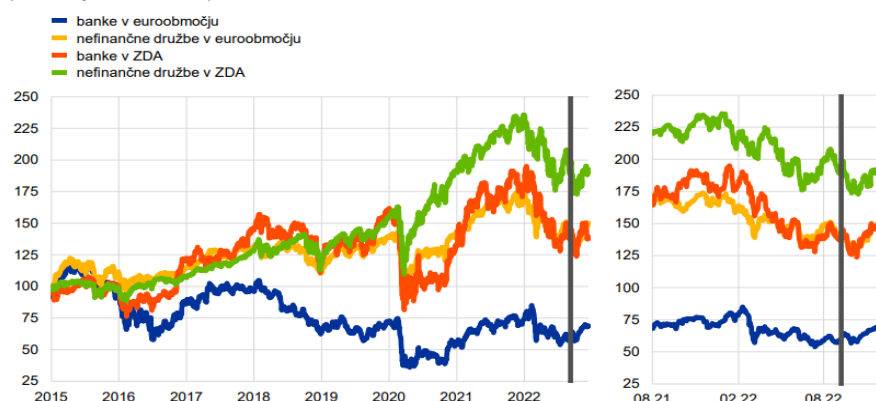
Vir: Bloomberg

- **Zunanje povpraševanje** – Zunanje povpraševanje po izvozu iz evroobmočja se je leta 2022 po ocenah povečalo za 6,0 %. Po projekcijah se bo njegova rast v letu 2023 izrazito upočasnila na 1,2 %, ker se v nekaterih ključnih trgovinskih partnericah evroobmočja pričakuje šibkejša rast. V skladu z gibanjem svetovnega uvoza se bo v letih 2024 in 2025 rast zunanjega povpraševanja predvidoma pospešila na približno 3,0 %.

- **Finančni trgi** – Na finančne trge so vplivala pričakovanja, da se bo denarna politika v evroobmočju hitreje zaostrovala. Kljub veliki volatilitnosti na trgu so se kratkoročne netvegane obrestne mere v evroobmočju povečale, dolgoročne obrestne mere pa le rahlo. Donosnost državnih obveznic v evroobmočju je sledila dolgoročnim obrestnim meram; se je povečala. Razmiki v donosnosti državnih obveznic pa so se zblížali. Kljub višji obrestni meri in v nasprotju z gibanji v ZDA so se razmiki v donosnosti evropskih podjetniških obveznic zmanjšali, cene lastniških vrednostnih papirjev pa so se povečale. Največ so se povečale cene delnic bank v evroobmočju. Na tujih deviznih trgih se je evro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, na splošno okrepil.

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2015 = 100)

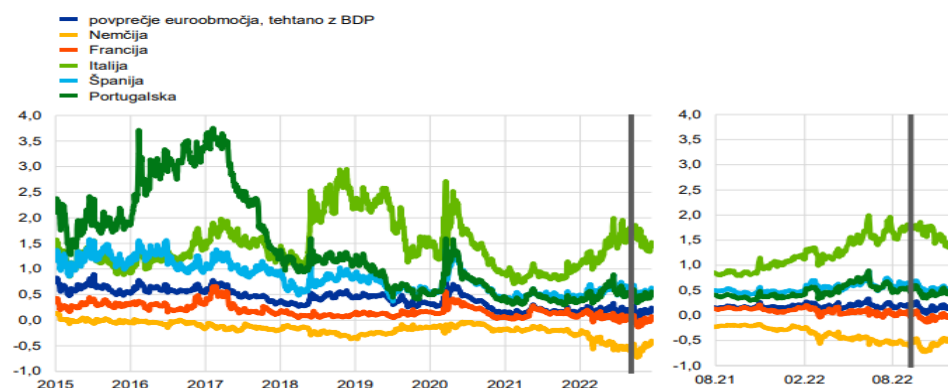


Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (8. september 2022). Zadnji podatki se nanašajo na 14. december 2022.

Razmiki v donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja glede na obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR

(v odstotnih točkah)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (8. september 2022). Zadnji podatki se nanašajo na 14. december 2022.

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeksi: 1. januar 2015 = 100)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

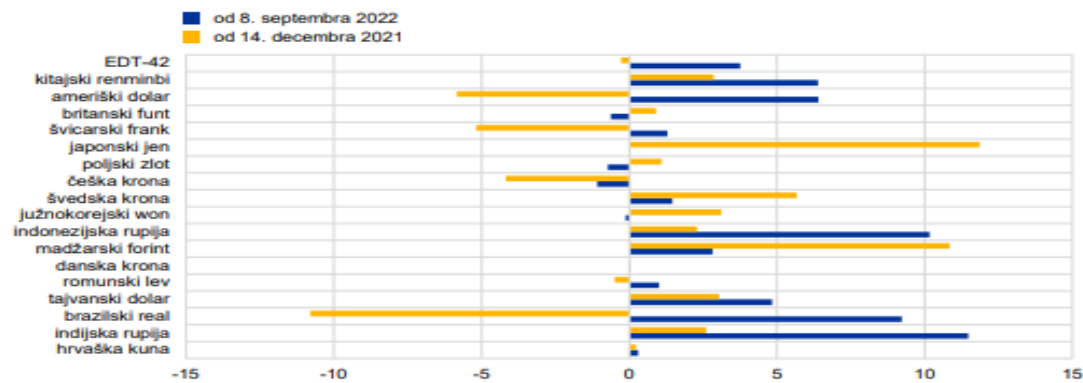
Opomba: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (8. september 2022). Zadnji podatki se nanašajo na 14. december 2022.

Evropski delniški trgi so ponovno začeli rasti, pri čemer so bile posebej uspešne banke v evroobmočju. Kljub določenemu zaviralnemu vplivu zaradi visokih netveganih obrestnih mer so delniški trgi začeli ponovno rasti, tako da so bile evropske delnice uspešnejše od delnic drugod po svetu, tudi tistih v ZDA. V celoti gledano so se vrednostni papirji nefinančnih družb v evroobmočju povečali za 7,7 %, medtem ko so se v ZDA zmanjšali za 0,8 %. Razlika je bila še večja v bančnem sektorju, kjer so banke evroobmočja pridobile celih 14,2 % v primerjavi z ZDA, kjer so izgubile 4,0 %. Ponovna rast je bila posledica nepričakovanega pozitivnega dobička bank v evroobmočju v tretjem četrtletju in pričakovanj o še večjem dobičku v prihodnosti, saj naj bi realizirano in pričakovano zvišanje ključnih obrestnih mer ECB prispevalo h krepitvi obrestnih marž in s tem dobička bank.

Nominalni efektivni tečaj evra, merjen v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric evroobmočja, se je v obravnavanem obdobju zvišal za 3,8 %. Če pogledamo dvostranska tečajna gibanja, se je evro močno okrepil v razmerju do ameriškega dolarja (za 6,4 %), kar je posledica pričakovanj, da bi se lahko hitrost zviševanja obrestnih mer v ZDA upočasnila in da bi lahko denarna politika spremenila smer prej, kot je bilo pričakovano. Okrepil se je tudi v razmerju do valut večine drugih razvitih gospodarstev, vključno s švicarskim frankom (za 1,3 %), čeprav je ostal v razmerju do japonskega jena približno nespremenjen. Euro je apreciral tudi v razmerju do večine valut nastajajočih tržnih gospodarstev, zlasti do kitajskega renminbija (za 6,4 %). Rahlo je oslabil v razmerju do nekaterih evropskih valut, vključno z britanskim funtom (za 0,6 %), češko krono (za 1,1 %) in poljskim zlotom (za 0,7 %), še naprej pa je apreciral v razmerju do madžarskega forinta (za 2,8 %).

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opomba: EDT-42 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 14. decembra 2022.

▪ **Zunanje okolje** – V letu 2022 je svetovno gospodarstvo prizadelo več šokov, ki so upočasnili rast in bodo tudi v prihodnje negativno vplivali na svetovne gospodarske obete. Ruska vojna proti Ukrajini še naprej pretresa trge energentov in prehranskih surovin, cene energentov pa ostajajo nihajoče, čeprav so se od septembrskih projekcij znižale. Poleg tega vojna povečuje negotovost glede prehranske varnosti, zlasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih.

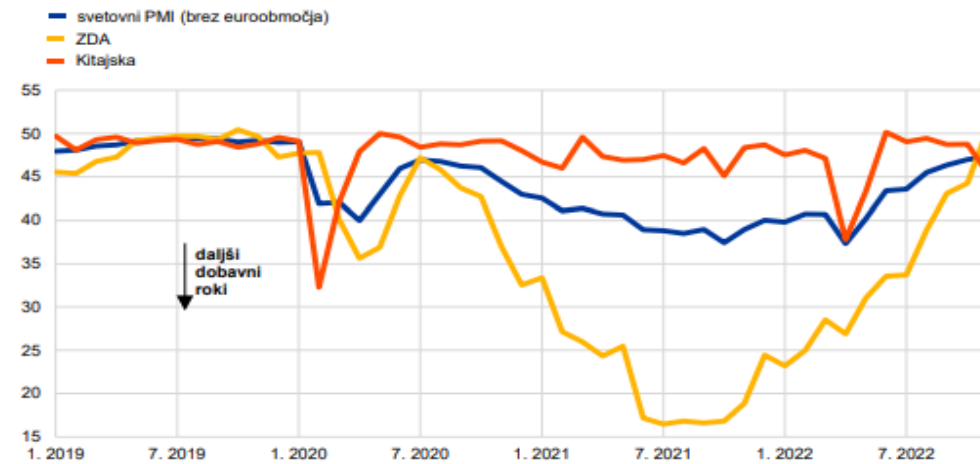
V večjih razvitih gospodarstvih se je gospodarska aktivnost tekom leta 2022 upočasnjevala, ker je povpraševanje popuščalo in so centralne banke v začetku leta 2022 začele zaostrovanje denarne politike. Po drugi strani sta do tretjega četrtletja aktivnost podpirala postopno sproščanje protipandemičnih omejitev in ozkih grl v dobavnih verigah ter upadanje cen energentov.

▪ **Svetovna trgovinska menjava** – Ob prelomu leta jo je zaviralo upočasnjevanje aktivnosti v predelovalnih dejavnostih. V prvi polovici leta 2022 je svetovna trgovinska menjava ostala razmeroma odporna. Negativni vpliv ruske vojne v Ukrajini in nekaterih ozkih grl v ponudbi se je deloma izravnal z okrevanjem potovalnih in prevoznih storitev po odpravi proti pandemičnih ukrepov. Zagon v svetovni blagovni trgovini se od julija 2022 naprej zmanjšuje zaradi šibke rasti v razvitih gospodarstvih. Pritiski v dobavnih verigah se postopno zmanjšujejo, čeprav gibanja, povezana s COVID-19 na Kitajskem, predstavljajo navzdol usmerjeno tveganje, zlasti v bližnji prihodnosti. Novembra se je svetovni PMI (brez evroobmočja) za dobavne roke dobaviteljev še nadalje izboljšal na 47,3 in v ZDA poskočil nad ekspanzivni prag (+50), medtem ko je na Kitajskem padel z 48,7 na 45,4 k čemur je največ prispevalo ponovno zaostrovanje zaježitvenih ukrepov v novembru zaradi izbruha novih okužb s COVID-19. Vseeno so razmere še

vedno zelo negotove, saj so oblasti v začetku decembra začele sproščati zaježitvene ukrepe in razmišljajo o začetku nove faze ukrepov za boj proti virusu.

PMI za dobavne roke dobaviteljev

(indeks)

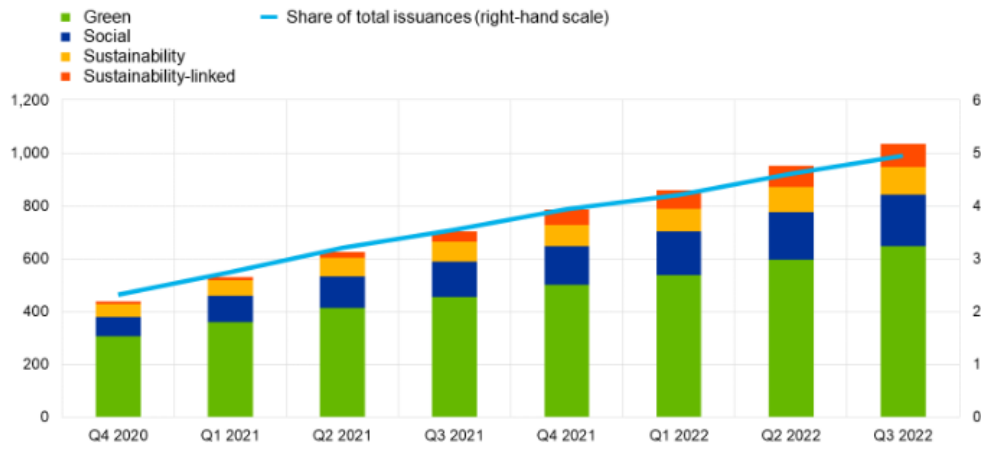


Viri: S&P Global in izračuni strokovnjakov ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na november 2022.

- **Kazalniki, povezani s podnebjem** – Ti kazalniki zagotavljajo informacije o prihodkih za financiranje trajnostnih projektov in s tem tudi o napredku prehoda na gospodarstvo z neto ničlo (neto ničelna vrednost pomeni zmanjšanje emisij toplogrednih plinov čim bližje ničli). Na finančne trge bodo prinesle več preglednosti in so pomembne za vključitev premisleka o podnebnih spremembah pri oblikovanju in izvajanju denarne politike ECB ter pri analizi gospodarskega razvoja in finančne stabilnosti. Neplačani znesek trajnostnih dolžniških vrednostnih papirjev, izdanih v evroobmočju, se je v zadnjih dveh letih več kot podvojil. Vrednostni papirji, namenjeni financiranju zelenih in socialnih projektov, ki predstavljajo večino trga, so bili močno povečani. V istem obdobju so obveznice, povezane s trajnostjo, beležile najvišjo stopnjo rasti. Kljub razmeroma široki opredelitvi, je ustreznost teh instrumentov na celotnem trgu dolžniških vrednostnih papirjev še vedno manjša.

Euroobmočje za trajnostne dolžniške vrednostne papirje

(Lestvica na levi strani: milijarde EUR, neravnani zneski po obrazni vrednosti; lestvica na desni strani: odstotki)



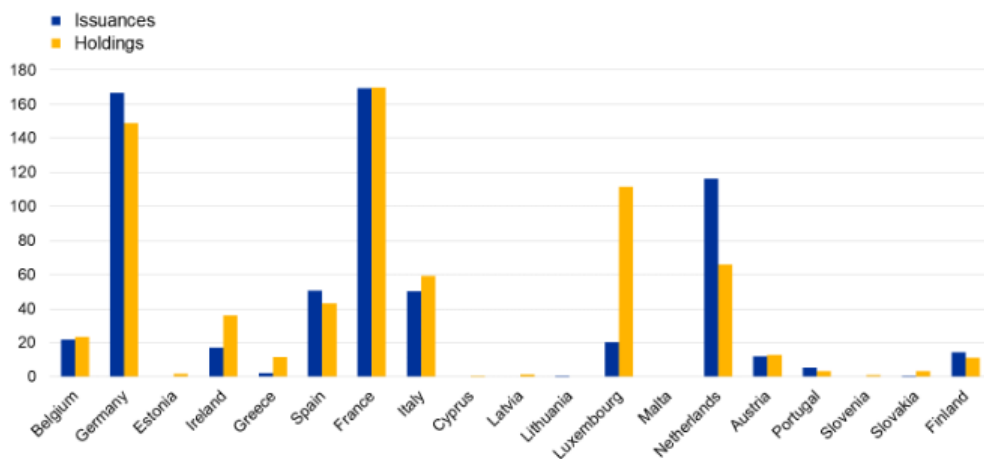
Vir: Centralizirana podatkovna zbirka vrednostnih papirjev (CSDB).

Opomba: Opaženi zneski se nanašajo na zadnji dan referenčnega obdobja. Delež skupnih izdaj predstavlja znesek vseh trajnostnih vrednostnih papirjev kot delež neplačanih zneskov vseh dolžniških vrednostnih papirjev, izdanih v euroobmočju.

Od začetka leta 2021 so se deleži v evroobmočju v trajnostnih dolžniških vrednostnih papirjev nenehno povečevali. Ti instrumenti postajajo vse bolj relevantne naložbene alternative, vendar na splošno ostajajo manjša točka portfelja. Medtem ko se zdi, da imajo vlagatelji v evroobmočju raje trajnostne dolžniške vrednostne papirje, izdane v evroobmočju, je evroobmočje kot celota neto kupec teh instrumentov – torej njegova imetja preHITEVajo njegove izdaje. Francija in Nemčija sta najboljši izdajateljici in imetnici vrednostnih papirjev zelenega dolga v evroobmočju, ki predstavljata več kot polovico trga. Nizozemska je tretja največja izdajateljka, Luksemburg pa tretji največji imetnik. Preostale države evroobmočja predstavljajo majhen delež tako pri izstopih kot imetju trga zelenih obveznic.

Izpisi in imetja zelenih dolžniških vrednostnih papirjev po državah

(milijarde EUR; Q3 2022; neravnane zneske po obrazni vrednosti)



Viri: CSDB in SHSS.

Opomba: Opaženi zneski se nanašajo na zadnji dan referenčnega obdobja.

DENARNA ANALIZA

Z denarno analizo ugotavljamo:

- povezavo med ponudbo denarja in rastjo cen,
- analiziramo širši denarni agregat M3,
- spremljamo gibanje denarja in kreditov ter ocenjujemo, kako bi ti dejavniki vplivali na stopnjo inflacije in rast gospodarstva.

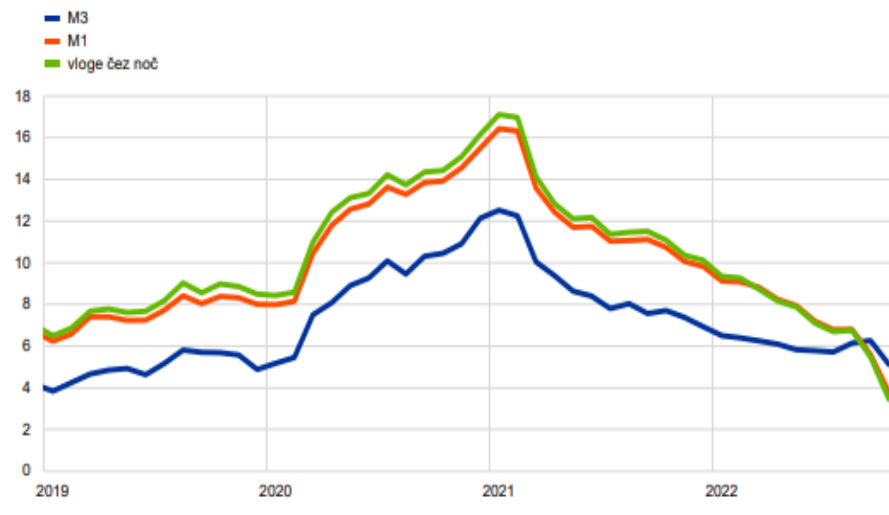
Rast širokega denarja (M3) se je s 6,3 % septembra zmanjšala na 5,1 % oktobra 2022. Zmanjšanje je povezano z gibanji kreditov podjetjem in gospodinjstvom. Oktobrski premik od vlog čez noč je povzročil močno zmanjšanje ožjega agregata M1. To je vplivalo na zmanjšanje njegovega prispevka k medletni rasti agregata M3. K rasti agregata M3 so prispevale tudi vezane vloge, ki so vključene v širši denarni agregat M3. Na strani protipostavk so k medletni rasti agregata M3 še naprej največ prispevali krediti zasebnemu sektorju. Prispevek Evrosistemovih nakupov državnih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji se je še bolj zmanjšal zaradi prenehanja izvajanja neto nakupov vrednostnih papirjev od julija 2022 dalje. Medtem so rast širokega denarja še naprej zavirali medletni neto denarni odlivi v tujino zaradi visokih cen energije, ki negativno vplivajo na trgovinsko bilanco evroobmočja

Prerazporejanje sredstev iz vlog čez noč v vezane vloge se je oktobra 2022 nadaljevalo zaradi normalizacije denarne politike. Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je ponovno zmanjšala s 5,5 % septembra na 3,4 % oktobra 2022. Zmanjšanje je posledica obsežne zamenjave vlog čez noč z vezanimi vlogami. Prerazporejanje portfeljev je posledica progresivne rasti obrestovanja vezanih vlog v primerjavi z vlogami čez noč, kar ustreza preteklim vzorcem, tipičnim za cikle zaostrovanja. Največji interes za vezane vloge je zlasti pri podjetjih in drugih finančnih posrednikih, ki prerazporejajo sredstva že od poletja 2022, ko so začele postajati vezane vloge razmeroma bolj obrestovane. Gospodinjstva so se pred tem raje odločala za vloge čez noč – zaradi previdnostnih razlogov in majhnih razmikov med obrestovanjem vezanih vlog in vlog čez noč. Vendar pa so v zadnjem času pokazala več interesa za vezane

vloge, ko se je razmik povečal, čeprav je bilo prerazporejanje portfeljev veliko manj izrazito kot v drugih dveh sektorjih. Hkrati je bila rast vlog v imetju podjetij in gospodinjstev po državah raznolika.

Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

(medletna stopnja rasti, desezonirana in prilagojena za število delovnih dni)



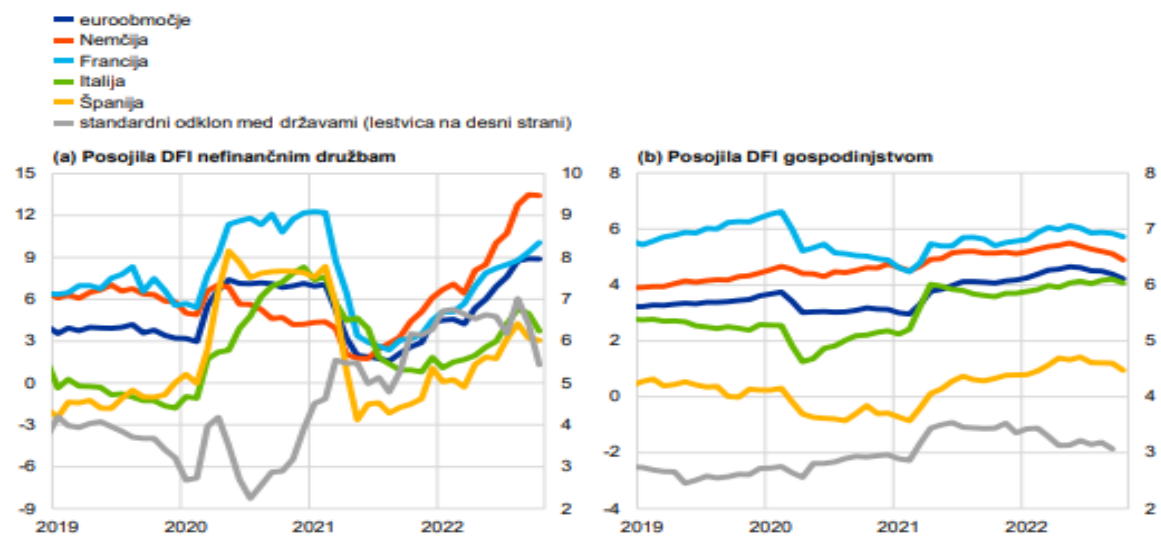
Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2022.

Bančna posojila podjetjem so ostala oktobra 2022 močna, posojila gospodinjstvom pa so se ponovno umirila. Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam je ostala oktobra nespremenjena na ravni 8,9 %, medtem ko je bil v mesecih prej zabeležen manjši priliv. Močna stopnja rasti posojil podjetjem je še vedno posledica močnega povpraševanja po bančnih posojilih, ker podjetja uporabljajo kredite za financiranje visokih proizvodnih stroškov in naložb ter nadomeščajo obveznice z bančnimi posojili, medtem ko stroški tržnega financiranja presegajo stroške bančnega financiranja.

Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; standardni odklon)



Vir: ECB.

Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidežno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksнем vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2022.

NAVZKRIŽNO PREVERJANJE

Denarna politika bo še naprej omejevalna ali restriktivna zato, da se bo stopnja inflacije vrnila na raven pod 2 % oziroma blizu te meje. Vse več je napovedi, da lahko evrsko območje na prelomu iz leta 2022 v 2023 zdrsne v recesijo. Možno je, da bi lahko v zadnjem četrtletju 2022 in prvem četrtletju 2023 prišlo do krčenja evrskega gospodarstva zaradi energetske krize, visoke negotovosti, vse šibkejše svetovne gospodarske aktivnosti in strožjih pogojev financiranja. Po napovedih naj bi bila recesija razmeroma kratka in plitka. A z obrestnimi dvigi na evrskem območju je potrebno računati tudi v letu 2023. ECB mora doseči tako raven ključnih obrestnih mer, ki bo dovolj visoka, da bo inflacijo znova potisnila navzdol na raven pri dveh odstotkih. To pomeni, da bo treba ključne obrestne mere zvišati v restriktivno območje. Pri obrestni politiki je restriktivno območje tisto, kjer se zaradi višine obrestnih mer gospodarske aktivnosti krčijo.

Visoko zadolžene države bodo sicer še vedno morale dolg zmanjševati hitreje od manj zadolženih držav. Z reformnimi zavezami ali zavezami za naložbe pa si bodo lahko

»kupile« dodaten čas do največ treh let. Že dlje časa v EU potekajo pogovori o nujnosti reforme »okvira ekonomskega upravljanja«, katerega jedro je pakt o stabilnosti in rasti. V paktu je najbolj poudarjeno fiskalno pravilo na podlagi maastrichtskih meril, da javni dolg članic ne sme preseči 60 odstotkov BDP, njihov javnofinančni primanjkljaj pa ne sme biti večji od treh odstotkov BDP. V okviru fiskalnih načrtov bi si članice lahko »kupile odpustke« glede hitrosti zmanjševanja javnega dolga s tem, da bi se zavezale k izvajanju kake strukturne reforme ali pa javne naložbe.

VIRI IN LITERATURA

- ECB Ekonomski bilten, številka 8/2022
- Nevenka Hrovatin – Razvojne poti slovenskega gospodarstva
- <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/tltro.sl.html>
- <https://www.finance.si/9007829/Evrska-inflacija-je-decembra-upadla-Bo-ECB-to-upostevala-februarja-pri-obrestni-odlocitvi>
- <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog221125~d34babdf3e.en.html>
- <https://www.dnevnik.si/1043004584/svet/brezposelnost-v-obmocju-evra-novembra-ostala-rekordno-nizka>
- <https://manager.finance.si/9006960/Se-kuha-nov-izbruh-cen-s>
- https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/sustainability-indicators/data/html/ecb.climate_indicators_sustainable_finance.en.html