



**BANKA
SLOVENIJE**

EVROSISTEM

Denarna politika v spremenljivem makroekonomskem okolju

Tina Žumer

Ljubljana

29. 11. 2022

Pregled

1. Denarna politika Evrosistema
2. Spremenjeno makroekonomsko okolje
3. Nedavni odziv denarne politike

Mejniki razvoja in ključne naloge Banke Slovenije

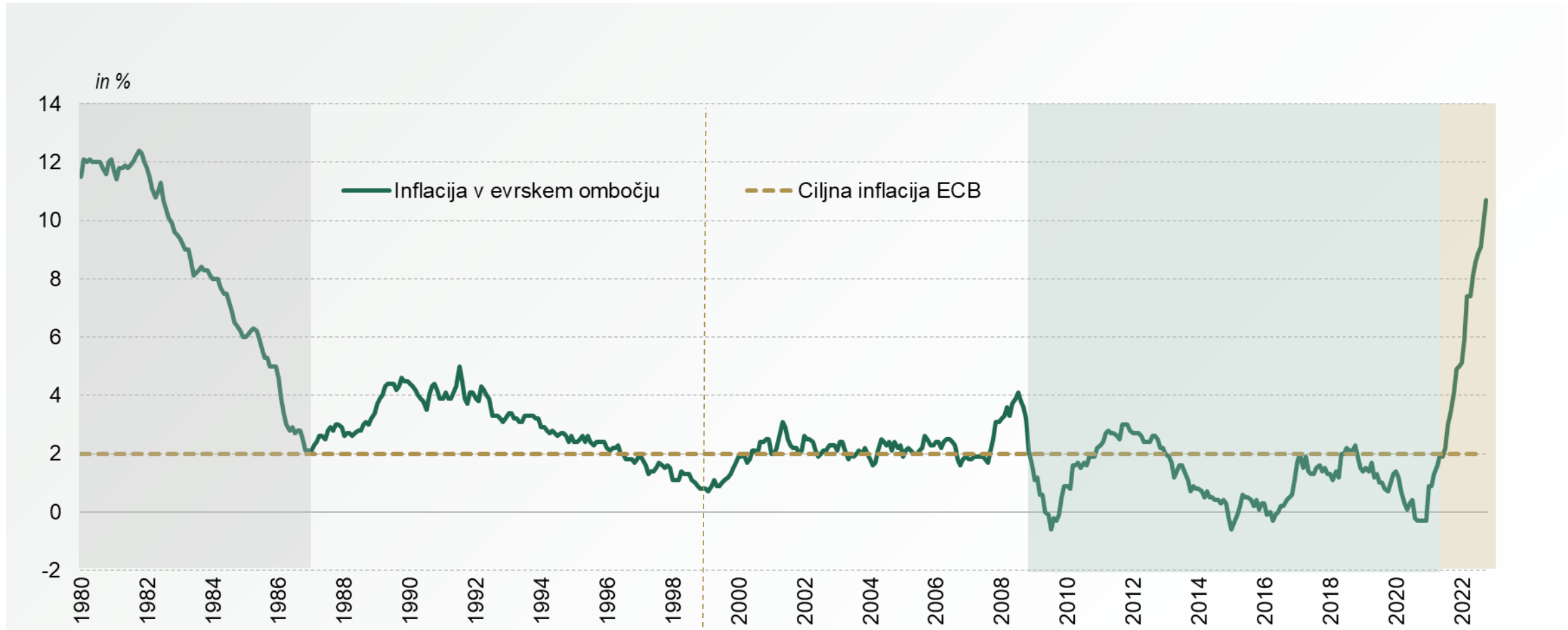
- Ustanovljena **junija 1991**, članica Evropskega sistema centralnih bank (ESCB) od **maja 2004**, del **Evrosistema** s skupno denarno politiko od uvedbe evra pri nas **januarja 2007**.
- **Glavne naloge** Banke Slovenije:
 - sodelovanje v procesu oblikovanja skupne denarne politike (faza priprave, odločanje, izvedba ukrepov);
 - nadzor slovenskih bank;
 - makrobonitetna politika: spremljanje in ocenjevanje tveganj za stabilnost finančnega sistema ter sprejemanje ukrepov (pogojev za posojilojemalce in banke) za preprečevanje oz. omejevanje sistemskih tveganj;
 - zagotavljanje urejenega reševanja bank v težavah in upravljanje sistema zavarovanja vlog.

Denarna politika Evrosistema

- Ključni cilj ESCB je **ohranjanje stabilnosti cen**, kot to določa 127. člen Pogodbe o delovanju Evropske unije. Ohranjanje stabilnosti cen je najboljši prispevek denarne politike h gospodarski rasti in ustvarjanju delovnih mest.
- ESCB **podpira splošne ekonomske politike v Uniji**, če to ni v nasprotju s ciljem stabilnosti cen, z namenom prispevati k doseganju ciljev Unije.
- Cilj ECB je ohranjanje rasti cen blaga in storitev **v evrskem območju v srednjeročnem obdobju pri 2 %**.
- Cilj je **simetričen**, kar pomeni, da so negativna in pozitivna odstopanja inflacije od tega cilja enako nezaželena.
- Julija 2021 je bila po celovitem pregledu sprejeta **nova strategija denarne politike ECB**.

Denarna politika deluje v spremenljivem makroekonomskem okolju

Po upadajočem trendu inflacije in nedoseganju inflacijskega cilja po globalni finančni krizi, je leta 2021 sledila sprememba inflacijskega režima



Vir: Eurostat, prikaz Banke Slovenije.

Odziv na (pre)nizko inflacijo in pandemski šok

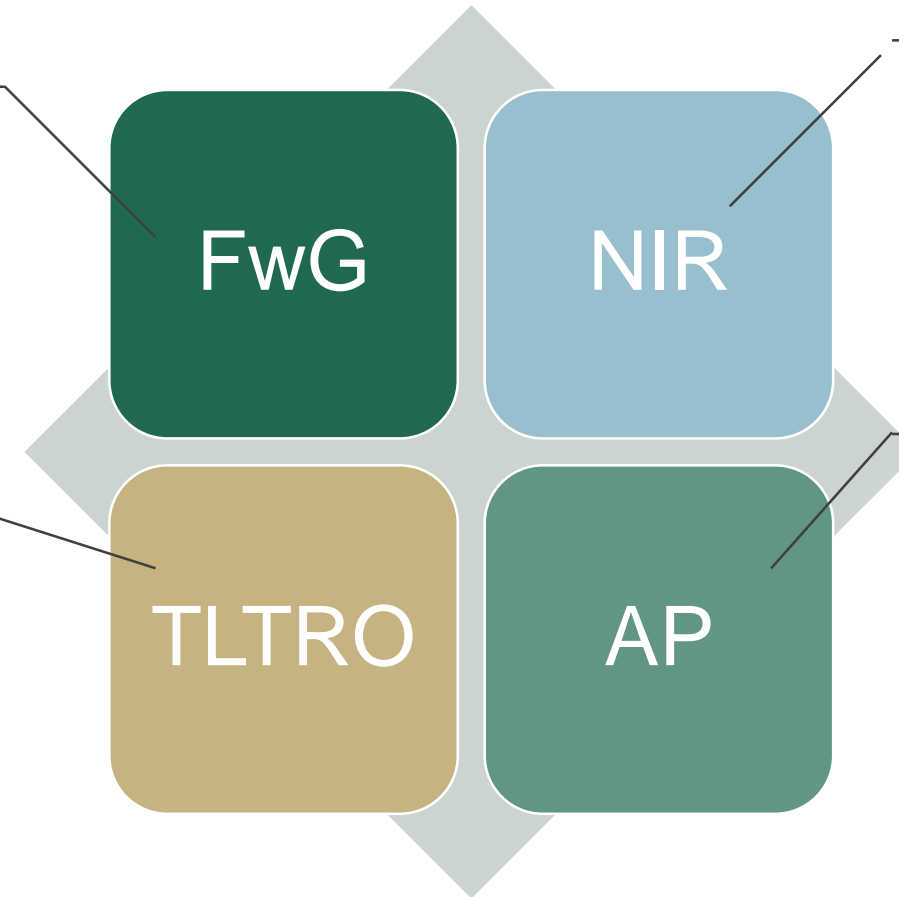
Nestandardni ukrepi denarne politike: prilagojeni okoliščinam in umerjeni na doseganje cilje 2-odstotne inflacije na srednji rok

Prihodnja usmeritev denarne politke

Zagotavljanje smernic o prihodnjih namerah denarne politike na podlagi inflacijski obetov (2013-2022).

Ciljano usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja

Zavarovana dolgoročnejša posojila poslovnim bankam po zelo nizkih obrestnih merah in za daljša obdobja (do triletne zapadlosti), z namenom spodbujanja bančnega posojanja (avkcije TLTRO III: september 2019 – december 2021).



Negativne obrestne mere

Premik obrestne mere za bančne depozite pri Evrosistemu v območje negativnih vrednosti. (junij 2014 – julij 2022)

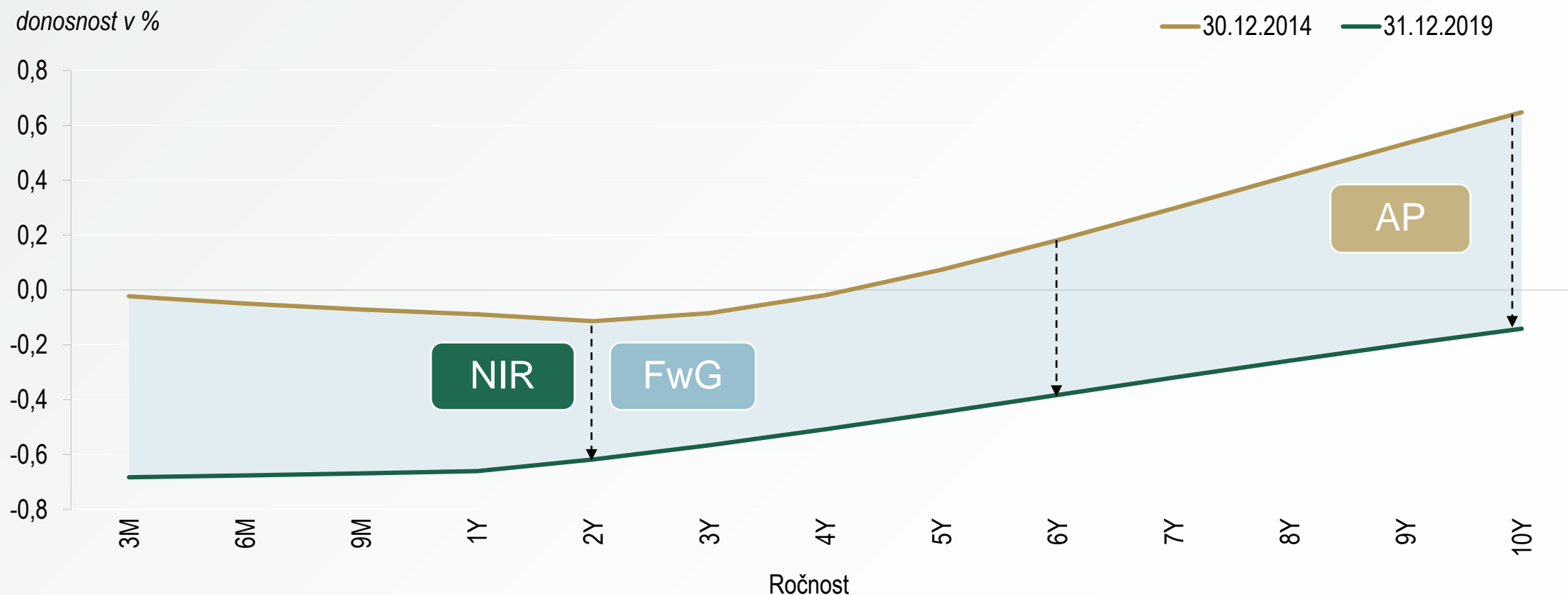
Nakupi vrednostnih papirjev (APP+PEPP)

Nakupi vrednostnih papirjev (državne in podjetniške obveznice, izvedeni finančni instrumenti) z namenom zagotavljanje ugodnih pogojev financiranja (neto nakupi: januar 2015 – julij 2022).

Vplivi ukrepov denarne politike na stroške zadolževanja držav

Vloga različnih instrumentov pri kompresiji donosnosti državnih obveznic

Krivulja donosnosti državnih obveznic evrskega območja bonitete AAA konec 2014 in 2019

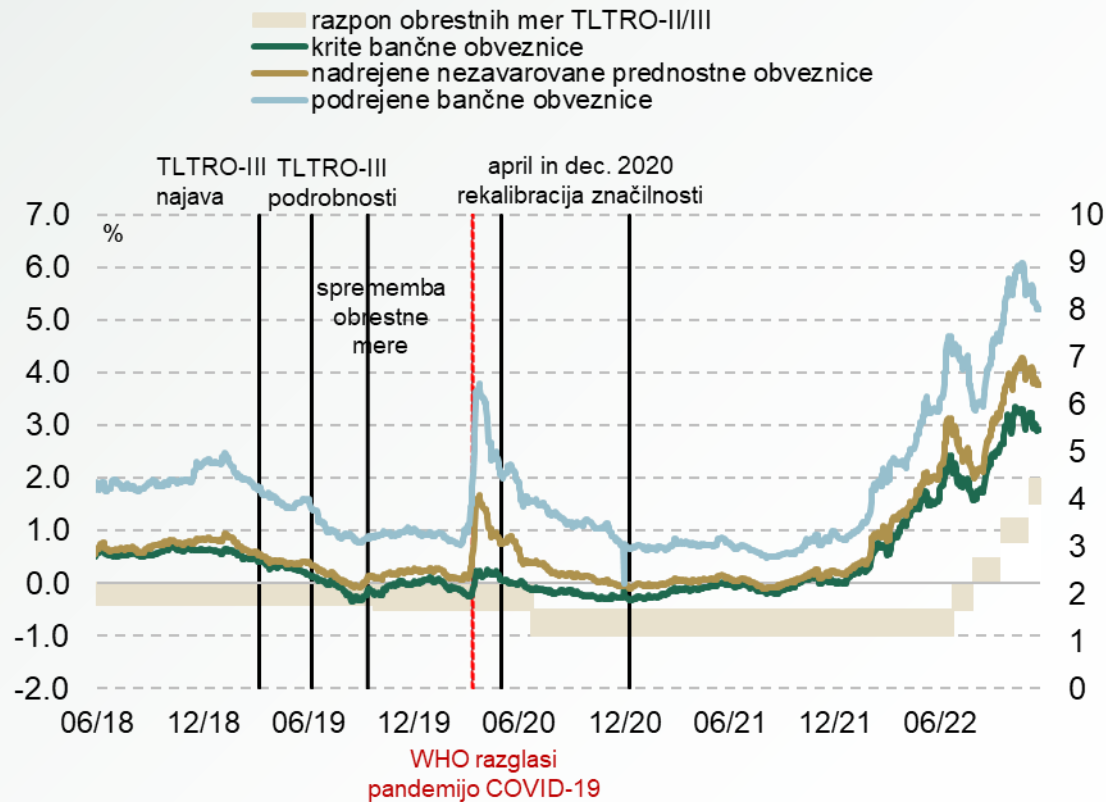


Vir: podatki Bloomberg, prikaz Banka Slovenije.

Vpliv TLTRO na banke in posojilojemalce

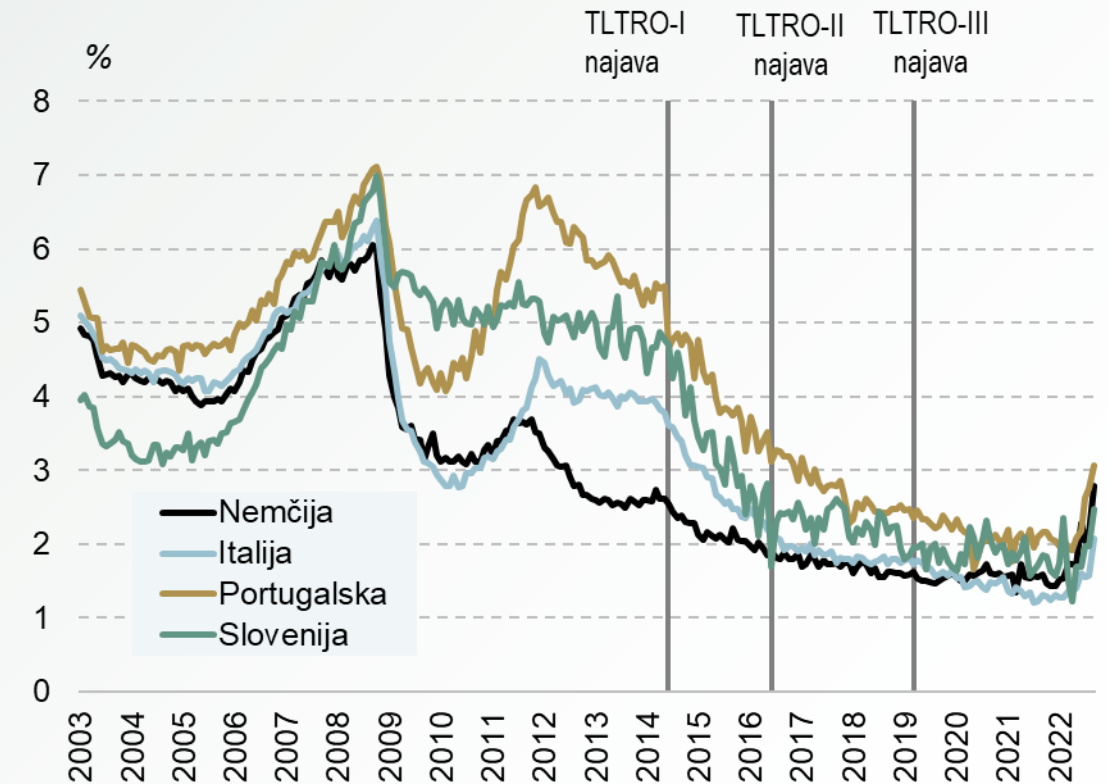
Nižje donosnosti bančnih obveznic in nižji stroški bančnega posojanja podjetjem

iBoxx EUR donosnosti bančnih obveznic



Vir: Refinitiv, preračuni Banke Slovenije.

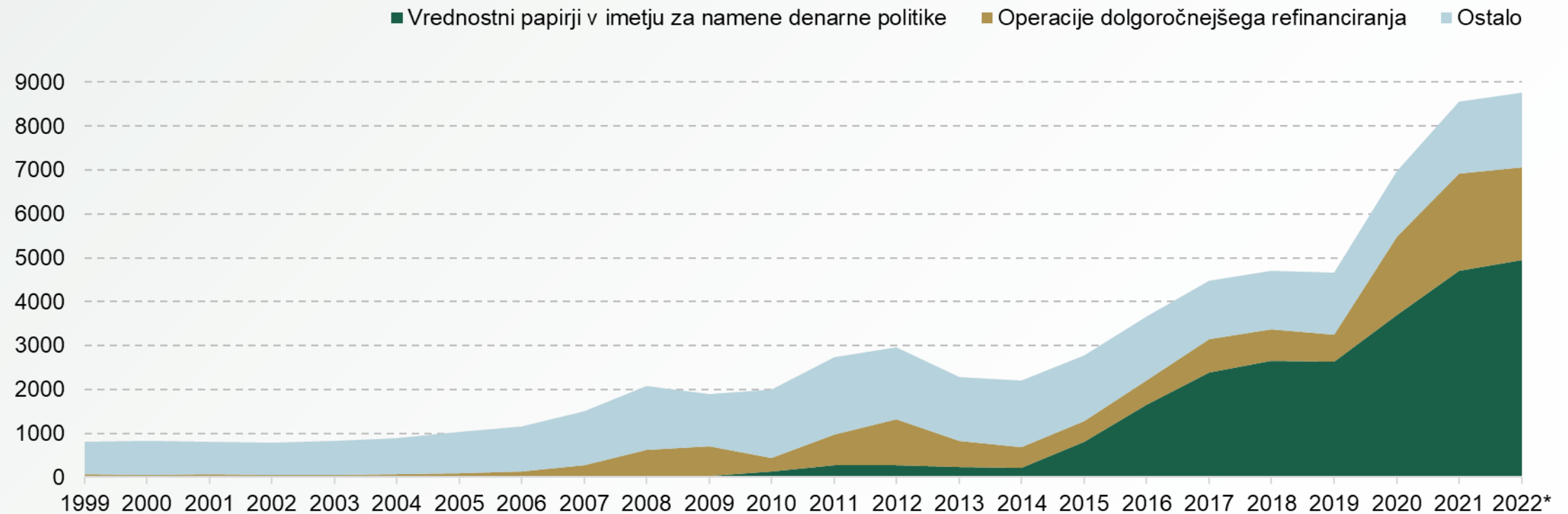
Kazalnik stroška izposojanja za nefinančne družbe



Vir: ECB, Banka Slovenije.

Širitev bilance Evrosistema

Konsolidirana bilanca Evrosistema, v mrd EUR



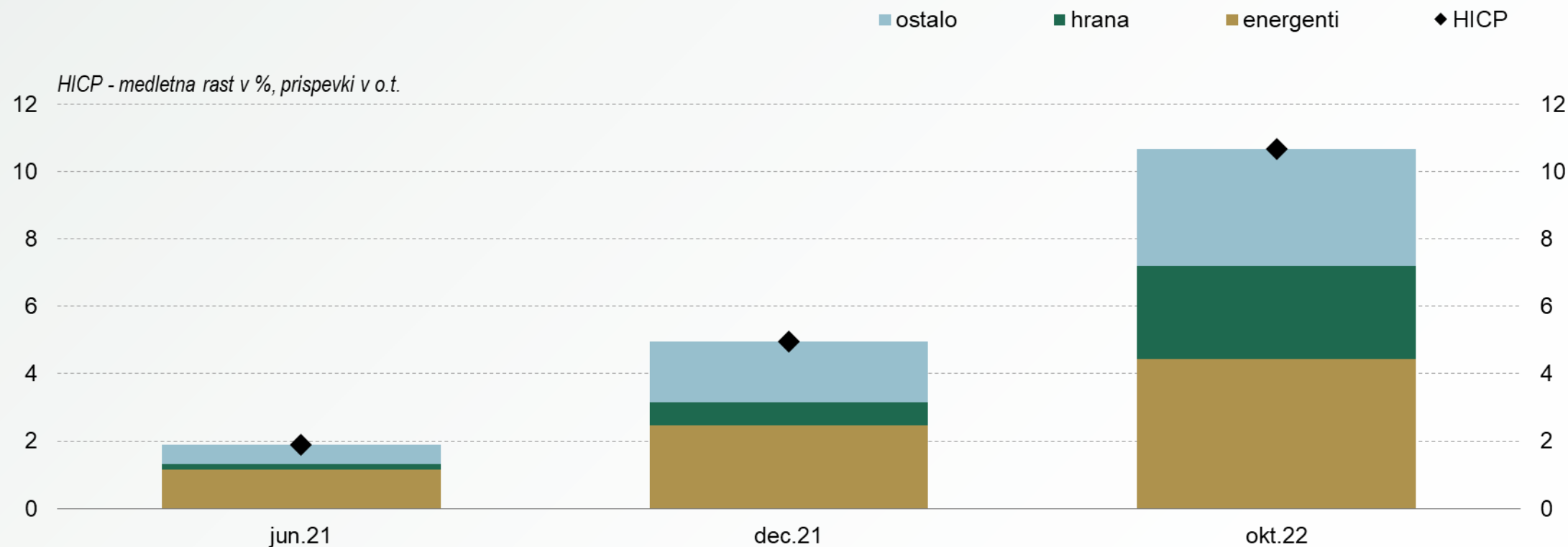
Opomba: *zadnji podatki za 45. teden leta 2022 (7.-13. november)

Vir: ECB

Sprememba makro okolja po pandemski krizi / 1

Krepitev inflacije, ki je vse širše osnovana

Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP) v evrskem območju, prispevki k rasti

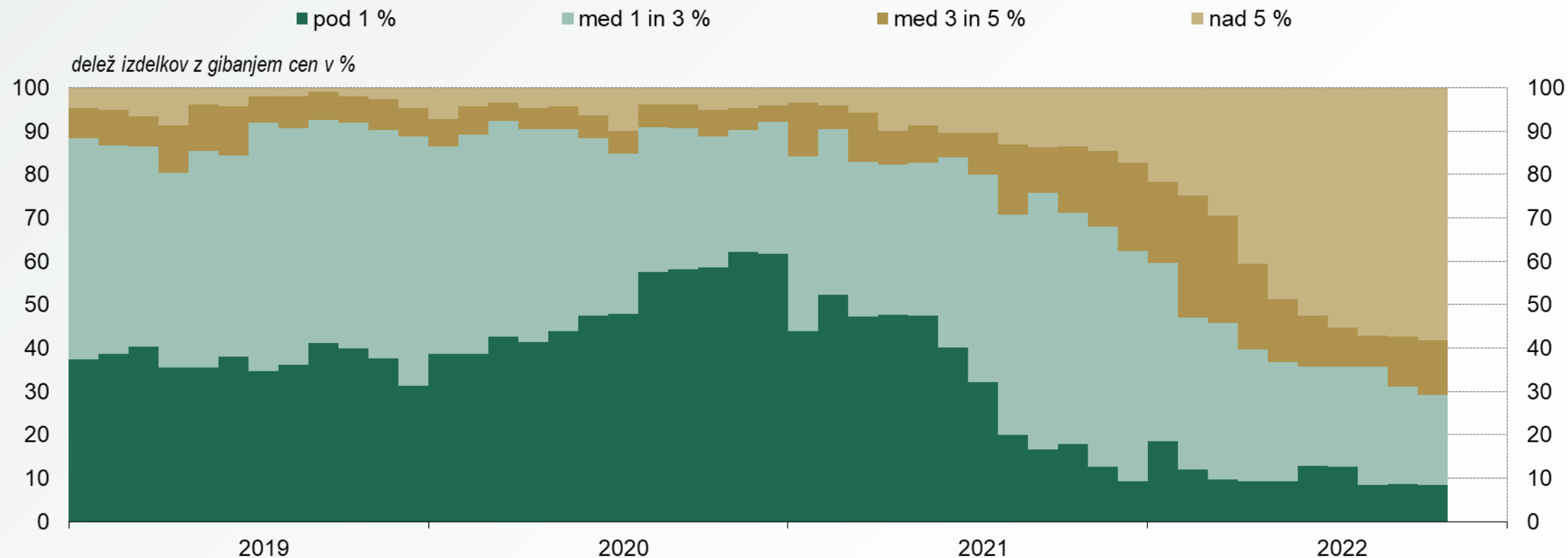


Vir: Eurostat, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek: oktober 2022.

Sprememba makro okolja po pandemski krizi /2

Vse večji delež dobrin z več kot 5-odstotno medletno rastjo cen

Struktura potrošne košarice glede na medletno rast cen, evrsko območje



Vir: Eurostat, preračuni Banke Slovenije. Zadnji podatek: oktober 2022.

Rast cen pri proizvajalcih

Pritiski na drobnoprodajne cene so še vedno zelo visoki

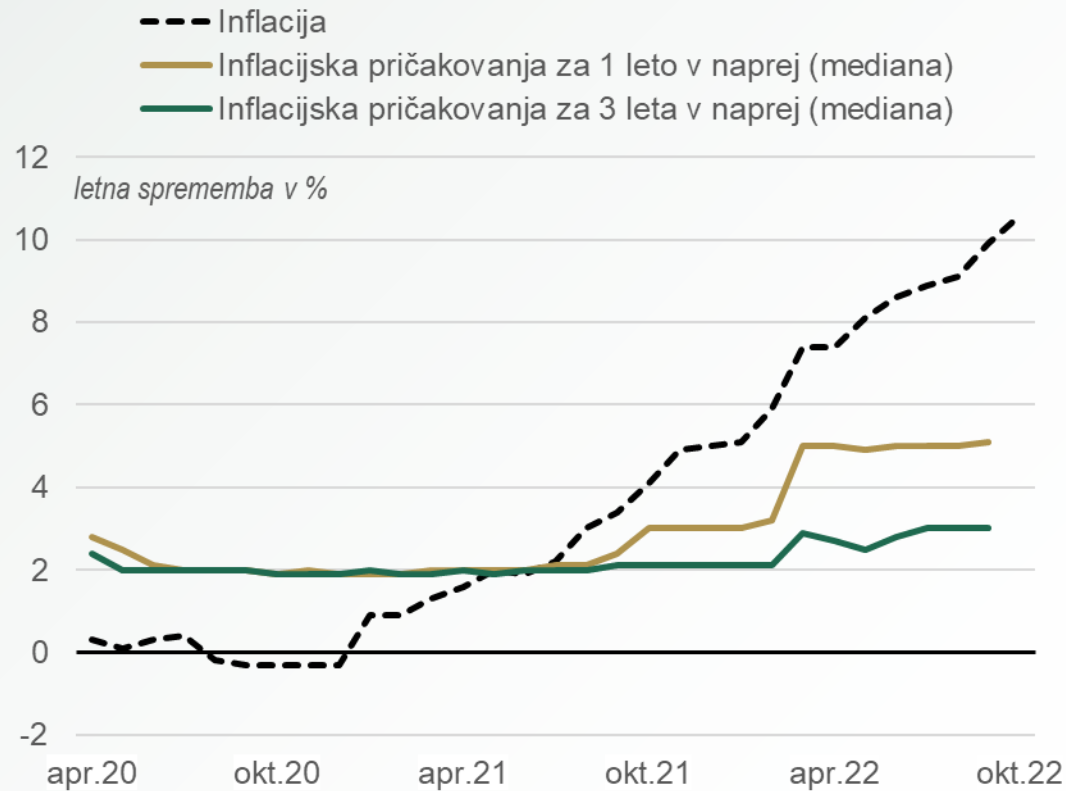
Rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih za prodajo na domačem trgu, evrsko območje



Vir: ECB

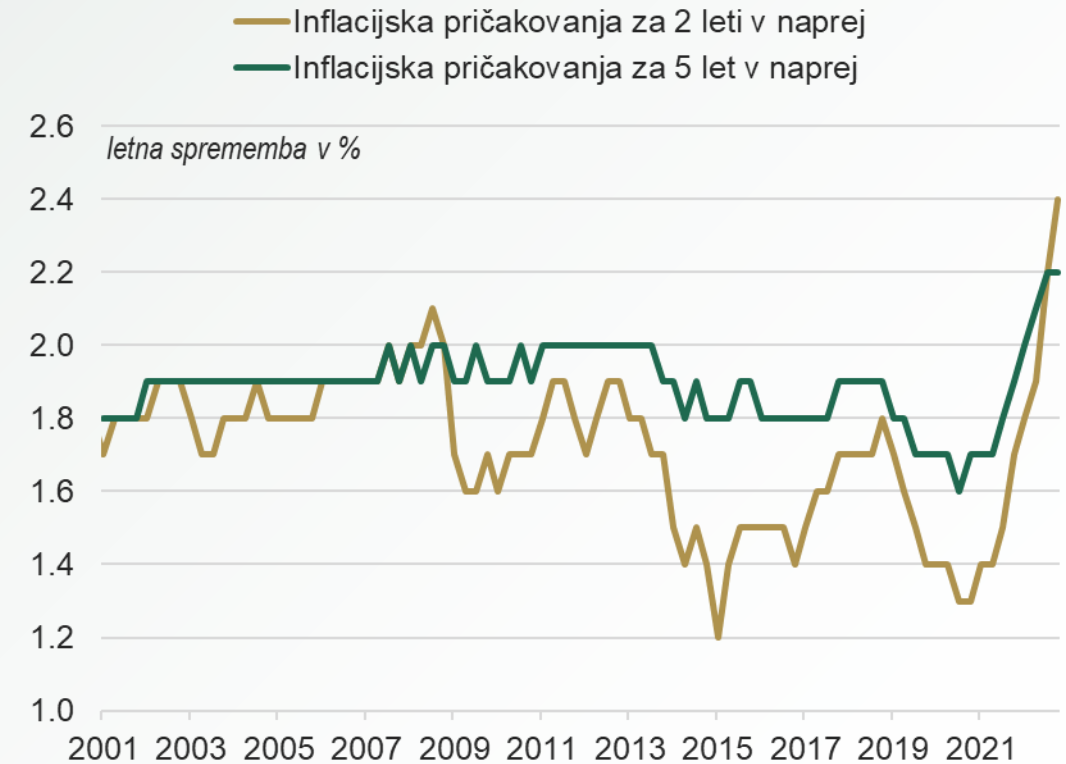
Inflacijska pričakovanja so se zvišala /1

Pričakovanja gospodinjstev v evrskem območju



Vir: Anketa pričakovanj gospodinjstev (ang. Consumer Expectations Survey), ECB

Pričakovanja poklicnih napovedovalcev

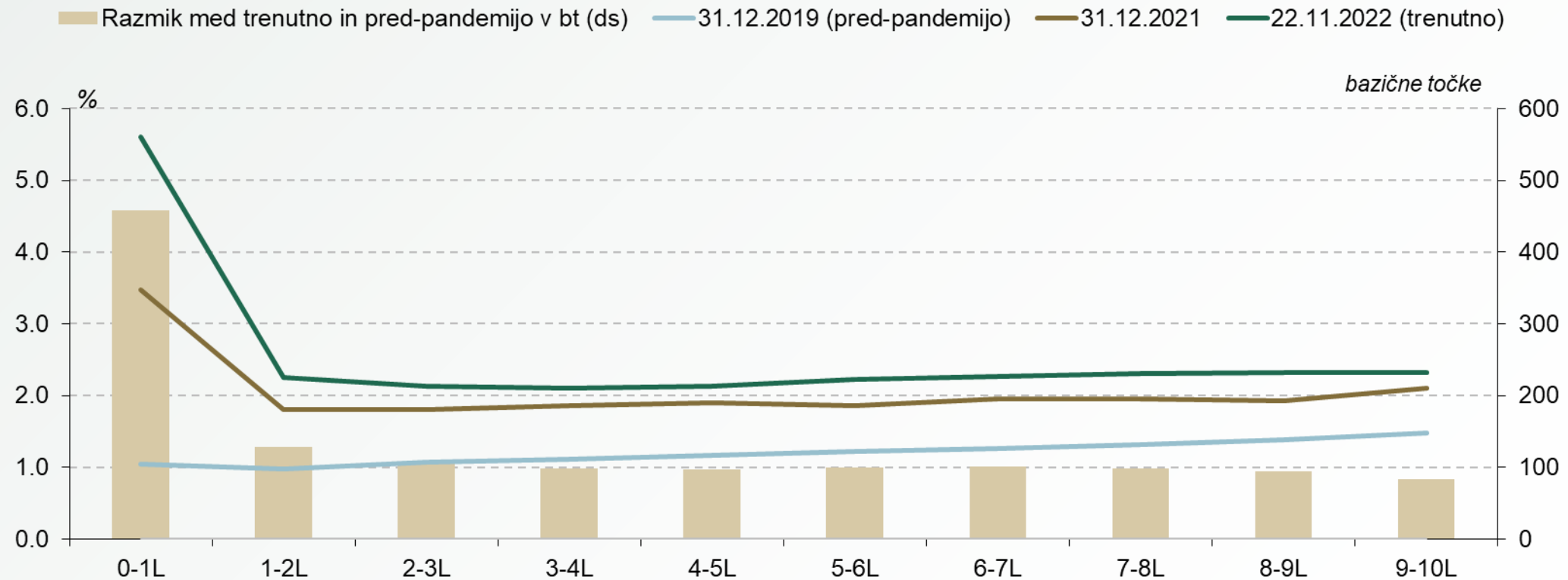


Vir: Anketa poklicnih napovedovalcev (ang. Survey of Professional Forecasters), ECB

Inflacijska pričakovanja so se zvišala /2

Pričakovanja finančnih trgov

1-letna termimska inflacija (izpeljane iz inflacijskih zamenjav)

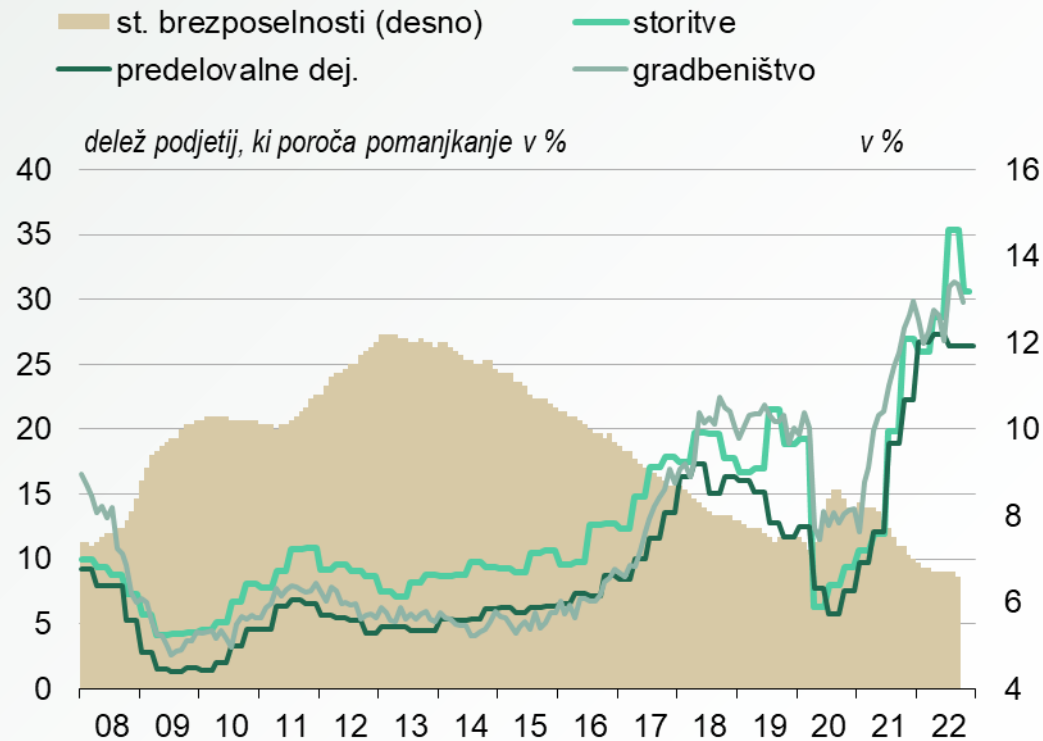


Opomba: 1-letna termimska inflacija je izračunana iz inflacijskih zamenjav, npr. 2-3L predstavlja pričakovano 1-letno inflacijo čez dve leti do treh let.

Vir: Bloomberg, preračun Banke Slovenije.

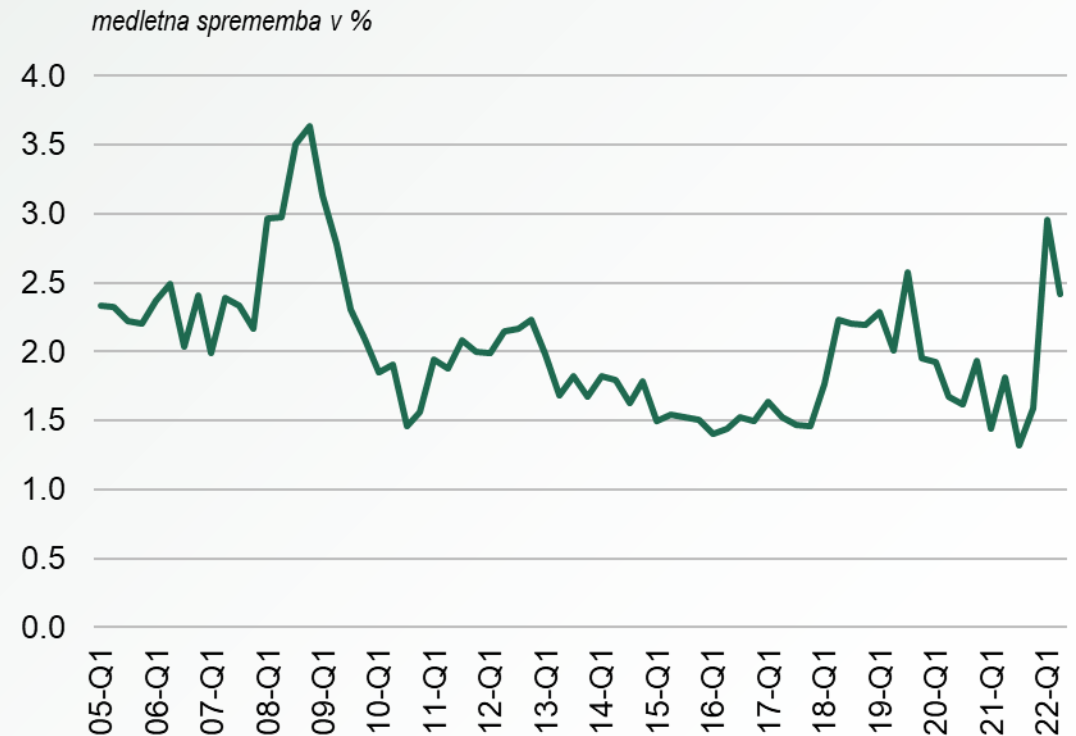
Pritiski na rast plač so se prav tako pričeli povečevati

Stopnja brezposelnosti in pomanjkanje delavcev v evrskem območju



Vir: ECB.

Kazalnik izpogajanih plač v evrskem območju



Vir: ECB

Prehod v nov inflacijski režim

v kontekstu širših premikov v makroekonomskem okolju v zadnjih desetletjih

Prejšnji režim

globalizacija (dezinflacijski učinek) & finančna liberalizacija



stabilna in zmerna inflacija –

brez potreb po monetarnem zategovanju

+

rast kreditiranja, prevzemanje večjih tveganj, rast cen sredstev



finančno spodbujen poslovni cikel

(npr. globalna finančna kriza)

Edinstvene okoliščine po pandemski krizi

zunanji šoki:

COVID: ↑ denarne in fiskalne podpore

Ruska vojna v Ukrajini: stagflacijski šok



povečana inflacija v kombinaciji s finančno ranljivostjo (visoko vrednotenje nekaterih sredstev, nebančni finančni sektor, visoke ravni dolga)



+ **strukturni dejavniki: zeleni prehod in geopolitične spremembe** ("nearshoring" / "friendshoring", krepitev strateške avtonomije)

izziv!

Zasnovano na osnovi govora C. Boria (BIS)

Odziv denarne politike

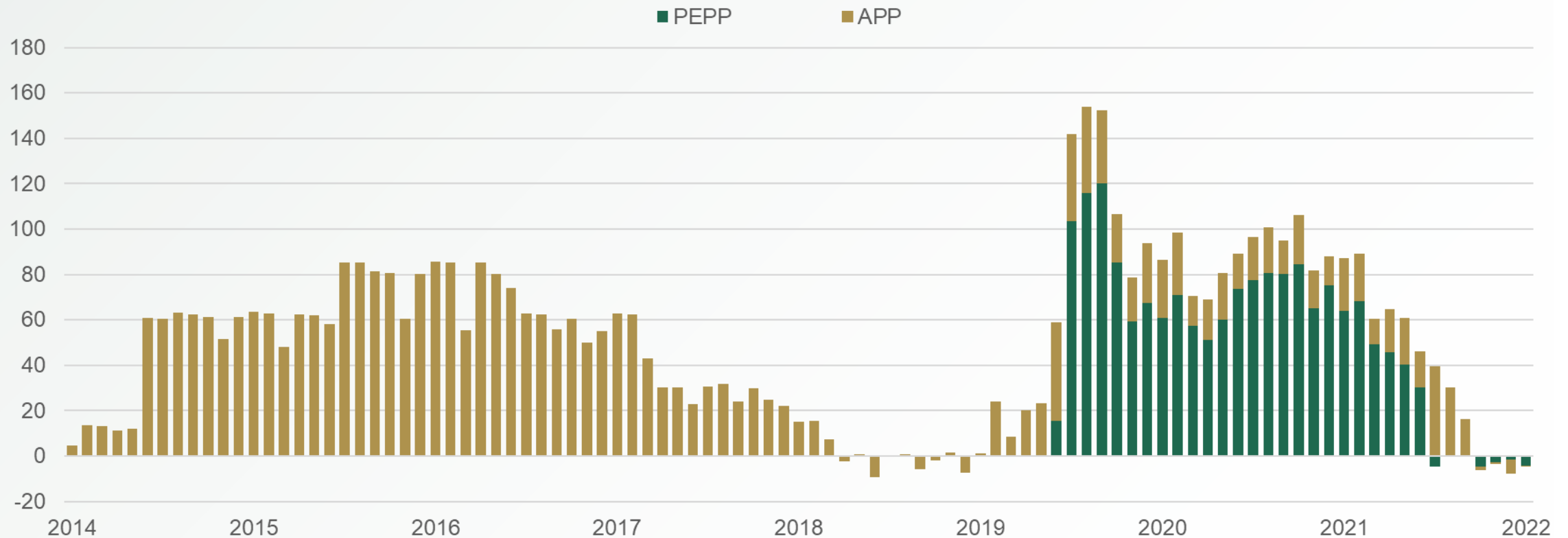
Normalizacija

- **Neto nakupi VP zaključeni do 1. julija 2022** (znotraj PEPP marca / APP 1. julija).
- **Zvišanje vseh treh ključnih obrestnih mer od julija do danes za skupaj 2 o. t.** (za 50 b. t. v juliju 2022, 75 b. t. v septembru 2022, 75 b. t. v oktobru 2022).
- Julij 2022: zaradi visoke negotovosti opuščeno zagotavljanje smernic o prihodnjih namerah denarne politike → prehod na pristop "**od sestanka do sestanka**".
- Oktober 2022:
 - obrestovanje minimalnih rezerv kreditnih institucij po ECB obrestni meri za mejni depozit
 - **prilagoditev pogojev posojanja bankam v okviru TLTRO-I III** (normalizacija izredno nizkih OM)

Odziv denarne politike: zaključevanje neto nakupov VP

Neto nakupi vrednostnih papirjev zaključeni do 1. julija 2022 (znotraj PEPP marca)

Neto nakupi vrednostnih papirjev v okviru programov APP in PEPP, mrd EUR

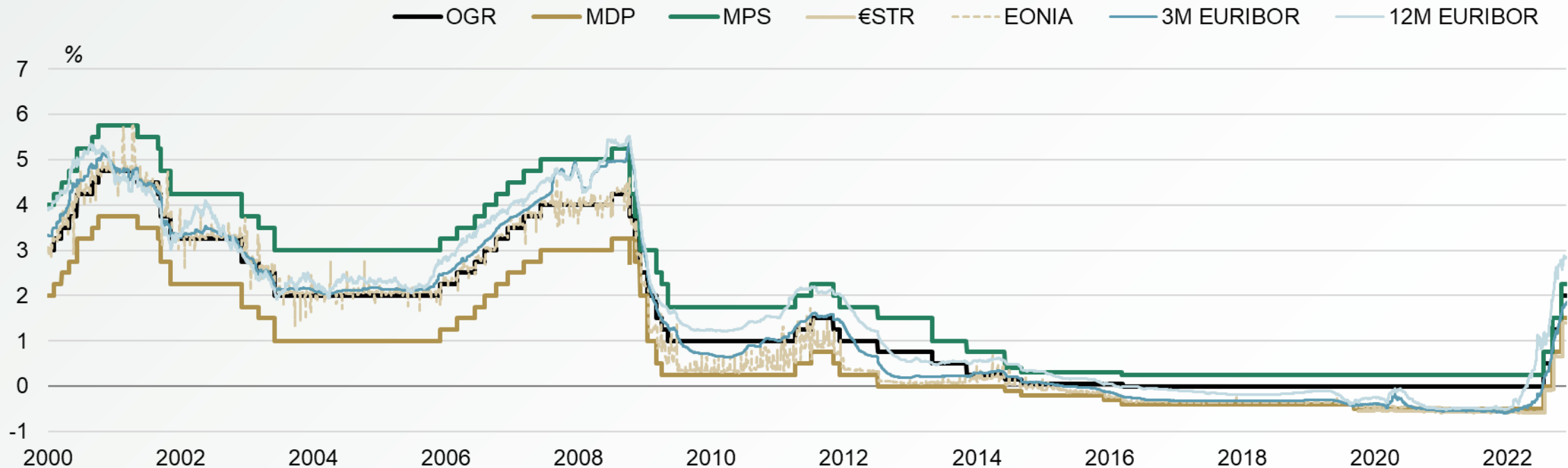


Vir: ECB.

Odziv denarne politike: normalizacija obrestnih mer

Zvišanje vseh treh ključnih obrestnih mer od julija do danes za skupaj 2 o. t. (za 50 b. t. v juliju 2022, 75 b. t. v septembru 2022, 75 b. t. v oktobru 2022).

Ključne obrestne mere ECB

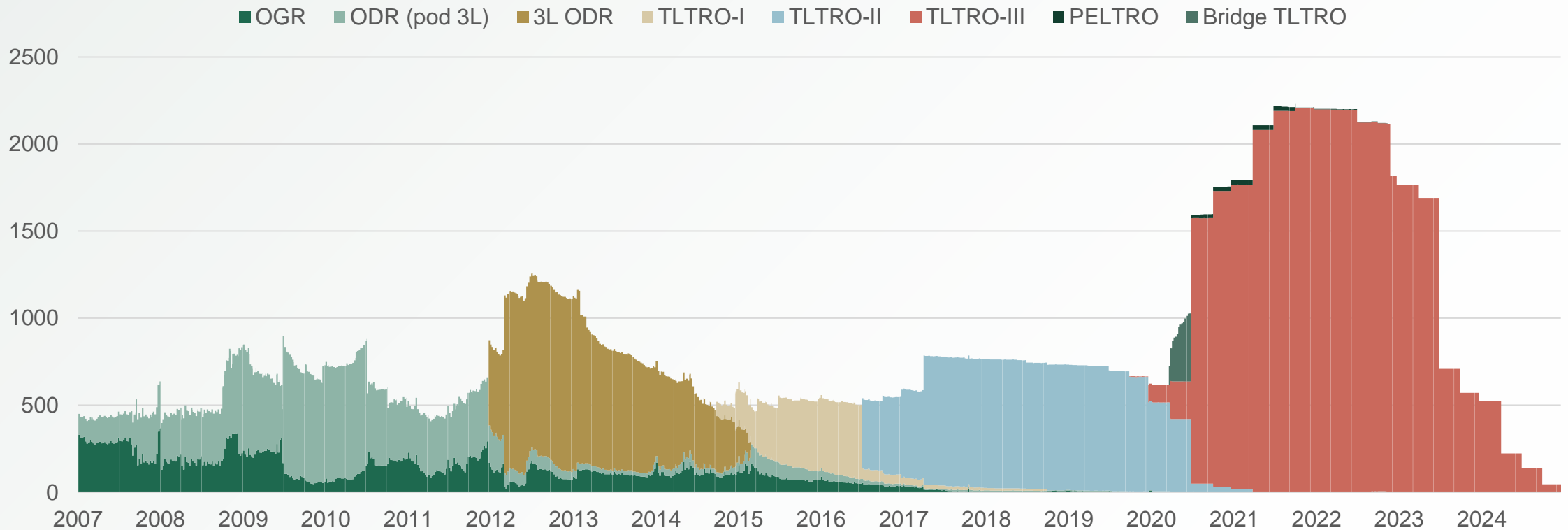


OGR - obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja, MDP - obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, MPS - obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila, €STR - evrska kratkoročna obrestna mera čez noč, EONIA - referenčna obrestna mera za evrske transakcije čez noč, ki je bila nadomeščena z €STR, EURIBOR - referenčna obrestna mera na nezavarovanem trgu z več ročnostmi.

Odziv denarne politike: prilagoditev pogojev TLTRO-III

Normalizacija pogojev dolgoročnejšega posojanja bankam

Stanje in predviden zaključek (glede na zapadlost) operacij refinanciranja v mrd EUR

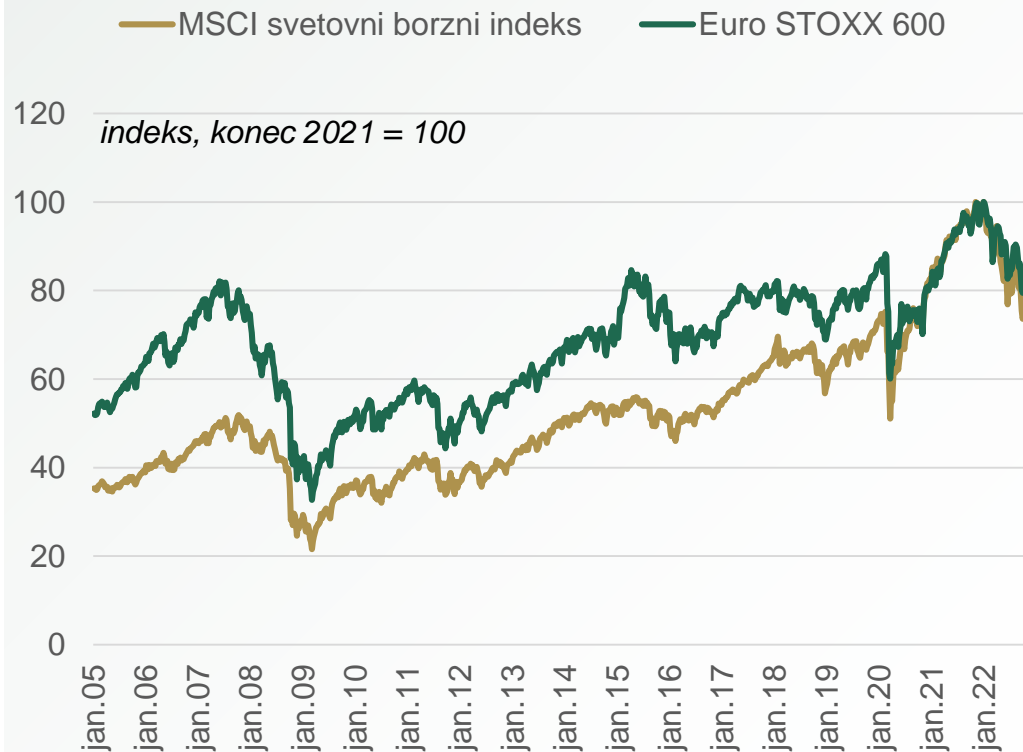


Vir: ECB.

Odziv finančnih trgov na poslabšanje gospod. gibanj in normalizacijo denarnih politik

Postopno znižanje cen delnic in obveznic

Borzna gibanja



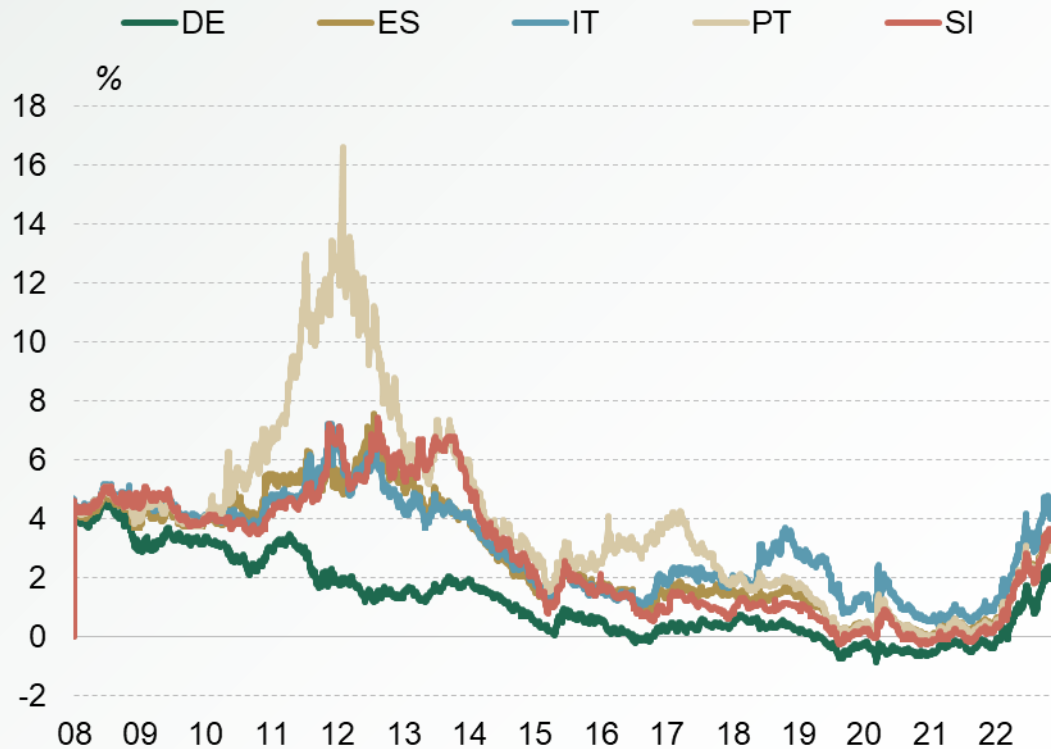
Vir: Bloomberg, preračuni Banke Slovenije.

Obvezniški trgi (sintezna indeksa državnih, podjetniških in drugih obveznic)



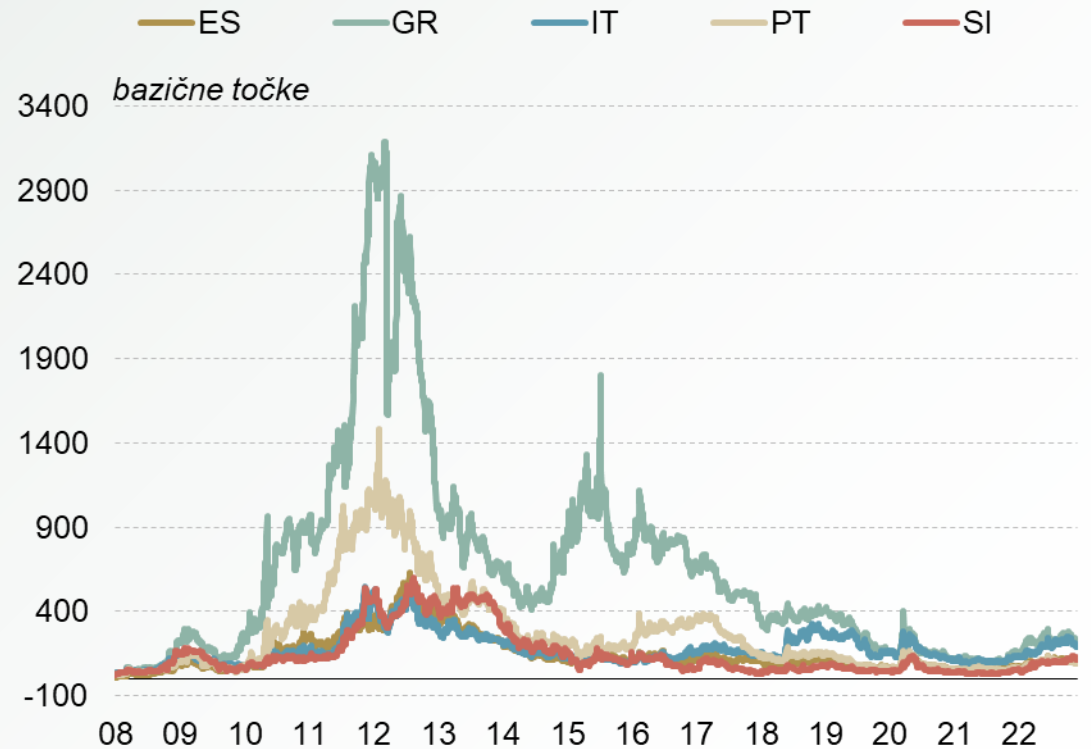
Finančna fragmentacija je bila doslej omejena

Porast donosnosti državnih obveznic v vseh evrskih državah



Vir: Bloomberg, preračuni Banke Slovenije

Pribitki na donosnost nemške obveznice bistveno nižji kot pred desetletjem



Tveganje ponovne finančne fragmentacije ob normalizaciji denarne politike

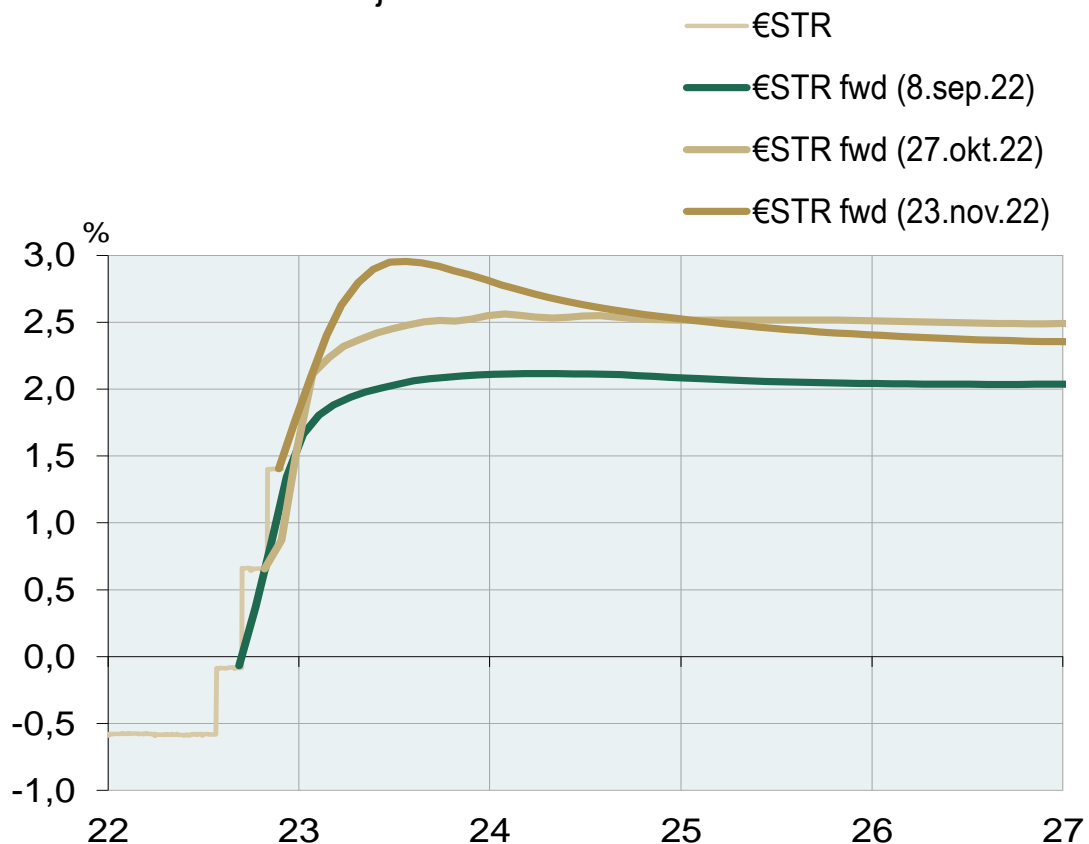
Instrumenti za zaščito transmissijskega mehanizma denarne politike

- **Prilagodljivo reinvestiranje zapadlih obveznic v okviru PEPP (do leta 2024)** glede na čas, skupine sredstev in jurisdikcije (države).
- **Instrument za zaščito transmisije denarne politike (TPI)** – preventivno najavljen instrument, v okviru katerega so nakupi obveznic pogojeni s skladnostjo države izdajateljice s fiskalnimi pravili EU in odsotnostjo resnih makroekonomskih neravnovesij. Morebitni obseg nakupov ni vnaprej omejen in bo odvisen od resnosti tveganj za prenos učinkov denarne politike.
- **Dokončne denarne transakcije (OMT)** omogočajo ECB neomejeno odkupovanje dolga določene države s programi pogojevanja in ekonomskega prilagajanja (ESM) – najavljen 2012, še neuporabljen.

Nadaljnji koraki denarne politike

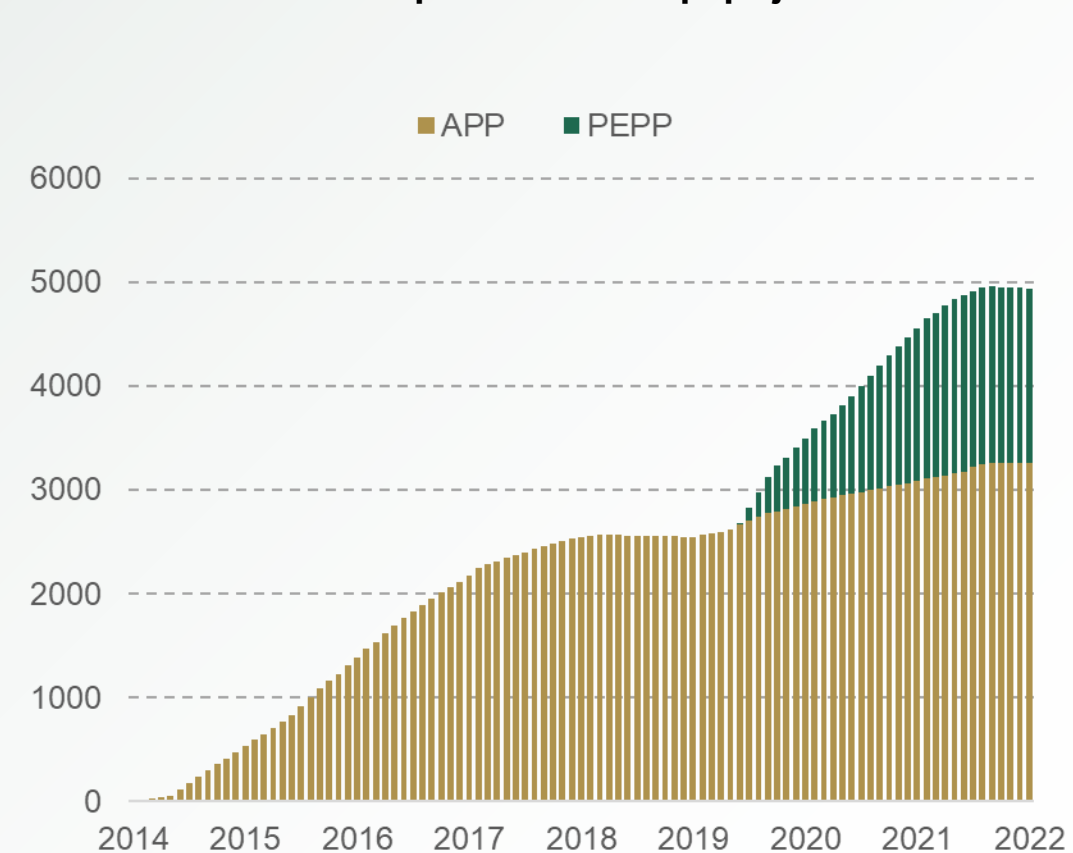
Nadaljnje zvišanje obrestnih mer, morebiti v restriktivno območje, in dogovor o začetku zmanjševanja imetij vrednostnih papirjev

Pričakovanje finančnih trgov glede prihodnjih dvigov OM – €STR terminska krivulja



Vir: Bloomberg, preračuni Banke Slovenije.

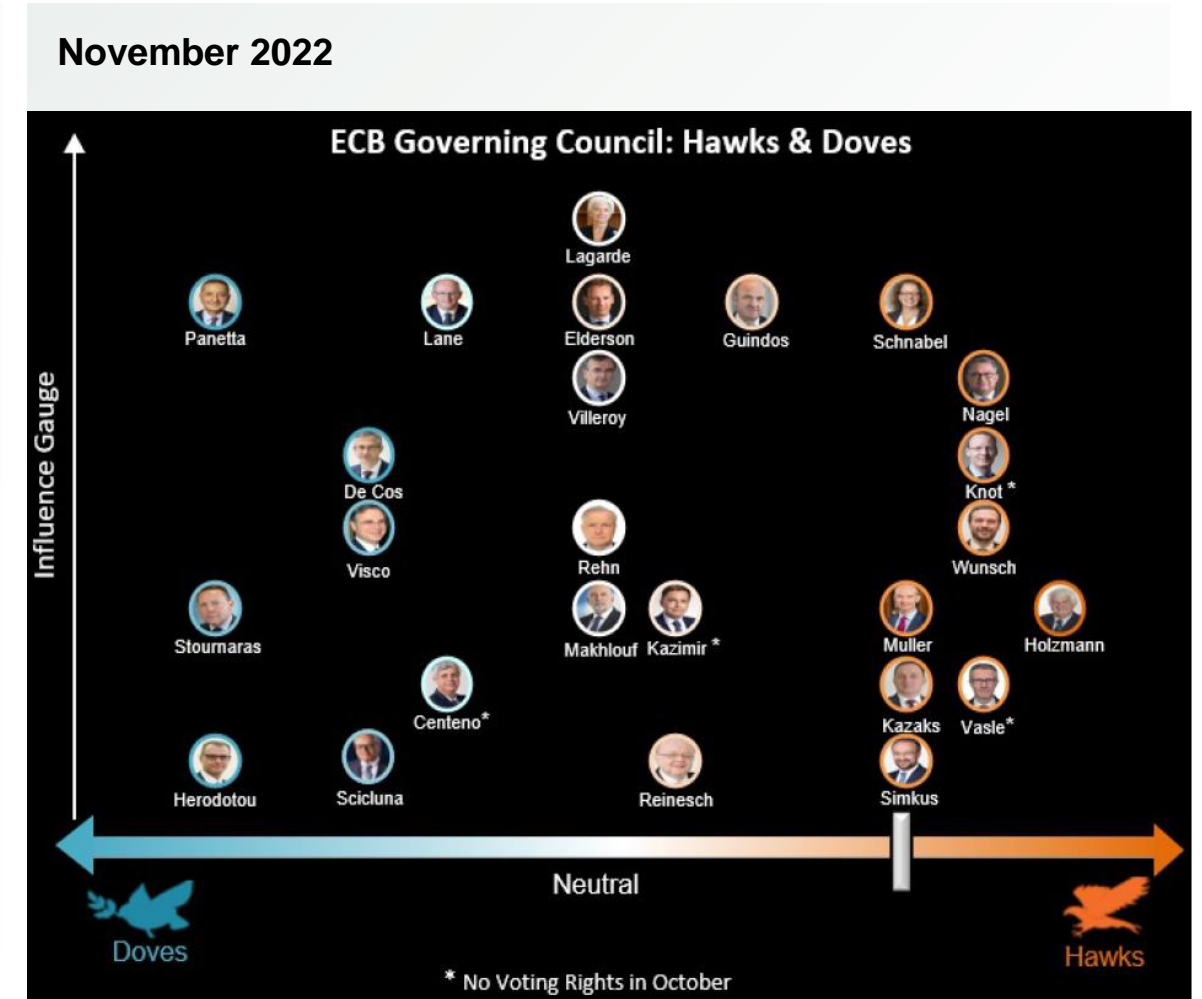
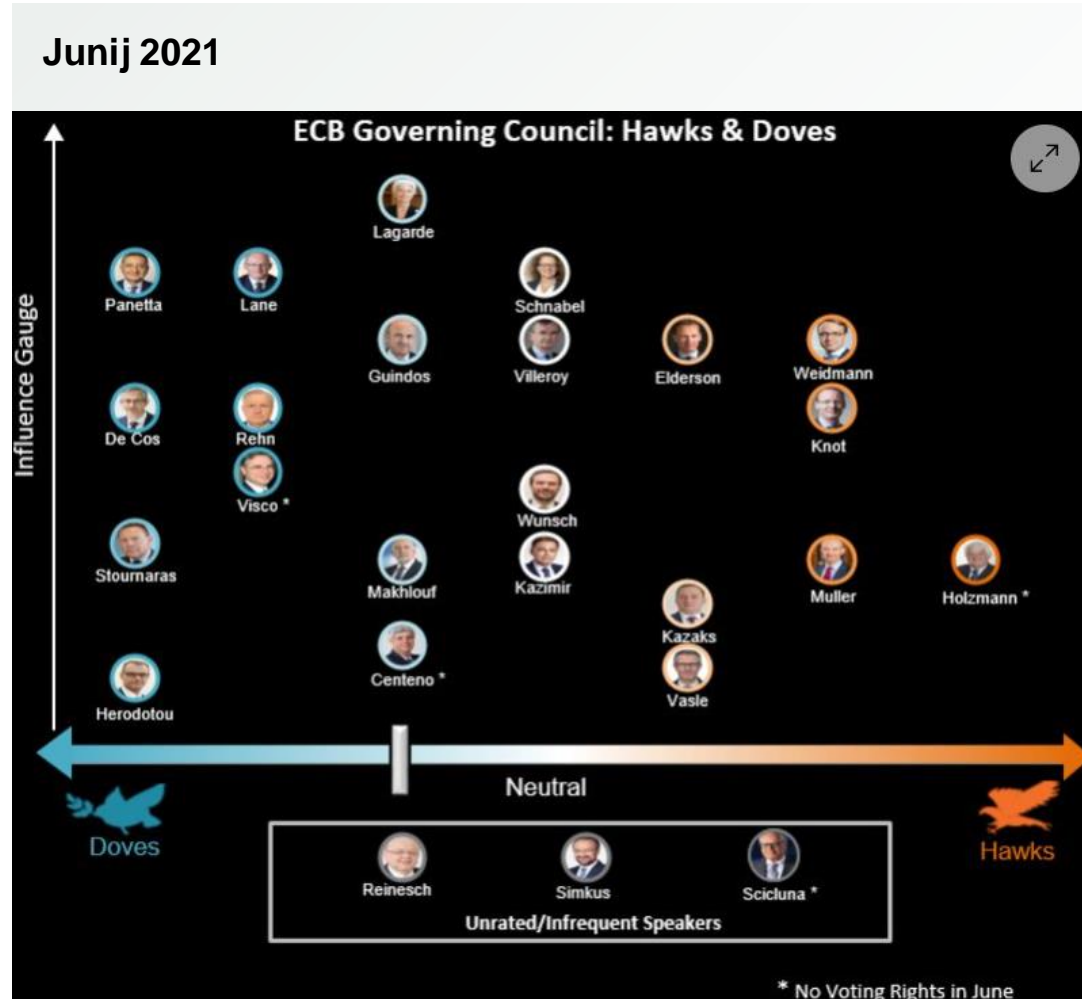
Kumulativni neto nakupi vrednostnih papirjev



Vir: ECB.

Pogledi članov Sveta ECB

Sprememba sentimenta



Hvala za pozornost
