

# PREDSTAVITEV KLJUČNE OBRESTNE MERE V OPERACIJAH GLAVNEGA REFINANCIRANJA IN NESTANDARDNIH UKREPOV DENARNE POLITIKE ECB

Tekmovanje Generacija Euro  
2019/2020



Avtorji:

Katarina Božič  
Aleks Kaapre Rehtijärvi  
Neža Rifel  
Lenart Torkar

Mentor: Tadej Rifel



Škofijska klasična gimnazija  
Ljubljana Šentvid  
januar 2020

# UVOD

Evropski sistem centralnih bank, ki obsega Evropsko centralno banko (ECB) in nacionalne centralne banke držav članic evroobmočja ima za prednostni cilj vzdrževanje stabilnih cen. Izvršilni odbor ECB pri uresničevanju tega cilja svoje odločitve o določitvi ključnih obrestnih mer opira na dvostebno strategijo monetarne politike, izvaja pa jih s pomočjo standardnih in nestandardnih ukrepov. Glavni instrumenti standardne monetarne politike ECB so operacije odprtega trga, odprte ponudbe in vzdrževanje obveznih rezerv. ECB je v odgovor na finančno krizo spremenila svojo komunikacijsko strategijo tako, da ta sedaj vsebuje smernice za prihodnje gibanje obrestne mere, odvisno od obetov za stabilnost cen, sprejela pa je tudi več nestandardnih ukrepov monetarne politike. Ti vključujejo nakup premoženja in državnih obveznic na sekundarnem trgu, da bi zagotovila stabilnost cen in učinkovito delovanje mehanizma za prenos monetarne politike. Zelo pomembno pa je tudi splošno gospodarsko okolje na katerega vplivajo tudi pomembne politične odločitve.

Uvodoma želimo izpostaviti aktualno povezavo med izstopom Združenega Kraljestva iz EU, ki se bo formalno zgodilo jutri (1. 2. 2020), dokončno pa verjetno šele konec tega leta in politiko ECB. To je sicer zgolj eden od izzivov. Brexit je bil najprej izglasovan na referendumu 23. junija 2016, kjer so se prebivalci Združenega Kraljestva med drugim odločili tudi na podlagi tega, da koristi pripadnosti enotnemu denarnemu skladu ne odtehtajo več stroškov prostega gibanja priseljevanja. Dokler torej Brexit ne bo dokončno oblikovan, bo Združeno kraljestvo ostalo v EU v prehodnem obdobju. Kar je zanimivo za nas, pa so sledeča dejstva.



Zaradi Brexita bo tudi Bank of England izstopila iz Evropskega sistema centralnih bank (ESCB). Kljub izstopu banke Bank of England bo vpisani kapital Evropske centralne banke (ECB) ostal na isti ravni. Združeno kraljestvo ima nekaj odstotkov vpisanega kapitala v ECB, od katerega naj bi bilo odplačanega le majhen procent. Ta znesek bo ECB povrnila po pogojih, ki jih bosta iz sporazuma sklenili Evropska unija in Združeno Kraljestvo.

Delež Bank of England v vpisanem kapitalu ECB bo prerazporejen med preostale nacionalne centralne banke. Kolikšen delež bo katera nacionalna banka dobila, bo ponovno izračunano na podlagi deleža vsake države članice v prebivalstvu in bruto domačem proizvodu (BDP).

Vse nacionalne centralne banke, ki so v evroobmočju, vplačajo celoten delež vpisanega kapitala ECB, medtem ko tiste, ki pa so zunaj evroobmočja, vplačajo le nekaj odstotkov. Zaradi povečanja deleža nacionalnih centralnih bank evroobmočja, se bo vplačani kapital ECB zvišal iz 7.659 milijonov EUR v letu 2020 na 8.880 milijonov EUR v letu 2022. V letu, ko bo Združeno Kraljestvo izstopilo iz Evropske unije, bo vplačani kapital ECB ostal nespremenjen, saj bodo

preostale nacionalne centralne banke pokrivale za povrnitev vplačanega kapitala od Bank of England.

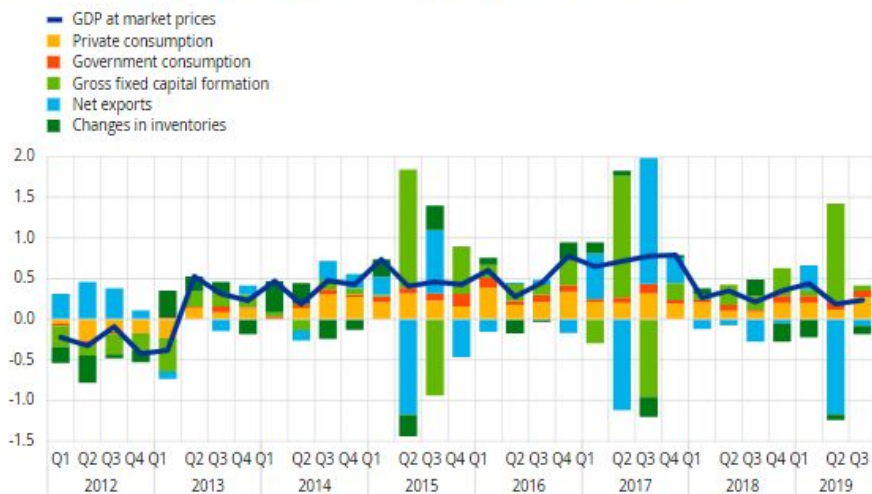
Trenutno se torej v Evropi nahajamo v politično precej razburkanem času, ki posredno ali neposredno vpliva tudi na ustroj denarne politike. Brexit bo zagotovo v pomembni meri oblikoval tudi denarno politiko evra v letu 2020. Najprej se bomo lotili podrobnejše ekonomske analize stanja v evroobmočju in v svetovnem gospodarstvu nasploh.

## EKONOMSKA ANALIZA

Za začetek ekonomske analize je na mestu, da navedemo nekaj konkretnih števil. Začeli bomo z rastjo BDP-ja: na prehodu prvega četrtertja 2019 v drugo četrtertje 2019 0,2 %, iz drugega v tretje četrtertje 2019 0,3 %, iz tretjega v četrto četrtertje 2019, pa je rast padla na 0,1 %. Če pa pogledamo kakšna je bila rast BDP na letni ravni za 2019, je ta znašala 3,1%, kar je nekoliko manj, kot je bila v 2018, ko je bila 3,8%. Rast BDP je po napovedih analitikov za 2020 ocenjena na 1,1%, za 2021 ter 2022 pa na 1,4%. Razlog za nižjo oceno odstotne rasti v letu 2020 je trenutno geopolitično dogajanje, kot so že omenjeni in z naše strani posebej izpostavljeni Brexit, ter vojna na Bližnjem vzhodu zaradi česar so tudi posamezni trgi bolj previdni in zaščitniški do domačih proizvajalcev. Če smo bolj natančni, je aktualno politično dogajanje prizadelo predelovalni sektor, ki sedaj upočasnjuje evropsko gospodarsko rast. Rast BDP se torej rahlo ustavlja, kar je začetni znak stabilizacije in umiritve gospodarstva. Počasno rast za prihodnost je napovedala tudi nova predsednica ECB Christine Lagarde. Zato ne preseneča, da je napovedala tudi, da bodo še naprej izvajali nestandardni ukrep nakupa vrednostnih papirjev, a o tem več še kasneje.

### Euro area real GDP and its components

(quarter-on-quarter percentage changes and quarter-on-quarter percentage point contributions)

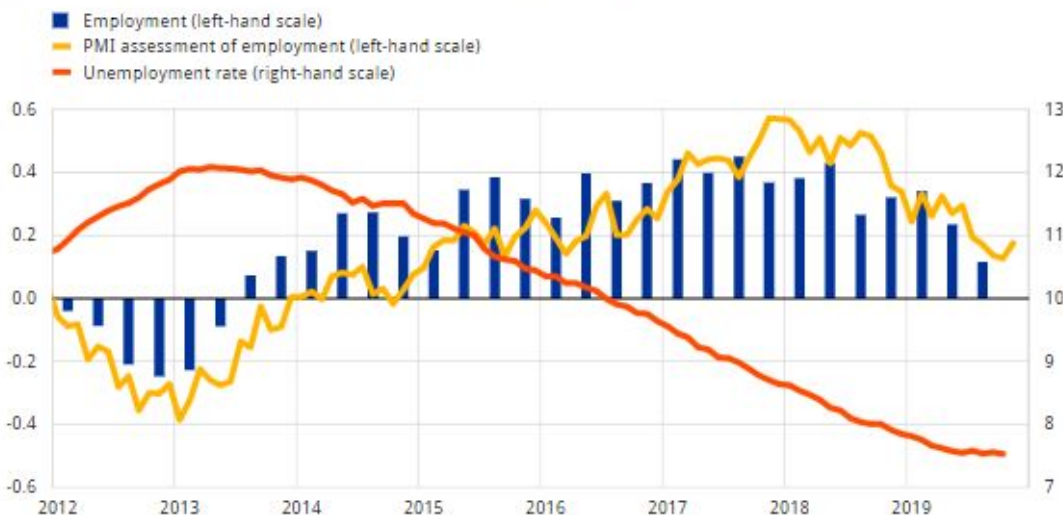


Graf 1: Realni BDP v Evroobmočju. Vir: ECB Economic Bulletin

Drug podatek, ki nas zanima je raven zaposlenosti in plač, ki se še naprej krepi. Spodnji graf nam prikazuje potek števila brezposelnih od 2012 do 2019 v odstotkih (desna skala):

### Euro area employment, PMI assessment of employment and unemployment

(quarter-on-quarter percentage changes; diffusion index; percentages of the labour force)



Graf 2: delež nezaposlenih v evroobmočju. Vir: ECB Economic Bulletin

Vendar to samo po sebi ni dovolj trdno zagotovilo za stabilnost, zato se še vedno izpostavlja pomembnost fleksibilnosti instrumentov ECB, da lahko v prihodnosti prilagaja inflacijo. Podatki o njej so v središču našega zanimanja. Inflacija je na letni ravni, merjena z indeksom harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP), oktobra 2019 znašala 0,7 %, novembra 2019 1,0 % in decembra 2019 1,3 %, s čimer se počasi a vztrajno spet vse bolj bliža zaželjeni ravni blizu 2 %. Razlog za to zadnje zvišanje je predvsem posledica v zvišanja večine storitev in živil. Napovedi za prvo četrtletje 2020 pa poročajo o točkovnih napovedih letne inflacije HICP v povprečju 1,2%, 1,4% in 1,5% za leta 2020, 2021 in 2022.

Pričakovanja analitikov glede povprečne stopnje brezposelnosti znašajo 7,5 %, 7,4 % in 7,3 % za leta 2020, 2021 in 2022, kar so ponovno dobri obeti, ki zagotavljajo stabilnost in varnost evrskega območja.

## DENARNA ANALIZA

V denarni analizi najprej izpostavljam rast širokega denarnega agregata M3. Ta se je v jeseni zmanjšala, a za zelo malo. Avgusta je bila rast na medletni ravni 5,8 %, septembra se je zmanjšala za dve odstotni točki, in sicer na 5,6 %. Oktobra je rast narasla le za eno odstotno točko, in sicer na 5,7 %. Novembra pa je zopet padla na 5,6%, medtem ko je decembra 2019 znašala 5,0 %, torej je bil padec še občutnejši.

Vzdržna rast širokega denarja odraža nadaljne bančno kreditiranje zasebnega sektorja ter nizke oportunitetne stroške imetja inštrumentov M3 v primerjavi z drugimi finančnimi inštrumenti. Če gledamo po komponentah, je k rasti širokega denarja še naprej največ prispeval ožji denarni agregat M1. Rast širokega denarnega agregata dodatno zavirajo prodaje državnih obveznic s strani finančnih institucij evroobmočja ter drugi tržni inštrumenti in kratkoročne vloge. Gibanje denarni agregatov M1 in M3 v zadnjih štirih letih lepo prikazuje spodnji graf.

### Monetary aggregates

(annual growth rates)



Graf 3: Agregata M3 in M1. Vir: spletna stran ECB

Medletna rast posojil gospodinjstvom je ostala dokaj nespremenjena, saj je novembra znašala 3,5%. Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam pa so oktobra zrasle na raven 3,8%, v primerjavi s septembrom. Letna rast finančnih naložb pri gospodinjstvih je v tretjem četrtletju 2019 ostala nespremenjena na višini 2,4%.

Denarna politika se je od leta 2014 precej obnovila in postala stabilna ter homogena med posameznimi državami. K pozitivni gospodarski rasti pa je v splošnem pripomoglo predvsem gospodarsko okrevanje vsa leta po krizi. Za še večjo rast širokega denarnega agregata pa bi bilo potrebno spodbujati rast posojil v zasebnem sektorju, najlažje z ugodnimi pogoji financiranja, močni rasti poslovnih naložb, z dobro razvitimi stanovanjskimi trgi ter z rastjo stanovanjskih naložb in zasebno potrošnjo. Prejšnjemu grafu je zatorej smiselno dodati še graf o gibanjih posojil, da dobimo nekakšno celostno sliko denarnega stanja v evroobmočju.

## M3, M1 and loans to the private sector

(annual percentage changes; adjusted for seasonal and calendar effects)



Source: ECB.

Notes: Loans are adjusted for loan sales, securitisation and notional cash pooling. The latest observation is for October 2019.

Graf 5: Agregata M3, M1 ter posojila zasebnemu sektorju. Vir: ECB Economic Bulletin

## NESTANDARDNI UKREPI

V času finančne krize je Evrosistem na področju operacij dolgoročnejšega refinanciranja uvedel več nestandardnih ukrepov. Podaljšal je ročnost dolgoročnejših operacij - najprej na šest mesecev, nato na eno leto, nazadnje pa na tri leta. Uvedel je tudi polno dodelitev po fiksni obrestni meri. Omenjeni ukrepi veljajo za eno najpomembnejših odločitev, ki jih je Evrosistem sprejel za omejevanje finančne krize.

Evrosistem je namreč s pomočjo nestandardnih ukrepov občutno zmanjšal napetost na medbančnem trgu in tako pomembno doprinesel k zmanjšanju kreditnega in likvidnostnega tveganja bank. S svojimi ukrepi je v zadnjem obdobju po eni strani doprinesel k znižanju donosnosti obveznic perifernih držav, po drugi strani pa se je izboljšalo vzdušje na delniških trgih ter na trgih kritih in nezavarovanih obveznic. Po drugi strani pa trend posojanja s strani bank različnim nefinančnim institucijam in gospodinjstvom ne kaže znakov oživitve. To je sicer v določeni meri tudi posledica manjšega povpraševanja zaradi zmanjševanja zadolženosti poslovnih subjektov.



Evrosistem je tako v določeni meri res stabiliziral razmere na finančnih trgih, vendar so bili učinki bolj kot ne kratkoročni. Zdi se namreč, da lahko Evrosistem s svojimi intervencijami le blaži posledice, ne zmore pa reševati kompleksnejših, strukturnih problemov evroobmočja.

Namen teh nakupov je, da bi obrestne mere vzpodbujale gospodarstvo ravno toliko, da obrestne mere ne bi bilo potrebno višati (to je, da rast ne bo previsoka in ne bo potrebe po višanju inflacije). Spodaj je graf, ki nam prikazuje donosnost desetletnih državnih obveznic od januarja 2015 pa do nekje konca 2019, merjeno v procentih na letni ravni:

### Ten-year sovereign bond yields

(percentages per annum)



Sources: Thomson Reuters and ECB calculations.

Notes: Daily data. The vertical grey line denotes the start of the review period on 12 September 2019. The latest observations are for 11 December 2019.

Graf 6: Donosnost desetletnih državnih obveznic. Vir: ECB Economic Bulletin

## NAVZKRIŽNA PRIMERJAVA

Če obnovimo, navzkrižna primerjava ekonomske in denarne analize pove, da je še naprej potrebno spodbujati denarno politiko s ciljem, da se bo inflacija v srednjeročnem obdobju zanesljivo približevala ravni pod 2%, oziroma čim bližje te meje. Napovedujemo, da bo ključna obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja za enkrat ostala še nespremenjena, to je na 0,0 %.

## ZAKLJUČEK

Učinkovita podpora Evropske unije v smislu izvajanja monetarnih ukrepov, podpore državam za izvajanje javnofinančnega in gospodarskega upravljanja je ključna za zagotavljanje finančne stabilnosti območja. Države Evroobmočja morajo nujno pospešiti izvajanje strukturnih politik za izboljšanje gospodarskega potenciala in zmanjševanje brezposelnosti.

Prednosti enotnega trga se danes odražajo predvsem v povečani rasti trgovanja na področju EU. Enotni trg prav tako omogoča povezovanje evropskih gospodarstev, kar pospeši rast proizvodnje, države članice pa so na ta način bolj pripravljene na morebitno krizo in s tem tudi odpornejše na njene učinke, saj je tveganje bolj razpršeno. Z odpravo carin je zrasla produktivnost podjetij, s prostim pretokom delovne sile pa delavci lahko izkoristijo svoj potencial v okviru držav Evropske unije.

Povedano drugače in z naše strani poudarjenim primerom izstopa Združenega Kraljestva iz EU: Čeprav je prispevalo 14.3 % vpisanega kapitala EU, se ne pričakuje večjih težav s tem, saj se bo ta kapital prerazporedil med ostale države članice Evropske Unije.



Za konec pa še opozorilo. Da bi se v bodoče lahko uspešno spopadali z morebitnimi novimi krizami, s tako imenovanimi cikličnimi krizami, pa morata raznolikost tveganja in proticiklična podpora skozi državne proračune delovati složno in se dopolnjevati. Z večjim napredkom v izpopolnjevanju bančne unije in unije kapitalskih

trgov bo potreba po uvedbi nekakšne davčne unije manjša, čeprav še vedno prisotna. Ob neupoštevanju teh dejavnikov pa lahko kaj kmalu pride do divergence med državami, s tem pa tudi do nestabilnosti in ranljivosti monetarne unije.

V ekipi si želimo in močno upamo, da pretresov v zvezi z Brexitom v prihodnje ne bo več.



## VIRI

- Statistics (online). Dostopno na <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>
- Economic Bulletin (online). Dostopno na [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb201906.en.html#IDofOverview\\_Eb2](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb201906.en.html#IDofOverview_Eb2)
- Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, December 2019 (online). Dostopno na [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb201906.en.html#IDofOverview\\_Eb1](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb201906.en.html#IDofOverview_Eb1)
- U.K., the EU, and the United States (online). Dostopno na <https://www.thebalance.com/brexit-consequences-4062999>

**1903 BESEDE**