



Govor

Ljubljana, 11 maj 2022

Izzivi na evropski poti

Govor predsednice ECB Christine Lagarde na mednarodni konferenci ob 30. obletnici Banke Slovenije

Veseli me, da sem danes z vami v Ljubljani in da razpravljamo o »prehojeni poti in sodobnih izzivih«.

Evropa se lahko veliko nauči iz dolge poti, ki jo je Slovenija prehodila v minulih desetletjih. V tem času se je soočila z velikimi izzivi: osamosvojitve od Jugoslavije, vstop v Evropsko unijo, sprejem eura, spopad s krizo, ki je izbruhnila leta 2013, in zdaj pandemija ter ruska vojna proti Ukrajini.

A te izzive je Slovenija vedno znova premagala, in to z odliko.

Postala je sestavni del evropskih dobavnih verig, tako da danes več kot dve tretjini njenega izvoza predstavlja trgovinska menjava z drugimi državami članicami EU. In v težavah je Slovenija znala pokazati svojo odpornost. Tako je denimo po krizi leta 2013 gospodarsko hitro okrevala in v letih pred pandemijo znova dosegala visoke stopnje rasti.

Ključna pri tem sta bili njena neomajna odločenost, da doseže svoj cilj, ter fleksibilnost, da napreduje na poti v središče Evrope.

Odločenost in fleksibilnost sta merili, ki ju bom uporabila v analizi dveh težavnih obdobj, ki ju je v minulem desetletju preživela celotna Evropa, zlasti pa euroobmočje, vključno s Slovenijo.

V tem desetletju se je Evropa soočala z vedno novimi šoki, od katerih je bil vsak drugačen od prejšnjega. V tem smislu se strinjam z besedami velikega slovenskega pesnika Franceta Prešerna, ki je nekoč pisal o človeku, »komur je sreče dar bila klofuta«.

Ob vseh teh izzivih smo v ECB ostali trdno odločeni, da izpolnimo svoj mandat, ne glede na okoliščine. A v okviru mandata smo pokazali tudi potrebno mero fleksibilnosti. In prav tako jo je tudi Evropa.

Poglejmo pobliže vsako od teh dveh obdobji: prvič, kriza v euroobmočju in zatem dolgo obdobje prenizke inflacije, in drugič, bolj nedavno, vrnitev faze višje inflacije.

Od krize do dolgo nizke inflacije

Velika finančna kriza in državna dolžniška kriza sta euroobmočje prizadeli mnogo močneje kot druga večja gospodarstva. Razlog je bil v tem, da sta ti dve krizi razkrili – in še stopnjevali – pomanjkljivosti v institucionalni arhitekturi unije.

Predvsem smo spoznali, da monetarna unija ne more biti stabilna – in valuta zares enotna – ob segmentiranem režimu nadzora in reševanja bank. Konec koncev večino denarja, ki ga ljudje uporabljajo vsak dan, ne tvorijo obveznosti centralne banke, temveč depoziti, ki jih izdajajo poslovne banke.

Če se v takšnem okolju finančni trgi razdrobijo, to lahko privede do asimetričnega zaostrovanja pogojev financiranja in motenj v transmisiji denarne politike po euroobmočju. Prav to se je dogajalo, ko je državna dolžniška kriza napredovala.

A tisto, kar je Evropi omogočilo, da se je učinkovito odzvala, sta bili odločenost in fleksibilnost.

Odziv ECB – dokončne denarne transakcije – je potrdil njeno odločenost, da bo izpolnila svoj mandat in se fleksibilno odzvala na obstoječe okoliščine. Cilj dokončnih denarnih transakcij je bil zagotoviti učinkovito transmisijo denarne politike Eurosistema in s tem vzdrževati cenovno stabilnost.

Vzporedno so odločenost za obrambo eura izrazili tudi evropski voditelji, ki so oblikovali načrt za vzpostavitev bančne unije s skupnim nadzorom in reševanjem bank. To je bil najpomembnejši prenos pooblastil na evropski ravni od uvedbe eura.

A kriza je bila tako globoka in je trajala tako dolgo, da je pustila globoke brazgotine v gospodarstvu euroobmočja. S tem je pripravila pogoje za dolgo obdobje prenizke inflacije, ki ji je sledilo.

Dvojni udarec velike finančne krize in državne dolžniške krize je za seboj pustil močno oslABLJENO povpraševanje in nizko zaposlenost, ki sta vztrajala zelo dolgo. Od začetka velike finančne krize je minilo sedem let, preden se je BDP euroobmočja vrnil na predkrizno raven, in skoraj dvanajst let, preden je na to raven okrevala stopnja zaposlenosti. V Sloveniji je BDP predkrizno raven dosegel po devetih, zaposlenost pa po enajstih letih.

To okolje je inflacijo zniževalo na tri medsebojno povezovane načine.

Evropska centralna banka

Generalni direktorat Stiki z javnostjo, oddelek Odnosi s svetovnimi mediji

Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt na Majni, Nemčija

Tel.: +49 69 1344 7455; e-pošta: media@ecb.europa.eu; spletno mesto: www.ecb.europa.eu

Razmnoževanje je dovoljeno pod pogojem, da je naveden vir.

Prvič, ustvarilo je vztrajen negativni šok povpraševanja, ki je dušil dinamiko inflacije. Drugič, obrestne mere so se začele približevati efektivni spodnji meji, s čimer se je zmanjševal manevrski prostor za blažitev šoka z nadaljnjimi znižanji obrestne mere. In tretjič, inflacijska pričakovanja so začela drseti navzdol, kar je vodilo k višjim realnim obrestnim meram prav v času, ko bi gospodarstvo potrebovalo popuščanje denarne politike.

Z drugimi besedami, obstajala je zelo realna nevarnost, da obtičimo v pasti nizke inflacije. In čeprav se je narava teh izzivov spremenila, sta bila pri iskanju rešitve ponovno ključna odločenost in fleksibilnost.

Spričo znakov, da se inflacijska pričakovanja odsidravajo, je ECB morala pokazati, da se je proti deflacijskim silam pripravljena boriti enako odločno kot proti inflacijskim silam.

Obenem je bilo zaradi približevanja efektivne spodnje meje in zmanjševanja manevrskega prostora konvencionalne denarne politike nujno pokazati, da denarna politika lahko oblikuje nova, nekonvencionalna orodja, s katerimi si razširi manevrski prostor. ECB je storila oboje – in njen odziv je bil dovolj učinkovit, da sta se povečala tako gospodarska rast kot tudi inflacija.¹

A zatem je prišla pandemija, ki je našo stopnjo odločenosti in fleksibilnosti šele zares postavila na preizkušnjo.

Pandemija je povzročila silovit šok za povpraševanje s potencialno deflacijskimi posledicami, saj se je potrošnja v euroobmočju v samo nekaj mesecih skrčila kar za 16,5%. Hkrati je imela tudi močan asimetričen učinek na države, ki so denimo v večji meri odvisne od turizma. S tem se je ponovno pojavila nevarnost finančne nestabilnosti in motenj v transmisiji denarne politike.

Zato smo pri odgovoru na to nevarnost morali uporabiti vse, kar smo se v prejšnjem desetletju naučili o odzivanju na močne povpraševalne šoke v še vedno nepopolni denarni uniji. Uvedli smo izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP), ki je imel dvojno funkcijo: po eni strani razširiti našo naravnost denarne politike, po drugi pa zagotoviti njeno transmisijo v vseh delih euroobmočja.

PEPP je utelešal moje sporočilo iz tistega časa, da »je naša odločenost ubraniti euro neomejena«. Program je bil tudi izjemno fleksibilen glede časa nakupov vrednostnih papirjev ter glede razredov finančnega premoženja, ki smo jih kupovali v programu, in glede jurisdikcij, v katerih smo nakupe izvajali – kar je bilo skladno z izjemnimi tveganji za stabilnost cen, s katerimi smo bili soočeni.

¹ Upoštevajoč vse ukrepe, sprejete od sredine leta 2014, je skupni vpliv na realno rast BDP v euroobmočju po ocenah kumulativno znašal med 2,5 in 3 odstotnimi točkami do leta 2019, vpliv na inflacijo pa je v istem obdobju kumulativno znašal med 1,7 in 2 odstotnima točkama.

Naše sporočilo je podkrepila tudi odločenost voditeljev Evropske unije. S skladom »EU naslednje generacije« je EU več stvari naredila prvič – kar zadeva nepovratna sredstva in zadolževanje s strani EU –, s čimer je svetu jasno pokazala svojo odločenost.

Faza višje inflacije

Z uspešnostjo takšnega skupnega pristopa so bili postavljeni temelji za precej hitrejše okrevanje kot v prejšnjih krizah. BDP euroobmočja je konec lanskega leta zopet dosegel predkrizno raven, v Sloveniji pa še hitreje. Dejstvo, da smo bili sposobni tako dobro ohraniti povpraševanje, je do neke mere privedlo do drugega izziva: vrnitev faze višje inflacije.

V manj kot enem letu se je gospodarsko okolje izrazito spremenilo. Nenavadno hiter odboj povpraševanja je naletel na presenetljivo šibko okrevanje ponudbe, saj je bilo potrebno nekaj časa, da se je proizvodnja po zaprtju javnega življenja zopet zagnala. To je povzročilo primanjkljaje in motnje v dobavnih verigah, zaradi katerih je začela hitro naraščati inflacija v skupinah energentov, hrane in industrijskih proizvodov.

Poleg tega so se z rusko-ukrajinsko vojno zaostрила vsa glavna gonila inflacije, obenem pa je vojna – kot klasičen šok na strani ponudbe – povečala gospodarsko negotovost in poslabšala gospodarske obete. S tem so postale razmere, s katerimi se sooča denarna politika, še bolj zapletene, saj se kratkoročno inflacija in gospodarska rast gibljeta v nasprotno smer.

Začetni odziv ECB je določala nova strategija denarne politike, ki terja potrpežljivost in vztrajnost, ko izstopamo iz dolgega obdobja prenizke inflacije. Od lanskega decembra dalje pa se pomikamo v smeri postopne normalizacije denarne politike. Zakaj?

Kot prvo, srednjeročni inflacijski obeti se spreminjajo.

Skoraj vsa merila osnovne inflacije, tudi tista, ki zajemajo vztrajnost, so nad 2%. Inflacijska pričakovanja so ravno tako na ravni 2% ali višja, kot kaže razpon meril. In naše projekcije inflacije vse bolj kažejo na to, da bo inflacija v srednjeročnem obdobju na ciljni ravni.

Vzporedno bo vojna verjetno pospešila dve zdajšnji strukturni spremembi, ki bi lahko v prehodnem obdobju povzročili nadaljnje negativne ponudbene šoke in stroškovne pritiske.

Prvič, kot sem nedavno argumentirala, bi lahko vojna predstavljala točko preloma, saj bi lahko geopolitika postala pomembnejši dejavnik v strukturi globalnih dobavnih verig.² To ne pomeni nujno

² Lagarde, C. (2022), »[A new global map: European resilience in a changing world](#)«, osrednji govor, Peterson Institute for International Economics, 22. april.

deglobalizacije – mednarodna podjetja so še vedno močno motivirana, da proizvodnjo organizirajo tam, kjer so stroški najnižji – lahko pa bi se zožil geografski prostor, v katerem to lahko počnejo.

Drugič, vojna bo verjetno pospešila zeleni prehod kot način, da se zmanjša odvisnost od sovražnih akterjev. Pot k doseganju energetske varnosti in podnebne varnosti zdaj nedvomno pelje v isto smer. S tem se bodo verjetno ohranjali pritiski ne samo na cene fosilnih goriv, ampak tudi na povpraševanje po nekaterih kovinah in mineralih, ki jih že sedaj primanjkuje.

V takšnih okoliščinah postaja vse manj verjetno, da bi se dezinflacijska dinamika iz prejšnjega desetletja zopet pojavila. Zato je ustrezno, da se denarna politika normalizira.³

Obenem v euroobmočju nimamo presežnega agregatnega povpraševanja – tako potrošnja kot tudi investicije so še vedno pod predkrizno ravni – vojna pa predstavlja izziv za denarno politiko, saj zmanjšuje stopnjo gospodarske rasti, inflacijo pa potiska vse bolj navzgor.

V takšnem okolju bosta odločenost in fleksibilnost ključni.

Ob inflaciji, ki bo verjetno ostala visoka še nekaj časa, bo ukrepanje, ki kaže našo zavezanost cenovni stabilnosti, ključno za sidranje inflacijskih pričakovanj in omejevanje sekundarnih učinkov. Tako bomo lahko zagotovili, da se inflacija vrne na 2-odstotno raven, ko se bodo različni šoki na strani ponudbe iztekli. Poleg tega ECB stalno poudarja, da si mora pri izvajanju denarne politike pustiti odprte vse možnosti, kar nam daje prostor, da se pravočasno in učinkovito odzovemo na »inflacijska presenečenja«.

Obenem bosta zaradi negotovosti glede gospodarske rasti postopnost in fleksibilnost ostali pomembni: postopnost, kar zadeva hitrost prilagajanja denarne politike, ter po potrebi fleksibilnost, da zagotovimo nemoteno transmisijo denarne politike.

Aprilski sklepi Sveta ECB odražajo ti dve značilnosti, obenem pa dajejo tudi jasno opredeljeno zaporedje dogodkov v procesu normalizacije.

Prvič, zaključili bomo izvajanje neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Sodeč po najnovejših podatkih pričakujem, da se bodo nakupi zaključili na začetku tretjega četrtletja. Prvo zvišanje obrestnih mer, utemeljeno s prihodnjo usmeritvijo ECB glede obrestnih mer, bo izvedeno nekaj časa po koncu izvajanja neto nakupov vrednostnih papirjev. Pojma »nekaj časa« še nismo natančno opredelili, vendar sem bila doslej zelo jasna, da to lahko pomeni tudi obdobje v dolžini le nekaj tednov. Po prvem dvigu obrestnih mer bo normalizacija potekala postopno.

³ Lagarde, C. (2022), »[Monetary policy in an uncertain world](#)«, govor na konferenci »The ECB and Its Watchers XXII«, 17. marec.

Zaključek

Naj zaključim.

V Prešernovi pesmi, ki sem jo že omenila, »miru ne najde revež, ak preiše vse kraje, kar jih strop pokriva néba«. To je občutek, ki nam je vsem včasih blizu. Toda Evropo lahko opogumi odločna smer, ki jo je ubrala Slovenija po neodvisnosti, kakor tudi rezultati, ki jih je na tej poti dosegla.

Prehajena pot je bila težka in še vedno se soočamo s številnimi izzivi. Toda trdno sem prepričana, da bomo izzive premagali.

Ukrepi, ki jih je ECB sprejela v zadnjih desetih letih, ne puščajo nobenega dvoma o tem, da smo v vseh okoliščinah predani euru in svojemu mandatu.

In tako kot je ECB pokazala odločenost in fleksibilnost, so enako ravnali tudi evropski voditelji in poslanci. Po vsakem od šokov, ki sem jih omenila, smo postali močnejši, ne šibkejši, ker smo ukrepali odločno, da bi premostili vrzeli, ki so jih šoki razkrili.

Slavna izjava Jeana Monneta, da »se bo Evropa kalila v krizah«, še vedno drži.

Prepričana sem, da se bomo pravilno odzvali, karkoli nas bo že doletelo – in še naprej izkoriščali priložnosti, ki jih v končni fazi ponujajo krize.

Hvala.