

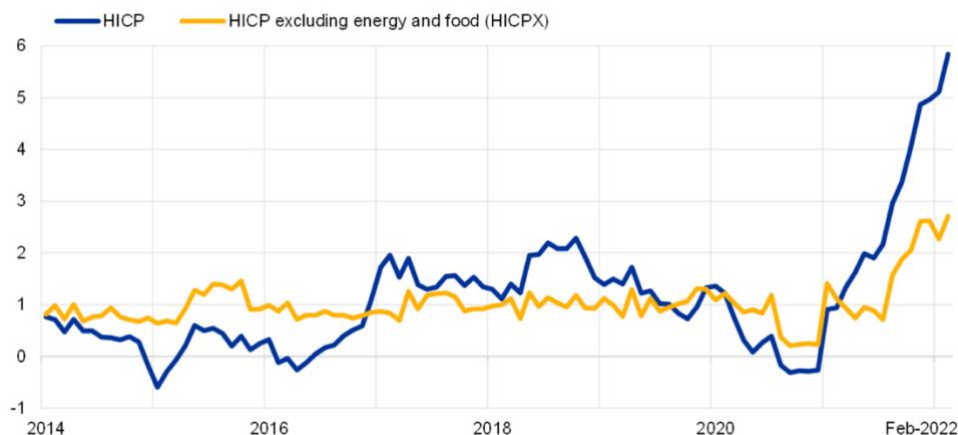
Vpliv ukrajinske krize na popandemično okrevanje

Volatilnost na finančnih trgih je med investitorji na splošno nezaželjena, vendar pa v zadnjem času dogajanja po svetu povzročajo prav to. Začelo se je v letu 2020 s popolnoma nepričakovanim izbruhom pandemije koronavirusa, ki je mnogim državam onemogočila potrebno nadaljnjo fiskalno konsolidacijo po spopadu z Veliko recesijo, krizo, ki se je v mnogih zavlekla globoko v prvo polovico prejšnjega desetletja. Da bi ublažili posledice novo nastale recesije, sta **monetarna in fiskalna politika delovali v tandemu**, s čimer je nastal ti. »policy-mix«, ki je v številnih državah preprečil še večje padce gospodarske aktivnosti. Fiskalna politika je pomagala z **neposrednim spodbujanjem agregatne potrošnje in regulativnimi ukrepi**, monetarna politika pa je poskušala dodatno **spostiti makroekonomsko okolje in s tem olajšati pogoje financiranja**.

Slednja je pri svojem delu uporabljala predvsem nekonvencionalni del svojega arsenala. V to je bila namreč prisiljena zaradi zagate s spodnjo mejo (ang. zero-lower bound), ki ne dopušča dodatnega spuščanja ključnih obrestnih mer in s tem usmerjanja medbančnih. Še posebej v Evroobmočju so bile **referenčne obrestne mere precej nizke**. Obrestna mera mejnega posojila je okoli 2 % nazadnje znašala v novembru 2011, do septembra 2019 pa je padla na 0,25 %, medtem ko je depozitna obrestna mera pri ECB negativna že od junija 2014. Podobno je negativna tudi EONIA, ki je dne 31. 12. 2021 znašala -0,505 %. Močni in samozavestni odgovor oblasti na zunanji šok je povzročil precej hitro okrevanje, a z njim težave, ki jih je veliko analitikov označilo kot »tranzitorne«.

Najbolj pereča izmed teh je **inflacija**, o kateri se aktivno govori že dober del popandemičnega okrevanja, od začetka 2022 pa občutno buri duhove tudi na finančnih trgih. Po zadnjih informacijah Evropske centralne banke naj bi pričakovana letna inflacija v februarju 2022 dosegla 5.8 %, kar je 0.7 odstotnih točk več kot v mesecu poprej. Inflacijske pritiske prav tako čutijo tudi drugod po svetu. Združene države Amerike so v januarju 2022 izmerile 7.5 % letno rast CPI, medtem ko je ta v Združenem kraljestvu znašal 5.5 %. Kaj poganja zgodovinsko visoke ravni inflacije? Po besedah Fabio Panette, članice Izvršilnega odbora ECB, srčika problema ne leži v pregretem gospodarstvu, saj povpraševanje ostaja pod trendom predkrizne ravni (v ZDA je temu drugače), temveč neravnotežje vnašajo uvoženi šoki ponudbe, ki povečujejo inflacijo in zmanjšujejo povpraševanje. Poenostavljeno, glavni krivec so neravnovesja med ponudbo in povpraševanjem predvsem na energetske trgu in trgu blaga, ki pa imajo različne učinke med sektorji.

Slika 1: Celotna in jedrna inflacija v Evroobmočju



Vir: Eurostat, ECB

V januarju 2022 so **cene energentov**, v okviru katerih je Evropska unija neto izvoznica, k celotni inflaciji prispevale približno 60 %. Razlog tiči v **zelo visoki rasti cen zemeljskega plina in nafte**, ki je bila sprva spodbujena s strani presežnega povpraševanja ob hitrem okrevanju svetovne gospodarske aktivnosti, nezadostne evropske samooskrbe ter prehajanjem na čistejše vire energije, trenutno pa pomembno vlogo pri tem igra tudi eskalacija rusko-ukrajinske krize. Visoke cene energentov prispevajo tudi k višjim cenam storitev, saj so nekateri sektorji kot npr. transport od njih močno odvisni. Kot zadnji vzrok je vredno omeniti tudi spremembe v navadah potrošnikov, ki so se raje kot k storitvam obrnili k industrijskim izdelkom, kar je rezultiralo v lijakih in »spill-over« učinkih v ponudbenih verigah.

Trenutne ravni cen hrane in energentov vsekakor niso sprejemljive, hkrati pa imajo močan vpliv na revnejše sloje prebivalstva, ker se jim visok delež dohodka, ki je porabljen za osnovne življenjske dobrine, le še dodatno povečuje. Znašli smo se v nekem približku povojnega okolja, kjer je **dobava različnih dobrin močno otežena zaradi nastalih ozkih grl**, torej so šoki predvsem na strani ponudbe, ki jih bo konvencionalna denarna politika težko rešila. Ne glede na to po zadnjem nagovoru guvernerja ameriškega FEDa monetarna oblast vztraja pri zviševanju obrestnih mer z začetkom v marcu 2022 (prvo zviševanje po letu 2018), in sicer investitorji predvidevajo pet 0,25 % popravkov v letošnjem letu. Na drugi strani Evropska centralna banka še ne razmišlja o zviševanju ključnih obrestni mer, kar je obrazložila z obstojem možnosti prenašanja in ponovne finančne fragmentacije, nadaljevala pa bo z zmanjševanjem količine kupovanja vrednostnih papirjev. Slednja naj bi predkrizno raven dosegla v septembru 2022.

Spopad z visoko inflacijo bo **dodatno otežila ukrajinska kriza**, katere razplet je trenutno precej težko napovedati. Veliko držav vključno z Evropsko unijo je proti Rusiji že uvedlo sankcije, s katerimi želijo prizadeti rusko gospodarstvo ter pripomoči k čim hitrejšem zaključku spopada s sosednjo Ukrajino. Med najpomembnejše sankcije EU spadajo prepoved transakcij z rusko centralno banko ter zamrznitev njenih sredstev, še posebej njenih deviznih rezerv, ki se v večini nahajajo pri tujih inštitucijah, izključitev sedmih ruskih bank iz sistema SWIFT, neposredno sankcioniranje ruskih oligarhov in predsednika, onemogočanje finančnih prilivov iz Rusije v EU ter zaustavitev certifikacije Severnega toka 2 itd. Sankcije vključujejo tudi Belorusijo, tako je na primer prepovedan tudi uvoz nekaterega beloruskega blaga (les, železo, jeklo). Prvi učinki sankcij so se že odrazili v padcu rublja za 30-40 % ter povečanje ključne obrestne mere na 20 %. Kakšne posledice pa bo to imelo za EU?

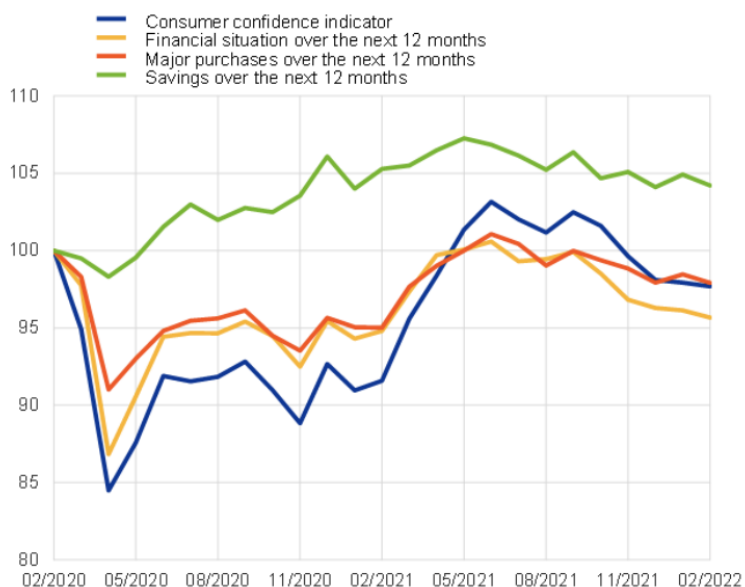
Slika 2: Cena ICE Brent Crude (USD/sod)



Vir: CNBC

Čeprav se je izvoz utekočinjenega zemeljskega plina iz ZDA v EU v zadnjih mesecih precej povečal, izpada plina iz Rusije ni mogoče nadomestiti v kratkem roku. Ravno v tem tednu je nafta Brent dosegla \$113/sod, kar je najvišja cena po juniju 2014, saj prevladuje zaskrbljenost glede omejene dobave zemeljskega plina in nafte. Poleg tega so inflacijska tveganja povezana tudi s ceno hrane. Ukrajina je namreč ena največjih izvoznic koruze, večina polj pa se nahaja na vzhodu in jugu ob ruski meji. Hkrati je tudi sama živilska industrija odvisna od energije, ki jo uporablja za različne namene pridelave, predelave in konzerviranja. smo že lahko občutili v višjih cenah hrane. V okviru jedrne inflacije lahko pričakujemo vpliv npr. avtomobilske industrije in trenda pogostejšega izdelovanja bencinskih motorjev, kjer potrebujemo paladij, katerega največji izvoznik je prav Rusija. Isabel Schnabel, članica izvršnega odbora ECB je v svojem intervjuju bolj kot inflacijo izpostavila negativni vpliv krize na gospodarsko rast in zaupanje. In zares, indikatorji zaupanja potrošnikov po podatkih ECB v zadnjih mesecih ponovno upadajo.

Slika 3: Indikatorji zaupanja potrošnikov v Evroobmočju



Vir: Evropska komisija

Če so bile denarne oblasti odločene, da bodo v letu 2022 vodile restriktivno monetarno politiko, je trenutna kriza postala povod za ponovni razmislek. Morda tudi sankcije uperjene proti Rusiji ne bodo tako hude in dolgoročne, saj bi na obstoječo visoko inflacijo le negativno vplivale, s tem pa oteževale nalogo centralnih bank. Poleg tega se spremembe dogajajo tudi na področju fiskalne politike. Ekonomski komisar Paolo Gentiloni je namreč sporočil, da bo Komisija ponovno ocenila smiselnost ponovne vzpostavitve fiskalnega pravila v letu 2023.

Trenutna kriza bo vsekakor zavrla popandemično okrevanje gospodarstva in znižala napovedi, za običajnega vlagatelja pa predstavlja hladen tuš, saj normalizacija razmer in nadaljevanje bikovskega trenda iz 2021 morda ni tako blizu kot se je sprva pričakovalo.

VIRI IN LITERATURA

- BSI. (2021). Napovedi makroekonomskih gibanj v Sloveniji december 2021. Pridobljeno dne 2.3.2022: <https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/napovedi-makroekonomskih-gibanj-december-2021.pdf>
- U.S. Bureau of Labor Statistics. (2022). Consumer price index. Pridobljeno dne 2.3.2022: <https://www.bls.gov/cpi/>
- Office for National Statistics. (2022). Consumer price inflation, UK: January 2022. Pridobljeno dne 2.3.2022: <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/january2022>
- Logar, S. (2022). Inflacija in ukrajinska kriza. Pridobljeno dne 24.2.2022: <https://www.nlbskladi.si/clanek/inflacija-in-ukrajinska-kriza-11050>
- Smith, C. (2022). Fed to confirm March rate rise despite Ukraine war, says Jay Powell. Pridobljeno dne 2.3.2022: <https://www.ft.com/content/b947c196-7b5c-44b0-8769-ef6f66580356>
- BBC. (2022). Ukraine conflict: Oil hits \$113 a barrel despite emergency measures. Pridobljeno dne 2.3.2022: <https://www.bbc.com/news/business-60557077>
- Strupczewski, J. (2022). EU considers longer borrowing limit hiatus amid Ukraine crisis. Pridobljeno dne 2.3.2022: <https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/eu-see-if-fiscal-rules-should-stay-suspended-longer-because-ukraine-2022-03-02/>
- ECB. (2021). Key ECB interest rates. Pridobljeno dne 1.3.2022: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html
- Euribor-rates. (2022). Eonia. Pridobljeno dne 1.3.2022: <https://www.euribor-rates.eu/en/eonia/>
- Eurostat. (2022). Inflation in the euro area. Pridobljeno dne 2.3.2022: [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Inflation in the euro area](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Inflation_in_the_euro_area)