欧元区的货币政策

作者:Christine Lagarde

今天晚上，我荣幸地发表了卡尔·奥托·波尔（Karl Otto Pöhl）关于欧元区货币政策的演讲。

在欧元区通货膨胀率太低的很长一段时间之后，现在已经太高了。我们已经连续第十个月处于创纪录的高通货膨胀率，我们可能会看到这种趋势在短期内持续下去。

通货膨胀是由一系列前所未有的冲击造成的，这些冲击导致了全球经济的转折点。因此，事实证明，价格压力比最初预计的更大、更持久。

在这种情况下，货币政策制定者必须确保通货膨胀不会根深蒂固，并在中期内恢复到目标水平。我们的政策反应需要考虑到我们在欧元区面临的特殊冲击组合。

在我今晚的发言中，我想谈谈两个问题。

第一，我们今天在欧元区面临的通货膨胀冲击的性质，第二，这对现在和未来的货币政策的影响。

**冲击欧元区经济的冲击**

在我们的货币政策战略中，对通货膨胀偏离目标的适当反应取决于三个因素：偏离的来源、规模和持续性。

通常，当通胀冲击的根源主要来自需求时，货币政策将积极应对，以防止经济过热。当面临供应冲击时，如果这种冲击被认为对通货膨胀没有持久影响，中央银行将“审视”并在必要时延长中期政策期限。

但这样一个简洁的分类并不能充分反映我们今天在欧元区所面临的形势。

我们没有看到美国出现的那种需求导致的经济过热，尽管劳动力市场紧张，但迄今为止工资价格螺旋上升的风险似乎仍然得到控制。

相反，由于两次前所未有的冲击，欧元区的通货膨胀率正在上升。这些冲击限制了全球供应，但也改变了需求，导致了大规模和持续的通货膨胀反应。

第一次震惊是大流行。与流行病相关的供应瓶颈和价格上涨相互强化，企业通过越来越多的订单来应对短缺威胁。这种“牛鞭效应”[1]推动了整个定价链的价格上涨。

与此同时，应对这一流行病的财政和货币政策成功地保护了名义收入，从而在我们的经济重新开放时支持了需求的快速复苏。收入的弹性反过来又引发了各部门需求的大幅波动。

在封锁期间，尤其是由于电子商务，消费集中在耐用品上。然后，当经济重新开放时，我们看到了被压抑的强大服务需求。自该流行病爆发以来，耐用品消费的波动性几乎是前二十年的十倍，服务业的波动性则高出近三十倍。

这导致通货膨胀扩大到工业产品和服务业。今天，核心通胀篮子中约四分之三的项目的通胀率高于2%。

第二个打击是俄罗斯无理入侵乌克兰。

甚至在入侵之前，欧佩克+的减产和对美国页岩气生产商的资本限制限制了能源供应。这导致能源价格飙升，这是我们低估通货膨胀的一个主要因素

但入侵极大地加剧了供应紧张，并将能源价格推至异常水平，使预测通货膨胀变得更加困难。自入侵前几个月以来，欧洲天然气和电力价格分别上涨105%和75%[3]，自2021上半年以来，分别上涨约650%和450%。

自今年年初以来，能源价格的飙升直接导致整体通胀率达到30%左右，间接加剧了整个经济体的价格压力。事实上，各国央行使用的模型表明，能源成本上涨的间接影响目前约为核心通胀的三分之一。

**通货膨胀的持续性**

总的来说，这些冲击将通货膨胀推离我们的目标很远。截至2020年12月，整体通胀率为负，从大流行期间的低谷上升了9.4个百分点，达到上月的峰值。核心通货膨胀率上升了4.1个百分点。

在最近的过去，弹性全球供应意味着对生产或能源的冲击最终已经消散。例如，在1990年代伊拉克入侵科威特之后，石油价格在大约五个月后降至战前水平以下。2011年日本地震和核灾难发生后，日本企业的生产预计仅在七个月后就恢复正常

但流感和战争引发的冲击也创造了我以前所称的经济关系“新全球地图”。[5] 这张新的全球地图上的经济转折点表明，供应限制可能会比过去持续更长时间。这反过来意味着，这些冲击的通胀效应需要更长的时间才能消退。

这里有两个问题值得考虑。

首先，地缘政治动摇了欧洲能源市场。

俄罗斯入侵导致的天然气供应减少已成为一个重大的结构变化，将在未来几年产生影响。例如，在20世纪70年代的两次石油危机之后——欧佩克禁运和伊朗革命——三年后对油价的影响仍然持续。这是因为，在这两种情况下，冲击都与地缘政治格局的持续变化有关，石油供应的减少不能被其他来源的石油完全抵消

今天，尽管欧盟的应对措施将缓冲能源成本的上涨，但化石燃料价格可能会在一段时间内上涨。尽管替代效应的例子越来越多，但从短期来看，完全替代欧洲进口的俄罗斯化石燃料是一个挑战

从长远来看，战争可能会加速欧洲的绿色转型，包括转向可再生能源。这将需要大量的绿色投资，但也会在过渡阶段对石油和天然气生产的投资造成压力。这可能会给化石燃料价格带来上行压力，而对这些燃料的需求仍然很高。

如果能源价格在转型期间持续上涨，可能会对欧洲的工业生产产生影响，影响供应和价格。这无疑是欧元区企业看待形势的方式。在欧洲央行最近的一项调查中，至少80%的受访者预计，正在进行的转型将使他们使用的原材料和能源更加昂贵，从而导致他们的产品价格上涨

第二，全球化正在并且将要发生变化。

流行病造成的破坏、脆弱性的暴露、新的地缘政治格局以及能源和运输成本上升的前景，似乎将引发对全球价值链的重新评估。

虽然我怀疑我们会看到去全球化，但公司可能会永久持有更高的库存，并缩短供应链，以重新安置高价值服务和研发中心。在战略考虑发挥作用的地方尤其如此。我们还可能看到，由于当前能源价格冲击的不均衡影响，能源密集型生产正在迁移。除此之外，过渡速度和新能源组合将有助于物质转化。

最近的一项调查发现，到2021年底，约60%的公司增加了关键产品的库存，近90%的公司预计在未来三年内将生产区域化。[9] 这可能会降低效率并增加成本，这可能会在供应链调整时产生通胀压力。这也可能使经济周期更加动荡

然而，随着时间的推移，我所确定的转折点也可能减弱对价格的影响。例如，绿色过渡将最终导致电价下跌。就库存周期的恢复而言，当库存在低迷时期被清算时，这将是较低价格的乘数。

**欧洲央行的货币政策回应**

因此，总而言之，我们目前面临的情况是，持续的供应限制是导致高于目标通胀持续更长时间的重要因素，而被压抑的需求的释放加剧了其影响。在这种情况下，货币政策需要避免偏离我们的目标，并在中期将通货膨胀率恢复到2%。

这里有两个重要的考虑因素。

第一个是货币政策的目的地：我们需要使政策正常化，并准备尽可能多地调整利率，以实现中期通胀目标。

第二个考虑因素是加息速度：由于利率是从非常低的水平上升的，加息速度可以直接调动货币政策的信号渠道。

让我依次阐述这些要点。

**货币政策的目的地**

首先，当通货膨胀率居高不下且增长受到非弹性供应的制约时，货币政策不能保持扩张性，也不能通过推高需求来增加通货膨胀压力。因此，推行货币政策正常化战略是恰当的。正如我在今年早些时候的一篇博客文章中所解释的那样，正常化意味着结束净资产购买，然后将利率提高到中性水平——即既不具有扩张性也不具有限制性的水平。

这就是为什么欧洲央行不仅开始加息，而且还表示，我们希望在接下来的几次会议上进一步加息。为了确保我们政策立场的这些变化有效，我们在过去几个月里做出了几项决定，以保持我们的立场在整个欧元区的有序传递

随着我们的前进，我们将重新评估正常化战略是否足以在中期将我们的通货膨胀率恢复到2%。归根结底，我们徒步旅行周期结束时的最终利率必须与通货膨胀持续恢复到我们的目标相适应，而这一利率将取决于我们周围的经济环境如何演变。

一个关键因素将是我们面临的冲击的持续性如何影响通胀预期和潜在产出。如果有证据表明，高通胀有可能使通胀预期失去锚定，那么符合我们目标的政策利率将处于限制范围内。同样，如果我们得出持续的供应冲击持续降低了经济潜力的结论，我们就必须确保需求与供应保持一致。

另一个关键因素将是增长前景如何影响通货膨胀。负供应冲击将导致增长放缓，这可能会对当前的通货膨胀率产生影响。在上世纪70年代之前的欧元区经济衰退中，一年后总体通胀率下降了约1.1个百分点，而核心通胀率则下降了约一半

但这并不是一个硬性规定：在某些衰退时期，例如由供应条件恶化引发的衰退，通货膨胀保持不变甚至上升。在我们的下行情景中，除其他冲击外，还包括俄罗斯天然气完全切断的影响，我们预计明年经济将收缩，然后在2024年回升。但预计预测期结束时的通胀率将高于基线情景。[14]

第三个因素是政府的行动。货币政策将采取一切必要措施，使通货膨胀恢复到我们的目标。但是，一个真正的欧洲方法，货币和财政政策相辅相成，可以改善通货膨胀前景。

特别是，财政政策如何支持企业和家庭度过未来艰难的冬天，将在通货膨胀动态中发挥重要作用。需要有针对性的临时和量身定做的措施来保护最弱势群体的收入，同时也要防止由于减产和破产而造成的重大产能损失。

但除此之外，财政政策是否主要侧重于公共消费和转移（这可能会增加通货膨胀压力），还是侧重于公共投资和债务可持续性，这将产生不同。由于目前通货膨胀的许多根源都在供应方面，政府必须制定政策，提高供应并将投资转向需要的地方，以支持可持续增长。

**利率增长的速度**

应对当前通货膨胀的第二个考虑因素是加息速度。

当通货膨胀率长期居高不下时，货币政策的一个重要作用是确保通货膨胀预期在冲击经济的过程中保持稳定。如果预期失去锚定并引发工资价格螺旋上升，即使在冲击消失后，也可能导致通货膨胀持续存在。

提高利率会对需求和通胀产生机械影响，从而影响通胀预期。但是，当利率从异常低的水平开始时，如果加息也产生直接影响预期的信号效应，那么加息就会更加有力。

在这种情况下，特别是与传统上注重25个基点的加息相比，调整加息速度是一个关键工具，表明我们决心履行我们的使命，保持通胀预期得到控制。而且，在徒步旅行周期开始时加快步伐，清楚地表明了我们将把通货膨胀降低到中期目标的承诺。

目前，通胀预期在一系列措施中保持相对稳定。但有两个理由说明，将这视为理所当然是不明智的。

首先，冲击严重影响了那些对家庭通胀预期影响最大的消费品的价格，如食品和汽油。[15] 欧洲央行的消费者预期调查显示，自今年2月以来，未来三年的平均和中值通胀预期均上升了约1个百分点。

第二，我们看到经济环境正在迅速变化，通货膨胀率从很低变为极高。历史表明，这会给人们的期望留下伤痕。

例如，研究发现，前东德和西德人民之间的通货膨胀预期差异，在很大程度上可以用统一后通货膨胀冲击的持久影响来解释。这与德意志民主共和国公认的零通胀标准形成了强烈对比，似乎导致前东德人过度适应价格上涨的环境

这一稳定通胀预期的必要性有助于解释为什么在欧洲央行理事会最近两次政策会议上，我们将关键利率总共提高了125个基点。这是我们历史上利率变化最快的一次，它发出了一个强烈的信号，表明我们决心及时将通货膨胀恢复到中期目标。这一重大举措还考虑到利率水平异常低以及在加息周期开始时反应过度的风险有限。

今后，未来加息的适当速度将在逐次会议的基础上决定。事实上，正如我们一再强调的那样，我们将在所有情况下保持数据依赖性。利率最终在哪里结算，以及我们采取的措施的规模，将取决于我们继续进行时通货膨胀前景的演变。

**结论**

让我总结一下。

事实证明，欧元区的通货膨胀率比最初预计的要高得多，而且持续时间更长。这反映了我们面临的一系列前所未有的冲击，以及这些冲击导致我们经济环境出现转折点的事实。

货币政策无法阻止许多此类冲击的第一轮效应。但它可以确保它们不会嵌入。这就是欧洲央行正在做的。

我们已经在货币政策正常化的道路上采取了重大步骤，预先加息。这表明我们决心及时将通胀率恢复到2%的中期目标，并确保通胀预期保持稳定。

我们不会让这一阶段的高通货膨胀影响经济行为，造成持久的通货膨胀问题。我们的货币政策将牢记一个目标：实现我们的价格稳定任务。

**原文链接:**<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220920~c3afc1a441.en.html>