



Μακροπρόθεσμος πληθωρισμός, νομισματική πολιτική και επιτόκια

Description

Ιωάννης Τιρκίδης*

Οι κεντρικές τράπεζες έχουν προχωρήσει σε σκλήρυνση των νομισματικών τους πολιτικών για το μεγαλύτερο μέρος του έτους και πιθανότατα θα συνεχίσουν για λίγο ακόμα στις αρχές του νέου έτους. Ενώ η οικονομική δραστηριότητα δείχνει σημάδια επιβράδυνσης, ο πληθωρισμός θα μετριαστεί, αλλά μπορεί να αποβεί πιο επίμονος, απ' ό,τι είχε αρχικά εκτιμηθεί. Ο πληθωρισμός μπορεί να διαμορφωθεί, σε ετήσιο επίπεδο σημαντικά υψηλότερο από τον στόχο του 2% και να παραμείνει εκεί για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ό,τι εκτιμούμε τώρα. Αυτό θα είναι αποτέλεσμα μακροχρόνιων επιδράσεων και όχι κυκλικών και προσωρινών επιδράσεων. Σε μια τέτοια περίπτωση οι επιπτώσεις για τη νομισματική πολιτική θα είναι έκδηλες. Επανεξετάζουμε τον πληθωρισμό υπό το πρίσμα των πιο πρόσφατων αποφάσεων νομισματικής πολιτικής.

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, η ΕΚΤ και η Τράπεζα της Αγγλίας στην τελευταία συνεδρίαση νομισματικής πολιτικής του έτους, νωρίτερα αυτό το μήνα, αύξησαν τα επιτόκια τους κατά 50 μονάδες βάσης. Τα επιτόκια νομισματικής πολιτικής βρίσκονται τώρα σε ένα εύρος 4.25-4.5% στις Ηνωμένες Πολιτείες, 2.5% στη ζώνη του ευρώ και 3.5% στο Ηνωμένο Βασίλειο, σε σύγκριση με μηδενικά ή σχεδόν μηδενικά επίπεδα στις αρχές του έτους. Επιπλέον, η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ υπέδειξε ότι θα αυξήσει το επιτόκιο της κατά επιπλέον 75 μονάδες βάσης το 2023 σε ένα εύρος 5-5.25% και θα συνεχίσει να μειώνει τον ισολογισμό της. Η ΕΚΤ επισήμανε σημαντικά περισσότερες αυξήσεις το νέο έτος, χωρίς όμως να υπάρχει μεγαλύτερη καθοδήγηση σχετικά με την

έκταση των αυξήσεων. Από τον Μάρτιο του 2023 και μετά η ΕΚΤ θα αρχίσει να σμικρύνει τον ισολογισμό της μειώνοντας το χαρτοφυλάκιο του προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων, με ρυθμό €15 δις μηνιαίως μέχρι το τέλος του δεύτερου τριμήνου.

Η ΕΚΤ αναμένει τώρα ότι ο εναρμονισμένος πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, θα διαμορφωθεί στο 6.3% το 2023 έναντι 5.5% που προέβλεπε τον Σεπτέμβριο και η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ προβλέπεται τώρα να διαμορφωθεί στο 0.5% από 0.9% που ήταν η πρόβλεψη του Σεπτεμβρίου.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες ο πληθωρισμός τιμών καταναλωτή κορυφώθηκε στο 9.1% τον Ιούνιο και συνέχισε να μειώνεται τους μήνες που ακολούθησαν φτάνοντας στο 7.1% τον Νοέμβριο. Στην Ευρώπη ο πληθωρισμός τιμών καταναλωτή είναι περισσότερο έντονος. Ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή αυξανόταν κάθε μήνα επί δύο συνεχή έτη και κορυφώθηκε στο 10.6% τον Οκτώβριο. Στη συνέχεια ο δείκτης υποχώρησε ελαφρά και για πρώτη φορά τον Νοέμβριο, στο 10.1%.

Ο πληθωρισμός στην Ευρώπη και ιδίως στη ζώνη του ευρώ παρουσιάζει όλο και περισσότερες επιρροές του καλούμενου δεύτερου γύρου. Ο μέσος πληθωρισμός την περίοδο Ιανουαρίου-Νοεμβρίου στη ζώνη του ευρώ ήταν 8.3%, και συνίσταται ως εξής: 3.4 εκατοστιαίες μονάδες από τον πληθωρισμό της ενέργειας, 1.1 εκατοστιαίες μονάδες από τον πληθωρισμό των τροφίμων και οι υπόλοιπες 3.8 εκατοστιαίες μονάδες από άλλες επιδράσεις.

Ωστόσο, τα ιστορικά στατιστικά δεδομένα, υποδηλώνουν ότι όταν ο πληθωρισμός υπερβεί το 8%, σύμφωνα με πρόσφατη μελέτη της Research Affiliates (εταιρεία διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων στις Ηνωμένες Πολιτείες), είναι πολύ πιθανό οι υποκείμενες επιδράσεις να μην είναι όλες παροδικές και να έχουν υπεισέλθει στην πληθωριστική εξίσωση, περισσότερο μακροχρόνιες επιδράσεις, οι οποίες συνεπάγονται υψηλότερο πληθωρισμό για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Αυτό σημαίνει, ότι ο πληθωρισμός θα μειωθεί τελικά στο στόχο του 2%, αλλά θα χρειαστεί ενδεχομένως περισσότερος χρόνος και η νομισματική πολιτική θα παραμείνει περιοριστική για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Αυτό μπορεί να εξηγήσει και την επίμονη ανοδική τάση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, όπως συζητήσαμε προηγουμένως.

Ενδεχομένως να βρισκόμαστε στο τέλος της εποχής του φθηνού εργατικού δυναμικού, των φθηνών αγαθών και της φθηνής ενέργειας. Όλα αυτά είναι μακροχρόνιοι παράγοντες με πληθωριστικές επιδράσεις.

Στις ΗΠΑ, η αγορά εργασίας είναι πολύ σφιχτή αυτή τη στιγμή. Ακόμη και στην Ευρώπη, δεν είναι το ίδιο σφιχτή όπως στις ΗΠΑ, αλλά το ποσοστό ανεργίας είναι το χαμηλότερο που έχει υπάρξει εδώ και πολύ καιρό. Το ποσοστό ανεργίας είναι κάτω από 4% στις ΗΠΑ και η αύξηση των μισθών είναι πάνω από 5% αυτό το διάστημα. Οι αγορές εργασίας είναι σφιχτές λόγω της μειωμένης μετανάστευσης και της μειωμένης συμμετοχής του εργατικού δυναμικού. Ο πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, Τζερόμ Πάουελ, σε πρόσφατη ομιλία του στο Ινστιτούτο Brookings δήλωσε ότι στις ΗΠΑ σήμερα υπάρχουν δυόμισι εκατομμύρια άνθρωποι, τους οποίους χαρακτήρισε ως 'καθ' υπερβολή συνταξιούχους'. Πρόκειται για τους ανθρώπους που αποχώρησαν από το εργατικό δυναμικό νωρίτερα από τη θεσπισμένη ηλικία συνταξιοδότησης είτε λόγω Κόβιντ είτε άλλων παραγόντων. Ως αποτέλεσμα του γεγονότος αυτού και της επιβράδυνσης της μετανάστευσης, οι ΗΠΑ αντιμετωπίζουν ελλείψεις εργατικού δυναμικού που δεν θα εκλείψουν γρήγορα.

Ο δεύτερος μακροχρόνιος παράγοντας για υψηλότερο μακροπρόθεσμο πληθωρισμό είναι αυτό που αποκαλούμε από-παγκοσμιοποίηση. Η περίοδος της ταχείας παγκοσμιοποίησης στις δεκαετίες του 1990 και του 2000, χαρακτηρίστηκε από την ταχεία ανάπτυξη του παγκόσμιου εμπορίου και από τη μερική αποβιομηχανοποίηση των αναπτυγμένων χωρών με την μετατόπιση εργασιών στην Ασία, και ιδιαίτερα στην Κίνα. Εκείνη η περίοδος ήταν αποπληθωριστική για προφανείς λόγους. Στις γεωπολιτικές συνθήκες που επικρατούν σήμερα, οι ανεπτυγμένες χώρες επιδιώκουν να μειώσουν τον κίνδυνο που εμπεριέχεται στις εφοδιαστικές τους αλυσίδες, μέσω του reshoring ή του friend-shoring. Αυτό εν μέρει τουλάχιστον αντιστρέφει τις προηγούμενες διεργασίες της παγκοσμιοποίησης και έχει πληθωριστικές συνέπειες.

Τρίτον, ενδέχεται να βρισκόμαστε στο τέλος της εποχής της φθηνής ενέργειας. Η πράσινη μετάβαση και οι μειωμένες επενδύσεις στην ανάπτυξη των ορυκτών καυσίμων ως αποτέλεσμα, σε συνδυασμό με τις κυρώσεις κατά της Ρωσίας, η οποία είναι ένας μεγάλος παραγωγός ενέργειας στον κόσμο, έχουν δημιουργήσει μια ενεργειακή κρίση που δεν θα επιλυθεί σύντομα. Οι υψηλές τιμές της ενέργειας μπορεί επίσης να οδηγήσουν στην επιτάχυνση της διαδικασίας αποβιομηχανοποίησης στην Ευρώπη, διαβρώνοντας την ανταγωνιστικότητα και ωθώντας τις εταιρείες να μεταφέρουν μέρος ή το σύνολο της παραγωγής τους σε περιοχές όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες, με χαμηλότερες τιμές ενέργειας και χαμηλότερο κόστος παραγωγής.

Αυτές είναι μακροχρόνιες δυνάμεις με πληθωριστικές επιδράσεις. Ο πληθωρισμός δεν θα παραμείνει στα σημερινά επίπεδα. Πιθανότατα ο πληθωρισμός να έχει ήδη κορυφωθεί,

αλλά θα υποχωρήσει προς τον στόχο του 2% με βραδύτερο ρυθμό από ό,τι αναμένεται για τους λόγους που αναφέραμε. Και αυτό θα έχει σημαντικές επιπτώσεις. Με υψηλότερο μακροπρόθεσμο πληθωρισμό, το ουδέτερο επιτόκιο είναι υψηλότερο και ο βαθμός της αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής είναι χαμηλότερος. Συνεπώς, τα επιτόκια θα πρέπει να παραμείνουν υψηλότερα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Θεμελιωδώς, οι νομισματικές συνθήκες και οι συνθήκες ρευστότητας θα συνεχίσουν να περιορίζονται το 2023 και οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων ενδεχομένως να αυξηθούν περαιτέρω.

**Ο Ιωάννης Τιρκίδης είναι Διευθυντής Οικονομικών Ερευνών στην Τράπεζα Κύπρου και Πρόεδρος της Εταιρείας Κυπριακών Οικονομικών Μελετών (Cyprus Economic Society). Οι απόψεις που εκφράζονται είναι προσωπικές.*