



Μια νέα εποχή νομισματικής πολιτικής μόλις αρχίζει

## Description

Ιωάννης Τιρκίδης\*

Η τρέχουσα περίοδος και τα επόμενα μερικά χρόνια τουλάχιστο, θα είναι πιο δύσκολα και ύπουλα, για τη νομισματική πολιτική. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η εποχή του χαμηλού πληθωρισμού και των χαμηλών επιτοκίων τελειώνει και αρχίζει μια νέα εποχή, όπου τα διακυβεύματα, θα είναι μεγαλύτερα και οι επιλογές λιγότερες. Οι αντιπληθωριστικές περιόδους από τη δεκαετία του 1980 και μετά, συνοδεύτηκαν από την επιταχυνόμενη παγκοσμιοποίηση, την επιμήκυνση των εφοδιαστικών αλυσίδων, την αυτοματοποίηση και τη μετατόπιση της μεταποίησης σε άλλες χώρες, και την ταυτόχρονη άνοδο των τομέων των υπηρεσιών. Οι αγορές εργασίας άλλαξαν και η εισοδηματική ανισότητα επιδεινώθηκε στις περισσότερες περιπτώσεις. Η οικονομική ανάπτυξη ήταν ασθενέστερη προηγούμενων περιόδων, και η παραγωγικότητα βραδύτερη, ιδίως μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Αυτές ήταν εποχές αποπληθωριστικών μακροοικονομικών, όταν οι επεκτατικές πολιτικές είναι λιγότερο πληθωριστικές και δημιουργούν περισσότερο χρέος παρά ανάπτυξη.

Το τέλος της παγκοσμιοποίησης όπως την ξέραμε, η ανασύσταση των παγκόσμιων παραγωγικών αλυσίδων στη μετά Covid εποχή, και η ενεργειακή και επισιτιστική κρίση που ακόμη εξελίσσεται, εγκαινιάζουν μια νέα εποχή. Ο πληθωρισμός μπορεί να μην είναι τόσο παροδικός όσο αρχικά πιστεύαμε και οι κεντρικές τράπεζες δεν θα έχουν άλλη επιλογή από το να επικεντρωθούν στην καταπολέμησή του ή να διακινδυνεύσουν την αξιοπιστία τους. Οι κεντρικές τράπεζες θα θέσουν τον πληθωρισμό υπό έλεγχο στο τέλος

---

του δρόμου, αλλά αυτό μπορεί να πάρει περισσότερο χρόνο και να είναι περισσότερο δαπανηρό από ό,τι νομίζουμε τώρα. Συζητάμε το μεταβαλλόμενο τοπίο της νομισματικής πολιτικής σε αυτό το άρθρο και αφήνουμε για άλλη φορά τις πρόσφατες αποφάσεις των κεντρικών τραπεζών.

## **Οι πραγματικότητες**

Τα τελευταία 30 περίπου χρόνια, η οικονομική πολιτική, δημοσιονομική και νομισματική, είχε μια σημαντική επεκτατική κατεύθυνση, αλλά η ανάπτυξη, ιδίως μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, ήταν αδύναμη και ο πληθωρισμός χαμηλός για μεγάλο χρονικό διάστημα. Η αξιοπιστία των κεντρικών τραπεζών και η στόχευση στον πληθωρισμό, κληρονομιά της δεκαετίας του 1980, έπαιξαν ρόλο. Αλλά η επιβράδυνση της αναπτυξιακής δυναμικής, η παγκοσμιοποίηση και η μεγάλη συσσώρευση χρέους, έπαιξαν επίσης ρόλο.

Η νομισματική πολιτική ήταν υπερβολικά επεκτατική αυτό το διάστημα. Η οικονομική ανάπτυξη είναι κυκλική, και οι νομισματικές πολιτικές εναλλάσσονταν από εύκολες σε περιοριστικές, και τα επιτόκια μεταβάλλονται αναλόγως, τα τελευταία 30 χρόνια. Αλλά κάθε φορά, στο αποκορύφωμα ενός περιοριστικού νομισματικού κύκλου, τα επιτόκια ήταν χαμηλότερα από την προηγούμενη φορά, και στο κατώτατο σημείο ενός επεκτατικού κύκλου, τα επιτόκια ήταν επίσης χαμηλότερα από την προηγούμενη φορά, μέχρι το κατώτατο όριο. Μεταξύ Δεκεμβρίου 2008 και Φεβρουαρίου 2022, τα επιτόκια πολιτικής της ομοσπονδιακής τράπεζας των ΗΠΑ αλλά και της ΕΚΤ, ήταν κατά μέσο όρο 0.4% ετησίως, και ήταν μηδενικά ή σχεδόν μηδενικά, για το μεγαλύτερο μέρος αυτού του χρονικού διαστήματος. Αυτό σήμαινε μαζικές αγορές κρατικών ομολόγων και άλλων τίτλων. Στο τέλος του Φεβρουαρίου του 2022, για παράδειγμα, ο ισολογισμός της ομοσπονδιακής τράπεζας των ΗΠΑ πλησίαζε τα εννέα τρισεκατομμύρια δολάρια, δέκα φορές περισσότερο από ό,τι το 2007. Ομοίως και για την ΕΚΤ.

Η δημοσιονομική πολιτική ήταν επίσης εξαιρετικά επεκτατική κατά την ίδια περίοδο. Στην ΕΕ, κατά μέσο όρο, τα δημοσιονομικά ελλείμματα επιδεινώθηκαν την περίοδο 2008-14 στον απόηχο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και των συνεπειών της. Το ποσοστό του χρέους προς το ΑΕΠ αυξήθηκε ραγδαία από 62% σε 87%. Τα δημοσιονομικά ελλείμματα επίσης επιδεινώθηκαν απότομα και το 2020-21, στον απόηχο της πανδημίας Covid-19, και το ποσοστό του χρέους έφτασε το 90% του ΑΕΠ το 2020. Το σημαντικότερο όμως είναι ότι οι αποκλίσεις μεταξύ των χωρών μελών, είναι τεράστιες. Ο μέσος όρος του χρέους προς ΑΕΠ στις χώρες του βόρειου πυρήνα ήταν κοντά στο 50% το 2021. Την ίδια στιγμή, ο μέσος όρος του χρέους των πιο υπερχρεωμένων χωρών, κυρίως του νότιου

---

πυρήνα, ήταν 135% (της Ελλάδας 193%, της Ιταλίας 151% και της Κύπρου 104%).

Με βάση τους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης αυτής της περιόδου, αυτά τα επίπεδα χρέους δεν θα ήταν βιώσιμα εάν τα επιτόκια ήταν υψηλότερα. Ο μέσος όρος των πληρωτέων τόκων επί του δημόσιου χρέους στην ΕΕ ήταν 1.4% του ΑΕΠ το 2021, έναντι 2.9% το 2012, ακόμη και όταν το χρέος ήταν κατά πολύ υψηλότερο σε σχέση με το ΑΕΠ το 2021. Έτσι, αυτή τη φορά, η αύξηση των επιτοκίων λόγω περιοριστικής νομισματικής πολιτικής, όταν τα επίπεδα δημοσίου χρέους σε σχέση με το ΑΕΠ είναι πολύ μεγαλύτερα, εμπερικλείουν ένα αυξημένο κίνδυνο αστάθειας, μεσοπρόθεσμα όμως, όχι άμεσα. Όταν ο πληθωρισμός αυξάνεται, η επιβάρυνση του χρέους μειώνεται αρχικά, έως ότου ένα μεγάλο μέρος του χρέους αναχρηματοδοτηθεί σε υψηλότερα επιτόκια. Το πρόβλημα εδώ εστιάζει κυρίως στην Ιταλία, όπου το χρέος είναι το δεύτερο μεγαλύτερο στην ΕΕ, και η δαπάνη τόκων εξυπηρέτησης του χρέους η μεγαλύτερη σε σχέση με το ΑΕΠ. Η Κύπρος δεν είναι σε πολύ ανησυχητική θέση από αυτή την άποψη. Το χρέος της σε σχέση με το ΑΕΠ είναι κατά ένα τρίτο μικρότερο από αυτό της Ιταλίας και η δαπάνη για τόκους είναι περίπου η μισή από αυτή της Ιταλίας (1.8% του ΑΕΠ το 2021 έναντι 3.5% για την Ιταλία).

### **Ο Χαμηλός πληθωρισμός**

Το άλλο βασικό χαρακτηριστικό αυτής της περιόδου ήταν ο μέχρι πρότινος χαμηλός πληθωρισμός εν μέσω της πρωτοφανούς νομισματικής και δημοσιονομικής επέκτασης. Αυτό ήταν αποτέλεσμα τριών βασικών επιδράσεων: της νομισματικής πολιτικής και αξιοπιστίας των κεντρικών τραπεζών, των επιδράσεων τύπου καμπύλης του Φίλιπς (Phillips curve) και των επιδράσεων της παγκοσμιοποίησης.

Οι κεντρικές τράπεζες διαδραματίζουν έναν εξαιρετικά σημαντικό ρόλο στην αγκύρωση των πληθωριστικών προσδοκιών, προϋπόθεση χωρίς την οποία είναι αδύνατος ο έλεγχος του πληθωρισμού. Ο θεσμός των ανεξάρτητων κεντρικών τραπεζών, και των πρακτικών στόχευσης του πληθωρισμού στην χάραξη νομισματικής πολιτικής, αποκατέστησε την αξιοπιστία των κεντρικών τραπεζών μετά την τραυματική εμπειρία της δεκαετίας του 1970 και συνέβαλε στη διατήρηση των πληθωριστικών προσδοκιών σε σταθερά και χαμηλά επίπεδα. Ένα σημαντικό θετικό.

---

Οι επιδράσεις της καμπύλης Φίλιπς αναφέρονται στη περιβόητη σχέση μεταξύ οικονομικής ανάπτυξης και πληθωρισμού, η οποία πήρε το όνομά της από τον Νεοζηλανδό οικονομολόγο που την ανακάλυψε για πρώτη φορά τη δεκαετία του 1950. Πρόκειται για τη θετική σχέση μεταξύ του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και του πληθωρισμού, η οποία είναι εμπειρικά έγκυρη σε διακρατική βάση, για τους σκοπούς της μελέτης αυτής.

Εξετάζοντας τα σχετικά στοιχεία για την περίοδο 2008-21, για όλες τις χώρες της ΕΕ, οι χώρες με χαμηλή ανάπτυξη είναι, στις περισσότερες περιπτώσεις, και οι χώρες με χαμηλό πληθωρισμό. Τοιούτοτρόπως, οι χώρες με υψηλότερη ανάπτυξη είναι και χώρες με υψηλότερο πληθωρισμό. Σε μια χώρα όπως η Ελλάδα, για παράδειγμα, η περίοδος αυτή ήταν κατά μέσο όρο αποπληθωριστική. Ο μέσος πληθωρισμός ήταν μικρότερος από 1% ετησίως και η ανάπτυξη ήταν αρνητική, σχεδόν -2% ετησίως. Ομοίως στην Ιταλία, η ανάπτυξη ήταν οριακά αρνητική και ο πληθωρισμός λίγο υψηλότερος από 1%. Σε χώρες όπως η Ουγγαρία, η Ρουμανία, η Λιθουανία και η Πολωνία ο πληθωρισμός και η ανάπτυξη την ίδια περίοδο ήταν πάνω από 2%. Έτσι, αν οι κεντρικές τράπεζες κατάφεραν να περιορίσουν με επιτυχία τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό, οι αδύναμες οικονομίες ήταν επίσης ένας άλλος βασικός λόγος για τον χαμηλό πληθωρισμό της περιόδου.

Αυτό φέρνει στο προσκήνιο μια άλλη σχέση, αυτή μεταξύ χρέους και οικονομικής ανάπτυξης και εμμέσως, επιδράσεις στον πληθωρισμό. Και πάλι, η εξέταση των διακρατικών στατιστικών στοιχείων στην ΕΕ, τα οποία δείχνουν το ποσοστό του χρέους προς ΑΕΠ σε αντιπαράβολή με τη μέση ανάπτυξη κατά την ίδια περίοδο όπως και για τη σχέση της καμπύλης Φίλιπς, 2008-21, δείχνει ότι η οικονομική ανάπτυξη είναι χαμηλότερη εκεί όπου το χρέος είναι υψηλότερο. Οι πέντε πιο υπερχρεωμένες χώρες - Ελλάδα, Ιταλία, Πορτογαλία, Ισπανία και Γαλλία - έχουν επίσης τις χαμηλότερες επιδόσεις ανάπτυξης. Οι χώρες με το χαμηλότερο χρέος προς το ΑΕΠ, κυρίως λιγότερο από 60%, έχουν τις υψηλότερες αναπτυξιακές επιδόσεις (όλες οι χώρες του βόρειου πυρήνα, η Μάλτα, και πολλές χώρες της ανατολικής και κεντρικής Ευρώπης).

## **Κλείνοντας**

Δεν υπάρχει τίποτα μαγικό σχετικά με την προσφορά του χρήματος στη νομισματική πολιτική. Η ασθενής ανάπτυξη παράγει χαμηλό πληθωρισμό. Η νομισματική επέκταση και τα χαμηλά επιτόκια δεν δημιουργούν απαραίτητα ανάπτυξη όταν η πραγματική οικονομία είναι αδύναμη και οι προοπτικές ανάπτυξης είναι μέτριες. Μετά από μια μακρά περίοδο επεκτατικών πολιτικών, οι κεντρικές τράπεζες στις ΗΠΑ και την Ευρώπη κατέληξαν με διογκωμένους ισολογισμούς και οι αντίστοιχες κυβερνήσεις τους, με μεγάλα, συσσωρευμένα χρέη. Όταν εξωγενή σοκ, όπως η πανδημία Covid-19 ή ο πόλεμος στην

---

Ουκρανία, βλάπτουν την προσφορά περισσότερο από τη ζήτηση, οι επεκτατικές πολιτικές, είναι πληθωριστικές. Κάτι που ίσως οι κεντρικές τράπεζες και στις δύο μεριές του Ατλαντικού, στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη, απέτυχαν να αντιμετωπίσουν από νωρίς. Με ρίζες στον πόλεμο, τους γεωπολιτικούς ανταγωνισμούς και τις διαταραχές που σχετίζονται με την πανδημία Covid-19, καθώς και με μια διαδικασία αναστροφής της παγκοσμιοποίησης και της επαναφοράς εγγύτερα, ή ακόμα και εγχώρια, των παραγωγικών αλυσίδων, οι ελλείψεις θα είναι επίμονες, ενώ ο πληθωρισμός θα είναι πιο δύσκολο να καταπολεμηθεί και πιο δαπανηρός. Η νομισματική πολιτική θα βρεθεί σε ένα νέο τοπίο, ιδίως στην Ευρώπη.

*\*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.*