



## Οι κεντρικές τράπεζες αυξάνουν τις πιθανότητες στη μάχη κατά του πληθωρισμού

### Description

Ιωάννης Τιρκίδης\*

Σε προηγούμενο άρθρο που δημοσιεύσαμε σε αυτές τις σελίδες, με τίτλο “Μια νέα εποχή νομισματικής πολιτικής μόλις αρχίζει”, συζητήσαμε το μεταβαλλόμενο νομισματικό τοπίο στον αναπτυγμένο κόσμο. Υποστηρίξαμε ότι αυτή είναι μια μνημειώδης στιγμή στην εξέλιξη της νομισματικής πολιτικής, επειδή ο κύκλος του εύκολου χρήματος έχει τελειώσει σε μακροπρόθεσμη βάση. Οι θεμελιώδεις αλλαγές στην παγκόσμια οικονομία θα απαιτήσουν ένα διαφορετικό είδος νομισματικής πολιτικής σε μια εποχή που οι αφετηριακές συνθήκες μπορεί να μην είναι και τόσο ευνοϊκές. Προβλέψαμε, όπως και πολλοί άλλοι, ότι ο πληθωρισμός θα είναι πιο επίμονος και ότι η νομισματική πολιτική θα είναι αυστηρότερη για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Περιγράψαμε την εποχή που ουσιαστικά έκλεισε το 2021, ως αποπληθωριστική μακροοικονομική, μια κατάσταση όπου οι επεκτατικές πολιτικές είναι λιγότερο πληθωριστικές και δημιουργούν περισσότερο χρέος παρά ανάπτυξη. Το οικονομικό τοπίο είναι πλέον πολύ διαφορετικό. Από γεωπολιτική άποψη, βρισκόμαστε στην αρχή ενός νέου ανταγωνισμού μεγάλων δυνάμεων, όχι στο τέλος ενός, όπως στη δεκαετία του 1980, όπως αποδείχθηκε, του οποίου ο πόλεμος στην Ουκρανία δεν είναι παρά μια αποτύπωση. Οι εκτεταμένες κυρώσεις και η επιθετικότητά τους κινδυνεύουν να διαχωρίσουν τα έθνη, και το “σύστημα κανόνων”, όπως το ξέρουμε, θα δοκιμαστεί. Αυτό θα δημιουργήσει πρόσθετο λειτουργικό και μεταβατικό κόστος, το οποίο θα εκδηλωθεί με υψηλότερες

---

πληθωριστικές πιέσεις, λιγότερο χρήμα και άλλους αντίξοους παράγοντες για την ανάπτυξη. Περισσότερη πολιτική αβεβαιότητα, και ίσως κοινωνικές εντάσεις, επίκεινται στην Ευρώπη. Οι κεντρικές τράπεζες, και κυρίως η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ, και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), δεν έχουν άλλη επιλογή από το να εστιάσουν την προσοχή τους στην καταπολέμηση του πληθωρισμού. Σε αυτό το άρθρο θα επικεντρωθούμε στο τι κάνουν οι κεντρικές τράπεζες στις ΗΠΑ και την Ευρώπη, και γιατί, και τι να περιμένουμε από αυτές φέτος και το επόμενο έτος.

Θυμόμαστε ότι αυτό που καθοδηγεί τη νομισματική πολιτική στον ανεπτυγμένο κόσμο σήμερα, είναι τα δύσκολα διδάγματα της δεκαετίας του 1970 και του 1980. Ότι η σταθερότητα των τιμών απαιτεί οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό να παραμένουν αξιόπιστα εδραιωμένες και όπως οι κεντρικές τράπεζες παραμένουν σταθερά επικεντρωμένες στον στόχο τους για τον πληθωρισμό, μέχρι το τέλος. Σήμερα δεν βρισκόμαστε καθόλου κοντά στην επιθυμητή κατάσταση σταθερότητας των τιμών, και αυτό σημαίνει ότι οι κεντρικές τράπεζες θα συνεχίσουν να αυξάνουν τα επιτόκια τους σε υψηλότερα επίπεδα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, με μεγάλα βήματα των 50 ή 75 μονάδων βάσης, μέχρι να τεθεί σαφώς υπό έλεγχο ο πληθωρισμός.

Έτσι, στην ετήσια συνάντηση κεντρικών τραπεζιτών και οικονομολόγων από όλο τον κόσμο, στο Τζάκσον Χόουλ (Jackson Hole) του Γουαϊόμινγκ στις ΗΠΑ, στις 25-27 Αυγούστου, ο πρόεδρος της ομοσπονδιακής τράπεζας, Τζερόμ Πάουελ, μίλησε με αυστηρότητα για την επιτακτική ανάγκη να ανασχεθεί ο πληθωρισμός, και πώς θα το κάνουν. Κατέστησε σαφές ότι η προτεραιότητα της ομοσπονδιακής τράπεζας είναι να μειώσει τον πληθωρισμό στο στόχο του 2%, ακόμη και αν αυτό συνεπάγεται ύφεση. Η αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών θα πάρει αρκετό χρόνο είπε, "... και είναι πιθανό να απαιτήσει μια παρατεταμένη περίοδο οικονομικής μεγέθυνσης κάτω από την μακροπρόθεσμη τάση, και πολύ πιθανό κάποια χαλάρωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας".

Είναι άγνωστο μέχρι πού θα φτάσει η ομοσπονδιακή τράπεζα και η ΕΚΤ με τον περιορισμό της νομισματικής τους πολιτικής. Αλλά δεδομένης της φύσης του σημερινού πληθωρισμού, ως φαινομένου κυρίως της προσφοράς και πολύ λιγότερο της ζήτησης, τα αντισταθμίσιμα (trade-offs) της νομισματικής πολιτικής θα είναι μεγάλα. Στο τέλος η ομοσπονδιακή τράπεζα και η ΕΚΤ, ίσως χρειαστεί να αυξήσουν τα επιτόκια τους περισσότερο και για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα για να θέσουν υπό έλεγχο τον πληθωρισμό. Με τα λόγια του Πάουελ, "...Μετακινούμε σκόπιμα τη στάση της πολιτικής μας σε ένα επίπεδο που θα είναι επαρκώς περιοριστικό για να επαναφέρουμε τον πληθωρισμό στο 2%... στις παρούσες συνθήκες... οι εκτιμήσεις για το μακροπρόθεσμο

---

ουδέτερο επίπεδο επιτοκίου δεν είναι ένα μέρος για να σταματήσουμε ή να κάνουμε παύση". Αυτό σημαίνει ότι η ομοσπονδιακή τράπεζα θα υπερβεί το ουδέτερο επιτόκιο που θεωρείται ότι είναι γύρω στο 2.5% και το πιθανότερο είναι ότι θα αυξήσει το επιτόκιο πολιτικής της κοντύτερα στο 4%, και αυτό μέχρι τον Μάρτιο του 2023 πιθανότητα. Η ομοσπονδιακή τράπεζα άρχισε να αυξάνει τα επιτόκιά της από τον Μάρτιο του 2022, έχοντας από τότε επιταχύνει τη διαδικασία. Σήμερα, το επιτόκιο πολιτικής της ομοσπονδιακής τράπεζας κυμαίνεται μεταξύ 2.25%-2.50%.

Η ΕΚΤ αύξησε το επιτόκιο πολιτικής της κατά 50 μονάδες βάσης τον Ιούλιο για πρώτη φορά μετά από έντεκα χρόνια, και το Σεπτέμβριο το αύξησε ξανά κατά 75 επιπλέον μονάδες βάσης, στο 1.25%. Αυτό έγινε μετά που ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη έφτασε στο 9.1% τον Αύγουστο σε σχέση με ένα χρόνο νωρίτερα, και μετά από την περαιτέρω εξασθένηση του ευρώ, το οποίο έπεσε κάτω από ένα αμερικανικό δολάριο για πρώτη φορά μετά από 20 χρόνια. Η αποδυνάμωση του ευρώ και η σκλήρυνση των αγορών εργασίας δημιουργούν πρόσθετους ανοδικούς κινδύνους για τις προοπτικές του πληθωρισμού στην ζώνη του ευρώ.

Επιπλέον, η αντιπαράθεση μεταξύ Ρωσίας και Δύσης σχετικά με τις προμήθειες φυσικού αερίου στην Ευρώπη και τα προβλεπόμενα ανώτατα όρια τιμών για το ρωσικό φυσικό αέριο που σκοπεύει να επιβάλει η ΕΕ, οδήγησαν στην πλήρη διακοπή της λειτουργίας του αγωγού Nord-Stream 1. Αυτό θα ωθήσει προς τα πάνω τις ευρωπαϊκές τιμές του φυσικού αερίου και θα προσθέσει επιπλέον ανοδικούς κινδύνους στις προοπτικές του πληθωρισμού της Ευρωζώνης το 2022-23. Ως εκ τούτου, η ΕΚΤ θα αναγκαστεί να σκληρύνει τη νομισματική της πολιτική περισσότερο, απ' ό,τι προβλεπόταν προηγουμένως. Όπως και η ομοσπονδιακή τράπεζα, έτσι και η ΕΚΤ θα συνεχίσει να αυξάνει τα επιτόκια πολιτικής της πέραν του ουδέτερου επιτοκίου που θεωρείται στο 2%, ακόμη και αν η Ευρωζώνη εισέλθει σε ύφεση. Η ΕΚΤ αναμένεται τώρα ότι θα συνεχίσει να αυξάνει το επιτόκιο πολιτικής της με μεγαλύτερα βήματα, πιθανότατα κατά επιπλέον 75 μονάδες βάσης τον Οκτώβριο και κατά 50 μονάδες βάσης τον Δεκέμβριο στο 2.5%.

Η ΕΚΤ έχει ένα πρόσθετο πρόβλημα που δεν έχει η ομοσπονδιακή τράπεζα, τον κίνδυνο κατακερματισμού των αγορών ομολόγων της. Ο κατακερματισμός είναι η υπερβολική διεύρυνση των αποκλίσεων (spreads) στις αποδόσεις των ομολόγων των χωρών της ευρωζώνης, έναντι του ασφαλέστερου ομολόγου, εκείνου της Γερμανίας. Βρισκόμενη αντιμέτωπη με αυτόν τον κίνδυνο, η ΕΚΤ στη συνεδρίαση του Ιουλίου, ενέκρινε ένα νέο εργαλείο πολιτικής, το Εργαλείο Προστασίας Μετάδοσης (Transmission Protection Instrument). Πρόκειται για ένα μέσο αγοράς ομολόγων ανά χώρα, το οποίο έχει σχεδιαστεί για να αντιμετωπίσει αδικαιολόγητες πιέσεις στις αποδόσεις των ομολόγων

---

μεμονωμένων χωρών μελών, οι οποίες δεν θα δικαιολογούνται από τα θεμελιώδη οικονομικά τους μεγέθη και να αποτρέψει έτσι τις έντονες αποκλίσεις των επιτοκίων στη ζώνη του ευρώ. Με την έγκριση του νέου εργαλείου, η ΕΚΤ σηματοδότησε την αποφασιστικότητά της να παρεμβαίνει, εφόσον απαιτείται, ώστε να μην διαταράσσεται από τη δυναμική της αγοράς ο μηχανισμός μετάδοσης της πολιτικής της. Το Εργαλείο Προστασίας Μετάδοσης, όπως ονομάζεται, και οι συνέπειες του, δεν αφορά σε αυτό το άρθρο, ωστόσο είναι ένα αμφισβητούμενο εργαλείο πολιτικής, και τα κράτη μέλη που διατρέχουν υψηλότερο κίνδυνο, θα πρέπει να διασφαλίσουν τη βιωσιμότητα του χρέους τους μεσοπρόθεσμα. Ενώ μια χρηματοπιστωτική κρίση στην Ευρώπη δεν αναμένεται στο ορατό μέλλον, οι πολιτικοί και οικονομικοί κίνδυνοι θα αυξάνονται ανοίγοντας μια σειρά από άλλα ζητήματα.

Χωρίς να είναι απολύτως βέβαιο, υπάρχει πλέον μια αυξημένη πιθανότητα ύφεσης. Ωστόσο, η σημερινή κατάσταση μπορεί να είναι δεινή μεν, αλλά διαφέρει από τη δεκαετία του 1970, όταν οι κεντρικές τράπεζες αύξησαν τα επιτόκια τους σε υπερβολικά υψηλά επίπεδα. Στις ΗΠΑ, ο τότε πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, Paul Volcker, εφάρμοσε μια εξαιρετικά αυστηρή νομισματική πολιτική, ανεβάζοντας τα επιτόκια πολιτικής στο 20%, για να καταπολεμήσει τον πληθωρισμό από το σύστημα. Αυτό συνοδεύτηκε από μια βαθιά παγκόσμια ύφεση. Η κατάσταση τώρα είναι δεινή αλλά διαφορετική από τότε. Η παγκόσμια οικονομία είναι πολύ μεγαλύτερη και πιο διευρυμένη. Ξεκινάμε από μια θέση πλήρους απασχόλησης ή σχεδόν πλήρους απασχόλησης στις περισσότερες περιπτώσεις τουλάχιστον. Η κατάσταση είναι πιο περίπλοκη στον αναδυόμενο κόσμο, αλλά αν δεν θα έχουμε τον ανεξέλεγκτο πληθωρισμό της δεκαετίας του 1970, θα πρέπει επίσης να αποφύγουμε την απότομη και δύσκολη προσγείωση της οικονομίας, τη βαθιά ύφεση στις αρχές της δεκαετίας του 1980. Ή τουλάχιστον έτσι ελπίζουμε.

*\*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.*