



## Τρεις πονοκέφαλοι για την ΕΚΤ

### Description

#### Μαρία Δεμερτζή\*

Στην [τελευταία πρόβλεψη](#) της, που δημοσιεύθηκε στις 16 Μαΐου, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναμένει ότι ο πληθωρισμός και η ανάπτυξη στη Ευρωζώνη φέτος θα είναι 6,1% και 2,7% αντιστοίχως. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) προέβλεπε μόλις δύο μήνες πριν [στις 10 Μαρτίου](#) ότι πληθωρισμός και η ανάπτυξη θα ήταν 5,1% και 3,7% αντίστοιχα. Πρόκειται για μεγάλες αναθεωρήσεις σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα που αντικατοπτρίζουν τις επιπτώσεις του πολέμου στην Ουκρανία που φανερώνονται σίγα σιγά.

Οι προοπτικές για τον πληθωρισμό και την αύξηση του ΑΕΠ για τη ζώνη του ευρώ, δημιουργούν τρία άμεσα προβλήματα για την ΕΚΤ.

Ο πρώτος πονοκέφαλος που αντιμετωπίζει η ΕΚΤ είναι ότι, σε αντίθεση με τις γνωστές συσχετίσεις, ο πληθωρισμός και η παραγωγή κινούνται τώρα προς την αντίθετη κατεύθυνση. Αυτό συνεπάγεται ότι οι πολιτικές της ΕΚΤ για την καταπολέμηση του πληθωρισμού θα επιδεινώσουν αναγκαστικά περαιτέρω την ανάπτυξη. Πολλοί μιλούν τώρα για την ΕΕ και τη ζώνη του ευρώ να αντιμετωπίζουν το φαινόμενο του στασιμοπληθωρισμού. Δικαιολογείται μέχρι ενός σημείου αυτός ο χαρακτηρισμός, καθώς οι χώρες και η ευρωζώνη στο σύνολό της θα αντιμετωπίσουν αδύναμη ανάπτυξη και επίμονο πληθωρισμό για κάποιο χρονικό διάστημα.

Ωστόσο, αξίζει επίσης να αναφερθεί ότι η ισχύ του στασιμοπληθωρισμού, δηλαδή η

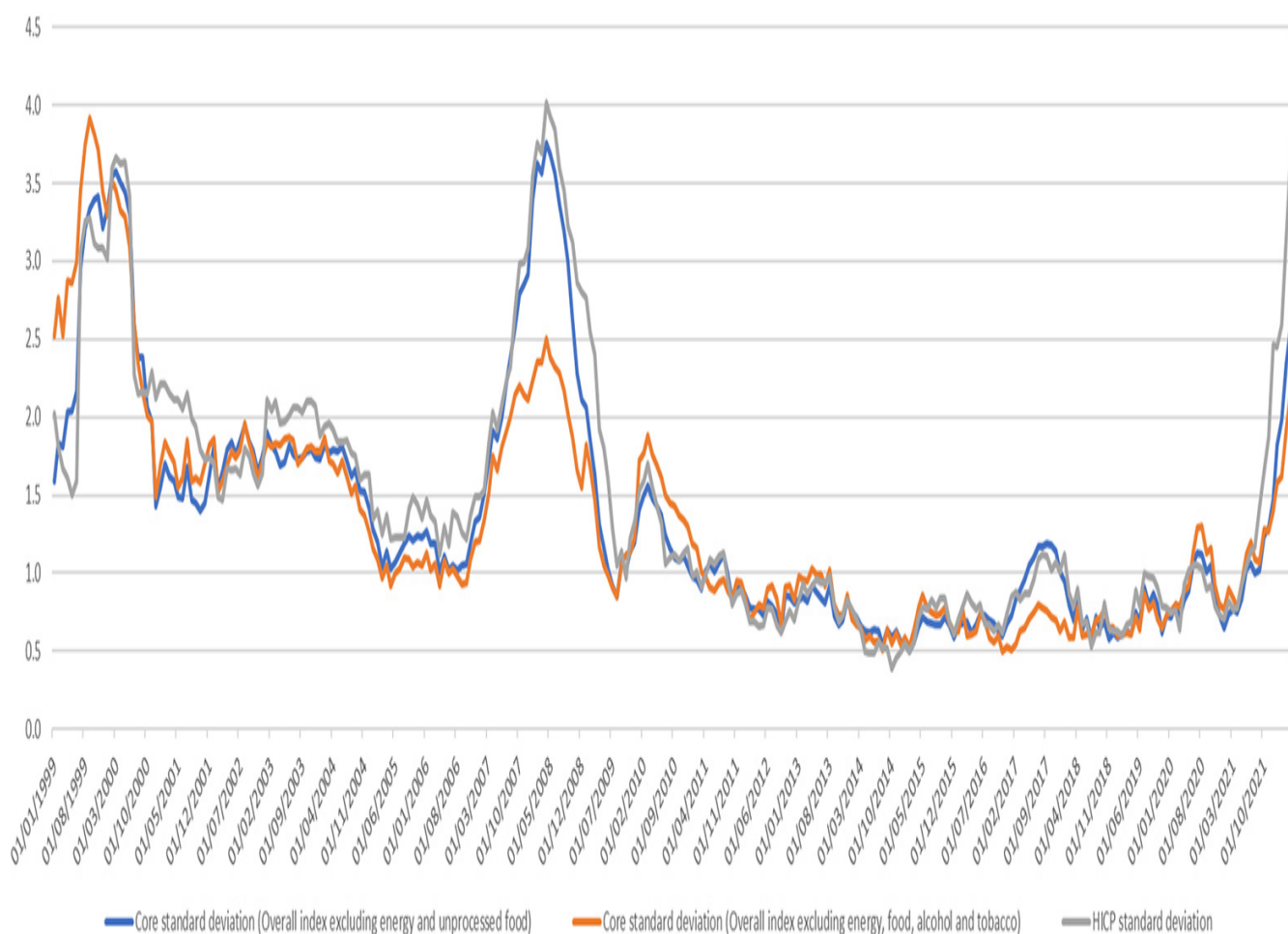
---

αδυναμία της ανάπτυξης από τη μία πλευρά και οι πιέσεις του πληθωρισμού από την άλλη, δεν είναι καθόλου κοντά σε αυτή που ήταν την τελευταία φορά που εμφανίστηκε αυτό το φαινόμενο, στις αρχές της δεκαετίας του '80. Τότε, χώρες όπως η Γαλλία και η Ισπανία αντιμετώπιζαν ποσοστά πληθωρισμού άνω του 10%, ακόμη και 20% στην περίπτωση της Ιταλίας, καθώς όπως και αρνητική ανάπτυξη. Το υψηλότερο ποσοστό πληθωρισμού των χωρών που αναμένουμε να δούμε φέτος στη ζώνη του ευρώ είναι 6% και καμία χώρα δεν θα αναπτυχθεί σε ποσοστό λιγότερο από 1%. Ως εκ τούτου, η τωρινή μορφή του στασιμοπληθωρισμού είναι πολύ πιο ελαφριά.

Ο δεύτερος πονοκέφαλος που αντιμετωπίζει η ΕΚΤ έχει να κάνει με τη διακύμανση του πληθωρισμού. Το γράφημα 1 περιγράφει τον πληθωρισμό που ελέγχει η ΕΚΤ (HICP) και δύο εναλλακτικούς ορισμούς του βασικού πληθωρισμού, από την έναρξη της ΟΝΕ το 1999. Παρατηρούμε τρεις ξεκάθαρες κορυφές στα δεδομένα. Η πρώτη κορυφή εμφανίζεται με την έναρξη της Οικονομικής Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ) και διαρκεί περίπου ένα χρόνο; η δεύτερη κορυφή ξεκινά με τα πρώτα στάδια της χρηματοπιστωτικής κρίσης και διαρκεί πάνω από 3 χρόνια, και η τρίτη βρίσκεται τώρα σε εξέλιξη.

Ενώ οι κορυφές είναι συγκρίσιμες σε μέγεθος, δεν εμφανίστηκαν για τους ίδιους λόγους. Η απόκλιση κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης αντικατόπτριζε τη συσσώρευση μακροοικονομικών ανισορροπιών. Οι τρέχουσες διαφορές στον πληθωρισμό που παρατηρούμε σήμερα αντικατοπτρίζουν διαφορές στις γεωπολιτικές εξαρτήσεις που έχουν να κάνουν με το ενεργειακό μείγμα των χωρών καθώς επίσης και την ενεργειακή ένταση στην παραγωγή. Και δύο περιπτώσεις αυτές οι αποκλίσεις αντικατοπτρίζουν διαρθρωτικές διαφορές στην οικονομία και την (έλλειψη) ανθεκτικότητάς τους στο σοκ που τρέχει.

### **Γράφημα 1: Διακύμανση του πληθωρισμού μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ (%)**



Πηγή: Bruegel βασισμένο στην ΕΚΤ. Σημειώσεις: Τυπική απόκλιση του μηνιαίου (αναγομ

Ο τρίτος πονοκέφαλος έχει να κάνει και πάλι με τις αποκλίσεις των χωρών, αλλά αυτή τη φορά όσον αφορά τον χρηματο-οικονομικό κατακερματισμό, δηλαδή τη διεύρυνση των ψαλιδιών των χωρών, που ήδη έχουν αρχίσει. Γνωρίζουμε ότι τα χρέη των χωρών δεν περιέχουν όλα το ίδιο ποσοστό κινδύνου. Και σε περιόδους αναταράξεων οι ψαλίδες αποκλείουν αντικατοπτρίζοντας αυτές τις διαφορές των κινδύνων. Ωστόσο, αυτή τη φορά υπάρχει μια σημαντική διαφορά, κι αυτή είναι ότι πρόκειται για την ίδια την νομισματική πολιτική που θα προκαλέσει τον χρηματο-οικονομικό κατακερματισμό.

Μέχρι σήμερα, και για όσο διάστημα η νομισματική πολιτική ήταν επεκτατική, η χρηματοπιστωτική σταθερότητα και η σταθερότητα των τιμών εξυπηρετούνταν ταυτόχρονα. Ωστόσο, τώρα, η ΕΚΤ εισέρχεται στο συρρικνωτικό τμήμα του κύκλου νομισματικής πολιτικής, οπότε η χρηματοπιστωτική σταθερότητα και η σταθερότητα των τιμών βαδίζουν προς αντίθετη κατεύθυνση. Καθώς τα επιτόκια αυξάνονται για να τιθασεύσουν τον πληθωρισμό, οι ψαλίδες των χωρών πρόκειται να αυξηθούν επίσης,

---

προκαλώντας έτσι απόκλιση του κόστους εξυπηρέτησης του χρέους μεταξύ των χωρών.

Δεδομένης της υψηλής βαρύτητας των κρατικών ομολόγων στους ισολογισμούς των εγχώριων τραπεζών, οι αυξημένες ψαλίδες μπορούν να οδηγήσουν σε χρηματοπιστωτική αστάθεια. Και σε κάθε περίπτωση, η απόκλιση των επιτοκίων βλάπτει τον δίαυλο νομισματικής μετάδοσης, ο οποίος με τη σειρά του απειλεί τη σταθερότητα των τιμών και τελικά το ίδιο το ενιαίο νόμισμα.

Η ΕΚΤ δεν διαθέτει κατάλληλα εργαλεία για να αντιμετωπίσει αυτόν το κατακερματισμό. Δεδομένου ωστόσο πόσο σημαντική είναι η χρηματοπιστωτική σταθερότητα για τη ζώνη του ευρώ, πρέπει να αναζητήσει η ίδια τρόπους για να εξουδετερώσει τουλάχιστον την διεύρυνση των ψαλιδιών που η ίδια προκαλεί.

Παρόλο που ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ είναι μικρότερος από αυτόν στις ΗΠΑ, τα τρία προβλήματα αυτά καθιστούν πολύ πιο δύσκολο για την ΕΚΤ να ελέγξει τον πληθωρισμό και να διατηρήσει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Για άλλη μια φορά, οι ατέλειες της αρχιτεκτονικής της ΟΝΕ γίνονται ορατές κι απαιτούν περαιτέρω επανεξέταση.

*\*Η Μαρία Δεμερτζή είναι Υποδιευθύντρια του Bruegel, ερευνητικό ινστιτούτο (think tank) με έδρα τις Βρυξέλλες. Αυτό το κείμενο δημοσιεύθηκε σε αγγλική έκδοση ως στήλη γνώμης στο Bruegel Blog, και στο Blog της Εταιρείας Κυπριακών Οικονομικών Μελετών.*