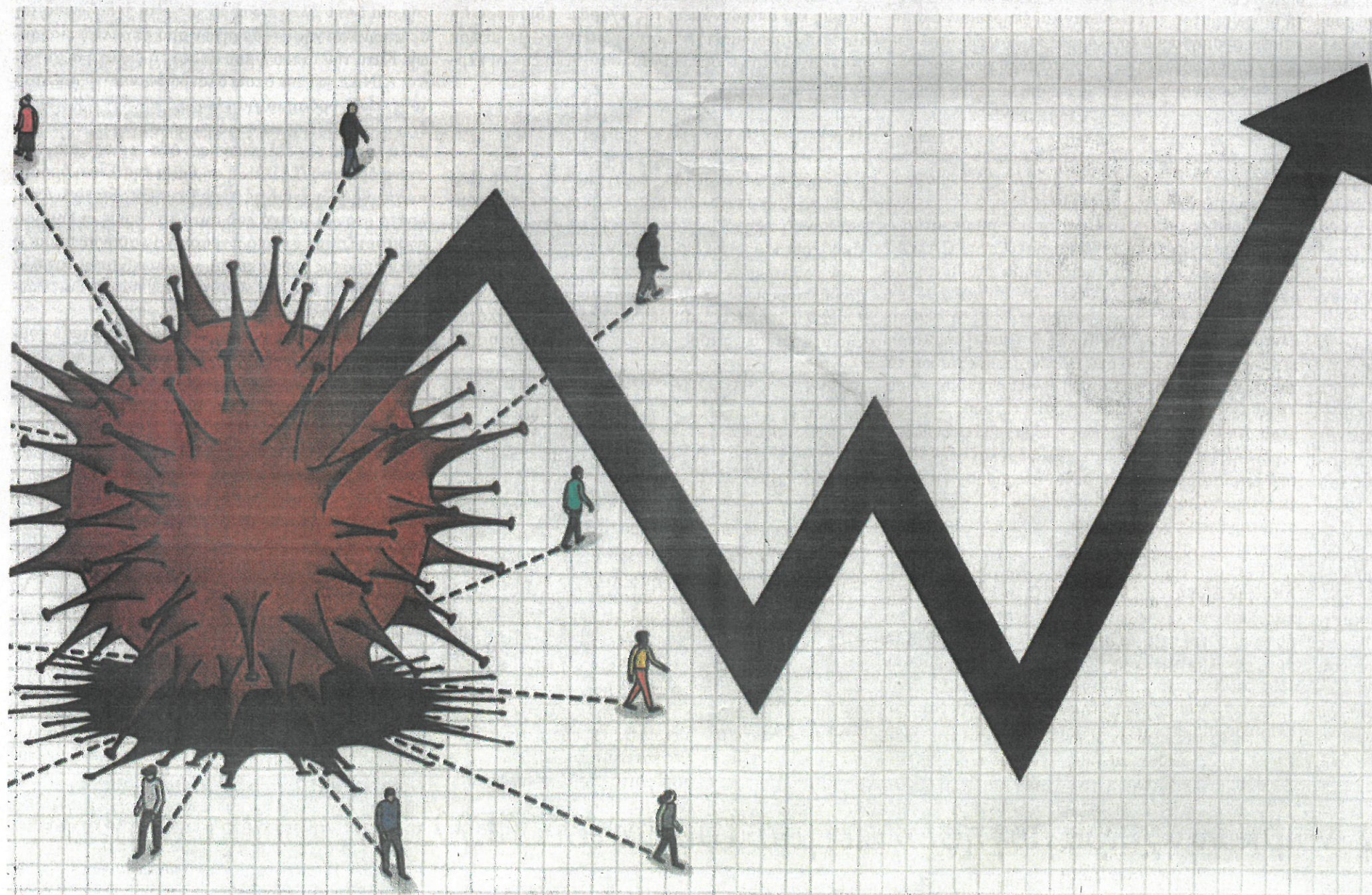


ΑΠΟΨΙΣ

Ο πληθωρισμός, ή πανδημία καί ή νομισματική πολιτική: post hoc ergo propter hoc

ΤΟΥ ΙΩΑΝΝΗ Α. ΜΟΥΡΜΟΥΡΑ*



φασιστεί εκεί ή πιστωτική σύσφιγξη στις αγορές όμολόγων (άπό τό QE στό QT) νά άρχίσει τόν έπόμενο μήνα, Νοέμβριο. Έπίσης, έκτιμάται ότι έπίκειται ραγδαία άποκλιμάκωση στις αύξήσεις τών τιμών ένέργειας κατά τό δεύτερο ήμισυ τού 2022 και ότι ό πληθωρισμός θά αύξηθει σέ μόνιμη βάση κατά μόνο μερικά δεκαδικά, άκόμη κι άν συμπεριληφθεί στην μέτρηση αύτου και τό κόστος στέγασης.

2. Άν και οι άγορές προεξοφλούν τήν πρώτη αύξηση τών έπιτοκίων στην Εύρωζώνη στό τέταρτο τρίμηνο τού 2022, τό πιο πιθανό είναι νά συμβεί όχι πριν άπό τό τέλος τού πρώτου εξαμήνου τού 2023. Θυμίζουμε ότι στην ΕΚΤ έχει συμφωνηθεί ό τερματισμός τού προγράμματος άγοράς όμολόγων νά λάβει χώρα πριν άπό τήν πρώτη αύξηση τών βασικών έπιτοκίων.

3. Τό έκτακτο πανδημικό πρόγραμμα άγοράς όμολόγων (PEPP), στό δεύτερο τρίμηνο τού 2022, θά συνεχιστεί είτε με άλλη όνομασία ως ένα πρόγραμμα γέφυρα (πρόγραμμα άγοράς όμολόγων ανάκαμψης;) και θά τρέξει για άλλους 12-18 μήνες ή θά ένσωματωθεί στό κανονικό πρόγραμμα άγοράς όμολόγων (APP) μεταφυτεύοντας στό τελευταίο όλα εκείνα τά στοιχεία ευελιξίας πού τό διέκριναν και με στόχο πάντα τήν διατήρηση εϋνοϊκών συνθηκών χρηματοδότησης στις Εύρωπαϊκές κεφαλαιαγορές. Υπό τήν όμπρέλα αύτου είναι σίγουρο ότι θά βρεθούν και τά ελληνικά όμόλογα για όσο διάστημα χρειαστεί (12 μήνες;) μέχρι τήν άπόκτηση τής επενδυτικής βαθμίδας (BBB). Στο πλαίσιο αύτο έκτιμάται ότι θά επεκταθεί ή χρονική περίοδος επανεπένδυσης τών όμολόγων πέραν τής τρέχουσας καταληκτικής ήμερομηνίας (τέλη τού 2023). Έπίσης, στό ίδιο πνεύμα ευελιξίας έκτιμάται ότι θά διατηρηθούν και οι άποκλίσεις άπό τήν κλειδα στις άγορές όμολόγων με στόχο τήν μείωση τού κατακερματισμού τών άγοράν όμολόγων τής περιφέρειας («έλεγχος» τών spreads, κ.λπ.). Βέβαια, νά θυμίσουμε έδώ ότι υπάρχει πάντα και τό πρόγραμμα-παζούκα τού OMT (με αίρεσιμότητα είναι ή άλήθεια) και τό όποιο άπομακρύνει όριστικά μία νέα Εύρωπαϊκή κρίση χρέους και τήν κα-

Τό άλμα του πληθωρισμού τους τελευταίους μήνες σκιάζει την παγκόσμια οικονομία και προκαλεί ανησυχία και προβληματισμό τόσο στην κοινή γνώμη όσο και στους αναλυτές και ιθύνοντες της πολιτικής. Η έκρηκτική άνοδος των τιμών είναι πολύ μεγαλύτερη στις ανεπτυγμένες οικονομίες και φτάνει στα αντίστοιχα επίπεδα του 2008 (π.χ. ΗΠΑ: 5,3%, Γερμανία: 4%, Καναδάς: 3,9% κ.λπ.). Στην πατρίδα μας ο γενικός δείκτης τιμών καταναλωτή σημείωσε απότομη αύξηση κατά 2,2% σε σχέση με τον δείκτη Σεπτεμβρίου 2020 και 2,4% σε σύγκριση με τον Αύγουστο 2021. Στην Ευρωζώνη περιμένουμε με ενδιαφέρον τις μακροοικονομικές προβλέψεις του Δεκεμβρίου από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), πάνω στις οποίες θα βασιστεί η άσκηση της νομισματικής πολιτικής για την επόμενη χρονιά. Οι σχετικές προβλέψεις σήμερα όμιλούν για πληθωρισμό της τάξεως του 4,1% το τέταρτο τρίμηνο του 2021 και 2,4% σε ετήσια βάση (2021). Επί πλέον, και οι τιμές των ακινήτων και των ένοικίων στην Ευρωζώνη έχουν πάρει την ανιοδία, κοντά στο 7% το πρώτο εξάμηνο του 2021, ή μεγαλύτερη αύξηση τα τελευταία 20 χρόνια. Πρωταθλητής στην άνοδο των τιμών είναι ο τομέας της ενέργειας, +20% σε ετήσια βάση (φυσικό αέριο, πετρέλαιο, ηλεκτρισμός).

Ο έν πολλοίς απρόβλεπτος (τριπλός) συνδυασμός της αύξησης του ενεργειακού κόστους, της παγκόσμιας ζήτησης (λόγω του «συμπιεσμένου ελατηρίου» από την πανδημία) και των προβλημάτων στην πλευρά της προσφοράς (ύψηλό κόστος μεταφορών και κόστος πρώτων υλών, συμφόρηση στην αποστολή εμπορευματοκιβωτίων και στην παραγωγή ήμιαγωγών, κ.λπ.) οδηγούν αναπόφευκτα στην έκρηξη των τιμών αγαθών και υπηρεσιών. Σκοπός μας εδώ είναι να εξετάσουμε τα αίτια και τις επιπτώσεις του τρέχοντος πληθωρισμού και πιά συγκεκριμένα να απαντήσουμε στα κάτωθι 3 ερωτήματα:

- Είναι παροδική ή άνοδος των τιμών;
- Ποιός είναι ο ρόλος της νομισματικής πολιτικής στο τέλος της πανδημίας και μάλιστα ποιός είναι ο όδικός χάρτης της πολιτικής της ΕΚΤ την επόμενη χρονιά;
- Ποιές είναι οι επιπτώσεις αλλά και οι προοπτικές των διεθνών κεφαλαιαγορών;

Αδαιτεί στον χώρο μας ή/και άλλοι στην κοινότητα με προτάσεις εμπλεες νομισματικής όρθοδοξίας, σπεύδουν και ύποστη-

ρίζουν την άμεση άνοδο των έπιτοκίων ως αντίδοτο στην αύξηση του πληθωρισμού. Για όλους αυτούς ισχύει τό λατινικό σόφισμα του ύποτίτλου, post hoc ergo propter hoc: «Εφ' όσον τό γεγονός Y έπεται του γεγονότος X, τό γεγονός Y έχει τότε προκληθεί από τό γεγονός X». Στην συζήτησή μας περί πληθωρισμού, πανδημίας και νομισματικής πολιτικής, ή πλάνη που ύπόκεινται πολλοί έχει ως έξής: εφ' όσον ό πληθωρισμός αναζωπυρώθηκε έν μέσφ πανδημίας έχει τά αίτια του σε αυτήν, και καθώς ή νομισματική πολιτική έχει καταστεί ύπέρ του δέοντος διευκολυντική, ή άμεση αντιμετώπιση του πληθωρισμού επιβάλλει την απότομη στροφή στην νο-

Απαιτούνται προσεκτικοί χειρισμοί στό δεύτερο εξάμηνο του 2022 πού θά άποτρέψουν την αύξηση των βασικών έπιτοκίων. Υπάρχουν διαθέσιμα μέσα στην νομισματική έργαλειοθήκη των κεντρικών τραπεζών

μισματική πολιτική. Στην επόμενη ενότητα θά δούμε τους κινδύνους που άπορρέουν από την πιά πάνω άπλοϊκή ανάλυση της ύφισταμένης κατάστασης.

I. Είναι παροδική ή άνοδος των τιμών;

Η πιά σύντομη άπάντηση είναι: «Ναί, ύπό δύο προϋποθέσεις». Πρίν τις δούμε αναλυτικά, άς έρθουμε πρώτα στα ένθαρρυντικά στοιχεία που ύπαγορεύουν τό καταφατικό μέρος της πιά πάνω άπάντησης.

1. Κατ' αρχάς, άς σημειωθεί ότι ή άνοδος των τιμών θά διατηρηθεί και τό 2022. Αυτό, γιατί μέχρι τότε έκτιμᾶται ότι ή ρευστότητα των νοικοκυριών και έπιχειρήσεων θά βρίσκεται σε ύψηλά επίπεδα και ή πίεση στην παγκόσμια έφοδιαστική αλυσίδα θά συνεχιστεί με τον έναν ή άλλον τρόπο και με την προσδοκία νά άρχισει νά αποκλιμακώνεται από τό δεύτερο εξάμηνο του 2022.

2. Οι πληθωριστικές προσδοκίες των καταναλωτών όπως και των έπαγγελματιών αναλυτών διατηρούνται σε χαμηλά επίπεδα και παραπέμπουν σε μία μικρή μόνο

αύξηση του πληθωρισμού μεσο-μακροπρόθεσμα.

3. Στην αγορά έργασίας ό αριθμός των άνέργων που παραμένουν χωρίς δουλειά πάνω από έξι μήνες παραμένει δυστυχώς σε ύψηλά επίπεδα, ένδ οι μισθολογικές αύξήσεις για την επόμενη χρονιά βρίσκονται σε συγκρατημένα επίπεδα και κοντά στον ρυθμό αύξησης της μέσης παραγωγικότητας.

4. Όλες οι προβλέψεις διατηρούν τον δομικό πληθωρισμό (στην Ευρωζώνη πάντα) σε επίπεδα κάτω του 2% για τά έπόμενα 3 χρόνια (1,7% τό 2024).

Επί πλέον, οι διάφορες άπόψεις που προβάλλουν τον παραλληλισμό του σήμε-

ρα με τον στασιμοπληθωρισμό της δεκαετίας του '70 είναι άνεδαφικές, χωρίς θεμελίωση και έπαρκή τεκμηρίωση. Η διάρθρωση του παραγωγικού ίστού των οικονομιών αλλά και οι έργασιακές σχέσεις σήμερα είναι πολύ διαφορετικές από ό,τι 45 χρόνια πρίν: π.χ. οι Ευρωπαϊκές οικονομίες είναι τρεις φορές λιγώτερο ένεργοβόρες με σύγκριση με τό 1970 ένδ παράλληλα ό συντελεστής μετάδοσης ενός ενεργειακού σόκ στις τιμές καταναλωτή είναι πολύ μικρότερος σήμερα. Επίσης, τά έργατικά συνδικάτα σήμερα έχουν πολύ μικρότερη διαπραγματευτική δύναμη από ό,τι στο παρελθόν.

Βέβαια, άν για όποιοδήποτε λόγο (δχι άπαραίτητα οικονομικό, π.χ. γεωπολιτικής φύσης) ή τρέχουσα έκτίναξη των τιμών ένεργειας παραταθεί πέραν του πρώτου εξαμήνου του 2022 (ό μεγάλος άγνωστος X, όμως ένα λιγώτερο πιθανό σενάριο) εύλογα οι πληθωριστικές πιέσεις θά διατηρηθούν επί μακρότερον, μέσα από την ένεργοποίηση του σπιράλ αύξήσεων κόστους-τιμών-μισθών. Αυτή είναι και ή πρώτη προϋπόθεση για νά έχουμε παροδικό πληθωρισμό. Όπως και νά έχει, οι κυ-

βερνήσεις θά πρέπει νά σπεύσουν νά νομοθετήσουν άμεσα μέτρα άνακούφισης ύπέρ των λαϊκών στρωμάτων αλλά και των έπιχειρήσεων που πλήττονται από τό ύψηλό κόστος του ρεύματος, του πετρελαίου θέρμανσης, κ.λπ. Τό παράδειγμα της Ίσπανίας είναι χρήσιμο στην περίπτωση αυτή (άναστολή του φόρου κατανάλωσης, κ.λπ.).

Η δεύτερη προϋπόθεση έχει νά κάνει με την (πιθανή;) άστοχη αντίδραση των μεγάλων Κεντρικών Τραπεζών, κάτι που είδαμε νά γίνεται στην παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Είναι λοιπόν πιθανόν τους έπόμενους μήνες νά άκούμε όλο και πιά συχνά έπιχειρήματα του τύπου ότι «ή νομισματική πολιτική ναι μέν δέν μπορεί νά λύσει προβλήματα από την πλευρά της προσφοράς, αλλά θά πρέπει νά δράσει, και μάλιστα χωρίτερα παρά άργότερα, άν ύπάρχει κίνδυνος έξαρσης των πληθωριστικών πιέσεων -παράπέμποντας άμεσα στην αύξηση των έπιτοκίων. Αυτό όμως ένέχει τό έξής ρίσκο: ή πρόωρη άνοδος των βασικών έπιτοκίων θά μπορούσε νά λειτουργήσει ως καταλύτης των πληθωριστικών προσδοκιών, ως ένα ισχυρό σινιάλο και νά άποτελέσει την πιά άπτή άπόδειξη με τή «βούλα» για τον ιδιωτικό τομέα ότι «ό πληθωρισμός ήρθε για νά μείνει, έξ ού και ή απότομη μεταβολή στην νομισματική πολιτική», με τελικό άποτέλεσμα την δημιουργία πληθωριστικής ψυχολογίας και την διεκδίκηση μισθολογικών αύξήσεων πέραν της παραγωγικότητας, σύν τις όποιες ύφειακές συνέπειες. Με άλλα λόγια, απαιτούνται προσεκτικοί χειρισμοί στό δεύτερο εξάμηνο του 2022 που θά άποτρέψουν την αύξηση των βασικών έπιτοκίων. Υπάρχουν διαθέσιμα μέσα στην νομισματική έργαλειοθήκη των κεντρικών τραπεζών.

II. Ο όδικός χάρτης πολιτικής της ΕΚΤ

Τί θά πρέπει νά περιμένουμε για την επόμενη χρονιά σε όρους νομισματικής πολιτικής (όπως όλα δείχνουν στό Δ.Σ. της ΕΚΤ στη συνεδρίαση του Δεκεμβρίου); Οι έκτιμήσεις μας και σχετική πληροφόρηση από την Φρανκφούρτη συνοψίζονται στα έξής:

1. Τό βασικό σενάριο λαμβάνει ύπ' όψιν την έκτίμηση, ότι ή πρώτη αύξηση του βασικού έπιτοκίου της FED θά λάβει χώρα περί τά μέσα του 2023, ένδ έχει ήδη άπο-

τιάζει στα μέσα των διαφόρων καιοσανδρών.

4. Τέλος, συνέχιση για όλη την επόμενη χρονιά του μακρόχρονου δανεισμού των Ευρωπαϊκών τραπεζών (TLTROs) με τις ίδιες λίγο πολύ εύνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης και με στόχο τά πολύ χαμηλά διατραπεζικά έπιτόκια.

III. Οι προοπτικές των διεθνών κεφαλαιαγορών

Σήμερα, τό διεθνές οικονομικό περιβάλλον για τις αγορές είναι αρκετά διαφορετικό από αυτό στις άρχές του έτους. Τότε είχαμε ένα θετικό σόκ στην πλευρά της ζήτησης με παράλληλη άνοδο στις τιμές των άποδόσεων όμολόγων και μετοχών. Τώρα έχουμε ένα ισχυρό σόκ στην πλευρά της προσφοράς που τροφοδοτεί τον πληθωρισμό και έχει άρνητικές συνέπειες στο παραγόμενο προϊόν, δημιουργώντας δύο αντίρροπες δυνάμεις στην αγορά όμολόγων. Άνοιχτό είναι και τό ζήτημα μιάς σοβαρής διόρθωσης στα χρηματιστήρια, προκληθείσας από άσήμαντον άφορμήν. Έν συντομία, έκτιμώμε μία περαιτέρω άνοδο των άποδόσεων των όμολόγων στην πορεία προς τά τέλη του έτους και πτώση αυτών μόλις ύποχωρήσουν οι πληθωριστικές πιέσεις, εκεί προς τά μέσα της επόμενης χρονιάς.

Όσον άφορά την αγορά συναλλάγματος, έν μέσφ μιάς ύποβόσκουσας γενικευμένης άβεβαιότητας, κάθε πρόβλεψη θά πρέπει νά είναι έξ όρισμού συγκρατημένη. Θα λέγαμε ότι ή παράμετρος «άσφαλές καταφύγιο» θά μπορούσε νά επικρατήσει ύποδηλώνοντας ένα ένισχυμένο δολλάριο (κι έναντι του εύρώ), τό όποιο θά ένισχυθεί άκόμη περισσότερο εάν ό ρυθμός μεταβολής της αγοράς όμολόγων (tapering) τρέξει πιά γρήγορα.

Τέλος, όπως όλα δείχνουν, ή Τράπεζα της Αγγλίας θά είναι ή πρώτη κεντρική τράπεζα από τις 4 μεγάλες που θά προβεί σε αύξηση του έπιτοκίου της. Αυτό βέβαια δέν προδιαγράφει και την πορεία της βρετανικής στερλίνας. Τό σουρωτήρι του Brexit άποδεικνύεται στην πράξη τρύπιο. Θυμίζω την δεκαετία του 1970 όπου είχαμε κατάρρευση της λίρας, παρ' όλο που ή Τράπεζα της Αγγλίας είχε τότε προχωρήσει σε διαδοχικές αύξήσεις του βασικού έπιτοκίου της.

*Καθηγητό Μακροοικονομίας,
Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
τ. Υποδιοικητό, Τράπεζα της Ελλάδος
πρ. Υφυπουργό Οικονομικών