



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΟΜΙΛΙΑ

Αθήνα, 20 Νοεμβρίου 2024

Ομιλία του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος Γιάννη Στουρνάρα με τίτλο «Ο ρόλος της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ στην επίτευξη «ομαλής προσγείωσης» στη ζώνη του ευρώ», στο Birkbeck College, University of London

Εν όψει της έξαρσης του πληθωρισμού το 2021 και το 2022, οι κεντρικές τράπεζες ανά τον κόσμο βρέθηκαν αντιμέτωπες με ένα κοινό πρόβλημα: πώς να μειώσουν τον πληθωρισμό εγκαίρως χωρίς να προκαλέσουν ύφεση και υψηλή ανεργία. Με άλλα λόγια, οι κεντρικές τράπεζες ήθελαν να επιτύχουν μια «ομαλή προσγείωση» (soft landing), όπως αναφέρεται στον οικονομικό τύπο. Η μόνη προηγούμενη εμπειρία τα τελευταία 50 έτη, από όπου οι κεντρικές τράπεζες θα μπορούσαν να αντλήσουν διδάγματα, ήταν ο υψηλός πληθωρισμός της δεκαετίας του 1970 και των αρχών της δεκαετίας του 1980. Αυτή η εμπειρία όμως δεν ήταν ενθαρρυντική. Για παράδειγμα, χρειάστηκε να αυξηθεί το βασικό επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Fed) σχεδόν στο 20% και η οικονομία των ΗΠΑ να βιώσει δύο υφέσεις στις αρχές της δεκαετίας του 1980, έως ότου τελικά τιθασευθεί ο πληθωρισμός. Η πρόσφατη έξαρση του πληθωρισμού αντανακλούσε παράγοντες από την πλευρά τόσο της προσφοράς όσο και της ζήτησης, σε διαφορετική αναλογία μεταξύ τους από τη μια οικονομία στην άλλη. Στη ζώνη του ευρώ, η αύξηση του πληθωρισμού οφειλόταν κυρίως σε παράγοντες από την πλευρά της προσφοράς.

Παρ' όλα αυτά, τα επεισόδια υψηλού πληθωρισμού των δεκαετιών του 1970 και του 1980 μας προσέφεραν ένα σημαντικό δίδαγμα. Οι κεντρικές τράπεζες διδάχθηκαν ότι, για να μην παγιωθεί ο πληθωρισμός, έπρεπε να δράσουν άμεσα και δυναμικά, ενημερώνοντας τις αγορές για τις επικείμενες αυξήσεις των επιτοκίων, έτσι ώστε οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό να παραμένουν κοντά στο στόχο της κεντρικής τράπεζας. Στην περίπτωση της ζώνης του ευρώ, ο στόχος είναι 2%. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) άρχισε να αυξάνει τα επιτόκια τον Ιούλιο του 2022. Στην δήλωση νομισματικής πολιτικής που εκδόθηκε τότε, ανακοινώσαμε ότι θα υπάρξει περαιτέρω «ομαλοποίηση» των επιτοκίων.

Η πολιτική μας αποδείχθηκε επιτυχής. Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό – όπως μετρούνται με το επιτόκιο των συμφωνιών ανταλλαγής που συνδέονται με τον πληθωρισμό μετά από πέντε έτη για ορίζοντα πέντε ετών – ελάχιστα ξεπέρασαν το 2,5%, παρά την κορύφωση του πληθωρισμού σε περίπου 10,5%. Αυτό σημαίνει ότι η πολιτική μας ήταν αξιόπιστη. Παράλληλα, ο ίδιος ο πληθωρισμός βρίσκεται ήδη σε πτωτική πορεία – το Σεπτέμβριο υποχώρησε σε μόλις 1,7%. Ήταν η πρώτη φορά από τον Απρίλιο του 2021 που ο πληθωρισμός έπεσε κάτω από το στόχο του 2%. Τον Οκτώβριο διαμορφώθηκε σε 2%. Παρότι οι επιπτώσεις της γεωπολιτικής αβεβαιότητας είναι ακόμη δύσκολο να προβλεφθούν, και δεν μπορεί να αποκλειστεί το ενδεχόμενο ο πληθωρισμός να υπερβεί το στόχο τους επόμενους μήνες, σήμερα θεωρείται πιθανότερο να συγκλίνει σταθερά προς το στόχο νωρίτερα σε σχέση με τις προγενέστερες προσδοκίες – στις αρχές του 2025 αντί για το δ' τρίμηνο όπως εκτιμούσαν οι πιο πρόσφατες προβολές της ΕΚΤ. Και αυτό επιτεύχθηκε χωρίς να προκληθεί ύφεση.

Αυτή είναι η θετική εξέλιξη. Ταυτόχρονα όμως υπάρχουν και λόγοι ανησυχίας. Η σημαντική αυστηροποίηση των συνθηκών χρηματοδότησης (από την έναρξη του κύκλου ανόδου των επιτοκίων τον Ιούλιο του 2022), σε ένα περιβάλλον όπου δεν είχαν πλήρως εξαιρεθεί τα προβλήματα στις αλυσίδες εφοδιασμού και η γεωπολιτική αβεβαιότητα αυξανόταν, επηρέασε αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα, τις επενδύσεις και την κατανάλωση. Η οικονομική ανάπτυξη αυτή την περίοδο παρέμεινε αναιμική, με μέσο τριμηνιαίο ρυθμό λίγο κάτω του 0,2%. Αν και η ανάκαμψη το γ' τρίμηνο του έτους αποδείχθηκε ισχυρότερη από ό,τι αναμενόταν, εξακολουθούν να υπάρχουν καθοδικοί κίνδυνοι. Σύμφωνα με ερευνητικές μελέτες της Fed¹ και της ΕΚΤ,² έχει αποδειχθεί ιστορικά ότι δεν είναι εύκολο να επιτευχθεί μια «ομαλή προσγείωση», δηλαδή συγκράτηση του πληθωρισμού και αποτροπή ύφεσης. Με άλλα λόγια, δύσκολα πιθαρεύεται ο πληθωρισμός χωρίς να προκληθεί ύφεση.

Τα τελευταία χρόνια έχουμε βρεθεί αντιμέτωποι με μια άνευ προηγουμένου σειρά διαταραχών από την πλευρά της προσφοράς – και οι διαταραχές αυτού του είδους δεν μπορούν εύκολα να αντιμετωπιστούν με μέτρα νομισματικής πολιτικής. Οι διαταραχές αυτές εκτόξευσαν τον πληθωρισμό σε πρωτοφανή επίπεδα. Οι διαταραχές της προσφοράς είναι δύσκολα διαχειρίσιμες για τις κεντρικές τράπεζες, διότι δυσχεραίνουν την προσπάθειά τους να καταπολεμήσουν τον πληθωρισμό και ταυτόχρονα να διαφυλάξουν την οικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Σε αυτό το περιβάλλον, η ΕΚΤ πέτυχε ομαλή επάνοδο του πληθωρισμού στο στόχο, διατηρώντας, όπως ανέφερα, τις προσδοκίες σταθεροποιημένες. Από το καλοκαίρι του 2022 αυστηροποιήσαμε αποφασιστικά τη νομισματική πολιτική μας. Μέχρι το Σεπτέμβριο του 2023 είχαμε αυξήσει τα επιτόκια συνολικά κατά 450 μονάδες βάσης – πρόκειται για πρωτοφανή ταχύτητα και έκταση. Οι αυξήσεις των επιτοκίων ήταν ο πρώτος άξονας της πολιτικής μας.

Ταυτόχρονα προχωρήσαμε στη σταδιακή μείωση του μεγέθους του ισολογισμού μας – και αυτός ήταν ο δεύτερος άξονας της πολιτικής μας.

Η αυστηροποίηση της πολιτικής της ΕΚΤ, παράλληλα με την άμβλυνση των προβλημάτων στις αλυσίδες προσφοράς, συνέβαλε στη σημαντική μείωση του πληθωρισμού, ο οποίος σε σχέση με το μέγιστο 10,6% που είχε καταγράψει πριν από δύο χρόνια, υποδιπλασιάστηκε τα επόμενα τέσσερα τρίμηνα, φθάνοντας στο 4,3% το Σεπτέμβριο του 2023, το μήνα που αυξήσαμε τα επιτόκια για τελευταία φορά. Από τον Οκτώβριο του 2023 μέχρι σήμερα η απόκλιση του πληθωρισμού από το στόχο του 2% είναι μικρότερη της μιας ποσοστιαίας μονάδας.

Παρά τις ανησυχίες ότι η τελευταία φάση στην προσπάθεια αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού θα ήταν πιο επίπονη από ό,τι η προηγούμενη – ταχεία – διαδικασία αποκλιμάκωσης, οι πρόσφατες εξελίξεις ενίσχυσαν την πεποίθησή μας ότι ο πληθωρισμός ήδη συγκλίνει σταθερά και εγκαίρως προς το στόχο, ακόμη και αν στην πορεία εμφανιστούν και κάποιες μικρές αποκλίσεις λόγω επιδράσεων βάσης.

Με δεδομένη την πρωτοφανή ταχύτητα και έκταση της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής, πρόκειται για σπουδαίο επίτευγμα. Το γεγονός ότι επιτεύχθηκε χωρίς να πλήξει την απασχόληση ή τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα μαρτυρεί την επιτυχία της πολιτικής μας. Η συγκεκριμένη νομισματική πολιτική κατόρθωσε επίσης σε μεγάλο βαθμό να αποτρέψει δευτερογενείς επιδράσεις στους μισθούς και τις τιμές, που θα οδηγούσαν σε ένα σπирάλ αυξήσεων μισθών και τιμών.

Μετά από εννέα μήνες κατά τους οποίους διατηρήσαμε το επιτόκιο πολιτικής μας στο ανώτατο επίπεδο του κύκλου των αυξήσεων (4%), τον Ιούνιο του 2024 αποφασίσαμε ότι δεν ενδείκνυται πλέον να είναι τόσο περιοριστική η νομισματική πολιτική μας, εφόσον διαπιστωνόταν πρόοδος προς την επίτευξη του στόχου μας για τον πληθωρισμό. Μειώσαμε το βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ κατά 25 μονάδες βάσης – ήταν η πρώτη μείωση μετά από σχεδόν μια πενταετία. Καθώς ενισχυόταν η πεποίθησή μας ότι ο πληθωρισμός βρισκόταν σε σταθερή τροχιά σύγκλισης προς το στόχο μας, σε ένα περιβάλλον χαμηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης και πιστωτικής επέκτασης και συνεχιζόμενης αβεβαιότητας, προχωρήσαμε σε άλλες δύο μειώσεις του επιτοκίου πολιτικής μας, κατά 25 μονάδες βάσης κάθε φορά, το Σεπτέμβριο και τον Οκτώβριο.

Ωστόσο, η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής μας παραμένει περιοριστική και θα συνεχίσει να είναι για κάποιο χρονικό διάστημα. Οι συνθήκες χρηματοδότησης, ιδίως όσον αφορά τις πιο μακροπρόθεσμες πιστώσεις, έχουν γίνει σημαντικά πιο περιοριστικές, ως αποτέλεσμα των προηγούμενων μέτρων αυστηροποίησης, και θα παραμείνουν περιοριστικές ακόμη και μετά από αρκετές περαιτέρω μειώσεις των επιτοκίων πολιτικής. Η συνεχιζόμενη

συρρίκνωση του ισολογισμού μας, λόγω της σταδιακής μείωσης των προγραμματών αγορών περιουσιακών στοιχείων (APP) και της αποπληρωμής των στοχευμένων πράξεων πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης (TLTRO), οδηγεί σε μείωση της υπερβάλλουσας ρευστότητας και άρα σε περαιτέρω αυστηροποίηση των συνθηκών χρηματοδότησης.

Στο προσεχές διάστημα, η πρόκληση είναι να διασφαλίσουμε ότι ο πληθωρισμός θα συγκλίνει σταθερά προς το στόχο μας και ταυτόχρονα ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα ενισχύεται για να φθάσει σε διατηρήσιμα επίπεδα που θα είναι συμβατά με πλήρη απασχόληση. Με τον πληθωρισμό να κινείται σταθερά κοντά στο 2%, η πολιτική μας ίσως θα πρέπει να λαμβάνει περισσότερο υπόψη τις οικονομικές συνθήκες, ώστε ο πληθωρισμός να μην υποχωρήσει κάτω από το στόχο.

Αναλυτικότερα, η οικονομία της ζώνης του ευρώ μεγεθύνεται με μέσο τριμηνιαίο ρυθμό χαμηλότερο από 0,2% τα τελευταία δύο χρόνια. Συγκριτικά αναφέρω ότι ο αντίστοιχος ρυθμός για την οικονομία των ΗΠΑ την ίδια περίοδο ήταν σχεδόν 3%. Οι εξελίξεις στην παραγωγικότητα της εργασίας μετά την πανδημία ήταν επίσης ιδιαίτερα υποτονικές στη ζώνη του ευρώ σε σύγκριση με τις ΗΠΑ. Η βιομηχανική παραγωγή στη ζώνη του ευρώ παραμένει χαμηλή και η εξασθένηση του μεταποιητικού τομέα υπήρξε ιδιαίτερα έντονη, χωρίς να διαφαίνεται άμεση προοπτική ανάκαμψης. Ταυτόχρονα, πρόδρομοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας, όπως ο σύνθετος δείκτης PMI (Δείκτης Υπευθύνων Προμηθειών), υποδηλώνουν σχετικά αργούς ρυθμούς ανάπτυξης, ενώ ο δείκτης PMI για τον τομέα της μεταποίησης είναι σταθερά αδύναμος και για περισσότερο από μια διετία παραμένει σε επίπεδα που αντιστοιχούν σε συρρίκνωση. Οι επιχειρηματικές επενδύσεις είναι αναιμικές – οι επιχειρήσεις προφανώς δεν αναμένουν ισχυρή ανάκαμψη.

Αυτά τα στοιχεία διαγράφουν προοπτικές σχετικά βραδείας ανάπτυξης. Ενώ στον πιο πρόσφατο γύρο μακροοικονομικών προβλέψεων των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ το Σεπτέμβριο εκτιμήθηκαν ρυθμοί ανάπτυξης 0,8% το 2024, 1,3% το 2025 και 1,5% το 2026, το μακροοικονομικό περιβάλλον θα εξακολουθεί να περιβάλλεται από σημαντική αβεβαιότητα. Η κατανάλωση, που προβλέπεται να στηρίξει την ανάκαμψη, θα είναι επίσης υποτονική και ενδέχεται να μην αυξηθεί όπως αναμένεται. Κατά τη γνώμη μου, δεν είναι σαφές από ποιες πηγές θα προέλθει η προβλεπόμενη ανάκαμψη των ρυθμών ανάπτυξης.

Είμαι επιφυλακτικός όσον αφορά τις προοπτικές ανάπτυξης και για διάφορους άλλους λόγους.

Πρώτον, οι παγκόσμιες εξελίξεις και οι γεωπολιτικές εντάσεις είναι ανησυχητικές. Η κλιμάκωση των συγκρούσεων στη Μέση Ανατολή, σε συνδυασμό με τον πόλεμο στην Ουκρανία, το σημαντικότερο πόλεμο σε ευρωπαϊκό έδαφος από το 1945, είχε αρνητικές επιπτώσεις στην εμπιστοσύνη τόσο των επιχειρήσεων όσο και των καταναλωτών. Οι γεωπολιτικές εντάσεις θα μπορούσαν (πρόσκαιρα) να οδηγήσουν σε άνοδο του πληθωρισμού, ταυτόχρονα όμως η

οικονομική ανάπτυξη μπορεί να επιβραδυνθεί περαιτέρω, επηρεάζοντας τον πληθωρισμό προς την αντίθετη κατεύθυνση.

Δεύτερον, η νομισματική πολιτική επηρεάζει την οικονομία με μεγάλες και ποικίλες χρονικές υστερήσεις. Ως εκ τούτου, οι επιδράσεις από την προηγηθείσα αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής εξακολουθούν να μεταδίδονται στις ευρύτερες συνθήκες χρηματοδότησης και στην πραγματική οικονομία. Η περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής σε μια δεδομένη χρονική στιγμή συνεχίζει να επηρεάζει τον πληθωρισμό και το προϊόν της οικονομίας για τα επόμενα 1-2 χρόνια. Επομένως, εξακολουθεί να υπάρχει μια πρόσθετη ανασταλτική επίδραση στην ανάπτυξη και τον πληθωρισμό από την προηγούμενη περιοριστική νομισματική πολιτική μας. Αυτό εξηγεί για ποιο λόγο η δυναμική των πιστώσεων παραμένει υποτονική, χωρίς μάλιστα να εμφανίζει ενδείξεις σημαντικής βελτίωσης.

Τρίτον, το 2024 είναι ένα έτος σημαντικών εκλογικών αναμετρήσεων σε πολλές χώρες. Τα εθνικιστικά κόμματα ενισχύθηκαν σημαντικά σε πολλές χώρες της ζώνης του ευρώ, κλονίζοντας τις πολιτικές ηγεσίες στη Γερμανία, την Αυστρία και τη Γαλλία. Στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, το αποτέλεσμα των προεδρικών εκλογών στις ΗΠΑ στις αρχές Νοεμβρίου θα μπορούσε να αλλάξει την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας. Τυχόν κλιμάκωση των εμπορικών εντάσεων μεταξύ των μεγάλων οικονομιών με δασμούς και αντίποινα ενδέχεται να προκαλέσει χάος στο διεθνές εμπόριο και να επηρεάσει αρνητικά την εμπιστοσύνη και την οικονομική δραστηριότητα σε παγκόσμιο επίπεδο.

Είμαι επίσης επιφυλακτικός σε σχέση με τυχόν περαιτέρω διαταραχές προερχόμενες από τις διεθνείς τιμές των εμπορευμάτων. Οι μεταβολές των τιμών των εμπορευμάτων πιθανώς θα γίνουν εντονότερες, συχνότερες και ενδεχομένως πιο παρατεταμένες, σε ένα περιβάλλον αυξανόμενης πολιτικής αβεβαιότητας, γεωοικονομικού κατακερματισμού, πιθανού πολέμου δασμών, καθώς και υπό συνθήκες κλιματικής αλλαγής. Αυτοί οι παράγοντες αλληλοενισχύονται και ασκούν μη γραμμικές επιδράσεις στον πληθωρισμό και το προϊόν της οικονομίας.

Οι κεντρικοί τραπεζίτες θα πρέπει να αξιολογούν εγκαίρως κατά πόσον αυτές οι διαταραχές των τιμών που προέρχονται από την πλευρά της προσφοράς είναι παροδικές, ή αντίθετα πιο μόνιμες και άρα συνεπάγονται κίνδυνο αποσταθεροποίησης των προσδοκιών για τον πληθωρισμό. Για το σκοπό αυτό, πρέπει να συλλέγουμε πιο λεπτομερή δεδομένα και να αναπτύξουμε περαιτέρω τα αναλυτικά μας εργαλεία, ώστε να μπορούμε να κατανοούμε καλύτερα τόσο τα χαρακτηριστικά της διαταραχής των τιμών όσο και τις πολυπλοκότητες του περιβάλλοντος στο οποίο εμφανίζεται.

Το πρόσφατο επεισόδιο υψηλού πληθωρισμού είναι ένα χρήσιμο παράδειγμα.

- Πρώτον, έδειξε ότι τα εμπορεύματα που είναι κρίσιμης σημασίας για την παραγωγή και χρησιμοποιούνται ως εισροές σε πιο πρώιμα στάδια της αλυσίδας προσφοράς είναι πιθανό να προκαλέσουν εντονότερες μεταβολές στις σχετικές τιμές των επιμέρους τομέων της οικονομίας και να επηρεάσουν τον πυρήνα του πληθωρισμού.
- Δεύτερον, ο συνδυασμός διαταραχών διαφορετικής φύσεως, δηλ. τόσο από την πλευρά της προσφοράς όσο και της ζήτησης, εν μέσω διαρθρωτικών μετασχηματισμών των οικονομιών, μπορεί να δυσχεράνει την αξιολόγηση των επιπτώσεων στον πληθωρισμό και στο προϊόν της οικονομίας από μια διαταραχή των τιμών των εμπορευμάτων, περιπλέκοντας έτσι το έργο της νομισματικής πολιτικής.

Ένα δίδαγμα από την πρόσφατη εμπειρία του πληθωρισμού μετά την πανδημία είναι ότι τα υπάρχοντα οικονομετρικά υποδείγματα απέτυχαν να προβλέψουν την άνοδο του πληθωρισμού.

Οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να αναπτύξουν νέα εργαλεία, ικανά σε πραγματικό χρόνο να προσδιορίζουν τη φύση της εκάστοτε διαταραχής (δηλ. αν προέρχεται από την πλευρά της προσφοράς ή της ζήτησης) και να αξιολογούν τις επιπτώσεις της στον πληθωρισμό.

Προς το σκοπό αυτό, η Τράπεζα της Ελλάδος αναπτύσσει υποδείγματα πρόβλεψης του πληθωρισμού μέσω δεικτών που αποτυπώνουν διαταραχές προσφοράς και ζήτησης στις αγορές εμπορευμάτων και βασίζονται σε ανάλυση κειμένου ειδησεογραφικών άρθρων των Reuters και Dow Jones.³ Με τη βοήθεια της τεχνητής νοημοσύνης, αυτοί οι δείκτες μπορούν να επικαιροποιούνται σε καθημερινή βάση και να βοηθήσουν στην ακριβέστερη πρόβλεψη του πληθωρισμού.

Σύμφωνα με τα προκαταρκτικά ευρήματα αυτού του ερευνητικού έργου, οι εν λόγω δείκτες παρέχουν πρόσθετες πληροφορίες αναφορικά με τις μελλοντικές κινήσεις του πληθωρισμού, σε σχέση με τους υπάρχοντες δείκτες πρόβλεψης, τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό και τις προβλέψεις που βασίζονται σε έρευνες πεδίου. Συνολικά, μειώνουν τα σφάλματα πρόβλεψης του πληθωρισμού εκτός του εκτιμώμενου δείγματος κατά ένα ποσοστό έως και 30%.

Για τις οικονομίες που εισάγουν ενέργεια, όπως η Ελλάδα, η φύση των διαταραχών των τιμών της ενέργειας, δηλ. το αν προέρχονται από την πλευρά της προσφοράς ή της ζήτησης, είναι λιγότερο σημαντική για την αξιολόγηση των συνολικών οικονομικών τους επιπτώσεων. Ειδικότερα, σύμφωνα με μελέτες, στις ευρωπαϊκές οικονομίες και τα δύο είδη παγκόσμιων διαταραχών των τιμών της ενέργειας τείνουν να επηρεάζουν τους μισθούς με παρόμοιο τρόπο, με επιδράσεις που είναι ως επί το πλείστον βραχύβιες και παροδικές.⁴

Οι πιο καθοριστικοί παράγοντες που ώθησαν τον πληθωρισμό σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα κατά το πρόσφατο πληθωριστικό επεισόδιο ήταν το *μέγεθος* και η *επιμονή* της διαταραχής των τιμών της ενέργειας και όχι η φύση της. Η μεγάλη και παρατεταμένη διαταραχή κατέστησε αναγκαίο ένα δραστικό κύκλο αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής με σκοπό τη μείωση του πληθωρισμού.

Οι *εγχώριοι διαρθρωτικοί παράγοντες* διαμορφώνουν σε μεγάλο βαθμό τη μετακύλιση των μεταβολών των τιμών των εμπορευμάτων στην οικονομία. Όπως έχει παρατηρηθεί, οι δευτερογενείς επιπτώσεις μπορεί να είναι πιο έντονες σε οικονομίες με στενότητα στην αγορά εργασίας, άκαμπτους μηχανισμούς καθορισμού των μισθών και λιγότερο ανταγωνιστικές αγορές προϊόντων.

Πρόσθετοι παράγοντες, όπως αξιόπιστα πλαίσια νομισματικής πολιτικής, σταθεροποιημένες προσδοκίες για τον πληθωρισμό, μικρότερη ενεργειακή ένταση στην παραγωγή και περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού, περιορίζουν την πιθανότητα σπирάλ μισθών-τιμών σε περίπτωση διαταραχών των τιμών των εμπορευμάτων.

Οι οικονομικές επιπτώσεις των μεταβολών των τιμών των εμπορευμάτων ποικίλλουν επίσης ανάλογα με το ποια κατηγορία εμπορευμάτων αφορούν. Οι μεταβολές των τιμών των τροφίμων έχουν ισχυρότερες δευτερογενείς επιπτώσεις, ωθώντας τον πυρήνα του πληθωρισμού και τους μισθούς σε υψηλότερα επίπεδα, δεδομένου ότι τα είδη διατροφής είναι πιο σημαντικά αγαθά στο καλάθι του καταναλωτή. Οι διαταραχές των τιμών του πετρελαίου οδηγούν σε απότομη πτώση της κατανάλωσης διαρκών αγαθών, ιδιαίτερα σε τομείς που συνδέονται στενά με την ενέργεια, όπως η αυτοκινητοβιομηχανία και οι κατασκευές. Αυτές οι ασυμμετρίες υπογραμμίζουν την ανάγκη για προσεκτική αξιολόγηση της αντίδρασης της νομισματικής πολιτικής σε κάθε είδος διαταραχής των τιμών των βασικών εμπορευμάτων.

Αντιμέτωπη με αυξημένη αβεβαιότητα και ευμετάβλητες τιμές των εμπορευμάτων, η νομισματική πολιτική πρέπει να παραμείνει ευπροσάρμοστη και ευέλικτη. Αυτό απαιτεί μια προσέγγιση που θα λαμβάνει εξίσου υπόψη στοιχεία με μελλοντικό προσανατολισμό, όπως οι προβλέψεις για τον πληθωρισμό, όσο και τα τρέχοντα δεδομένα για τη δυναμική του υποκείμενου πληθωρισμού και την ένταση της μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Απαιτεί επίσης μια πιο εμπεριστατωμένη ανάλυση των κινδύνων, η οποία θα πρέπει να ενσωματώνεται στο πλαίσιο άσκησης της νομισματικής πολιτικής, αλλά και στη συναφή επικοινωνία της κεντρικής τράπεζας.

Ας μην ξεχνάμε επίσης ότι τα εμπορεύματα είναι υλικά και χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές γίνονται ολοένα πιο ευαίσθητες σε απότομες μεταβολές των τιμών των εμπορευμάτων, εν μέρει λόγω της αυξανόμενης μετατροπής των εμπορευμάτων σε χρηματοοικονομικά προϊόντα. Αυτή η τάση μπορεί να ενισχύσει την

αβεβαιότητα, να αυξήσει τα ασφάλιστρα κινδύνου, να εντείνει τις πιέσεις στη ρευστότητα και να οδηγήσει σε απότομες προσαρμογές των συναλλαγματικών ισοτιμιών, αυξάνοντας τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Καθώς συγκλίνουμε σταθερά προς το στόχο του 2% για τον πληθωρισμό, αναμένω ότι ο στόχος θα επιτευχθεί στις αρχές του επόμενου έτους, θα πρέπει να στρέψουμε την προσοχή μας στην αντιμετώπιση της βραδείας ανάπτυξης, έτσι ώστε αυτή να μην οδηγήσει σε ρυθμούς πληθωρισμού κάτω από το στόχο. Μέχρι στιγμής δεν υπάρχουν ενδείξεις «ανώμαλης προσγείωσης», ωστόσο οι αγορές είναι εξαιρετικά ευαίσθητες σε απογοητευτικά στοιχεία για την οικονομική δραστηριότητα. Εάν οι ρυθμοί ανάπτυξης αποδειχθούν χαμηλότεροι των προσδοκιών και δεν χαλαρώσουμε την περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής με τον κατάλληλο ρυθμό, θα μπορούσαν να προκληθούν ανεπιθύμητες αναταράξεις στις αγορές, που θα είχαν αρνητικές συνέπειες για την οικονομική και χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Εάν υλοποιηθούν κάποιοι από αυτούς τους κινδύνους, υπονομεύοντας έτσι την ανάπτυξη, η διαδικασία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού θα ενισχυθεί, οδηγώντας πιθανώς τον πληθωρισμό κάτω από το στόχο του 2% μεσοπρόθεσμα και θέτοντας σε κίνδυνο το σενάριο της ομαλής προσγείωσης. Θα πρέπει να δούμε το 1,7% του Σεπτεμβρίου τόσο ως επιτυχία όσο και ως ένδειξη ότι χρειάζεται εγρήγορση. Δεν υπάρχουν περιθώρια εφησυχασμού. Αν το επιτόκιο πολιτικής ακολουθεί μια πορεία που συνεπάγεται διατήρησή του σε επίπεδα υπέρ το δέον περιοριστικά για υπερβολικά μεγάλο διάστημα, αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει σε υστέρηση έναντι του στόχου μας για τον πληθωρισμό μεσοπρόθεσμα και να επηρεάσει ανασταλτικά την οικονομική ανάπτυξη. Αν συμβεί αυτό, υπάρχει κίνδυνος να χάσουμε την αξιοπιστία μας. Άλλωστε, η αξιοπιστία μπορεί να πληγεί όχι μόνο όταν ο πληθωρισμός υπερβαίνει το στόχο, αλλά και όταν υπολείπεται του στόχου. Σε ένα περιβάλλον υψηλής αβεβαιότητας, μια παρατεταμένη περίοδος οικονομικής στασιμότητας και αδύναμων επενδύσεων θα μπορούσε να έχει μακροχρόνιες συνέπειες για τον πληθωρισμό. Καθήκον μας είναι να χαράξουμε μια πορεία για το επιτόκιο πολιτικής που θα καθιστά λιγότερο περιοριστική τη νομισματική πολιτική μας, έτσι ώστε να τονωθεί η ανάκαμψη.

Αν και το κύριο θέμα που ανέπτυξα ήταν η νομισματική πολιτική, θεωρώ ότι εξίσου σημαντική για τη μακροοικονομική σταθερότητα είναι και η συμβολή της δημοσιονομικής και της διαρθρωτικής πολιτικής. Επιπλέον, η ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης και της Ένωσης Κεφαλαιαγορών (CMU) είναι ζωτικής σημασίας για την κινητοποίηση των επενδύσεων που απαιτούνται ώστε να προωθηθεί η ανάπτυξη και η απασχόληση. Η ενιαία αγορά κεφαλαίων θα ενισχύσει την παραγωγικότητα και την ανταγωνιστικότητα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ) και θα αυξήσει την εφοδιαστική επάρκεια και την αυτονομία της ζώνης του ευρώ, ενώ παράλληλα θα στηρίξει τη μεσοπρόθεσμη σταθερότητα των τιμών και την οικονομική ευημερία.

Τέλος, θα ήθελα να επισημάνω και τους εξής παράγοντες, οι οποίοι, κατά την άποψή μου, εξηγούν την επιτυχία της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ μέχρι στιγμής στην προσπάθειά της να επαναφέρει τον πληθωρισμό στο στόχο του 2%, εν μέσω αλληπάλληλων διαταραχών που ξεκίνησαν με την πανδημία και συνεχίστηκαν με τον πόλεμο στην Ουκρανία:

Πρώτον, η θεσμική ανεξαρτησία της ΕΚΤ και των εθνικών κεντρικών τραπεζών που συναποτελούν το Ευρωσύστημα.

Δεύτερον, η προσήλωση στο στόχο για πληθωρισμό 2%, με τη χρήση των βασικών επιτοκίων ως πρωταρχικών εργαλείων πολιτικής, αλλά και μη συμβατικών μέτρων, όταν το απαιτήσαν οι μακροοικονομικές και νομισματικές συνθήκες.

Τρίτον, η ρεαλιστική, ευέλικτη και σταδιακή προσέγγιση, σε ένα περιβάλλον αυξημένης αβεβαιότητας.

Τέταρτον, η σαφής και αποτελεσματική επικοινωνία από την ΕΚΤ.

Σε έναν κόσμο επιρρεπή σε διαταράξεις της προσφοράς και ευαίσθητο σε γεωπολιτικές και πολιτικές αβεβαιότητες, η νομισματική πολιτική πρέπει να αποτελεί πόλο σταθερότητας και εμπιστοσύνης. Πιστεύω ότι η ΕΚΤ έχει ενεργήσει αποτελεσματικά – και αξιόπιστα – στην προσπάθειά της να μειώσει εγκαίρως τον πληθωρισμό χωρίς να προκαλέσει ύφεση. Οι αποφάσεις που θα λάβουμε στις προσεχείς συνεδριάσεις νομισματικής πολιτικής θα συνεχίζουν να βασίζονται στα εκάστοτε διαθέσιμα δεδομένα και στην αξιολόγηση όλων των εισερχόμενων πληροφοριών. Είμαστε έτοιμοι να προχωρήσουμε σε περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής ακολουθώντας μια σταδιακή προσέγγιση, αν κριθεί σκόπιμο προκειμένου να διαφυλάξουμε ένα σταθερό μακροοικονομικό περιβάλλον που θα συμβάλλει στην ανάπτυξη, σε χαμηλή ανεργία και σε χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Παραπομπές

¹ Board of Governors of the Federal Reserve System: “[Lessons from Past Monetary Easing Cycles](#)”, François de Soyres and Zina Saijid, May 31, 2024, FEDS Notes, Washington, D.C.

² European Central Bank (ECB): “[Delivering a soft landing: a historical perspective of monetary policy cycles](#)”, Ema Ivanova, Thomas McGregor, Stefano Nardelli and Annukka Ristiniemi, September 25, 2024, the ECB blog.

³ Malliaropoulos, D., E. Passari and P. Petroulakis (2024), “Unpacking Commodity Price Fluctuations: Reading the News to Understand Inflation” (υπό δημοσίευση στη σειρά Working Papers της Τράπεζας της Ελλάδος).

4 Στην Ευρώπη, η μετακύλιση μιας διαταραχής της τιμής του πετρελαίου στους μισθούς και στον πυρήνα του πληθωρισμού φθάνει ένα μέγιστο επίπεδο σε 1-2 χρόνια και εν πολλοίς εξαλείφεται σε 3-4 χρόνια. Βλ. Baba, C. and J. Lee (2022), “Second-round effects of oil price shocks – Implications for Europe’s inflation outlook”, IMF Working Paper WP/22/173.