

Η ΑΠΕΙΛΗ ΤΩΡΑ ΤΟΥ

Εξέταση περιπτώσεων στην παγκόσμια οικονομία, καταγραφή πρακτικής και μέσα πολιτικής που εφαρμόζονται,



ΤΟΥ ΙΩΑΝΝΗ Δ. ΦΑΡΣΑΡΟΤΑ*

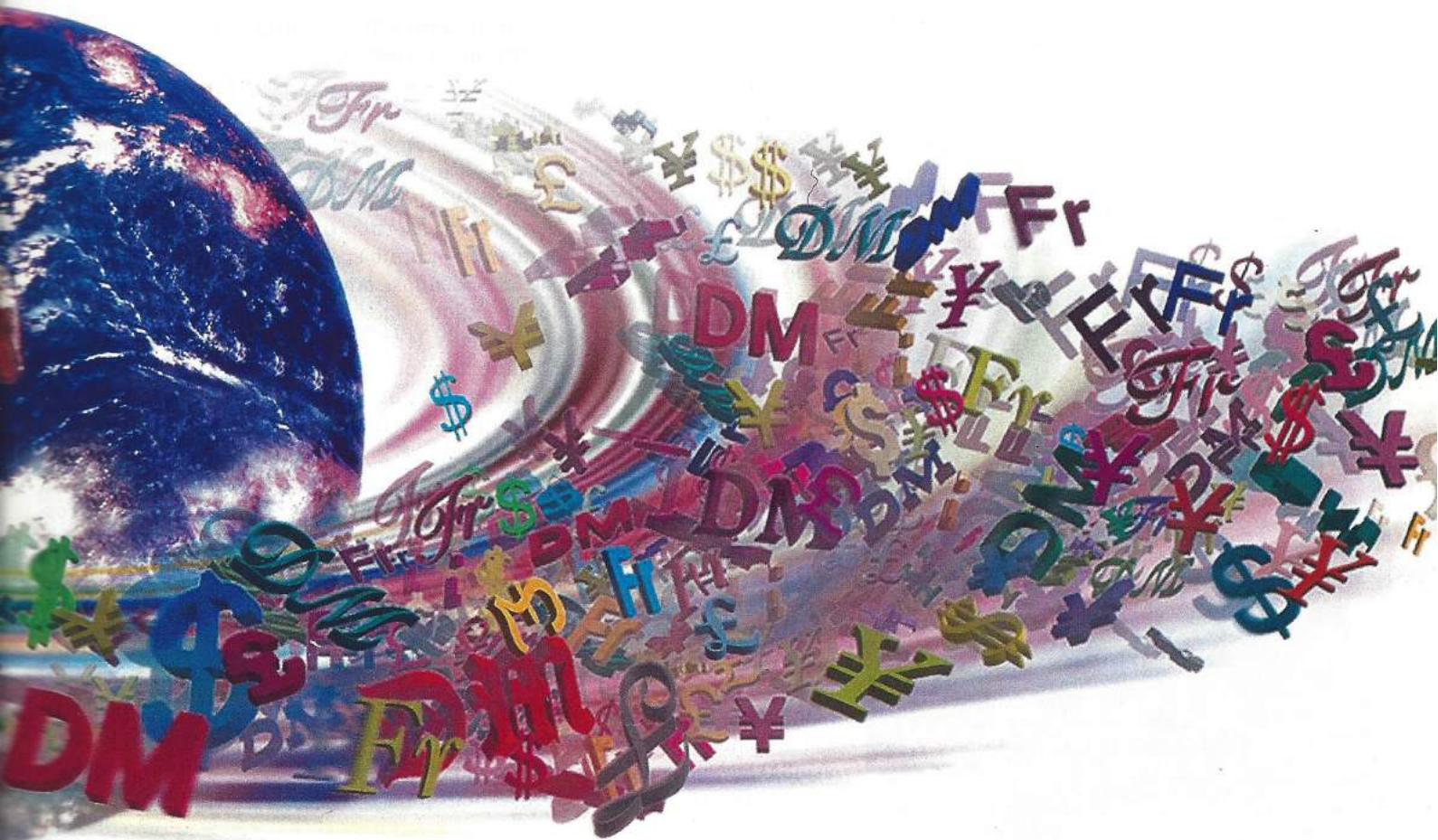
Στο μεγαλύτερο μέρος του πλανήτη, ο πληθωρισμός έχει πέσει σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Στην Ευρώπη έχει σταθεροποιηθεί κοντά στο 1%. Χώρες οι οποίες συνήθως αντιμετώπιζαν μέχρι προσφάτως υψηλό πληθωρισμό, όπως η Ιταλία, η Ισπανία και η Ελλάδα, έχουν ήδη επιτύχει αισθητά χαμηλότερα επίπεδα πληθωρισμού. Στην Ασία, η Ιαπωνία έπειτα από πολλά χρόνια χαμηλού πληθωρισμού αντιμετωπίζει το φαινόμενο του αντιπληθωρισμού, η Κίνα αντιμετωπίζει αρνητικούς δείκτες πληθωρισμού με αύξηση αποθεμάτων στην οικονομία, κάτι που θα την πύσει

να αναπροσαρμόσει την ισοιμία του γιουάν μελλοντικά, ενώ στις ΗΠΑ εξακολουθούν να πχούν επίκαιρες οι θέσεις του κ. Greenspan στο Ετήσιο Συνέδριο Οικονομολόγων στο Σικάγο το 1997, ότι ο δείκτης τιμών καταναλωτού, λόγω της σύνθεσής του, μπορεί να υπερεκτιμά κατά 1%-2% τον πληθωρισμό και η αμερικανική οικονομία με ορισμένες κρίσιμες προϋποθέσεις, που σήμερα δεν υφίστανται, να περιέλθει σε συνθήκες αντιπληθωρισμού. Παρ' όλα αυτά, γεγονός είναι ότι ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ παραμένει σε υψηλότερα επίπεδα έναντι του ευρωπαϊκού, κάτι που εν μέρει δικαιολογείται από τη μακροχρόνια ανάπτυξη και τη δημιουργία πολλών εκατομμυρίων θέσεων εργασίας, ο ρυθμός όμως του πληθωρισμού δεν δείχνει ότι θα αυξηθεί, αντιθέτως, στην πράξη τα τελευταία

* Τμηματάρχης στην Τράπεζα της Ελλάδος (Διεύθυνση Συναλλάγματος, προϊστάμενος Γραφείου Μελετών).

ΑΝΤΙΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ

διλήμματα νομισματικών αρχών και συνέπειες για τις χρηματοοικονομικές αγορές



χρόνια μειώνεται, όπως δείχνει ο δείκτης τιμών παραγωγού, οι δε τιμές των εμπορευμάτων (Commodities), όπως καταγράφονται στον CRB Index, διατηρούνται σε πολύ χαμηλά επίπεδα, ενώ πωτική πορεία εμφανίζει η τιμή του χρυσού και μέχρι πρόσφατα οι τιμές του πετρελαίου. Από τα ανωτέρω συμπεραίνεται ότι η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται σε μία νέα εποχή, στην οποία το κύριο χαρακτηριστικό είναι ο χαμηλός πληθωρισμός. Κανείς δεν μπορεί να γνωρίζει πόσο θα διαρκέσει ο χαμηλός πληθωρισμός, η αντιμετώπιση όμως του αντιπληθωρισμού είναι η νέα τάση της παγκόσμιας οικονομίας. Μικρές εξαιρέσεις σε κάποιες οικονομίες, όπως αυτή της Βρετανίας, δεν αλλοιώνουν τη γενική εξέλιξη. Η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας, όπως καταγράφεται με τα γεγονότα στις χώρες της

Νοτιοανατολικής Ασίας και την Κορέα από το φθινόπωρο του 1997, τη ρωσική σκληρή εμπειρία από τον Αύγουστο του 1998 και την πρόσφατη κρίση στη Βραζιλία, επιτείνει το πρόβλημα και καθιστά την ανάγκη για διεθνείς συνεννοήσεις επιτακτική. Στην πορεία της εργασίας αυτής, αντλούμε παραδείγματα από τη Νομισματική Ιστορία και αναφέρουμε περιπτώσεις αντιπληθωρισμού, εξετάζουμε περιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία όπου εμφανίζεται αντιπληθωρισμός στις ημέρες μας, καταγράφουμε την πρακτική και τα μέσα πολιτικής που εφαρμόζονται. Στη συνέχεια περιγράφονται τα διλήμματα των νομισματικών αρχών και οι συνέπειες του αντιπληθωρισμού στις χρηματοοικονομικές αγορές, ειδικά στην αγορά των ομολόγων.

Είχαμε την εμπειρία του χαμηλού πληθωρισμού στις δεκαετίες 1950 και 1960, όμως τότε δεν είχαμε αντιμετωπίσει το πρόβλημα του αντιπληθωρισμού. Με τα σημερινά δεδομένα της παγκόσμιας οικονομίας, ποιες πιθανότητες υπάρχουν για τη δημιουργία αντιπληθωριστικών πιέσεων; Τι μας κάνει να πιστεύουμε ότι η οικονομία δεν θα παραμείνει στα παρόντα χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού και θα βρεθεί στις συνθήκες του αντιπληθωρισμού;

1. Οι Νομισματικές Αρχές εξακολουθούν κατά κανόνα να έχουν ως βασική προτεραιότητα την αντιμετώπιση του πληθωρισμού. Στόχος των κεντρικών τραπεζών είναι η σταθερότητα των τιμών, άρα ο πολύ χαμηλός ρυθμός πληθωρισμού, είναι δε κατά κανόνα διατεθειμένες να αυξήσουν τα επιτόκια με την πρώτη σοβαρή ένδειξη πιθανής μελλοντικής αύξησης των πληθωριστικών πιέσεων.

2. Εξάλλου, οι διεθνείς αγορές χρήματος είναι επίσης υπερευαίσθητες διαμορφώνοντας υψηλά, πραγματικά, μακροχρόνια επιτόκια, κάτι που εννοεί τη δημιουργία και διατήρηση υψηλών πραγματικών επιτοκίων δανει-

σμού για τις επιχειρήσεις, ιδίως στις αναδυόμενες οικονομίες.

3. Οι τιμές είναι τώρα περισσότερο εύκαμπτες και μειώνονται πιο εύκολα απ' ό,τι παλαιότερα, επομένως η ασθενής συνολική ζήτηση έχει πιο άμεση επιρροή στη μείωση των τιμών.

4. Η απορρύθμιση – οι εντελώς αναγκαίες κανονιστικές διατάξεις (Deregulation), σε ένα όλο και περισσότερο ανταγωνιστικό και ευμετάβλητο επιχειρηματικό περιβάλλον, η χρησιμοποίηση της πολιτικής των διακριτικών τιμών, οι εκπτώσεις και οι ειδικές προσφορές έχουν συμβάλει αποφασιστικά στην επικρατούσα κατάσταση πτώσης των τιμών σε όλους τους κλάδους

της οικονομίας.

5. Η δεκαετία του 1990 άλλαξε κάτι που φαινόταν αδύνατο άλλες εποχές: οι αποδοχές των εργαζομένων μπορούν να μειωθούν με έμμεσο τρόπο. Σε μεγάλο μέρος του δυτικού κόσμου μέρος των αποδοχών αποτελείται από μεταβλητά στοιχεία, όπως bonuses, βραβεία επιδόσεων και ποσοστά επί των κερδών. Ακόμη και αν η τιμή της εργασίας εξακολουθεί να καθορίζεται από συλλογικές συμβάσεις και με εννοϊκές κρατικές παρεμβάσεις, αυτά τα μεταβλητά στοιχεία δείχνουν ότι τα συνολικά έσοδα του εργαζομένου μπορεί να μειωθούν και αυτό μπορεί να οδηγήσει με τη σειρά του σε πτώση της συνολικής ενεργού ζήτησης.

6. Η ύπαρξη μεγάλης ρευστότητας στην παγκοσμιοποιημένη αγορά χρήματος εννοεί σκηνικό κρίσεων και προκαλεί σοβαρή ύφεση σε πληττόμενες οικονομίες, αλλά

και εξαγωγή του προβλήματος σε άλλες, όπως συνέβη στην κρίση των χωρών της Νοτιοανατολικής Ασίας.

7. Η κρίση του ασφαλιστικού συστήματος στις περισσότερες δυτικές χώρες, λόγω κυρίως της γήρανσης του πληθυσμού, οδηγεί τους εργαζομένους σε ανασφάλεια και υπεραποταμίευση, επομένως σε μείωση της συνολικής ζήτησης. Κάτι τέτοιο συμβαίνει στην Ιαπωνία.

Για όλους τους παραπάνω λόγους, υπάρχει δυνατότητα μετάβασης σε περιβάλλον αρνητικού πληθωρισμού, παρ' όλο ότι, ακόμη και πρόσφατα, αυτό το γεγονός φαινόταν απίστευτο. Το ερώτημα είναι τι θα κάνουν οι κεντρικές τράπεζες.

Τι σκέπτονται και τι επιθυμούν οι κεντρικές τράπεζες

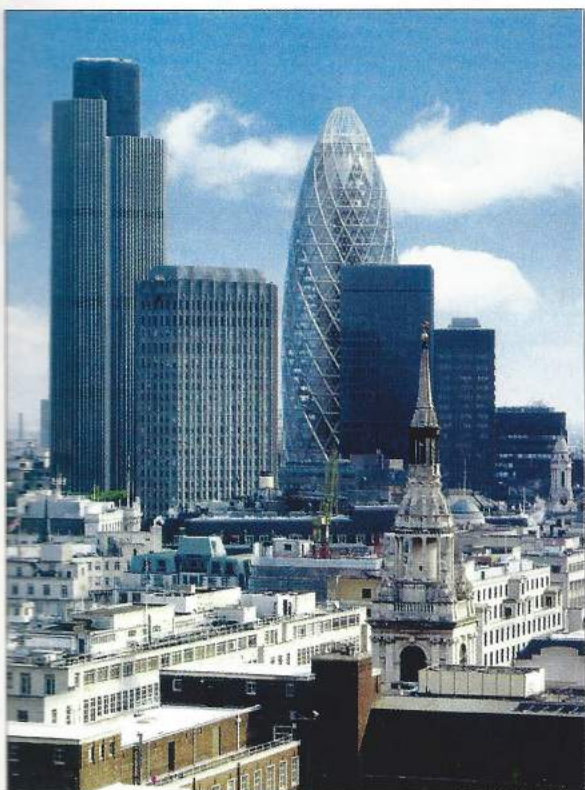
Οι στόχοι που θέτουν οι κεντρικές τράπεζες έχουν μεγάλη σημασία για τη δυνατότητα να υπάρξει το φαινόμενο του αντιπληθωρισμού στη σύγχρονη εποχή, επειδή τώρα, σε αντίθεση με την περίοδο του Χρυσού Κανόνας, η νομισματική πολιτική είναι κατευθυνόμενη.

Πραγματικά, μέχρι πριν από λίγο καιρό, ο καθένας απέρριπτε τη δυνατότητα εμφάνισης του αντιπληθωρισμού, επειδή δεν υπήρχε στη λογική του διεθνούς οικονομικού συστήματος από πλευράς κυβερνήσεων και κεντρικών τραπεζών. Η αντίδραση σε πιθανή εμφάνιση του προβλήματος ήταν ότι, αν οι οικονομίες έχουν τον κίνδυνο γλιστρήματος σε αντιπληθωριστική φάση, οι κεντρικές τράπεζες θα το αντιληφθούν και θα λάβουν τα κατάλληλα μέτρα.

Εδώ πρέπει να ανακληθεί η ιστορική μνήμη, η οποία λέγει ότι οι κεντρικές τράπεζες δεν είχαν αντιληφθεί ούτε τη Μεγάλη Κρίση του 1929 ούτε τον μεγάλο πληθωρισμό της δεκαετίας του 1970. Όμως, η παρούσα μεταβατική κατάσταση δείχνει ευκρινώς τη δυνατότητα εμφάνισης αντιπληθωρισμού. Κυρίαρχο στοιχείο είναι ότι το επίπεδο του πληθωρισμού είναι εξαιρετικά χαμηλό: στις περισσότερες χώρες κυμαίνεται μεταξύ μερικών δεκάτων της μιας ποσοστιαίας μονάδας μέχρι 2% το πολύ. Επιπλέον, αυτό είναι το επίπεδο του πληθωρισμού στο οποίο στοχεύουν σήμερα οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες, έχοντας στόχο τη σταθερότητα του γενικού επιπέδου των τιμών.

Η εποχή του υψηλού πληθωρισμού διήρκεσε περίπου τριάντα χρόνια, οι κεντρικές τράπεζες αντιλαμβάνονται το ρόλο τους, και δικαιολογημένα, από κεκτημένη ταχύτητα ως εγγυητές της σταθερότητας των τιμών από το μονόπλευρο κίνδυνο του πληθωρισμού. Εξαιρεση αποτελεί η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ (Ομοσπονδιακό Αποθεματικό Ταμείο), της οποίας ο διοικητής κ. Α. Greenspan εγκαίρως εντόπισε το επερχόμενο πρόβλημα και μίλησε για την πιθανότητα ο αντιπληθωρισμός να είναι ήδη στο σύστημα, καθώς ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτού μπορεί να υπερεκτιμά το επίπεδο του πληθωρισμού κατά 1%-2%.

Η μέχρι τώρα δυναμική δείχνει ότι οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες, ενώ αισθάνονται τον κίνδυνο του πληθωρισμού, ξεκάθαρα, δίνουν μικρή βαρύτητα στη δυνατότητα του αντιπληθωρισμού. Η δυναμική αυτή είναι δυνατό να δημιουργήσει ασυμμετρία στην απαιτούμενη νομισματική πολιτική αντίδρασης προς τον πληθωρισμό και τον αντιπληθωρισμό. Υπάρχει το ενδεχόμενο ορισμένες από τις κεντρικές τράπεζες του δυτικού κόσμου να αντιμετωπίσουν τον πληθωρισμό με περίσκεψη και σκεπτικισμό, ίσως και με κάποια αναποφασιστικότητα,



Σε πολλές χώρες του κόσμου, το μελλοντικό πρόβλημα δεν είναι ο πληθωρισμός, αλλά ο αντιπληθωρισμός

Ο αντιπληθωρισμός ως ιστορικό φαινόμενο

Ο αντιπληθωρισμός ως ιστορικό φαινόμενο τον 19ο και τις πρώτες δεκαετίες του 20ού αιώνα ταυτίζεται με την περίοδο ισχύος του Χρυσού Κανόνος. Πρακτικά, δημιουργούνταν από την έλλειψη του πολύτιμου μετάλλου, καθώς και από την έλλειψη δυνατότητας επηρεασμού της προσφοράς του. Η κατά κανόνα προσπάθεια στην πειθαρχία του χρυσού επανέφερε την ομαλότητα για μακρές χρονικές περιόδους. Στην ιστορική διαδρομή, υπήρξαν γεγονότα που οδήγησαν κάποιες χώρες στην εγκατάλειψη του μηχανισμού του Χρυσού Κανόνος, κυρίως λόγω ειδικών συνθηκών (πόλεμος, φυσικές καταστροφές κτλ.), με άμεσο αποτέλεσμα την εμφάνιση πληθωρισμού και την υποτίμηση του νομίσματος.

Η δραματική εμπειρία του «μεγάλου κραχ» του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης οδήγησε στην πιο σοβαρή εμφάνιση του φαινομένου του αντιπληθωρισμού στον αιώνα μας, καθώς το αμερικανικό ΑΕΠ σημείωσε σημαντικότητα μείωση, επιχειρήσεις χρεοκόπησαν, ο ένας στους τέσσερις εργαζόμενους έμεινε άνεργος. Εντός δύο μηνών, η ύφεση πέρασε στην Ευρώπη και σταδιακά δημιουργήθηκε το σκηνικό το οποίο έφερε τις οικονομικές, κοινωνικές και πολιτικές συνθήκες που οδήγησαν στον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο.

Η παγκόσμια τάξη που δημιουργήθηκε μετά το Bretton Woods, με την επίδραση των κεύσιανών οικονομικών και το πέρασμα στην οικονομία του χαρτονομίσματος, φαινόταν ότι έκανε τον αντιπληθωρισμό ιστορικό φαινόμενο: η Κεντρική Τράπεζα με τη χρήση του Εκδοτικού Προνομίου μπορούσε να αντιμετωπίζει το φαινόμενο αποτελεσματικά στο ξεκίνημά του.

Η εμπειρία της Ιαπωνίας όμως, την τελευταία δεκαετία, αποδεικνύει ότι ο αντιπληθωρισμός είναι υπαρκτό πρόβλημα, απειλώντας με ύφεση, και καθώς συνδυάζεται με την «παγίδα ρευστότητας», που αχρηστεύει τη νομισματική πολιτική, καθώς και με πακτωλό μη εξυπηρετούμενων τραπεζικών δανείων, τα οποία ναρκοθετούν την ομαλή πορεία του τραπεζικού συστήματος, έχουμε ένα μεγάλο ασθενή στη διεθνή οικονομία, που λόγω του μεγέθους του (ΑΕΠ 4,3 τρισ. δολάρια) και της μεγάλης σχετικά συμμετοχής του στο παγκόσμιο εμπόριο, απειλεί αρχικά την ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ασίας μέσω του ανταγωνισμού της με την Κίνα, η οποία είναι επίσης σε αντιπληθωριστική κατάσταση, και στη συνέχεια ίσως την παγκόσμια οικονομία.

οπότε είναι πολύ πιθανό ότι θα αργήσουν να μειώσουν τα επιτόκια ή ο ρυθμός της μείωσης να είναι πιο αργός από την εξέλιξη του αντιπληθωρισμού. Το αποτέλεσμα θα είναι καταστροφικό, καθώς θα μειωθεί η εμπιστοσύνη προς τις κεντρικές τράπεζες.

Η πρόσφατη μη αναμενόμενη, ως προς το ποσοστό της μείωσης (κατά 0,50% αντί 0,25%) του βασικού επιτοκίου του ευρώ από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, έπειτα από σειρά επεισοδίων φραστικής διαμάχης με τον εξαναγκασθέντα σε παραίτηση Γερμανό υπουργό Οικονομικών Οσκαρ Λαφοντιέν, είναι ενθαρρυντική, καθώς φαίνεται ότι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα είναι αποφασισμένη να ασκήσει το ρόλο της, ανεξάρτητα, χωρίς παρεμβάσεις, χωρίς ασυμμετρία δράσης και μονόπλευρο προσανατολισμό στόχων.

Στην παρούσα χρονική περίοδο, επίπεδο πληθωρισμού 1%-2% για τις κεντρικές τράπεζες παρουσιάζεται ως το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα. Όμως αυτό δεν σημαίνει ότι έχουμε ήδη φθάσει στο τέλος του δρόμου, που είναι η απόλυτη σταθερότητα των τιμών.

Υπάρχει αιτιολογία για την ύπαρξη ενός μικρού ποσοστού πληθωρισμού κοντά στο 1%-2%; Η απάντηση είναι ότι ο μικρός ρυθμός πληθωρισμού κάνει καλό στην οικονομία. Η θέση αυτή λειτούργησε ως δόγμα τις δεκαετίες 1950 και 1960, πρόσφατα όμως έχει επαναφερθεί η προσέγγιση της ακαμψίας των ονομαστικών αποδοχών και τιμών.

Αν γίνει δεκτή η άποψη ότι οι συνήθως χρησιμοποιούμενοι επίσημοι δείκτες υπερβάλλουν στη μέτρηση του πραγματικού πληθωρισμού, τότε το επίπεδο πληθωρισμού 1%-2% πραγματικά αντιστοιχεί στη σταθερότητα των τιμών. Ο δε κατάλληλα μετρήσιμος αντιπληθωρισμός είναι πιο κοντά μελλοντικά απ' ό,τι δείχνουν οι επίσημοι αριθμοί.

Σε όλο τον κόσμο, σήμερα, υπάρχει στροφή προς νέους, λειτουργικούς δείκτες μέτρησης του πληθωρισμού, έτσι ώστε να ανταποκρίνονται καλύτερα στην πραγματικότητα. Η τελική επιδίωξη μπορεί να είναι ρυθμός πληθωρισμού ίσος με 0%.

Ακόμη και αν ο πληθωρισμός παραμένει γύρω στο 1%-2%, υπάρχει μεγάλη πιθανότητα μείωσης του επιπέδου του πληθωρισμού κάτω από το μηδέν, απλώς ως αποτέ-

λεσμα της κανονικής εξέλιξης των οικονομικών διακυμάνσεων, οι οποίες υπάρχουν εξωγενώς λόγω της παγκοσμιοποίησης. Η δυνατότητα της αναστροφής προς αρνητική περιοχή μεγαλώνει, καθώς οι κεντρικές τράπεζες σκοπεύουν στην επίτευξη του 0%.

Οι συζητήσεις σχετικά με το μηδενικό πληθωρισμό έχουν μετατραπεί σε θεωρία, η οποία υποστηρίζει ότι η πλήρης εξουδετέρωση του θετικού ποσοστού του πληθωρισμού θα πρέπει να είναι ο αντικειμενικός στόχος της εφαρμοζόμενης νομισματικής πολιτικής. Αν υποθέσουμε ότι σε μία χώρα ο αντικειμενικός στόχος πληθωρισμού είναι μηδέν, θεσπισθεί λόγω δημοσιονομικών αναγκών και εισπραχθεί έμμεσος φόρος που μετακυλιείται πλήρως, π.χ. 3%, ποιος θα είναι ο αντικειμενικός στόχος της επόμενης περιόδου; 0% ή -3%; Η απάντηση «μηδέν» σημαίνει ότι στο επίπεδο τιμών ελλοχεύει ο κίνδυνος αύξησης του επιπέδου τιμών και του ρυθμού του πληθωρισμού. Αυτή η κατάσταση θα έχει παράγωγα αποτελέσματα και στη χρηματοοικονομική και στην πραγματική οικονομική συμπεριφορά, μπορεί να μην είναι χρήσιμη και αποδοτική στη διαδικασία σταθεροποίησης του πληθωρισμού και να έχει σημαντικό πραγματικό κόστος.

Στην αντίθετη περίπτωση, που η κεντρική τράπεζα υιοθετήσει τον ενδιάμεσο αντικειμενικό στόχο για τη σταθεροποίηση του επιπέδου τιμών, υποστηρίζοντας ότι η περίοδος του 3% πληθωρισμού πρέπει να αντικατασταθεί με πληθωρισμό -3%, σε αυτή την περίπτωση ο αντιπληθωρισμός μπορεί να είναι το αθέλητο αποτέλεσμα της πολιτικής αυτής, ως πιθανό αποτέλεσμα προσωρινής διαφυγής του συνολικού χειρισμού του πληθωρισμού και απώλειας του ελέγχου. Φυσικά, οι κεντρικές τράπεζες δεν έχουν φθάσει σε πρακτική υιοθέτηση τέτοιου είδους αντικειμενικών στόχων, στο μέλλον όμως η πολιτική μείωσης τιμών πιθανόν να δοκιμασθεί και ο σκοπός της σταθεροποίησης των τιμών, κατάλληλα προσδιορισμένος, μπορεί να φανεί περισσότερο επιτυχημένος και αποδοτικός.

Πόσο εύκολο είναι να αποτρέψουμε τον αντιπληθωρισμό

Η ερώτηση που παραμένει είναι κατά πόσο είναι αποδοτικά τα εργαλεία των κεντρικών τραπεζών για να στα-

Μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, για πολλά χρόνια, ο διακοπόμενος την κατάλληλη χρονική περίοδο αντιπληθωρισμός, εναλλασσόμενος με τον πληθωρισμό, ήταν φυσιολογικό γεγονός. Παρά την ιστορική εμπειρία, οι χρηματοοικονομικές και χρηματιστηριακές αγορές ανησυχούν για τον αντιπληθωρισμό, ενώ υπάρχει ο φόβος της ασφαλούς επαναφοράς του συστήματος σε εναλλασσόμενο - ελεγχόμενο μικρό πληθωρισμό

→ ματήσουν και να αναστρέψουν την αντιπληθωριστική διαδικασία, η οποία ξεκίνησε τυχαία ή λόγω υπερβολής του αποδεκτού επιπέδου μείωσης τιμών από την κεντρική τράπεζα. Μέχρι τελευταίως, η ευρέως διαδεδομένη εκδοχή ήταν ότι ενώ ο πληθωρισμός είναι δύσκολο να περιοριστεί, ο αντιπληθωρισμός περιορίζεται πιο εύκολα. Οι Νομισματικές Αρχές είχαν δυνατή επιχειρηματολογία προς αυτή την κατεύθυνση.

Το πρώτο στη σειρά επιχειρήματα ήταν το εργαλείο των επιτοκίων. Αν η αντιπληθωριστική απειλή εμφανιζόταν

στικών επιτοκίων, αλλά και οι πραγματικές τιμές τους θα αυξηθούν, καθώς ο πληθωρισμός θα συνεχίσει να πέφτει. Η πολιτική αυτή οδηγεί σε σφικτή νομισματική πολιτική, κάτι το οποίο είναι σε εντελώς διαφορετική κατεύθυνση από το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα της ενίσχυσης της ζήτησης. Η μικρή σχετικά διεθνής εμπειρία δείχνει ότι δεν υπάρχει απόλυτο χαμηλό όριο για το επίπεδο στο οποίο μπορούν να πέσουν οι τιμές.

Θεωρητικά, υπάρχει η δυνατότητα να αντιμετωπίσουμε ανεξέλεγκτες πραγματικές αυξήσεις επιτοκίων, που επιτείνουν το φαινόμενο του αντιπληθωρισμού. Σε αυτή την περίπτωση, μπορούμε να φανταστούμε τη σπειροειδούς σχήματος ανάπτυξη του αντιπληθωρισμού, η οποία αντικατοπτρίζει το γνωστό πληθωριστικό σπείραμα από την ανάπτυξη. Αυτή η πιθανότητα έχει προσελκύσει πολύ λίγο την προσοχή των αρμόδιων αρχών, λόγω απουσίας παρόμοιων καταστάσεων και επειδή δεν έχει συμβεί τίποτα τέτοιο τα τελευταία πενήντα χρόνια. Στο απόωτο παρελθόν όμως υπήρχαν πολλά αντιπληθωριστικά επεισόδια, στα οποία υπήρχε η αναγκαία έμφαση από την αρχή· σε κάποιες περιπτώσεις ο ετήσιος ρυθμός του αντιπληθωρισμού είχε φθάσει σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, όπως το 1922 στη Βρετανία, όπου ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτού είχε πέσει στο -18%. Στις περισσότερες από αυτές τις περιπτώσεις υπήρχε τάση για γρήγορη αναστροφή, ενώ η σημερινή πραγματικότητα καταγράφει οικονομίες που περιέρχονται σε κατάσταση ύφεσης. Πραγματική εμπειρία αντιπληθωρισμού δεν υπήρξε, ενώ αντίθετως υπήρξαν πολλά παραδείγματα πληθωρισμού εκτός ελέγχου. Στο ερώτημα που τίθεται, γιατί ο αντιπληθωρισμός δεν έχει βγει ακόμη εκτός ελέγχου, η απάντηση που δίνεται από τους θεωρητικούς επιστήμονες του είδους είναι ότι, όταν οι τιμές πέφτουν, η πραγματική αξία των εξωγενών χρηματικών αποθεμάτων αυξάνεται και προκαλεί αύξηση στον πραγματικό πλούτο, που συνεπάγεται αύξηση της κατανάλωσης. Με αυτό τον τρόπο γίνεται αυτόματη διορθωτική σταθεροποίηση. Η απάντηση στην ερώτηση, αν αυτός ο μηχανισμός διορθωτικής σταθεροποίησης, που είναι γνωστός στη θεωρία ως «πραγματική αγοραστική δύναμη», ελέγχει στην πραγματικότητα τον αντιπληθωρισμό, παραμένει ακόμη ανοικτή. Όμως, υπάρχουν και άλλες δυνάμεις που επηρεάζουν την κατάσταση αυτή περισσότερο.

Αξιολογώντας τα γεγονότα της περιόδου της δεκαετίας του 1920, ο John Maynard Keynes έγραφε το 1930: «Θεωρώ ότι η αντίσταση προς το σφοδρό εισοδηματικό αντιπληθωρισμό δεν θα είναι μία απλή αντίδραση, όπως αυτή στον πρόσφατο πληθωρισμό, θα είναι πολύ πιο σημαντική. Οι οργανώσεις στο σύγχρονο κόσμο, όπως εργατικά σωματεία και σώματα εκλεκτόρων, είναι υπερβολικά δυνατές».

Τέτοιες κοινωνικές συγκρούσεις οδηγούν σε ακαμψία των αποδοχών και οικονομική αναποτελεσματικότητα, οι οποίες στην πραγματικότητα έχουν κάποιες φορές σταθεροποιητική επιρροή στο σύστημα, όταν η οικονομία αντιμετωπίζει την αντιπληθωριστική απειλή. Η μελλοντική σταθεροποίηση του συστήματος, πολύ πιθανόν, εξαρτάται από τη συμπεριφορά των καταναλωτών. Όταν οι καταναλωτές έχουν εμπειρία από τις συνεχείς διακυμάνσεις των τιμών, έχουν ήδη αναπτύξει την αίσθηση «κανονικών-λογικών» τιμών, αυτό σημαίνει ότι η καταναλωτική συμπεριφορά τους τείνει προς ένα σταθερό τρόπο έκφρασης, χωρίς καμία επιρροή από την πλευρά της πραγματικής αξίας του χρήματος.



Η ασθενής συνολική ζήτηση μπορεί να οδηγήσει σε προσδοκίες μείωσης της παραγωγής των επιχειρήσεων και σε ανάγκη επανεκτίμησης των στοιχείων προϋπολογισμού και ισολογισμού των επιχειρήσεων, κάτι που θα οδηγήσει σε πτώση τις μετοχικές αξίες στα διεθνή χρηματιστήρια

στο προσκήνιο, οι Νομισματικές Αρχές πίστευαν ότι θα έπρεπε απλώς να μειώσουν τα επιτόκια μέχρι ένα ικανοποιητικό χαμηλό επίπεδο (ποιο είναι άραγε αυτό;), και αυτή η ενέργεια από μόνη της είναι ικανή να αυξήσει την ενεργό ζήτηση και να σταματήσει τον αντιπληθωρισμό.

Στο σημείο αυτό πρέπει να τεθεί στον προβληματισμό που αναπτύσσουμε ο παράγων αξιοπιστία της κεντρικής τράπεζας, καθώς η εμπειρία δείχνει ότι αν τυχόν υπάρξει ελάττωση της αξιοπιστίας προς την κεντρική τράπεζα, η μείωση των επιτοκίων μπορεί να ανταποδώσει λιγότερα από τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Είναι σημαντικό να επισημανθεί το περιορισμένο των δυνατοτήτων της μείωσης των επιτοκίων σε αντιπληθωριστικές συνθήκες. Όταν καταρρέει η εμπιστοσύνη, η μείωση των επιτοκίων μπορεί να ανταποδώσει λιγότερα αποτελέσματα. Τα τελευταία χρόνια είχε δοθεί υπερβολική έμφαση στη δυνατότητα προσαρμογής των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, προσαρμογή που υλοποιείται σε πολύ μικρές δόσεις, πρακτική που δεν έχει την απαιτούμενη δύναμη, καθώς η αποτελεσματική άσκηση νομισματικής πολιτικής βασίζεται ή σε μεγάλη κίνηση των επιτοκίων ή στην ικανότητα δημιουργίας κάποιου είδους σοκ, το οποίο επηρεάζει τις προσδοκίες, τις προβλέψεις για το κόστος των προσφερομένων στην οικονομία διαφόρων πιστώσεων. Αλλαγές του 1/4%, οι οποίες έγιναν κατά κανόνα σε διάφορες χώρες, είχαν περιορισμένα σχετικά αποτελέσματα.

Επιπλέον, υπάρχει ο περιορισμός ως προς το χαμηλότερο επίπεδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, που μπορεί να επιτευχθεί, δηλαδή το μηδέν. Όταν τα επιτόκια φθάσουν στο μηδέν, όχι μόνο έχει εξαντληθεί η δυνατότητα της μελλοντικής περαιτέρω μείωσης των ονομα-

Τι είναι αντιπληθωρισμός

Ο αντιπληθωρισμός, όπως είναι η σωστή απόδοση του φαινομένου που εξετάζουμε, αποδίδει στην ελληνική γλώσσα το διεθνή οικονομικό όρο Deflation και κατ' αρχήν θα πρέπει να αντιδιαστέλλεται από τον όρο αποπληθωρισμός, ο οποίος συνδέεται με τη διαδικασία αφαίρεσης της επίδρασης του πληθωρισμού σε συγκεκριμένα μακροοικονομικά στοιχεία ή με τη βαθμιαία αποκλιμάκωση του πληθωρισμού.

Στο σημείο αυτό θα έπρεπε εξάλλου να οροθετήσουμε την εννοιολογική διαφορά μεταξύ των όρων ύφεση (recession) και οικονομική κρίση (depression): ο πρώτος συνδυάζεται με αρνητικό ΑΕΠ για δύο συνεχή τρίμηνα, ο δεύτερος με περαιτέρω χρονική διεύρυνση με μοιμοποίηση του φαινομένου του αρνητικού ρυθμού ανάπτυξης του ΑΕΠ.

Ορισμός: αντιπληθωρισμός είναι η πτώση του γενικού επιπέδου των τιμών των καταναλωτικών αγαθών. Με τον όρο αντιπληθωρισμός εκφράζεται

όμως και η μείωση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, η πτώση της ενεργού ζήτησης στην οικονομία και η συνακόλουθη συρρίκνωση της παραγωγής προϊόντων, η πτώση των τιμών στο χονδρεμπόριο.

Στις σημαντικότερες οικονομίες του κόσμου, σύμφωνα με τα ανωτέρω στοιχεία που προσδιορίζουν τον αντιπληθωρισμό, το φαινόμενο βρίσκεται σε πλήρη εξέλιξη, με επίκεντρο την Ιαπωνία και δευτερευόντως την Κίνα, όπως ήδη έχουμε προαναφέρει.

Στην Ιαπωνία, οι τιμές κάθε είδους περιουσιακών στοιχείων (εκτός ίσως από τα ομόλογα) υποχωρούν σταδιακά καθ' όλη τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας.

Η πτώση των τιμών των καταναλωτικών αγαθών γίνεται με ασυνήθιστα γρήγορους ρυθμούς, ενώ το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν μειώνεται, βυθίζοντας τη συγκεκριμένη οικονομία σε σοβαρή ύφεση.

Όταν εμφανιστούν οι πρώτες απειλές, το πιθανότερο μόλις αρχίσει ο αντιπληθωρισμός, σύμφωνα με την επικρατούσα άποψη, η κυβέρνηση πρέπει να επεκτείνει τη δημοσιονομική πολιτική της με περικοπή των φόρων ή αύξηση των δημοσίων δαπανών ή και τα δύο μαζί. Σε πολλές χώρες, η επεκτατική δημοσιονομική διαχείριση προηγούμενων δεκαετιών και η σημερινή πίεση αυξανόμενων τοκοχρεολυσίων για τις κυβερνήσεις έχουν περιορίσει τα όρια κανονικής δημοσιονομικής επέκτασης, καθώς η όποια δημοσιονομική επέκταση θα είχε κυρίως αρνητικό αντίκτυπο, ειδικά αν αποτύγχανε, λόγω των συνθηκών που επικρατούν, για να επιδράσει στη συνολική ζήτηση.

Η Ιαπωνία είναι μία τέτοια περίπτωση. Η επακριβής σοβαρότητα της μακροχρόνιας δημοσιονομικής κατάστασης της Ιαπωνίας είναι υπό συζήτηση. Το υπουργείο Οικονομικών των ΗΠΑ και πλήθος γνωστών οικονομολόγων προσπάθησαν να πείσουν τις ιαπωνικές αρχές ότι πρέπει να χρησιμοποιήσουν το κενύσιανό οπλοστάσιο για την αντιμετώπιση του αντιπληθωρισμού. Όμως, η ιαπωνική κυβέρνηση θεώρησε την μακροχρόνια δημοσιονομική κατάσταση της Ιαπωνίας ως πολύ σοβαρά βεβαρημένη. Το πρακτικό αποτέλεσμα αυτής της θεώρησης ήταν μερικά δημοσιονομικά προγράμματα να απορριφθούν είτε λόγω μεγέθους είτε λόγω περιεχομένου και στόχων. Ειδικότερα, η κυβέρνηση έχει αποφυγή την υλοποίηση ουσιαστικών περικοπών στο φόρο εισοδήματος Φυσικών Προσώπων και εταιρειών. Αντιθέτως, υλοποιεί ένα πρόγραμμα προσωρινών περικοπών φόρων· οι ρυθμίσεις αυτές, ακριβώς επειδή είναι προσωρινές, έχουν μικρή επίδραση στη συνολική ενεργό ζήτηση.

Η κατάσταση στην Ιαπωνία δεν είναι μοναδική· και άλλες κυβερνήσεις αντιμετωπίζουν σοβαρές δημοσιονομικές αναταραχές, όπως στη ζώνη του ευρώ η Ιταλία και το Βέλγιο, των οποίων το καθαρό δημόσιο χρέος σε σχέση με το ΑΕΠ είναι πάνω από 120%, ενώ και στον Καναδά το ποσοστό πλησιάζει το 90%. Όλες αυτές οι κυβερνήσεις έχουν φθάσει σε τέτοιο σημείο, όπου η περαιτέρω δημοσιονομική επέκταση είναι πλέον επικίνδυνη.

Στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, εξάλλου, η δυνατότητα των κυβερνήσεων στη χρησιμοποίηση επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής έχει περιοριστεί από το Σύμφωνο Δημοσιονομικής Σταθερότητας, ένα σύμφωνο

που καθορίζει συγκεκριμένα όρια στο μέγεθος της αναλογίας του κρατικού ελλείμματος ως προς το ΑΕΠ και βάσει πρόστιμο στις περιπτώσεις παραβίασης των όρων αυτών.

Πολλαπλασιασμός της προσφοράς χρήματος

Όταν οι κυβερνήσεις δεν έχουν ή θεωρούν ότι δεν έχουν περιθώρια δημοσιονομικής επέκτασης, η λύση συμφώνως με την οικονομική θεωρία είναι η χρήση από την κεντρική τράπεζα του εκδοτικού προνομίου για την έκδοση νέου χαρτονομίσματος. Με αυτόν τον τρόπο η οικονομία απολαμβάνει αύξηση της ζήτησης, και η πραγματική αγοραστική δύναμη αποδεδμεύεται από τις συνέπειες του αντιπληθωρισμού – χωρίς όμως να αποφευχθούν κάποιες δυσάρεστες συνέπειες.

Η λύση αυτή είναι η προτιμότερη, όταν η διέξοδος από τον αντιπληθωρισμό είναι η υψηλότερη αναλογία κυκλοφορούντος χρήματος ως προς τη συνολική παραγωγή ή ως προς τη συνολική δαπάνη της οικονομίας.

Τι σημαίνει όμως «εκτύπωση χρήματος»; Η απάντηση δεν είναι μόνο η ενθάρρυνση αυξημένης δανειστικής δραστηριότητας των εμπορικών τραπεζών. Αυτό που κυρίως εννοούν οι προτεινόντες την «εκτύπωση χρήματος» είναι η αύξηση της προσφοράς του χρήματος, δηλαδή των νομισματικών υποχρεώσεων του δημόσιου τομέα. Αυτό γίνεται εφικτό, όταν η κεντρική τράπεζα αγοράζει περιουσιακά στοιχεία, π.χ., ομόλογα, έντοκα γραμμάτια κτλ., πιστώνοντας τις καταθέσεις των πωλητών (εμπορικές τράπεζες) στους λογαριασμούς τους και αυξάνοντας με αυτό τον τρόπο τον ισολογισμό της. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της προσφοράς χρήματος. Όμως, με αυτόν τον τρόπο δεν αυξάνεται άμεσα το συνολικό μέγεθος του ιδιωτικού πλούτου, επειδή ο ιδιωτικός τομέας, π.χ. τράπεζες, παραδίνει περιουσιακά του στοιχεία σε ανταλλαγή με καταθέσεις στην κεντρική τράπεζα. Ακόμη και αν η κεντρική τράπεζα έχει αγοράσει αυτά τα περιουσιακά στοιχεία σε αντιπληθωριστικές τιμές, η πραγματική αξία αυτών στην αγορά είναι μικρή, οπότε ο άμεσος αντίκτυπος στον ιδιωτικό πλούτο είναι μικρός. Όμως, μπορεί να προκύψει έμμεσο αποτέλεσμα. Η αγορά των περιουσιακών στοιχείων να οδηγήσει στην αύξηση των τιμών τους και στη μείωση της απόδοσής τους, που κανονικά θα έπρεπε να ενθαρρύνει την αύξηση της δαπάνης για την απόκτησή τους.

Το επερχόμενο φαινόμενο του αντιπληθωρισμού αναμένεται να επηρεάσει τις διεθνείς αγορές κυβερνητικών ομολόγων, καθώς τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια θα επανεκτιμήσουν τη θεώρησή τους για τον ανεκτό κίνδυνο, ωθώντας τις αποδόσεις τού καλής ποιότητας κυβερνητικού χρέους σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Οι διαφοροποιήσεις μεταξύ των κυβερνητικών ομολόγων θα επιβάλλονται πλέον από την κατά περίπτωση διαπιστούμενη πιστοληπτική ικανότητα (Credit risk)



➔ Από την άλλη πλευρά, η πολιτική των χαμηλών επιτοκίων μπορεί να μην παρουσιάσει σημαντικό αποτέλεσμα σε συνθήκες αντιπληθωρισμού. Αυτό συμβαίνει, όταν τα επιτόκια έχουν πέσει σε πολύ χαμηλό επίπεδο, που πλησιάζει το μηδέν, η δε οικονομία μπορεί να βρεθεί στη λεγόμενη «παγίδα ρευστότητας». Σύμφωνα με τον Keynes, μία οικονομία είναι στην «παγίδα ρευστότητας», όταν τα επιτόκια είναι τόσο χαμηλά, ώστε δημιουργούνται προσδοκίες για αύξηση αυτών, οπότε η κεντρική τράπεζα δεν μπορεί πια να χαμηλώσει τα επιτόκια αγοράζοντας ομόλογα έναντι μετρητών. Η πρόσφατη πρακτική της Ιαπωνικής Κεντρικής Τράπεζας (μείγμα δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής) φαίνεται να οδηγεί τις αποδόσεις των ομολόγων σε υψηλότερα επίπεδα, κάτι που είναι επιθυμητό, είναι χωρίς όμως για οριστικά συμπεράσματα, καθώς αντιστροφή στις εύθραυστες ισορροπίες της Ιαπωνικής οικονομίας θα μπορούσε να οδηγήσει τις αποδόσεις στα ομόλογα σε κατώτερα επίπεδα, χωρίς να δημιουργούνται οι απαραίτητες προσδοκίες για επικείμενη αύξηση. Ελλοχεύει πάντοτε ο κίνδυνος με πιθανές μαζικές αγορές ομολόγων οι αποδόσεις να πέσουν και κάτω του 1%. Στην ουσία, η Ιαπωνία είναι σε μία τέτοια παγίδα ρευστότητας. Δεδομένου ότι το μηδέν αποτελεί το απόλυτο όριο αποδόσεων των ομολόγων, στην περίπτωση της Ιαπωνίας, όπου οι αποδόσεις είναι κοντά στο 1%, το ανώτατο περιθώριο της μελλοντικής πτώσης θα είναι μόνο 1%. Ακόμη και πτώση

ισοδύναμη με 1% στο κόστος χρηματοδότησης δεν θα παίξει ουσιαστικό ρόλο, όταν καταρρέει η εμπιστοσύνη και οι τιμές καταναλωτού έχουν τάση για συνεχή μείωση. Για μια χώρα που βρίσκεται σε τέτοια «παγίδα ρευστότητας», η σημασία των μελλοντικών μειώσεων των επιτοκίων είναι ελάχιστη, λόγω του περιορισμένου αντικτυπου μιας τέτοιας μείωσης στο σύνολο της οικονομίας. Υπάρχει και άλλο κανάλι, μέσω του οποίου η αγορά περιουσιακών στοιχείων από την κεντρική τράπεζα είναι διαφοροποιημένη και φαίνεται να έχει μεγαλύτερη επίδραση στην τραπεζική ρευστότητα. Όταν η κεντρική τράπεζα αγοράζει ομόλογα, τα μετρητά κατατίθενται στους λογαριασμούς των εμπορικών τραπεζών, που τηρούνται στην κεντρική τράπεζα. Οι εμπορικές τράπεζες όμως αναζητούν να έχουν ελάχιστα μετρητά, περιοριζόμενες στα απαιτούμενα από τις ρυθμίσεις της κεντρικής τράπεζας ποσά, λόγω του πολύ μικρού ή καθόλου κέρδους, που αποδίδουν συνήθως αυτές οι καταθέσεις. Επομένως, όταν οι εμπορικές τράπεζες θα πλημμυρίσουν

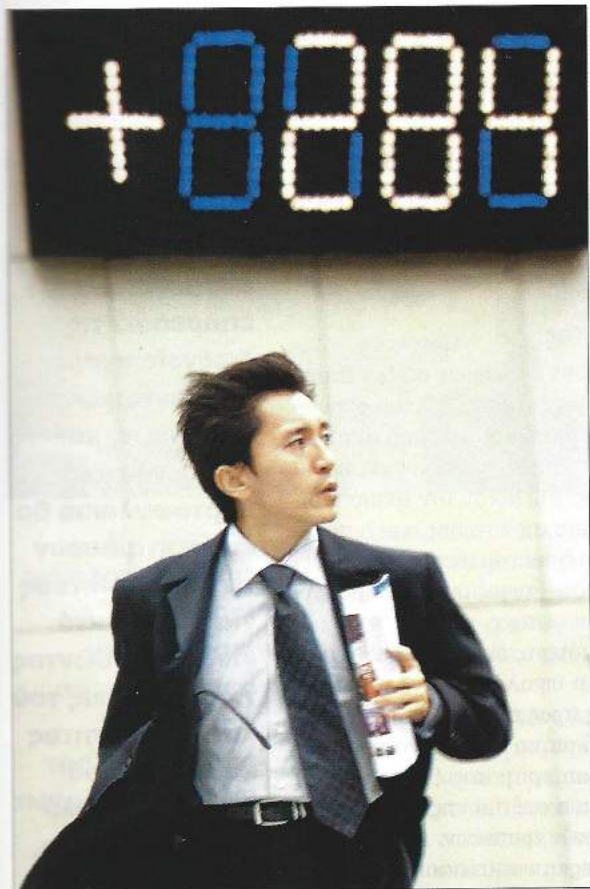
με μετρητά λόγω της πολιτικής της κεντρικής τράπεζας, τότε θα αναζητούν την επανατοποθέτηση των μη παραγωγικών μετρητών τους σε έντοκα περιουσιακά στοιχεία, συμπεριλαμβανομένων και των δανείων. Το αποτέλεσμα θα είναι ακόμη πιο σύνθετο, επειδή όταν θα διανέμονται αυτά τα μετρητά, θα γυρνούν πίσω στις τράπεζες και θα αρχίζει η ίδια διαδικασία από την αρχή. Τελικό αποτέλεσμα θα είναι ο τραπεζικός ισολογισμός να αυξάνεται τόσο, που θα αναγκάζει την τράπεζα να επεκτείνεται περαιτέρω στην προσφορά μετρητών. Η αιτιολογία είναι ότι στις συνθήκες του αντιπληθωρισμού δεν υπάρχει λόγος για την τράπεζα να κρατάει μετρητά. Τα επιτόκια στα κυβερνητικά ομόλογα θα είναι σχεδόν στο μηδέν. Ο κίνδυνος προσφοράς δανείων στις ιδιωτικές επιχειρήσεις θα είναι πολύ μεγάλος. Οποιοσδήποτε αξίες ως εγγύηση για ένα δάνειο (ενέχυρο σε κινητές αξίες, υποθήκη-προσημείωση σε ακίνητα) θα φέρουν τον κίνδυνο της μείωσης της αξίας τους. Οι συνθήκες αυτές συντίθενται σε ένα γκρίζο οικονομικό κλίμα, το οποίο κυριαρχείται από συνεχείς χρεοκοπίες εταιρειών και επιχειρήσεων.

Συνηγορούν αυτές οι συνθήκες υπέρ των καταθέσεων περιουσιακών στοιχείων εμπορικών τραπεζών στην κεντρική τράπεζα όταν αυτά είναι σχεδόν άτοκα; Η απάντηση είναι ότι τουλάχιστον οι εμπορικές τράπεζες δεν θα χάσουν τα χρήματά τους· στην πραγματικότητα μπορεί να αποδώσουν και κάποια κέρδη. Πιθανόν θα έπρεπε να περιμένουμε επίθεση σε αγορές κρατικών τίτλων από τις εμπορικές τράπεζες, που θα οδηγούσε την απόδοση των τίτλων προς τα κάτω. Όμως, όταν ο ρυθμός αποδόσεων έχει ήδη πλησιάσει το 1% και οι καταναλωτικές και επενδυτικές δαπάνες στην οικονομία είναι εξαιρετικά χαμηλές, η επίθεση στα κρατικά ομόλογα δεν θα αποδώσει μεγάλα οφέλη για τις εμπορικές τράπεζες, λόγω της υπεραφθονίας μετρητών σε τραπεζικούς λογαριασμούς, η επίθεση δε αυτή καθαυτή θα προκαλέσει μείωση των αποδόσεων του κεφαλαίου. Με άλλα λόγια, σε συνθήκες αντιπληθωρισμού το πλεόνασμα μετρητών στις εμπορικές τράπεζες δεν θα εξασφαλίσει τη μείωση των επιτοκίων.

Οι Νομισματικές Αρχές θα συνεχίσουν την αγορά περιουσιακών στοιχείων και την αύξηση κυκλοφορούντων μετρητών μέχρι το σημείο που οι τράπεζες θα αυξήσουν τη δανειστική δραστηριότητά τους. Στην πρακτική όμως άλλες αιτίες θα περιορίσουν την αποτελεσματικότητα αυτής της πολιτικής – η έλλειψη ενδιαφέροντος για το μέγεθος του ισολογισμού της κεντρικής τράπεζας και ο «εξαναγκασμός» των εμπορικών τραπεζών σε περισσότερα μη ασφαλή δάνεια προς τις επιχειρήσεις θα προκαλέσουν πραγματική μεγέθυνση του παραπάνω προβλήματος. Αν η εμπιστοσύνη προς την οικονομία καταρρεύσει λόγω της επικράτησης της αντίληψης ότι το τραπεζικό σύστημα νοσεί σοβαρά εξαιτίας μη εξυπηρετούμενων επισφαλών δανείων, δεν υπάρχει περίπτωση να ενισχυθεί η οικονομία, καθώς οι τράπεζες που θα έπρεπε να ενδιαφέρονται να επεκτείνουν την παροχή δανείων τείνουν να κορηγήσουν λιγότερα δάνεια με μεγαλύτερη ασφάλεια.

Αρνητικά επιτόκια

Υπάρχει το παράδειγμα των Ελβετικών αρχών, οι οποίες στο πλαίσιο των σφικτών συναλλαγματικών ελέγχων, κάτι που ήταν αυτονόητο τη δεκαετία του 1970, επέβαλαν το 1978 αρνητικά επιτόκια στις ξένες καταθέσεις σε ελ-



Ο καταστατικός στόχος των κεντρικών τραπεζών περί «σταθερότητας των τιμών» υπάρχει κίνδυνος να τις παγιδεύσει σε πολιτικές οι οποίες μπορεί να ευνοήσουν την επικράτηση συνθηκών αντιπληθωρισμού

ισοδύναμη με 1% στο κόστος χρηματοδότησης δεν θα παίξει ουσιαστικό ρόλο, όταν καταρρέει η εμπιστοσύνη και οι τιμές καταναλωτού έχουν τάση για συνεχή μείωση. Για μια χώρα που βρίσκεται σε τέτοια «παγίδα ρευστότητας», η σημασία των μελλοντικών μειώσεων των επιτοκίων είναι ελάχιστη, λόγω του περιορισμένου αντικτυπου μιας τέτοιας μείωσης στο σύνολο της οικονομίας. Υπάρχει και άλλο κανάλι, μέσω του οποίου η αγορά περιουσιακών στοιχείων από την κεντρική τράπεζα είναι διαφοροποιημένη και φαίνεται να έχει μεγαλύτερη επίδραση στην τραπεζική ρευστότητα. Όταν η κεντρική τράπεζα αγοράζει ομόλογα, τα μετρητά κατατίθενται στους λογαριασμούς των εμπορικών τραπεζών, που τηρούνται στην κεντρική τράπεζα. Οι εμπορικές τράπεζες όμως αναζητούν να έχουν ελάχιστα μετρητά, περιοριζόμενες στα απαιτούμενα από τις ρυθμίσεις της κεντρικής τράπεζας ποσά, λόγω του πολύ μικρού ή καθόλου κέρδους, που αποδίδουν συνήθως αυτές οι καταθέσεις. Επομένως, όταν οι εμπορικές τράπεζες θα πλημμυρίσουν

Ο αντιπληθωρισμός στις βιομηχανοποιημένες χώρες

Ποια είναι η πραγματικότητα σήμερα για τον αντιπληθωρισμό; Στις ΗΠΑ και στη Βρετανία δεν υπάρχει ακόμη φόβος για εμφάνιση του φαινομένου του αντιπληθωρισμού, επειδή το επίπεδο αφετηρίας είναι σχετικά υψηλό και η οικονομική ανάπτυξη, ειδικά στις ΗΠΑ, είναι ακόμη αρκετά ισχυρή. Στον αντίποδα, υπάρχει άμεσος κίνδυνος από πληθωριστικές πιέσεις. Ο αντιπληθωρισμός όμως, κατά τη γνώμη μας, αποτελεί το επόμενο πρόβλημα στο μέλλον: δυνωτικά θα μπορούσε να ξεκινήσει με μεγάλη πτώση στη χρηματιστηριακή αγορά της Νέας Υόρκης, λόγω μείωσης του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης στις ΗΠΑ, που μπορεί να προκληθεί από μείωση του ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας (στενότητα στην αγορά εργασίας και αυξημένες μισθών πάνω από το ρυθμό αύξησης της παραγωγικότητας). Εντυπωσιακό είναι το γεγονός ότι η οικονομία των ΗΠΑ απολαμβάνει πτώση του πληθωρισμού κάτω από το 2% στην είσοδο του ενάτου κατά σειρά χρόνου οικονομικής μεγέθυνσης. Αν αυτό σημαίνει ότι ο πληθωρισμός «τρέφεται» από την ισχυρή ζήτηση, τι επιπτώσεις θα έχουμε όταν θα βραδύνει σημαντικά η οικονομική ανάπτυξη; Δεδομένου ότι οι ΗΠΑ διατηρούν αυστηρά το τρέχον επίπεδο πληθωρισμού, παρά τη συνεχιζόμενη ισχυρή ανάπτυξη της οικονομίας, τότε ακόμη και μία μικρή ένταση οικονομική ύφεση θα προκαλέσει μείωση τιμών και θα δημιουργήσει οικονομική αστάθεια. Στην Ιαπωνία, ο αντιπλη-

θωρισμός είναι πραγματικότητα. Στην Κίνα, ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτού (στο -2,2%) συνδυάζεται με σημαντική αύξηση των αποθεμάτων, καθώς το ΑΕΠ αυξάνεται με ρυθμό 7,0% το 1999, δημιουργώντας ανησυχίες για πιθανή υποτίμηση του κινεζικού νομίσματος. Στην Ευρώπη, η κυκλοφορία του ευρώ συνδυάζεται με τον ισχυρό ανταγωνισμό από τα φθηνά προϊόντα των χωρών της Ανατολικής Ευρώπης, κάτι που αναμένεται να φέρει τον πληθωρισμό ακόμη πιο χαμηλά στις μεγάλες χώρες. Πιθανό γλιόστρημα προς την αρνητική περιοχή θα ήταν λογικά αναμενόμενο τα επόμενα λίγα χρόνια. Η πρόσφατη μεγάλη άνοδος της τιμής του πετρελαίου, που δεν επεκτάθηκε στις υπόλοιπες πρώτες ύλες, όπως καταγράφει ο δείκτης CRB, είναι κατ' αρχήν ευνοϊκό στοιχείο στην αντιμετώπιση αντιπληθωριστικών τάσεων στη διεθνή οικονομία. Ο αντιπληθωρισμός της δεκαετίας του 1930 προήλθε κυρίως από την πλευρά της ζήτησης στις οικονομίες και αντιμετωπίστηκε με δημοσιονομικές πολιτικές τόνωσης της ζήτησης με επιτυχία: στις ημέρες μας πιθανότερο να προέλθει από την πλευρά της προσφοράς, με βασικά χαρακτηριστικά λανθασμένες επενδυτικές επιλογές στην οικονομία, αύξηση του κόστους, κακή διανομή του προϊόντος, υπερπαραγωγή και υπεραποθεματοποίηση, και ίσως από τη μη ορθολογική κατανομή των χορηγούμενων πιστώσεων στην οικονομία.

Βετικά φράγκα για να αποτρέψουν περαιτέρω κερδοσκοπικές αγορές του νομίσματος. Θεωρητικά, οι τράπεζες έχουν τη δυνατότητα της λήψης καταθέσεων με αρνητικό επιτόκιο για τη «διαφύλαξη» των χρημάτων. Από την ιστορική εμπειρία, το επιτόκιο αυτό δεν πρέπει να υπερβαίνει το -1/2% επίσης, διαφορετικά οι καταθέτες πελάτες θα προτιμήσουν να επομισηθούν το κόστος να φυλάξουν τα χρήματά τους εκτός τραπεζών.

Η χορήγηση αρνητικών επιτοκίων στις καταθέσεις μπορεί να επιβληθεί μόνο για ειδικούς λόγους και για μικρό χρονικό διάστημα.

Έκδοση και διανομή χαρτονομίσματος

Αν όλες οι προσπάθειες που περιγράψαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο αποτύχουν, τότε στις κυβερνήσεις δεν μένει άλλη επιλογή από την απλή εκτύπωση και διανομή χαρτονομισμάτων.

Η κυβέρνηση, αντί να ζητήσει από την κεντρική τράπεζα να ενισχύσει τη νομισματική κυκλοφορία μέσω των εμπορικών τραπεζών με τη μέθοδο της ανταλλαγής καταθέσεων με περιουσιακά στοιχεία (ομόλογα, μετοχές κτλ.), πρέπει απλώς να διανείμει τα χαρτονομίσματα χωρίς καμία αντιπαροχή. Με τέτοιο τρόπο η ιδιωτική ευημερία θα αυξηθεί και θα ενθαρρυνθεί η αύξηση των καταναλωτικών δαπανών.

Τέτοια θεραπεία υποστήριζε ο Keynes, αναφέροντας τα περί θαψίματος χρημάτων και μίσθωσης εργατών γ' αυτή τη δουλειά. Περισσότερο σύγχρονος και τεχνολογικά πιο προηγμένος ο τρόπος του Milton Friedman, ο οποίος πρότεινε στο θεωρητικό μοντέλο του την αύξηση προσφοράς χαρτονομίσματος με τη μέθοδο διανομής δολαρίων με αεροσκάφη. Πάντως, δεν υπήρξαν ιστορικά παραδείγματα θαψίματος χρημάτων ή διανομής χαρτονομισμάτων με τη χρήση αεροσκαφών. Η αιτία είναι προφανής. Αυτοί οι τρόποι δεν μπορούν να γίνουν δεκτοί για πολιτικούς λόγους – ίσως επειδή κάποια άτομα θα κέρδιζαν περισσότερο ή λιγότερο εξαιτίας της κατεύ-

θυνσης του ανέμου.

Στην περίπτωση της Ιαπωνίας, εκτιμάται ότι ο πιο αποτελεσματικός τρόπος είναι η προσωρινή αποκοπή φόρων. Στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό σύστημα, τα χρήματα προστίθενται στους ατομικούς λογαριασμούς με τη μορφή της αύξησης του διαθέσιμου πιστωτικού υπολοίπου του λογαριασμού καταθέσεων. Αποτέλεσμα είναι τα νοικοκυριά να έχουν αυξημένα ποσά στις τραπεζικές καταθέσεις τους και οι τράπεζες να έχουν αυξημένες καταθέσεις στην κεντρική τράπεζα. Στην ιαπωνική περίπτωση φαίνεται να δοκιμάζεται ένα μείγμα εξόδου από τη δύσκολη αντιπληθωριστική κατάσταση με δύο πολιτικές: την προσωρινή περικοπή φόρων και την αγορά ομολόγων έναντι μετρητών από την κεντρική τράπεζα: το εγχείρημα είναι προς τη σωστή κατεύθυνση, χρειάζεται όμως κάποιο χρόνο για να έχει πιθανότητες επιτυχίας. Ενθαρρυντική είναι η ανοδική πορεία, έπειτα από πολλά χρόνια, του χρηματιστηριακού δείκτη Nikkei 225, που αρχίζει να προεξοφλεί άνοδο της κερδοφορίας των επιχειρήσεων του ιδιωτικού τομέα, αναμένοντας κάποια αύξηση της συνολικής εσωτερικής ζήτησης στην ιαπωνική οικονομία.

Η μεγαλύτερη δυσκολία παρουσιάζεται όταν η κυβέρνηση θεωρεί ότι το προς εξυπηρέτηση χρέος είναι πολύ υψηλό: τότε η «εκτύπωση χρήματος» δεν αποτελεί εύκολη λύση.

Αν η κυβέρνηση διανείμει χρήματα, πώς η πράξη αυτή θα καταχωριστεί στους κρατικούς λογαριασμούς; Το πιθανότερο είναι το ποσό να εμφανισθεί ως κυβερνητικές δαπάνες, ακόμη και αν δεν αγοραστεί τίποτα με αυτά τα χρήματα. Ο χειρισμός αυτός θα οδηγήσει σε μεγαλύτερο έλλειμμα και θα αυξήσει το σύνολο του δημοσίου χρέους, παρά το ότι το νέο χρέος θα είναι άτοκο, δηλαδή με μορφή χαρτονομισμάτων.

Αξίζει να θυμηθούμε ότι σε περιόδους υπερπληθωρισμού, στο παρελθόν, οι κυβερνήσεις χρηματοδοτούσαν τις κυβερνητικές δαπάνες με την εκτύπωση χαρτονομι-

Ο δείκτης τιμών καταναλωτού δείχνει πληθωρισμό χαμηλότερο από ποτέ, ενώ ο δείκτης τιμών παραγωγού – οι τιμές χονδρικής πώλησης – μονιμοποιούν το φαινόμενο, σε κάποιες δε περιπτώσεις εμφανίζονται αντιπληθωριστικές τάσεις σε αγορές περιουσιακών στοιχείων, όπως αγορά γης, ακινήτων, παγίων στοιχείων οικιακού και βιομηχανικού εξοπλισμού, αγαθά τεχνολογίας κ.λπ.

➔ σμάτων χωρίς να λαμβάνουν υπόψη περιορισμούς από το επίπεδο του δημοσίου ελλείμματος ή του συσσωρευμένου χρέους.

Η έλλειψη αποδοτικότητας στην αγορά ομολόγων σημαίνει ότι η πώληση μέρους του δημοσίου χρέους στην κεντρική τράπεζα ή, στην ακραία περίπτωση, η εκτύπωση χαρτονομίσματος είναι μοναδικός τρόπος χρηματοδότησης του ανοίγματος μεταξύ εσόδων και εξόδων. Με τέτοιες συνθήκες, τα όρια μεταξύ της νομισματικής και δημοσιονομικής επέκτασης είναι δυσδιάκριτα.

Στο σημείο αυτό πρέπει να υπενθυμίσουμε τα προβλεπόμενα από την κοινοτική νομοθεσία, η οποία απαγορεύει σαφώς τη δανειοδότηση των κυβερνήσεων από την κεντρική τράπεζα με χρήση του εκδοτικού προνομίου. Το δε Σύμφωνο Σταθερότητας περιορίζει τα περι-

θώρια των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων από την πλευρά της δημοσιονομικής πολιτικής, με σκοπό την αποτροπή και τον περιορισμό των αντιπληθωριστικών τάσεων. Όταν και αν η Ευρώπη βρεθεί σε συνθήκες αντιπληθωρισμού, το μείγμα οικονομικής πολιτικής που θα μπορέσει να χρησιμοποιήσει ως εργαλείο βασίζεται στη μείωση των επιτοκίων, όμως η προσέγγιση αυτή παρουσιάζει τα μειονεκτήματα που ήδη αναφέραμε.

Πόσο πρέπει να ανησυχούμε για τον αντιπληθωρισμό

Ο πληθωρισμός μπορεί να γίνει αρνητικός. Δημιουργείται το ερώτημα: Μπορούμε να μετρήσουμε τον αντιπληθωρισμό σε πραγματικούς αριθμούς; Π.χ., η πτώση του πληθωρισμού από το 2% στο -2% είναι αλγεβρικά ισοδύναμη με την πτώση του επιπέδου πληθωρισμού από το 6% στο 2%; Το αρνητικό ή θετι-

κό σύμβολο δεν έχει μεγάλη σημασία, λόγω της ύπαρξης δυνατότητας προσαρμογής του οικονομικού συστήματος, δεδομένου ότι παρακολουθούνται όλες οι οικονομικές εξελίξεις.

Σε τέτοια περίπτωση δεν θα προκύψουν συνέπειες από τη μείωση του πληθωρισμού. Ιστορικά, το 19ο αιώνα η επεκτατική περίοδος της οικονομικής ανάπτυξης συμπίπτει με πτωτικές τάσεις τιμών στις ΗΠΑ όσο και στη Βρετανία. Το βασικό θετικό στοιχείο που εξάγεται από αυτή την ιστορική εμπειρία είναι ότι ο αντιπληθωρισμός ήταν τότε πλήρως αναγνωρισμένος από το οικονομικό σύστημα και δεν υπήρξαν αρνητικά αποτελέσματα. Στις μέρες μας, ο αντιπληθωρισμός δεν είναι ακόμη η αναγνωρισμένη, πιθανή, μελλοντική πραγματικότητα, οπότε υπάρχει η πιθανότητα να μην μπορέσουν όλοι οι παράγοντες του οικονομικού συστήματος να παρακολουθήσουν τις εξελίξεις και να προσαρμοστούν στις νέες οικονομικές συνθήκες. Συγκεκριμένα, η πραγματική αξία των κάθε είδους σταθερών συμβάσεων θα αυξηθεί, καθώς θα μειωθεί ο πληθωρισμός.

Ορισμένες συμβάσεις θα είναι δύσκολο να προσαρμοσθούν στα νέα δεδομένα. Π.χ., οι μισθοί και τα ημερομίσθια θα μειωθούν με πιο αργούς ρυθμούς από τις τιμές

των αγαθών και ορισμένων υπηρεσιών. Ο συνδυασμός μείωσης τιμών για τα προϊόντα και τα περιουσιακά στοιχεία, περιορισμένων περιθωρίων κέρδους για τις επιχειρήσεις και ποιότητας των ισολογισμών τους θα προκαλέσει οικονομική αστάθεια.

Η εμφάνιση ακόμη και ασήμαντου ρυθμού πληθωρισμού θα παρουσιάζει μεγάλη σημασία για την αγορά ομολόγων. Χωρίς τον υπολογισμό του risk premium κατά περίπτωση, η απόδοση των ομολόγων μπορεί να υποχωρήσει σε χαμηλότερα επίπεδα απ' ό,τι υπήρξαν ποτέ στο παρελθόν.

Σε συνθήκες αντιπληθωρισμού, η ποιότητα των ομολόγων θα διαφοροποιηθεί και θα έχει μεγαλύτερη σημασία. Πιθανόν, θα υπάρχει μεγάλη διαφορά στις τιμές μεταξύ των ομολόγων χαμηλού κινδύνου και υψηλού κινδύνου. Στο ερώτημα που αυθόρμητα γεννάται, πώς ο αντιπληθωρισμός θα επηρεάσει την αγορά ομολόγων, η απάντηση είναι ότι οι τιμές των ομολόγων θα αυξηθούν, επωφελούμενες από την πώση των επιτοκίων. Αρχικά, επειδή ο αντιπληθωρισμός δεν υπάρχει ακόμη στη λογική των αγορών, ίσως υπάρξει χρονική υστέρηση μέχρι το σύστημα να προσαρμοστεί.

Επίλογος

Η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται σε ενδιαφέρουσα μεταβατική καμπή. Οι αντιπληθωριστικές τάσεις είναι ήδη φανερές στην Ιαπωνία και την Κίνα, ενώ η οριστική ανάρρωση των κρατών της Απω Ανατολής, μετά τη περυσινή κρίση, εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την αύξηση των καθαρών εξαγωγών τους προς τις δυτικές χώρες. Αυτό το γεγονός θα ασκήσει πίεση στις τιμές των διαφόρων προϊόντων στις χώρες υποδοχής.

Η κυκλική επιβράδυνση του ρυθμού πληθωρισμού παρουσιάζεται ήδη στις ΗΠΑ και στη Μεγάλη Βρετανία. Στην Ευρώπη, οι μεγάλες οικονομίες της Γερμανίας και της Γαλλίας έχουν χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης τα τελευταία χρόνια, καθώς οι αντιπληθωριστικές δυνάμεις είναι πολύ ισχυρές, ώστε αναγκάζουν το επίπεδο του πληθωρισμού να μειώνεται. Αν η πρόσφατη αύξηση της τιμής του πετρελαίου απορροφηθεί από το σύστημα οριστικά, πορεία της Ευρώπης προς τον αντιπληθωρισμό είναι πιθανή.

Αν ο αντιπληθωρισμός τιμών εμφανιστεί στη Δύση και ιδιαίτερα στις ΗΠΑ, οι συνέπειες για τις χρηματαγορές θα είναι κρίσιμες, τα επιτόκια και οι αποδόσεις των ομολόγων θα οδηγηθούν σε μείωση και οι μετοχές θα αντιμετωπίσουν σοβαρή πτωτική αποκλιμάκωση.

Κλείνοντας, επισημαίνουμε ότι η πιθανότητα να μπει ο δυτικός κόσμος σε αντιπληθωριστική φάση στο μέλλον είναι σοβαρή και πρέπει να αντιμετωπιστεί από όλους μας με ρεαλισμό. □

Πηγές:

1. Goldman Sachs: «Global deflation and the danger of free - loading on the strength of America» by Gavyn Davies.
2. «Στα ερείπια του αντιπληθωρισμού», Κ. Βεργόπουλος, «Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία», 27-9-98.
3. Midland bank: «Deflation» by Roger Bottle www.hsbcmidland.com.
4. «The Gold Standard in Theory and History», Eichengreen and Flandreau.
5. «Monetary Policy and Depression», Royal Institute for International Affairs.
6. BLOOMBERG

Ευχαριστίες στους εκλεκτούς συναδέλφους και συνεργάτες κ.κ. Βαγγέλη Γερασιμάκη και Φάνη Παπαδάτο για την εποικοδομητική κριτική και τις γόνιμες παρατηρήσεις τους και στους Paul Harvey, Bernard Watschots, Rabobank.

ΑΝΤΙΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Λέξεις-κλειδιά

Αντιπληθωρισμός, αποπληθωρισμός, Κανόνας Χρυσού, Δείκτης Τιμών Καταναλωτού, Δείκτης Τιμών Εμπορευμάτων (CRB index), Κεντρική Τράπεζα, παγκοσμιοποίηση, αγορά κυβερνητικών ομολόγων, δημόσιο χρέος, γήρανση πληθυσμού, υπεραποταμίευση, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, αρνητικά επιτόκια, ύφεση, οικονομική κρίση, κενύσιανά οικονομικά, δημοσιονομική επέκταση, προσφορά χρήματος, εκδοτικό προνόμιο, αποκοπή φόρων, John Meynard Keynes, Milton Freedman, επισηφαλή τραπεζικά δάνεια, πετρέλαιο, χρυσός, ευρώ, Νομισματικές Αρχές, ιδιωτικός πλούτος, ενεργός ζήτηση, Ιαπωνία, ακαμψία μισθών και ημερομισθίων, Σύμφωνο Δημοσιονομικής Σταθερότητας, πληθωριστικό πείραμα, μηχανισμός διορθωτικής σταθεροποίησης, πραγματική αγοραστική δύναμη, διανομή χαρτονομίσματος.

Έπειτα από πολλά χρόνια, παρατηρείται ευκαμψία τιμών στα βασικά είδη που συνθέτουν το δείκτη τιμών καταναλωτού. Αυτό οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην πτώση του επιπέδου της συνολικής ζήτησης