



ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ

ΠΑΡΕΜΒΑΣΗ

Αθήνα, 19 Ιουνίου 2023

Panel discussion at the Economist Impact Event for Greece:

‘In the aftermath of the recent bank failures’

Γιάννης Στουρνάρας, Διοικητής, Τράπεζα της Ελλάδος

A. Πόσο πιθανό είναι να επαναληφθεί η Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση του 2007-2008;

Έχουν περάσει περίπου 3 μήνες από την κατάρρευση της Silicon Valley Bank (SVB) και της Signature Bank, καθώς και τη διάσωση της Credit Suisse (CS) από την UBS, που προκάλεσαν σημαντική αναταραχή στις αγορές και ανησυχίες για την ευρωστία του χρηματοπιστωτικού συστήματος διεθνώς. Και ενώ η αρχική εκτίμηση ήταν ότι τα προβλήματα περιορίστηκαν στις τράπεζες αυτές, ήρθε το Μάιο η πτώχευση της First Republic Bank και η ανάληψη των καταθέσεων και του μεγαλύτερου μέρους του ενεργητικού της από την JP Morgan Chase, να μας θυμίσει ότι συνεχίζουν να υπάρχουν αδυναμίες, κυρίως σε ένα κομμάτι του αμερικανικού τραπεζικού συστήματος.

Παρόλα αυτά, και παρά το γεγονός ότι οι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα έχουν αυξηθεί, φαίνεται ότι δεν είναι πιθανή η επανάληψη μίας παγκόσμιας κρίσης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ανάλογη με αυτή του 2007-2008. Θα ήθελα αρχικά να αναφερθώ στα γεγονότα των τελευταίων μηνών και μετά τους λόγους για τους οποίους πιστεύω ότι αυτή τη φορά η κατάσταση μοιάζει διαφορετική από αυτή του 2007-08:

⇒ Στην περίπτωση των αμερικανικών τραπεζών, η αύξηση των επιτοκίων της νομισματικής πολιτικής αποκάλυψε σοβαρές αδυναμίες στο επιχειρηματικό τους μοντέλο και στη διαχείριση των κινδύνων, αλλά και σημαντικά κενά στην εφαρμογή του εποπτικού πλαισίου από τις αρχές.

- Ενδεικτικά να αναφέρω ότι: α) δεν εφαρμόστηκαν βασικές τραπεζικές πρακτικές διαχείρισης επιτοκιακού κινδύνου και κινδύνου ρευστότητας, β) μεγάλο μέρος των καταθέσεων ήταν μη προστατευμένες ενώ υπήρχε και μεγάλη συγκέντρωση στις πηγές χρηματοδότησης, γ) η σημαντική θέση του Chief Risk Officer της SVB είχε μείνει κενή για σημαντική περίοδο, δ) οι αρμόδιες εποπτικές αρχές των ΗΠΑ είχαν ‘χαλαρώσει’ ορισμένους εποπτικούς κανόνες για τις τράπεζες μικρού και μεσαίου μεγέθους.
- ⇒ Αντίστοιχα, στην περίπτωση της CS υπήρξαν για σειρά ετών αστοχίες στην επενδυτική πολιτική και σοβαρές ζημιές από απομειώσεις στοιχείων του ενεργητικού καθώς και από ποινές που υπεβλήθησαν από τις αρχές.
- ⇒ Και ενώ στην περίπτωση της CS θα έλεγα ότι είχαμε μάλλον να κάνουμε με ιδιοσυγκρασιακή περίπτωση, στις ΗΠΑ φαίνεται ότι υπήρχαν αδυναμίες σε ένα ευρύτερο κομμάτι του συστήματος που αφορά μικρές και μεσαίες τράπεζες. Η αναταραχή που προκλήθηκε σε Ευρώπη και Αμερική, στάθηκε ικανή, προσωρινά, να επιφέρει μία σημαντική επίπτωση στις αγορές και ειδικά στην Αμερική να επηρεάσει την εμπιστοσύνη των αποταμιευτών προς τις μικρότερες τράπεζες.
- ⇒ Γιατί όμως τώρα φαίνεται να είναι διαφορετικά?
 - Καταρχάς, η παρέμβαση των αρχών σε Ελβετία και ΗΠΑ ήταν άμεση και αποφασιστική προκειμένου να διασφαλιστεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, ειδικά για την περίπτωση της CS που ήταν μία τράπεζα πολύ μεγάλη για να καταρρεύσει (too big to fail). Σημαντικό ρόλο διαδραμάτισε και η πλήρης εξασφάλιση των καταθετών στην Αμερική. Βέβαια, η απόφαση να απομειωθεί πλήρως η αξία των Additional Tier 1 (AT1) ομολόγων της CS απασχόλησε το δημόσιο διάλογο την περίοδο που ακολούθησε.
 - Επιπρόσθετα, διαθέτουμε και εφαρμόζουμε στην Ευρώπη ένα εποπτικό πλαίσιο το οποίο ενσωμάτωσε όλα τα μαθήματα από την κρίση του 2007-08. Ως αποτέλεσμα, οι τράπεζες έχουν βελτιώσει σημαντικά την ποιότητα του ενεργητικού τους, τα επίπεδα κεφαλαιακής τους επάρκειας και τα αποθέματα ρευστότητας, καθώς και την διακυβέρνηση των κινδύνων και τα συστήματα εσωτερικού τους ελέγχου. Είναι λοιπόν σε σαφώς καλύτερη θέση να απορροφήσουν τους κλυδωνισμούς από μία αναταραχή όπως αυτή που βιώσαμε πρόσφατα.
 - Ενδεικτικά και με στοιχεία Δεκεμβρίου 2022, ο μέσος δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας στις τράπεζες της Ε.Ε. ανέρχεται σε 19,4%, ο μέσος δείκτης μη-

εξυπηρετούμενων προς το σύνολο των δανείων ανέρχεται σε 1,8%, και ο δείκτης κάλυψης ρευστότητας σε 165%.

Οφείλω να ομολογήσω όμως ότι η πρόσφατη κρίση έχει αρκετά διδάγματα τόσο για τις κεντρικές τράπεζες όσο και για τις εποπτικές αρχές:

- ⇒ Πρώτον, και όπως έχουν ήδη πει και άλλοι συνάδελφοί μου, κανείς δε γνωρίζει τη μορφή που θα έχει η επόμενη χρηματοπιστωτική κρίση και είναι γεγονός, ότι οι κίνδυνοι για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα παγκοσμίως έχουν αυξηθεί. Ο συνδυασμός του υψηλού πληθωρισμού και της δυναμικής ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής μετά από μακρά περίοδο χαμηλών επιτοκίων, εγκυμονεί κινδύνους τόσο εντός όσο και εκτός του χρηματοπιστωτικού τομέα.
- ⇒ Δεύτερον, παρά τις βελτιώσεις στο θεσμικό πλαίσιο και τις εποπτικές πρακτικές, παραμένει ο κίνδυνος μία τράπεζα να καταρρεύσει, οπότε χρειάζεται επαγρύπνηση από τις εποπτικές αρχές και -όπου χρειάζεται- στοχευμένες βελτιώσεις στο εποπτικό πλαίσιο. Για παράδειγμα, θα μπορούσε πιθανότατα η κατάρρευση της SVB να είχε αποφευχθεί εάν οι εποπτικές αρχές εντόπιζαν εγκαίρως τις αδυναμίες στο επιχειρηματικό μοντέλο της τράπεζας και εφόσον δεν υπήρχε η 'χαλάρωση' της εποπτείας από τις αμερικανικές αρχές για τις τράπεζες μικρότερου μεγέθους. Δύο πρόσθετες επισημάνσεις ως προς αυτό:
 - Τα εποπτικά πρότυπα εφαρμόζονται και βελτιώνονται συνεχώς. Η παρακολούθηση όμως της συνεπούς εφαρμογής τους από τις εποπτικές αρχές είναι αυτή που ελαχιστοποιεί την πιθανότητα κατάρρευσης μιας τράπεζας.
 - Αδυναμίες σε τράπεζες μικρότερου μεγέθους, μπορούν να δημιουργήσουν συστημικά προβλήματα, αν αυτές δεν αντιμετωπιστούν άμεσα.
- ⇒ Τρίτον, στην εποχή μας, όπου μεγάλο μέρος του πληθυσμού καταφεύγει άκριτα για την ενημέρωσή του στα social media είναι αρκετές φορές δύσκολο για τους αποταμιευτές (αλλά καμιά φορά και για τους επενδυτές) να ξεχωρίσουν τη σωστή πληροφορία από την παραπληροφόρηση. Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με τις δυνατότητες της ηλεκτρονικής τραπεζικής και της τεχνολογίας, μπορεί να δημιουργήσει πιο εύκολα καταστάσεις πανικού και αφήνει λιγότερο χρόνο αντίδρασης στις αρχές.

- ο Ενδεικτικά, στην περίπτωση της SVB, το ένα τρίτο των καταθέσεων εξανεμίστηκε σε μόλις μία ημέρα με online αναλήψεις. Όπως γράφτηκε και σε άρθρο των FT¹, η κατάρρευση της SVB έχει χαρακτηριστεί ως η πρώτη 'Twitter-fueled bank run'.

Συμπερασματικά, μπορεί μεν το τραπεζικό σύστημα να είναι σαφώς πιο υγιές και φερέγγυο σε σχέση με το παρελθόν, αλλά αυτό δε σημαίνει εφησυχασμό. Χρειάζεται αποτελεσματική εποπτεία τόσο σε μικροπρωληπτικό επίπεδο (περιλαμβανομένων των τραπεζών μικρότερου μεγέθους) όσο και σε μακροπρωληπτικό επίπεδο. Επίσης, είναι σκόπιμο, κατά την άσκηση νομισματικής πολιτικής, να λαμβάνονται υπόψη κίνδυνοι που αφορούν στην χρηματοπιστωτική σταθερότητα καθώς ενδέχεται να επηρεαστεί ο μηχανισμός μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής.

Ταυτόχρονα, και ειδικά για την Ευρωπαϊκή Ένωση, χρειάζεται να γίνουν περαιτέρω βήματα όσον αφορά την πλήρη ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης, με τη σύσταση ενός πανευρωπαϊκού συστήματος εγγύησης καταθέσεων και ενός αποτελεσματικού πλαισίου διαχείρισης κρίσεων. Ως προς το δεύτερο γίνονται πρόσφατα σημαντικά βήματα από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, αλλά θεωρούμε ότι θα μπορούσαν να είναι ακόμα πιο φιλόδοξα.

B. Πόσο αναμένεται να διαρκέσει ο υψηλός πληθωρισμός και η αύξηση των επιτοκίων;

Θα ξεκινήσω με μια σύντομη αναφορά στον πληθωρισμό.

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ έχει μειωθεί σημαντικά από το περασμένο φθινόπωρο, **εξακολουθεί** όμως να είναι πολύ υψηλός. Αφού κορυφώθηκε στο 10,6 % τον Οκτώβριο του 2022 υποχώρησε στο 6,1% τον προηγούμενο μήνα [Μάιο], στο χαμηλότερο επίπεδο για πάνω από ένα έτος. Θέλω να επισημάνω στο σημείο αυτό τη σημαντική επιβράδυνση που σημείωσε ο πληθωρισμός και στην Ελλάδα, φτάνοντας στο 4,1% τον Μάιο, σε ένα από τα πέντε χαμηλότερα επίπεδα στη ζώνη του ευρώ.

Τρεις κυρίως λόγοι μάς επιτρέπουν να προβλέπουμε περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού:

- α) πρώτον, υποχωρούν σημαντικά οι τιμές τις ενέργειας. Μάλιστα ο πληθωρισμός της ενέργειας κινήθηκε σε αρνητικά κατά μέσο όρο επίπεδα το προηγούμενο τρίμηνο. Η δε τιμή του φυσικού αερίου βρίσκεται πλέον κοντά στα επίπεδα που παρατηρήθηκαν

¹ <https://www.ft.com/content/a60e543d-c950-4ebb-8da9-d6b0b359ad7b?desktop=true&segmentId=d8d3e364-5197-20eb-17cf-2437841d178a#myft:notification:instant-email:content>

πριν από τον πόλεμο στην Ουκρανία. Παρατηρούμε δηλαδή την εκτόνωση σε μεγάλο βαθμό των πληθωριστικών πιέσεων από την πλευρά της ενέργειας.

β) δεύτερον, έχουν σε μεγάλο βαθμό εξανεμιστεί οι πληθωριστικές πιέσεις λόγω του ανοίγματος της οικονομίας και της συνακόλουθης αυξημένης ζήτησης μετά την πανδημία, καθώς έχουν σταδιακά μειωθεί οι κραδασμοί από την πλευρά της προσφοράς που πήγαζαν από διαταράξεις στο διεθνές εμπόριο και ελλείψεις πρώτων υλών και εξοπλισμού.

γ) τρίτον, λόγω της δυναμικής μετάδοσης της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ είναι πρωτοφανείς, τόσο σε ταχύτητα όσο και σε ένταση και μεταδίδονται ήδη δυναμικά στις συνθήκες χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά, επηρεάζοντας σημαντικά και τα νομισματικά μεγέθη (M3, M1). Αναφέρω χαρακτηριστικά ότι η ζήτηση επιχειρηματικών δανείων στην ευρωζώνη κατά τους τρεις πρώτους μήνες του 2023 σημείωσε τη μεγαλύτερη καθαρή πτώση από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008-09. Επιπλέον, τα επιτόκια δανεισμού για επιχειρηματικά και στεγαστικά δάνεια έχουν αυξηθεί σημαντικά σε επίπεδα που είχαμε να δούμε για μια δεκαετία.

Οι εκτιμήσεις για τον πληθωρισμό επιβεβαιώνονται και στις τελευταίες προβλέψεις της ΕΚΤ, οι οποίες δημοσιεύθηκαν την προηγούμενη εβδομάδα. Ο (μέσος ετήσιος) πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ αναμένεται να μειωθεί σημαντικά στο 2,2% το 2025, από 5,4% φέτος. Φαίνεται ότι ήδη προς το τέλος του 2023 θα έχουμε φτάσει κοντά στο 3%, ενώ εντός του 2025 θα προσεγγίσουμε το στόχο του 2%.

Το κυρίαρχο ζήτημα αυτή τη στιγμή είναι ο υποκείμενος πληθωρισμός, ή αλλιώς ο πυρήνας του πληθωρισμού και η δυναμική του εξέλιξη. Παρατηρούμε την εκδήλωση των συνήθων πιέσεων για αντιστάθμιση της απώλειας αγοραστικής δύναμης, λόγω του πληθωρισμού, με αναπροσαρμογή της αμοιβής της εργασίας. Επιπλέον, πολλές επιχειρήσεις κατέγραψαν διεύρυνση του περιθωρίου κέρδους, καθώς σε κάποιους τομείς η προσφορά δεν μπορούσε, λόγω ελλείψεων εισροών, να ανταποκριθεί πλήρως στην αναθέρμανση της ζήτησης. Προς το παρόν, ωστόσο, δεν βλέπουμε σημαντικές δευτερογενείς πληθωριστικές επιδράσεις από την αύξηση των κερδών και των μισθών. Είμαστε σε συνεχή εγρήγορση προκειμένου να εξασφαλίσουμε ότι οι δευτερογενείς πληθωριστικές επιδράσεις παραμένουν συνεχώς υπό έλεγχο προκειμένου να αποφευχθεί μια αυτοτροφοδοτούμενη αύξηση του πληθωρισμού και να επιτευχθεί ο στόχος της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα.

Στο πλαίσιο αυτό είναι ενθαρρυντικό ότι οι περισσότεροι δείκτες των πιο μακροπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών συνεχίζουν να κυμαίνονται πλησίον του μεσοπρόθεσμου στόχου του 2%. Για παράδειγμα, οι πιο μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό των εξειδικευμένων φορέων διενέργειας προβλέψεων, κυμαίνονται στο 2,1% το δεύτερο τρίμηνο του 2023, ενώ οι μακροπρόθεσμοι δείκτες αντιστάθμισης του πληθωρισμού οι οποίοι βασίζονται σε σχετικά παράγωγα, ειδικότερα το επιτόκιο των συμφωνιών ανταλλαγής που συνδέονται με τον πληθωρισμό (ILS) μετά από πέντε έτη και για ορίζοντα πέντε ετών, κυμαίνονται κοντά στο 2,5%.

Στην μείωση του πληθωρισμού συντελεί, όπως αναφέρθηκε, και η αποφασιστική στάση της νομισματικής αρχής. Τα επιτόκια αυξήθηκαν τον Ιούλιο του 2022 για πρώτη φορά μετά από περισσότερο από μια δεκαετία, το δε επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων έγινε θετικό για πρώτη φορά από το 2014 και από το -0,5% έχει τώρα διαμορφωθεί στο 3,50%. Έχουμε προχωρήσει σε 8 αυξήσεις των επιτοκίων, σωρευτικά κατά 400 μονάδες βάσης, σε λιγότερο από ένα χρόνο. Αυξήσεις αυτής της έκτασης σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα δεν έχουν καταγραφεί στην ευρωζώνη στο παρελθόν.

Επιπλέον, όμως, των αυξήσεων των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής γίνεται περισσότερο περιοριστική και μέσω της μείωσης του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος. Ο περιορισμός του ισολογισμού επιτυγχάνεται με δύο τρόπους.

- Πρώτον, τόσο με τις διαδοχικές εθελοντικές αποπληρωμές όσο και με τις λήξεις των πράξεων TLTRO III, οι οποίες είχαν διενεργηθεί τα προηγούμενα χρόνια. Ιδιαίτερο ρόλο στην ταχύτερη αποπληρωμή τους έπαιξε και η αυστηροποίηση των όρων των πράξεων αυτών από τον Νοέμβριο 2022.
- Δεύτερον, με τη συρρίκνωση του χαρτοφυλακίου το οποίο έχει αποκτήσει το Ευρωσύστημα μέσω του προγράμματος αγοράς τίτλων APP, καθώς οι επανεπενδύσεις των τίτλων που λήγουν περιορίστηκαν από τον Μάρτιο έως τον Ιούνιο, ενώ από τον Ιούλιο 2023 θα παύσουν εντελώς.
- Ήδη, ο ισολογισμός του Ευρωσυστήματος έχει περιοριστεί κατά 1,1 τρισεκ. ευρώ από τα 8,8 τρισεκ. ευρώ που κατέγραψε στα μέσα του 2022. Στο τέλος του τρέχοντος μήνα αναμένεται ακόμα μια μεγάλη λήξη TLTRO III, ύψους περίπου 500 δισεκ. ευρώ, οπότε η συνολική μείωση θα υπερβεί το 1,6 τρισεκ. ευρώ.

Ωστόσο, στο Διοικητικό Συμβούλιο της ΕΚΤ έχουμε καταστήσει σαφές ότι έχουμε ακόμα αρκετό έδαφος να διανύσουμε. Χρειάζεται περαιτέρω σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής. Έτσι, καλούμαστε να αναλογιστούμε ποιο ύψος επιτοκίων είναι το κατάλληλο και για ποιο

χρονικό διάστημα θα πρέπει αυτό να διατηρηθεί, ώστε να τιθασευτεί ο πληθωρισμός. Δεν υπάρχει μια εύκολη απάντηση σε αυτό, καθώς θα πρέπει να λάβουμε υπόψη μας τα εξής:

- Αρχικά, οι συνθήκες χρηματοδότησης έχουν αυστηροποιηθεί σημαντικά τόσο από την αύξηση των επιτοκίων όσο και από τη μείωση της υπερβάλλουσας ρευστότητας, λόγω του περιορισμού του ισολογισμού του Ευρωσυστήματος. Ωστόσο, η υπερβολική αυστηροποίηση των συνθηκών αυτών μπορεί να οδηγήσει σε στρεβλώσεις στη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών ή σε κινδύνους για την ομαλή μετάδοση της νομισματικής πολιτικής σε κάθε γωνιά της ζώνης του ευρώ. Αν υλοποιηθούν οι κίνδυνοι αυτοί ενδέχεται να δούμε επεισόδια κατακερματισμού και εντάσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές στη ζώνη του ευρώ, παρά την ανθεκτικότητα του τραπεζικού τομέα.
- Επιπλέον, η νομισματική πολιτική ξεδιπλώνει συνήθως τον αντίκτυπό της σε εκτεταμένες περιόδους και με χρονικές υστερήσεις. Τα μέτρα νομισματικής πολιτικής που έχουμε πάρει ως τώρα, έχουν ήδη μεταδοθεί δυναμικά, όπως προανέφερα, στις χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Χρειάζονται όμως αρκετά τρίμηνα για να γίνουν πλήρως αισθητές οι επιπτώσεις τους στην οικονομική δραστηριότητα και τον πληθωρισμό λόγω των χρονικών υστερήσεων στο μηχανισμό μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής. Πλέον βλέπουμε και την σταδιακή μετάδοση των μέτρων και στην οικονομική δραστηριότητα, κυρίως στη μεταποίηση, που αναμένεται να συνεχιστεί μεσοπρόθεσμα, και ενδεχομένως να ενταθεί.

Συνεπώς, είναι σημαντικό να είμαστε προσεκτικοί στα επόμενα βήματά μας, τα οποία θα πρέπει να είναι σταδιακά και μετρημένα. Δεν πρέπει να υποτιμούμε τον κίνδυνο να αποδειχθούν ιδιαίτερα έντονες οι επιπτώσεις των μέτρων νομισματικής πολιτικής που έχουμε ήδη λάβει, όταν ξεδιπλωθούν πλήρως. Θα πρέπει να κάμψουμε τον πληθωρισμό, διασφαλίζοντας παράλληλα τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και αποφεύγοντας να οδηγήσουμε την οικονομία σε ύφεση. Η άποψη αυτή ενισχύεται και από το γεγονός ότι στο διεθνές οικονομικό και χρηματοπιστωτικό περιβάλλον συνεχίζει να επικρατεί διάχυτη και αυξημένη αβεβαιότητα.

Σχετικά με το ερώτημα για το χρονικό διάστημα που θα διατηρηθούν υψηλά τα επιτόκια έχω να πω τα εξής: Οι πρόσφατοι κλυδωνισμοί της παγκόσμιας οικονομίας, και ειδικότερα ο πόλεμος στην Ουκρανία, με τις επιπτώσεις στις τιμές ενέργειας και τροφίμων, συνέβαλαν πολύ στην αύξηση του πληθωρισμού. Όταν εξασθενήσουν οι αρνητικές αυτές επιδράσεις, και με την προϋπόθεση ότι οι πληθωριστικές προσδοκίες θα παραμένουν σταθερές, τα επιτόκια θα μπορέσουν να αποκλιμακωθούν σταδιακά, στο βαθμό που αυτό είναι σε αρμονία με την

επίτευξη του στόχου μας. Όταν επιτύχουμε το στόχο μας για τον πληθωρισμό, οι αγορές αναμένουν ότι τα επιτόκια θα κυμαίνονται κοντά στο 2%.

Συνοψίζοντας, με βάση την μέχρι σήμερα πληροφόρηση, πιστεύω ότι είμαστε κοντά στο τέλος του ανοδικού κύκλου των επιτοκίων, αν και δεν έχουμε φτάσει ακόμα στο τέρμα. Αν δεν αλλάξει κάτι δραματικά, ενδεχομένως μέσα στο 2023 θα δούμε το τέλος των αυξήσεων. Ο πληθωρισμός μειώνεται ήδη και θα μειωθεί κι άλλο όταν ξεδιπλωθούν πλήρως οι επιπτώσεις των μέτρων που έχουμε ήδη λάβει. Ωστόσο, ο πληθωρισμός θα παραμείνει σε υψηλότερο επίπεδο από τον στόχο της σταθερότητας των τιμών για μεγάλο χρονικό διάστημα και αυτό είναι κάτι που δεν μας αφήνει να επαναπαυθούμε.

Το μέλλον ωστόσο είναι αρκετά αβέβαιο. Θέλω να σας θυμίσω ότι κανένας οικονομολόγος δεν μπορούσε να προβλέψει την πανδημία ή τον πόλεμο στην Ουκρανία. Όπως είχε τονίσει και ο John Maynard Keynes, πρέπει να μελετάμε το παρόν υπό το φως του παρελθόντος για τους σκοπούς του μέλλοντος. Με αυτό το σκεπτικό, οι αποφάσεις μας για τα επιτόκια θα συνεχίσουν να βασίζονται στην αξιολόγηση των προοπτικών για τον πληθωρισμό, με βάση τα εισερχόμενα οικονομικά και χρηματοοικονομικά στοιχεία, τη δυναμική εξέλιξη του πυρήνα του πληθωρισμού και την ένταση της μετάδοσης της πολιτικής μας.

Γ. Παρατηρείται μετατόπιση οικονομικής ισχύος προς τις χώρες BRICS?

Χαίρομαι ιδιαίτερα που συζητάμε αυτό το επίκαιρο θέμα με τον λόρδο Ο' Neill, το δημιουργό του ακρωνυμίου BRIC το 2001. Η ομάδα των χωρών BRIC, η οποία αργότερα διευρύνθηκε σε BRICS με τη συμμετοχή της Νοτίου Αφρικής, όχι μόνο καθιερώθηκε ως όρος στην πολιτική οικονομία, αλλά εξελίχθηκε και σε μία θεσμική οντότητα στη διεθνή σκηνή, η οποία συχνά νοείται ως ο εκπρόσωπος του συνόλου των αναδυόμενων οικονομιών.

Στα είκοσι χρόνια από τότε, η παγκόσμια οικονομία βίωσε σημαντικές γεωπολιτικές και οικονομικές εξελίξεις, όπως η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-08, η πανδημία, οι διαταραχές στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες και η ενεργειακή κρίση μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία. Τα γεγονότα αυτά οδήγησαν σε επιβράδυνση της παγκοσμιοποίησης, μεγαλύτερη ανισότητα και γεωοικονομικό κατακερματισμό. Μια σημαντική συνέπεια όλων αυτών ήταν οι διεθνείς οικονομικές σχέσεις της Δύσης να επαναπροσδιοριστούν με βάση όχι μόνο το σχετικό κόστος παραγωγής, αλλά και τη στρατηγική ασφάλεια και αυτονομία.

Η μετατόπιση οικονομικής ισχύος από τον “Παγκόσμιο Βορρά” στον “Παγκόσμιο Νότο” είναι μια δυναμική διαδικασία σε εξέλιξη. Ουσιαστικά η ιστορία των BRICS αφορά σε μεγάλο βαθμό την εκπληκτική άνοδο της Κίνας. Η ραγδαία ανάπτυξή της σε βάθος δεκαετιών πραγματικά άλλαξε την κατανομή της παγκόσμιας οικονομικής δύναμης. Το ονομαστικό ΑΕΠ της Κίνας, στα 18 τρις δολάρια το 2022, είναι υπερδιπλάσιο από αυτό των άλλων τεσσάρων BRICS μαζί, και μόλις 20% χαμηλότερο από το ΑΕΠ των ΗΠΑ. Σε όρους ιστοιμίας αγοραστικών δυνάμεων, η Κίνα είναι ήδη η μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο, με αποτέλεσμα το μερίδιο των BRICS στο παγκόσμιο ΑΕΠ να έχει ξεπεράσει αυτό των G7 από το 2020.

Σε όρους ανακατανομής γεωπολιτικής ισχύος όμως, οι BRICS ως οργανισμός δεν έχουν επιτύχει μέχρι τώρα βαθύτερη θεσμοποίηση, ώστε να εδραιωθούν πολιτικά και στρατηγικά στη διεθνή αρένα. Εκτός από την ίδρυση της Νέας Αναπτυξιακής Τράπεζας και του Contingent Reserve Arrangement, ενός μηχανισμού ρευστότητας που παρέχει υποστήριξη στα μέλη του που αντιμετωπίζουν βραχυπρόθεσμες πιέσεις στο ισοζύγιο πληρωμών ή συναλλαγματική αστάθεια, είναι δύσκολο να δούμε κάποιο άλλο θεσμικό αποτύπωμα της ομάδας συλλογικά. Το πρόβλημα πηγάζει από την άνιση οικονομική βαρύτητα και τις ετερόκλητες πολιτικές φιλοδοξίες και ηγετικές ικανότητες των μελών της.

Οι BRICS δεν επιδίωξαν μέχρι τώρα να ανατρέψουν τις υπάρχουσες δυτικο-κεντρικές δομές παγκόσμιας διακυβέρνησης με μια ολοκληρωμένη εναλλακτική, αλλά να ενταχθούν πιο ισότιμα σε αυτές. Ο αρχικός στόχος τους να ενσωματωθούν στα κέντρα αποφάσεων του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος και να ισχυροποιήσουν τη θέση τους για περισσότερο ανοιχτές αγορές στο διεθνές εμπόριο και στις ροές επενδυτικών κεφαλαίων ουσιαστικά επιτεύχθηκε με την επιτάχυνση της παγκοσμιοποίησης ιδίως τη δεκαετία μετά την ένταξη της Κίνας στον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου το 2001. Στη συνέχεια, οι χώρες BRICS μόχλευσαν τη διεθνή επιρροή τους με τη συμμετοχή στο G20, το οποίο απέκτησε αναβαθμισμένο ρόλο στη διεθνή χρηματοπιστωτική αρχιτεκτονική μετά το 2008.

Το μέλλον των BRICS ως φορέα προώθησης μιας πολυπολικής αλλαγής στην παγκόσμια διακυβέρνηση θα εξαρτηθεί από το βαθμό που μπορούν τα τωρινά και τα πιθανά μελλοντικά μέλη του² να υπερκεράσουν τις πολιτικές διαφορές τους, να διαμορφώσουν ενοποιημένες θέσεις σε θέματα προτεραιότητας και να συνάψουν συμφωνίες στρατηγικής συνεργασίας, ώστε να προωθήσουν μια κοινή αναπτυξιακή ατζέντα.

2 Επί του παρόντος υπάρχουν 19 ενδιαφερόμενες χώρες προς ένταξη στην ομάδα των BRICS, συμπεριλαμβανομένων του Ιράν, των Ηνωμένων Αραβικών Εμιράτων, του Μπαχρέιν, της Αιγύπτου, της Αλγερίας και της Αργεντινής.

Η ανάπτυξη μιας ενιαίας πολιτικής έναντι των BRICS από οποιαδήποτε χώρα της Δύσης μοιάζει εξαιρετικά δύσκολη. Σήμερα, οι προηγμένες οικονομίες προσπαθούν να απεξαρτηθούν ενεργειακά από τη Ρωσία και να θέσουν αντίβαρα στην ηγεμονία της Κίνας στη μεταποίηση και τις πράσινες τεχνολογίες. Στο νέο διεθνές περιβάλλον, αφενός τα συμφέροντα της Ρωσίας και της Κίνας φαίνεται ότι συγκλίνουν, αφετέρου αναδεικνύονται νέες ευκαιρίες για οικονομικές και γεωπολιτικές συμμαχίες για τις υπόλοιπες χώρες BRICS, κυρίως την Ινδία, καθώς και για άλλες δυναμικά αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Δ. Είναι προστατευμένη η Ευρωπαϊκή οικονομία από ενδεχόμενες μελλοντικές αναταραχές;

Το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα έχει υγιή χρηματοοικονομικά μεγέθη και υπόκειται στην αυστηρή εποπτεία της ΕΚΤ και των Εθνικών Αρχών, και είναι σε θέση να απορροφήσει κλυδωνισμούς, όπως αυτός που βιώσαμε πρόσφατα. Όπως ανέφερα και στην αρχική μου τοποθέτηση, απαραίτητη προϋπόθεση για την περαιτέρω θωράκιση του συστήματος είναι η ολοκλήρωση της Τραπεζικής Ένωσης καθώς και η υιοθέτηση ακόμα πιο φιλόδοξων προτάσεων για το πλαίσιο διαχείρισης κρίσεων. Ενδεικτικά, επισημαίνεται η ανάγκη για πρόσθετες αλλαγές που θα αφορούν:

α) τη διασφάλιση ότι το πλαίσιο είναι αποτελεσματικό σε περίπτωση συστημικής κρίσης, καθώς το υφιστάμενο πλαίσιο είναι σχεδιασμένο για την επίλυση κρίσης σε συγκεκριμένο πιστωτικό ίδρυμα,

β) την παροχή επαρκούς ρευστότητας στο ίδρυμα υπό εξυγίανση, καθώς παρά τα μέτρα που έχουν ληφθεί για την διασφάλιση της χρηματοδότησης του Ενιαίου Ταμείου Εξυγίανσης και των Ταμείων Εγγύησης Καταθέσεων (ΤΕΚ), εξακολουθεί να μη διασφαλίζεται πλήρως η απρόσκοπτη πρόσβαση σε ρευστότητα για το ίδρυμα υπό εξυγίανση,

γ) την ανάγκη εναρμόνισης του πλαισίου για τις κρατικές εγγυήσεις με το νέο πλαίσιο για την διαχείριση κρίσεων στον τραπεζικό τομέα ώστε να διασφαλισθεί η ομαλή εφαρμογή των σχετικών μέτρων, και τέλος

δ) την υιοθέτηση ενός κοινού ταμείου παροχής εγγυήσεων των καταθέσεων σε επίπεδο τραπεζικής ένωσης, καθώς η έλλειψη αυτού εξακολουθεί να λειτουργεί αρνητικά στη διασφάλιση της εμπιστοσύνης των καταθετών, ιδίως σε περίπτωση συστημικής κρίσης.

Όσον αφορά την οικονομία της ευρωζώνης, μετά από μια πολύ ισχυρή ανάπτυξη το 2021 και το πρώτο εξάμηνο του 2022, που αντανακλά κυρίως τις επιδράσεις της επανεκκίνησης της

δραστηριότητας μετά την πανδημία, παρέμεινε ουσιαστικά στάσιμη στα τέλη του 2022 και στις αρχές του 2023. Ωστόσο, πρόκειται για μια προσωρινή παύση.

Με τον ενεργειακό εφοδιασμό πλέον πιο ασφαλή και τις τιμές της ενέργειας να έχουν μειωθεί σημαντικά, τον τελευταίο καιρό η αβεβαιότητα έχει υποχωρήσει και η εμπιστοσύνη έχει βελτιωθεί. Τα προβλήματα στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες έχουν επίσης αποκλιμακωθεί. Έτσι, οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές για την ευρωπαϊκή οικονομία είναι πιο ευοίωνες και οι ανησυχίες για ύφεση έχουν εξαλειφθεί. Πιο μεσοπρόθεσμα, αναμένεται περαιτέρω εξισορρόπηση της αγοράς ενέργειας, περαιτέρω σταδιακή υποχώρηση της αβεβαιότητας, βελτίωση των πραγματικών εισοδημάτων και ενίσχυση της εξωτερικής ζήτησης.

Ωστόσο, η ώθηση από αυτούς τους υποστηρικτικούς παράγοντες θα μετριαστεί εν μέρει μεσοπρόθεσμα από τη μέχρι τώρα ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, τις περαιτέρω αυξήσεις των επιτοκίων που αναμένονται από τις αγορές, τις λιγότερο ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες και τη σταδιακή απόσυρση της δημοσιονομικής στήριξης. Συνολικά, η ανάπτυξη θα υπερβεί το δυνητικό προϊόν το 2024-25, υποστηριζόμενη επίσης από μια ανθεκτική αγορά εργασίας.

Ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη, αφού έφτασε το υψηλό επίπεδο του 8,4% το 2022, αναμένεται να αποκλιμακωθεί τα επόμενα τρία χρόνια. Η απότομη πτώση των τιμών των ενεργειακών βασικών εμπορευμάτων – τρεχουσών και των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης – μετριάζει σημαντικά τις πληθωριστικές πιέσεις, με αποτέλεσμα ο γενικός πληθωρισμός να μειώνεται πλέον με γρήγορο ρυθμό.

Ο πυρήνας του πληθωρισμού όμως παραμένει επίμονος, αντανακλώντας τις καθυστερημένες έμμεσες επιπτώσεις από τις προηγούμενες υψηλές τιμές ενέργειας και την προηγούμενη ισχυρή υποτίμηση του ευρώ. Οι καθοδικές επιδράσεις στον πυρήνα του πληθωρισμού από τις πιο πρόσφατες μειώσεις των τιμών της ενέργειας, την ανατίμηση του ευρώ και τη σταδιακή ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής θα γίνουν αισθητές λίγο αργότερα σε όλη τους την έκταση.