

Η διεθνής οικονομία μπροστά στο άγνωστο

Κωνσταντίνος Γάτσιος¹

Ο κόσμος που γνώριζαν οι οικονομολόγοι μέχρι την κρίση του 2008-2009 χαρακτηριζόταν, μεταξύ πολλών άλλων, και από μία βασική οικονομική σχέση: ότι ο πληθωρισμός κινείται σε αντίθετη κατεύθυνση από εκείνη των επιτοκίων – χαμηλά επιτόκια, υψηλός πληθωρισμός, και το αντίθετο. Όμως, αυτός ο κόσμος έχει πάψει πλέον να υπάρχει. Τα δέκα τελευταία χρόνια, εξαιρετικά χαμηλά έως αρνητικά επιτόκια συνυπάρχουν με εξαιρετικά χαμηλά έως και αρνητικά επίπεδα πληθωρισμού. Η οικονομική θεωρία δεν έχει καταφέρει ακόμη να προτείνει μία κοινά αποδεκτή ερμηνεία για το «παράδοξο» ότι ο πληθωρισμός μειώνεται παρά τα χαμηλά επιτόκια. Γνωρίζει μόνο ότι τα επιτόκια μειώνονται λόγω της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής των κεντρικών τραπεζών.

Η έλευση της πανδημίας στις αρχές του 2019, με τα προβλήματα που δημιούργησε, διέκοψε μία πορεία που θα μας έδειχνε εάν η οικονομία θα επέστρεφε σε μία «κανονική» κατάσταση, ή θα οδηγούνταν σε νέα «παράδοξα». Σήμερα, όμως, οι εξελίξεις στο υγειονομικό μέτωπο, με τη δημιουργία των εμβολίων, εμφανίζονται πιο ελπιδοφόρες από ό,τι εννέα μήνες πριν. Οι περισσότεροι θα συμφωνούσαν πως, αν και οι οικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας θα εξακολουθήσουν να μας ταλαιπωρούν για αρκετό χρόνο μετά το πέρας της, υπάρχουν βάσιμες ελπίδες πως από το δεύτερο εξάμηνο του νέου έτους η διεθνής οικονομία θα αρχίσει να επανέρχεται σε φυσιολογικά επίπεδα δραστηριότητας.

Έτσι, το ερώτημα που πλανάται, χωρίς και πάλι να μπορεί να το απαντήσει κανείς, είναι εάν ο πληθωρισμός θα συνεχίσει να παραμένει σε πολύ χαμηλά επίπεδα ή,

¹ Το άρθρο αυτό γράφτηκε με τον Δημήτρη Ιωάννου και δημοσιεύτηκε στο ειδικό ένθετο «Οικονομικός Ταχυδρόμος» στο Βήμα της Κυριακής, 27-12-2020

αντιθέτως, εάν οι τιμές θα αρχίσουν να κινούνται παγκοσμίως ανοδικά καθώς η οικονομία επανέρχεται σε κανονικούς ρυθμούς λειτουργίας.

Το μέλλον δε θα είναι ούτε επανάληψη του χθες, ούτε γραμμική συνέχεια του σήμερα

Υπάρχει μία επικίνδυνη, κατά τη γνώμη μας, αυταπάτη. Πολλοί έγκυροι αναλυτές φαίνεται να πιστεύουν ότι μπορούν δύο πράγματα να γίνουν ταυτόχρονα: να υπάρχει οικονομική ανάκαμψη, αύξηση της παραγωγής αγαθών και μείωση της ανεργίας, και, ταυτοχρόνως, τα επιτόκια και οι αποδόσεις των ομολόγων να παραμείνουν σταθερά στα σημερινά χαμηλά επίπεδα για μία μεγάλη περίοδο, υποστηριζόμενα από μία «μακρόπνοη» δημοσιονομική και, κυρίως, από μία συνεχιζόμενη επεκτατική νομισματική πολιτική. Ωστε, μαζί με τα εμβόλια, η παγκόσμια οικονομία να επιστρέψει στην προ-κορωνοϊού κατάσταση.

Το πιθανότερο, όμως, είναι πως ούτε θα υπάρξει επιστροφή στο χθες, ούτε η πορεία προς την ανάπτυξη θα είναι ομαλή και ευθύγραμμη, όπως συνέβαινε με τις ανακάμψεις κατά το παρελθόν. Και αυτό διότι, τόσο ως συνέπεια της κρίσης του 2008-2009 όσο και ως συνέπεια της πανδημίας, η διεθνής οικονομία χαρακτηρίζεται από ιστορικά πρωτόγνωρη πληθώρα ανισορροπιών. Οι ανισορροπίες αυτές προέρχονται από την πρωτοφανή διόγκωση του χρέους κρατών, επιχειρήσεων και νοικοκυριών και από την -σύστοιχη- ακραία πολιτική νομισματικής επέκτασης των κεντρικών τραπεζών, και τις συνέπειές της: αφενός, την εξωπραγματική –πλήρως αποκομμένη από τα θεμελιώδη οικονομικά δεδομένα– άνοδο των χρηματιστηριακών τίτλων παγκοσμίως, και, αφετέρου, από την ύπαρξη τεράστιου όγκου «αδρανούς» ρευστότητας στην διάθεση επιχειρήσεων και νοικοκυριών.

Μία σοβαρή (και αναπόφευκτη) επίπτωση της επεκτατικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής για την αντιμετώπιση της πανδημίας υπήρξε η διόγκωση του παγκόσμιου χρέους: αυξήθηκε κατά 15 τρισεκατομμύρια δολάρια το 2020, πλησιάζοντας τα 280 τρισεκατομμύρια ή το 365% του παγκόσμιου ΑΕΠ (από 320% το

2019). Η αύξηση του χρέους ως κρίσιμος μέρους της προσπάθειας αντιμετώπισης της πανδημίας, ήταν απαραίτητο να συνδυαστεί με μία πολιτική χαμηλών (ακόμη και αρνητικών) επιτοκίων. Χαμηλά επιτόκια και χαμηλές ομολογιακές αποδόσεις είναι αναγκαίες για την διαχείριση του αυξανόμενου δημόσιου και ιδιωτικού χρέους, όπως επίσης για τη συντήρηση ενός σχετικά ικανοποιητικού επιπέδου συνολικής ζήτησης και την αποφυγή του αποπληθωρισμού ή ακόμη και του αντιπληθωρισμού, δηλαδή της γενικευμένης μείωσης των τιμών.

Πλην, όμως, ταυτοχρόνως, πυροδότησαν και πυροδοτούν μία ανεξέλεγκτη αύξηση στις χρηματιστηριακές αποτιμήσεις. Οι τιμές των μετοχών και ο λόγος τιμών προς κέρδη, είναι παγκοσμίως στα υψηλότερα επίπεδά τους. Ο σημερινός συνδυασμός υψηλών μετοχικών αποτιμήσεων και υψηλών ομολογιακών τιμών έχει να συμβεί από το 1998-99, πριν σκάσει η «φούσκα» των τεχνολογικών μετοχών (dotcom bubble). Παράλληλα, παρατηρείται μία εντυπωσιακή αύξηση των αποταμιεύσεων διεθνώς. Είναι χαρακτηριστική η αύξηση των ρευστών διαθεσίμων των επιχειρήσεων στις ΗΠΑ: σε διάρκεια λιγότερο από ένα έτος σχεδόν έχει διπλασιαστεί (από 4,5% του συνολικού τους ενεργητικού στις αρχές της πανδημίας, έχει τώρα φτάσει στο 7,5%).

Προβλήματα και προκλήσεις

Κάποια από τα παραπάνω στοιχεία ανισορροπίας είναι εύλογο ότι, σε περίπτωση επαναφοράς της παγκόσμιας οικονομίας σε κανονικά επίπεδα δραστηριότητας, θα μπορούσαν να εκδηλωθούν με τη μορφή μίας έκρηξης της ζήτησης που θα ασκούσε υψηλές πληθωριστικές πιέσεις. Οι οποίες, αναπόφευκτα, θα συνδυαστούν με αντίστοιχες πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά του κόστους, εάν ληφθεί υπόψη ότι στην παγκόσμια οικονομία λαμβάνουν χώρα «πραγματικές» διαδικασίες, όπως ο περιορισμός του παγκόσμιου εμπορίου λόγω της ρήξης ΗΠΑ-Κίνας ή η αύξηση του κόστους που προκαλεί η «μετακίνηση» των παγκόσμιων αλυσίδων προσφοράς μακριά από την κινεζική επιρροή. Σε περίπτωση που θα συμβούν όλα αυτά συνδυα-

στικά –το ερώτημα είναι περισσότερο το πότε παρά το εάν– είναι βέβαιο ότι η αντιπληθωριστική περίοδος της διεθνούς οικονομίας θα φτάσει στο τέλος της και θα τη διαδεχθεί μία άλλη περίοδος υψηλού πληθωρισμού, η οποία θα φέρει τις αρχές χάραξης οικονομικής πολιτικής αντιμέτωπες με δύσκολα προβλήματα και επιλογές.

Η δυσκολία πρόβλεψης για το μέλλον οφείλεται στο γεγονός ότι μία σοβαρή οικονομική ανάλυση δεν είναι σε θέση να γνωρίζει εάν, σε πρώτη φάση, το στοιχείο του χρέους, δηλαδή η «παγίδα χρέους», θα συνειδητοποιηθεί και θα κατισχύσει όλων των άλλων, κρατώντας τη ζήτηση χαμηλά ή εάν, αντίθετα, κυριαρχήσουν άμεσα οι προαναφερθέντες παράγοντες και εκτινάξουν τον πληθωρισμό. Ακόμη, όμως, και στην περίπτωση όπου σε πρώτη φάση κατισχύσει η «παγίδα χρέους», επειδή αυτή αντιμετωπίζεται μόνο με επεκτατικές πολιτικές, συμπεραίνουμε ότι, αν όχι βραχυπρόθεσμα τότε μεσοπρόθεσμα, αναπόφευκτη κατάληξη της πορείας που ακολουθεί η παγκόσμια οικονομία δεν μπορεί να είναι άλλη παρά ο πληθωρισμός.

Σε μία τέτοια περίπτωση, όμως, η μείωση των δημόσιων δαπανών και η αύξηση των επιτοκίων είναι αναπόδραστη. Μόνο που μία αύξηση των επιτοκίων, αν και έχει συμβεί επανειλημμένα στο παρελθόν, τη φορά αυτή θα λάβει χώρα σε ένα πρωτοφανές οικονομικό τοπίο, όπως αυτό που περιγράψαμε παραπάνω, δημιουργώντας νέου είδους επιπλοκές, με κυριότερη, ίσως, την αδυναμία ανακύκλωσης του χρέους τόσο από υπερχρεωμένα κράτη (όπως η Ελλάδα), όσο και από επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Τότε η διεθνής οικονομία θα βρεθεί πραγματικά μπροστά στο άγνωστο, διότι θα πρέπει να αναζητήσει λύσεις που κανείς μέχρι σήμερα δεν έχει αναλογιστεί στα σοβαρά ότι θα μπορούσαν να συζητηθούν, όπως η μαζική διαγραφή χρέους.