



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ  
ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΩΝ



**εκδδα**

ΕΘΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΑΥΤΟΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

**ΕΘΝΙΚΗ ΣΧΟΛΗ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ  
ΚΑΙ ΑΥΤΟΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**

**ΚΖ' ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΗ ΣΕΙΡΑ  
ΤΕΛΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΤΙΤΛΟΣ**

**ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΟ  
ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ**

**ΤΜΗΜΑ ΕΞΕΙΔΙΚΕΥΣΗΣ: ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ  
ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ**

**Επιβλέπων:**

**Θεόδωρος Πελαγίδης**

**Σπουδαστής**

**Εμμανουήλ Πρωτοψάλτης**

**ΑΘΗΝΑ - Μάιος 2022**

# **ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΟ ΕΥΡΩΣΥΣΤΗΜΑ**

## **ΠΕΡΙΛΗΨΗ**

Έπειτα από σχεδόν μια δεκαετία εναλλασσόμενων περιόδων πολύ χαμηλού πληθωρισμού και αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, το φθινόπωρο του 2021 ο πληθωρισμός έφθασε στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων 13 ετών. Αυτή η απότομη εκτίναξη του πληθωρισμού κατά τους τελευταίους μήνες του 2021 και πολύ περισσότερο εντός του 2022, προβληματίζει έντονα τα οικονομικά επιτελεία των κυβερνήσεων, τις κεντρικές τράπεζες, την ακαδημαϊκή κοινότητα και φυσικά νοικοκυριά και επιχειρήσεις και τον καθιστά κεντρικό οικονομικό πρόβλημα των ημερών σε παγκόσμιο επίπεδο.

Η παρούσα εργασία προσπαθεί να απαντήσει στο κεντρικό ερώτημα για το ποιοι είναι οι λόγοι που ώθησαν και συνεχίζουν να ωθούν τη συγκεκριμένη πορεία του πληθωρισμού στην ευρωζώνη και στην Ελλάδα. Ξεκινά από την παρουσίαση της αναθεωρημένης στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας και συνεχίζει με μια αναλυτική, κατ' έτος παρουσίαση της εξέλιξης του πληθωρισμού στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ από τις αρχές του 2020 ως τον Απρίλιο του 2022.

Εξετάζεται η συνεισφορά στο πληθωριστικό φαινόμενο παραγόντων όπως: οι διαταραχές της προσφοράς και της ζήτησης, τα προβλήματα των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων και ο πόλεμος στην Ουκρανία. Γίνεται μια συγκριτική παρουσίαση της σημερινής κατάστασης με την δεκαετία του 1970 - τελευταία περίοδο στην οποία ο πληθωρισμός ήταν τόσο υψηλός και συγχρόνως επίμονος.

Στα συμπεράσματα γίνεται αναφορά στις αιτίες που προκαλούν το φαινόμενο, στα διλήμματα των υπευθύνων χάραξης της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής και στην προσπάθεια εξισορρόπησης που αυτοί καλούνται να φέρουν σε πέρας προκειμένου να ελεγχθεί ο πληθωρισμός, να αποφευχθεί η επιβράδυνση ή και η ύφεση και να διατηρηθούν οι επιβληθείσες κυρώσεις στη Ρωσία, στόχοι που σε μεγάλο βαθμό είναι αλληλοαναιρούμενοι.

## **ABSTRACT**

After almost a decade of alternating periods of very low inflation and deflation in the euro area, in autumn 2021 inflation reached its highest level in 13 years. This sharp spike in inflation in the last months of 2021 and much more so in 2022 is of great concern to the economic staffs of governments, central banks, the academic community and of course households and businesses, making it the central economic problem of the day at the global level.

This paper tries to answer the central question of what are the reasons that have driven and continue to drive the specific inflation path in the euro area and Greece. It starts with a presentation of the revised monetary policy strategy of the European Central Bank and continues with a detailed, year-by-year presentation of the evolution of inflation in Greece and the euro area from early 2020 to April 2022.

It examines the contribution to the inflationary phenomenon of factors such as: supply and demand shocks, global supply chain problems and the war in Ukraine. A comparison is made between the current situation and the 1970s - the last period in which inflation was both high and persistent.

The conclusions refer to the causes of the phenomenon, the dilemmas of fiscal and monetary policy makers and the balancing act they have to perform in order to control inflation, avoid a slowdown or even a recession and maintain the sanctions imposed on Russia - objectives that are largely mutually contradictory.

## **ΛΕΞΕΙΣ ΚΛΕΙΔΙΑ**

Πληθωρισμός, Αποπληθωρισμός, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Τράπεζα της Ελλάδος, Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή, Ευρωζώνη.

## **KEY WORDS**

Inflation, Deflation, European Central Bank, Bank of Greece, Harmonised Index of Consumer Prices, Eurozone.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>A. Εισαγωγή.....</b>	<b>1</b>
<b>B. Η αναθεώρηση στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ.....</b>	<b>3</b>
<b>Γ. Η περιγραφή του φαινομένου.....</b>	<b>6</b>
Γ.1 Η εξέλιξη του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το 2020 ως σήμερα.....	6
Γ.1.1 Ο πληθωρισμός το 2020.....	6
Γ.1.2 Ο πληθωρισμός το 2021.....	8
Γ.1.3 Ο πληθωρισμός το 2022.....	12
Γ.2 Η εξέλιξη του πληθωρισμού στην ευρωζώνη από το 2020 ως σήμερα.....	13
Γ.2.1 Ο πληθωρισμός το 2020.....	13
Γ.2.2 Ο πληθωρισμός το 2021.....	16
Γ.2.3 Ο πληθωρισμός το 2022.....	20
<b>Δ. Η εξήγηση του φαινομένου.....</b>	<b>22</b>
Δ.1 Παράγοντες που εξηγούν την αύξηση του πληθωρισμού στην ευρωζώνη το 2021.....	22
Δ.2 Η συνεισφορά των διαταραχών της προσφοράς και της ζήτησης στο πληθωρισμό.....	23
Δ.3 Τα προβλήματα των εφοδιαστικών αλυσίδων.....	28
Δ.4 Ο πόλεμος στην Ουκρανία.....	31
Δ.4.1 Παγκόσμιες επιπτώσεις.....	31
Δ.4.2 Επιπτώσεις στην Ελλάδα.....	37
<b>Ε. Η σύγκριση της σημερινής συγκυρίας με τη δεκαετία του 1970.....</b>	<b>39</b>
<b>ΣΤ. Συμπεράσματα.....</b>	<b>46</b>
<b>Ζ. Βιβλιογραφία.....</b>	<b>50</b>

**Ε.Σ.Δ.Δ.Α.**

**Εμμανουήλ Πρωτοψάλτης**

©

**2022 - Με την επιφύλαξη παντός δικαιώματος**

### **ΔΗΛΩΣΗ**

“Δηλώνω ρητά ό,τι η παρούσα εργασία αποτελεί αποκλειστικά προϊόν προσωπικής εργασίας, δεν παραβιάζει καθ’ οιονδήποτε τρόπο πνευματικά δικαιώματα τρίτων και δεν είναι προϊόν μερικής ή ολικής αντιγραφής.”

Αθήνα, 12/5/2022

Εμμανουήλ Πρωτοψάλτης

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΙΚΟΝΟΓΡΑΦΗΣΗΣ

### ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

<b>Διάγραμμα 1:</b> Η εξέλιξη του ΕνΔΤΚ στην Ελλάδα το 2020.....	7
<b>Διάγραμμα 2:</b> Η εξέλιξη του πυρήνα του πληθωρισμού στην Ελλάδα το 2020.....	8
<b>Διάγραμμα 3:</b> Η εξέλιξη του ΕνΔΤΚ στην Ελλάδα Ιαν 2021 - Απρ 2022.....	9
<b>Διάγραμμα 4:</b> Η εξέλιξη του πυρήνα του πληθωρισμού στην Ελλάδα Ιαν 2021-Απρ 2022.....	11
<b>Διάγραμμα 5:</b> Η εξέλιξη του ΕνΔΤΚ στην Ευρωζώνη το 2020.....	14
<b>Διάγραμμα 6:</b> Η εξέλιξη του πυρήνα του πληθωρισμού στην Ευρωζώνη το 2020.....	15
<b>Διάγραμμα 7:</b> Συνολικός πληθωρισμός και οι συνιστώσες του στην Ευρωζώνη 2017-2021.....	17
<b>Διάγραμμα 8:</b> Συνολικός ΕνΔΤΚ και ΕνΔΤΚ χωρίς ενέργεια και τρόφιμα στην Ευρωζώνη 2017-2021.....	18
<b>Διάγραμμα 9:</b> Απόκλιση του πληθωρισμού στην Ευρωζώνη από το στόχο της ΕΚΤ...21	
<b>Διάγραμμα 10:</b> Συμβολή του σοκ της προσφοράς στη μεταβολή του δείκτη τιμών παραγωγού (PPI) στη μεταποίηση το 2021 σε σχέση με το 2017-2019.....	25
<b>Διάγραμμα 11:</b> Οι 10 σημαντικότεροι εξαγωγικοί προορισμοί της Ρωσίας.....	32
<b>Διάγραμμα 12:</b> Ετήσια αύξηση πραγματικού παγκόσμιου ΑΕΠ.....	34
<b>Διάγραμμα 13:</b> Μερίδιο της Ρωσίας στις παγκόσμιες εξαγωγές σε επιλεγμένα προϊόντα 2016/2021.....	35
<b>Διάγραμμα 14:</b> Εξέλιξη του παγκόσμιου πληθωρισμού 2019-2023.....	36
<b>Διάγραμμα 15Α:</b> Μεταβολή μηνιαίων ΔΤΚ 2005-2021,(παγκόσμιος, αναπτυσσόμενες οικονομίες, αναδυόμενες αγορές και αναπτυσσόμενες οικονομίες) .....	40
<b>Διάγραμμα 15Β:</b> Χώρες με πληθωρισμό άνω του στόχου 2019-2022.....	40
<b>Διάγραμμα 16Α:</b> Μεταβολή πραγματικών επιτοκίων στις ΗΠΑ 1970-2020.....	43
<b>Διάγραμμα 16Β:</b> Ονομαστικές και πραγματικές τιμές αργού πετρελαίου 1970-2020..43	
<b>Διάγραμμα 16C:</b> Ετήσιοι μέσοι όροι γενικού και βασικού πληθωρισμού σε ΗΠΑ και παγκοσμίως. Σύγκριση περιόδων 1979-1980 και 2021-2022.....	43
<b>Διάγραμμα 16D:</b> Τομεακός πληθωρισμός στις ΗΠΑ. Σύγκριση περιόδων 1979-80 και 2021-2022.....	43

### ΠΙΝΑΚΕΣ

<b>Πίνακας 1:</b> Η εξέλιξη των τιμών στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη 2017-2021 (ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές).....	10
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

## **ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΜΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ**

### **A. ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ**

ΑΕΠ : Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

ΔΤΚ : Δείκτης Τιμών Καταναλωτή

ΕΚΤ : Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα

ΕΛΣΤΑΤ: Ελληνική Στατιστική Αρχή

ΕνΔΤΚ : Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή

ΦΠΑ : Φόρος Προστιθέμενης Αξίας

### **B. ΑΓΓΛΙΚΕΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ**

CEPR : Centre for Economic Policy Research

Covid 19 : Coronavirus disease

CSPP : Corporate Sector Purchase Programme

ECB : European Central Bank

EMDEs : Emerging Markets and Developing Economies

HICP : Harmonised Index of Consumer Prices

LNG : Liquefied Natural Gas

NATO : North Atlantic Treaty Organization

NEIG : Non Energy Industrial Goods

PIIE : Peterson Institute for International Economics

PPI : Producer Price Index

SPF : Survey of Professional Forecasters

SWIFT : Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication

TEU : Twenty-foot Equivalent Unit

WTI : West Texas Intermediate



## A. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Από την χρηματοοικονομική κρίση του 2008 και μετά, ο πληθωρισμός παγκοσμίως έχει γίνει πιο δύσκολα κατανοητός και οι οικονομολόγοι μιλούν για ένα διπλό παζλ (Ciccarelli M, Osbat C, 2017). Πρώτον, μεταξύ του 2009 και του τέλους του 2011, ο πληθωρισμός αναμενόταν να είναι χαμηλότερος δεδομένης της σοβαρότητας και της διάρκειας της ύφεσης στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες (missing disinflation). Δεύτερον, μετά το 2012, ο πληθωρισμός αναμενόταν να είναι υψηλότερος στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες λόγω της συνεχιζόμενης ανάκαμψης. Αντί αυτού, ο πληθωρισμός ήταν επίμονα κάτω από τον στόχο που είχαν θέσει οι κεντρικές τράπεζες, λόγω των παγκόσμιων αποπληθωριστικών σοκ που σχετίζονταν κυρίως με την πτώση της τιμής του πετρελαίου από το 2011 (missing inflation). Η πανδημία του COVID-19 επηρέασε δραματικά την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα από τις αρχές του 2020 και οδήγησε εκ νέου τις προηγμένες οικονομίες σε αποπληθωρισμό. Έπειτα όμως από σχεδόν μια δεκαετία εναλλασσόμενου πολύ χαμηλού πληθωρισμού και αποπληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, το φθινόπωρο του 2021 ο πληθωρισμός έφθασε στο υψηλότερο επίπεδο των τελευταίων 13 ετών. Αυτή η απότομη εκτίναξη του πληθωρισμού κατά τους τελευταίους μήνες του 2021 και πολύ περισσότερο εντός του 2022, προβληματίζει έντονα τα οικονομικά επιτελεία των κυβερνήσεων, τις κεντρικές τράπεζες, την ακαδημαϊκή κοινότητα και φυσικά νοικοκυριά και επιχειρήσεις και τον καθιστά το σημαντικότερο οικονομικό πρόβλημα των ημερών σε παγκόσμιο επίπεδο.

Η παρούσα εργασία προσπαθεί να απαντήσει στο κεντρικό ερώτημα για το ποιοι είναι οι λόγοι που ώθησαν και συνεχίζουν να ωθούν τη συγκεκριμένη πορεία του πληθωρισμού στην ευρωζώνη και στην Ελλάδα. Ξεκινά από την παρουσίαση της αναθεωρημένης στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας η οποία ολοκληρώθηκε και παρουσιάστηκε τον Ιούλιο του 2021 και είναι η πρώτη μετά το 2003. Στα αμέσως επόμενα κεφάλαια, γίνεται μια αναλυτική, κατ' έτος παρουσίαση της εξέλιξης του πληθωρισμού στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ από τις αρχές του 2020 - έναρξη της πανδημίας- ως τον Απρίλιο του 2022 - συμπλήρωση δυο μηνών πολεμικών επιχειρήσεων στην Ουκρανία- περίοδος κατά την οποία η μεταβολή του πληθωρισμού παρουσιάζει έντονα ανοδική πορεία.

Στη συνέχεια αποπειράται να εντοπίσει και να κατανοήσει τους παράγοντες που εξηγούν την αύξηση του πληθωρισμού κατά κύριο λόγο στην ευρωζώνη και τη χώρα μας αλλά και δευτερευόντως σε παγκόσμιο επίπεδο.

Έτσι εξετάζεται διαδοχικά και σε διακριτά κεφάλαια η συνεισφορά στο πληθωριστικό φαινόμενο των εξής παραγόντων:

(α) των διαταραχών της προσφοράς και της ζήτησης με αναφορά στα σοκ της προσφοράς στη μεταποιητική δραστηριότητα και την κατανόηση των αντίστοιχων ρόλων της αυξημένης ζήτησης και της εξασθενημένης προσφοράς, καθώς και του πόσο μπορεί να διαρκέσουν αυτές οι μετατοπίσεις,

(β) των προβλημάτων των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων κυρίως λόγω των μέτρων που επιβλήθηκαν για τον περιορισμό της εξάπλωσης της πανδημίας αλλά και των προβλημάτων συγκέντρωσης στον κλάδο και

(γ) του πολέμου στην Ουκρανία και των πιέσεων που ασκεί πρωτίστως στις τιμές της ενέργειας αλλά και σε αρκετά διατροφικά προϊόντα και πρώτες ύλες απαραίτητες για τη βιομηχανία με ξεχωριστή αναφορά στις επιπτώσεις στην Ελλάδα.

Κατόπιν, γίνεται μια συγκριτική παρουσίαση της σημερινής κατάστασης με την δεκαετία του 1970 -τελευταία περίοδο στην οποία ο πληθωρισμός ήταν τόσο υψηλός και συγχρόνως επίμονος- με προσπάθεια εντοπισμού ομοιοτήτων και διαφορών μεταξύ των δυο περιόδων. Παρουσιάζονται απόψεις που επιχειρηματολογούν προς τη μία και την άλλη κατεύθυνση όσον αφορά τις ομοιότητες και τις διαφορές και τους τρόπους αντιμετώπισης του φαινομένου.

Στο τελευταίο κεφάλαιο, παρουσιάζονται συμπεράσματα όσον αφορά στις αιτίες που προκαλούν το φαινόμενο, τον κίνδυνο εμφάνισης στασιμοπληθωρισμού, τα διλήμματα των υπευθύνων χάραξης της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής και την προσπάθεια εξισορρόπησης που αυτοί καλούνται να φέρουν σε πέρας προκειμένου να ελεγχθεί ο πληθωρισμός, να αποφευχθεί η επιβράδυνση ή και η ύφεση και να διατηρηθούν οι επιβληθείσες κυρώσεις στη Ρωσία, στόχοι που σε μεγάλο βαθμό είναι αλληλοαναιρούμενοι.

## **B. Η ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΤΗΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΤΗΣ ΕΚΤ**

Τον Ιούλιο του 2021, το Διοικητικό Συμβούλιο ολοκλήρωσε την επανεξέταση της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Κατά την επανεξέταση, η οποία είχε αρχίσει τον Ιανουάριο του 2020, ελήφθησαν υπόψη οι θεμελιώδεις αλλαγές που έχουν συντελεστεί στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον από την προηγούμενη επανεξέταση της στρατηγικής το 2003.

Τα πιο ουσιαστικά συμπεράσματα που προέκυψαν από την επανεξέταση της στρατηγικής της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ έχουν ως εξής (ECB's strategy overview, 2021):

Αρχικά, η νέα στρατηγική καθορίζει ότι η σταθερότητα των τιμών διατηρείται καλύτερα με την επιδίωξη στόχου για τον πληθωρισμό ίσο με 2% μεσοπρόθεσμα. Σε σύγκριση με τη διατύπωση που ίσχυε ως τώρα που στόχευε σε πληθωρισμό κάτω, αλλά πλησίον του 2%, η νέα προσέγγιση καθιστά πλέον σαφές ότι το 2% δεν αποτελεί το ανώτατο επίπεδο το οποίο θεωρείται αποδεκτό για τον πληθωρισμό, αλλά τον συμμετρικό στόχο της ΕΚΤ. Οι αποκλίσεις του πληθωρισμού από τον στόχο αυτό, τόσο οι αρνητικές, όσο και οι θετικές, είναι εξίσου ανεπιθύμητες.

Ο επαναπροσδιορισμός της σταθερότητας των τιμών αντανακλά την ανάγκη να τίθεται ένα αρκετά μεγάλο θετικό περιθώριο για το επίπεδο του πληθωρισμού που θεωρείται επιθυμητό. Τα διδάγματα που αποκομίσθηκαν από τις πρόσφατες κρίσεις, ενισχύουν την ανάγκη να καθορίζεται υψηλότερος στόχος για τον πληθωρισμό, ώστε να παρέχει μεγαλύτερο χώρο στη νομισματική πολιτική για μειώσεις επιτοκίων σε περίπτωση αποπληθωριστικών πιέσεων και να αποφεύγονται επεισόδια όπου τα ονομαστικά επιτόκια περιορίζονται από το κατώτατο αποτελεσματικό όριο (effective lower bound). Επιπλέον παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη στον καθορισμό του στόχου του πληθωρισμού είναι οι διαφορές στο επίπεδο πληθωρισμού μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, οι δυσκαμψίες στην προσαρμογή των ονομαστικών μισθών προς τα κάτω, και η μεροληψία -συνήθως θετική- στον τρόπο μέτρησης του εναρμονισμένου δείκτη μέτρησης των τιμών καταναλωτή (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP).

Η νέα στρατηγική επιβεβαιώνει τον μεσοπρόθεσμο προσανατολισμό της νομισματικής πολιτικής, ο οποίος επιτρέπει στο Διοικητικό Συμβούλιο να περιλαμβάνει στις αποφάσεις νομισματικής πολιτικής και άλλες εκτιμήσεις που σχετίζονται με την επιδίωξη της σταθερότητας των τιμών όπως για παράδειγμα, η απασχόληση και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Η υιοθέτηση συμμετρικού στόχου συνδράμει στην ορθή διαμόρφωση των προσδοκιών για τα μελλοντικά επίπεδα των επιτοκίων πολιτικής και του πληθωρισμού (Στουρνάρας, 2021). Η αντίληψη που επικρατούσε παλιότερα ήταν ότι η ΕΚΤ ασκούσε πιο αυστηρή νομισματική πολιτική σε προς τα πάνω αποκλίσεις του πληθωρισμού από τον στόχο, ενώ αντίθετα, αντιδρούσε με άτολμα βήματα και καθυστέρηση στις προς τα κάτω αποκλίσεις. Στην τωρινή στρατηγική, υπογραμμίζεται ότι τόσο η συνεχής άνοδος, όσο και η παρατεταμένη πτώση των τιμών, πρέπει να περιορίζονται άμεσα και στον μέγιστο δυνατό βαθμό.

Επίσης, στη νέα στρατηγική αναγνωρίζεται ότι όταν η οικονομία λειτουργεί κοντά στο κατώτατο όριο των ονομαστικών επιτοκίων, απαιτείται ιδιαίτερα σθεναρή και επίμονη χρήση μέτρων νομισματικής πολιτικής προκειμένου να αποτραπεί η παγίωση αρνητικών αποκλίσεων από τον στόχο για τον πληθωρισμό. Αυτό ενδέχεται να συνεπάγεται επίσης μια μεταβατική περίοδο κατά την οποία ο πληθωρισμός διαμορφώνεται μετρίως πάνω από τον στόχο του 2%. Ως εκ τούτου, παρόλο που επιβεβαιώνεται ότι η πολιτική των επιτοκίων εξακολουθεί να αποτελεί το πρωταρχικό μέσο άσκησης νομισματικής πολιτικής, επιπρόσθετα εργαλεία νομισματικής πολιτικής χρησιμοποιούνται από την ΕΚΤ όταν κρίνεται απαραίτητο. Τέτοια εργαλεία αποτελούν η παροχή ενδείξεων σχετικά με τη μελλοντική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, οι αγορές στοιχείων ενεργητικού και οι πράξεις πιο μακροπρόθεσμης αναχρηματοδότησης.

Στην αναθεωρημένη στρατηγική της νομισματικής πολιτικής προβλέπονται επίσης τα ακόλουθα ορόσημα στην πορεία προς την ενσωμάτωση των παραμέτρων της κλιματικής αλλαγής:

Πρώτον, συγκεντρώνονται τα απαραίτητα δεδομένα για την ανάλυση των κινδύνων που σχετίζονται με την κλιματική αλλαγή και προσαρμόζονται τα μακροοικονομικά υποδείγματα, ώστε να λαμβάνουν υπόψη τις συνέπειες που σχετίζονται με την κλιματική αλλαγή.

Δεύτερον, εξετάζονται οι εκθέσεις ισολογισμού της ΕΚΤ, καθώς και των εποπτευόμενων από αυτή τραπεζών, σε σχέση με κλιματικούς κινδύνους. Ήδη πραγματοποιήθηκε μία άσκηση προσομοίωσης ακραίων καταστάσεων σχετικά με την κλιματική αλλαγή για το σύνολο της οικονομίας, η οποία έδειξε ότι το κόστος των τραπεζών και των επιχειρήσεων για την ταχεία προσαρμογή σε πράσινες πολιτικές είναι πολύ χαμηλότερο από το κόστος της αδράνειας και της αντιμετώπισης σοβαρών φυσικών καταστροφών στο μέλλον. Ακόμα, αξιολογούνται κατά πόσο οι οργανισμοί

αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ενσωματώνουν κλιματικούς κινδύνους στις πιστοληπτικές διαβαθμίσεις που παρέχουν.

Τρίτον, θα εξετάζεται το ενδεχόμενο να λαμβάνονται υπόψη οι κλιματικοί κίνδυνοι στα κριτήρια αξιολόγησης των τίτλων που γίνονται αποδεκτοί ως εξασφαλίσεις στις πράξεις αναχρηματοδότησης των τραπεζών και στις αγορές τίτλων του ιδιωτικού τομέα. Επιπλέον, η ΕΚΤ θα αρχίσει να δημοσιοποιεί στοιχεία σχετικά με το κλίμα όσον αφορά τις διενεργούμενες αγορές τίτλων του επιχειρηματικού τομέα (Corporate Sector Purchase Programme – CSPP). Σημειώνεται ότι τον Φεβρουάριο του 2021 όλα τα μέλη του Ευρωσυστήματος υιοθέτησαν κοινή στάση ως προς την εφαρμογή αρχών βιώσιμων και υπεύθυνων επενδύσεων στη διαχείριση των χαρτοφυλακίων τους που δεν σχετίζονται με τη νομισματική πολιτική.

Η ΕΚΤ δίνει επίσης μεγάλη σημασία στην επικοινωνία της νομισματικής πολιτικής, η οποία έχει καταστεί εργαλείο νομισματικής πολιτικής από μόνη της, με εξέχον παράδειγμα τη μελλοντική καθοδήγηση. Όσο καλύτερα γίνεται κατανοητή η νομισματική πολιτική, όχι μόνο από τους εμπειρογνώμονες αλλά και από το ευρύ κοινό, τόσο αποτελεσματικότερη θα είναι. Η επικοινωνία διαδραματίζει επίσης βασικό ρόλο στη διασφάλιση ότι η ΕΚΤ ως ανεξάρτητη κεντρική τράπεζα εκπληρώνει το καθήκον της λογοδοσίας της έναντι του κοινού και διατηρεί την αξιοπιστία και τη νομιμοποίησή της. Η επικοινωνία των αποφάσεων νομισματικής πολιτικής θα συνεχίσει να βασίζεται σε τέσσερα προϊόντα που έχει αποδειχθεί η αξία τους: το δελτίο τύπου, την εισαγωγική δήλωση, η οποία θα μετονομαστεί σε "δήλωση νομισματικής πολιτικής", το οικονομικό δελτίο και τους λογαριασμούς νομισματικής πολιτικής. Η επανεξέταση της στρατηγικής της ΕΚΤ ωφελήθηκε επίσης σε μεγάλο βαθμό από τη συμβολή που έλαβε μέσω των δραστηριοτήτων "ακρόασης" του Ευρωσυστήματος. Κατά τη διάρκεια της περιόδου επανεξέτασης, το Ευρωσύστημα πραγματοποίησε πολυάριθμες εκδηλώσεις με την ακαδημαϊκή κοινότητα, οργανώσεις της κοινωνίας των πολιτών και με το ευρύ κοινό, και πραγματοποίησε επίσης ανταλλαγές απόψεων με εθνικά κοινοβούλια και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Επιπλέον, η ΕΚΤ έλαβε περίπου 4.000 απαντήσεις σε μια σειρά ερωτήσεων μέσω της πύλης "ECB Listens Portal".

Τέλος, η στρατηγική της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ θα χρειαστεί πιθανότατα να επανεξετάζεται και να προσαρμόζεται πιο τακτικά λόγω του ευμετάβλητου περιβάλλοντος (VUCA) και της υψηλής αβεβαιότητας. Σε αυτό το πλαίσιο, η ΕΚΤ προτίθεται να αξιολογεί περιοδικά την καταλληλότητα της στρατηγικής της νομισματικής της πολιτικής, με την επόμενη αξιολόγηση να αναμένεται το 2025.

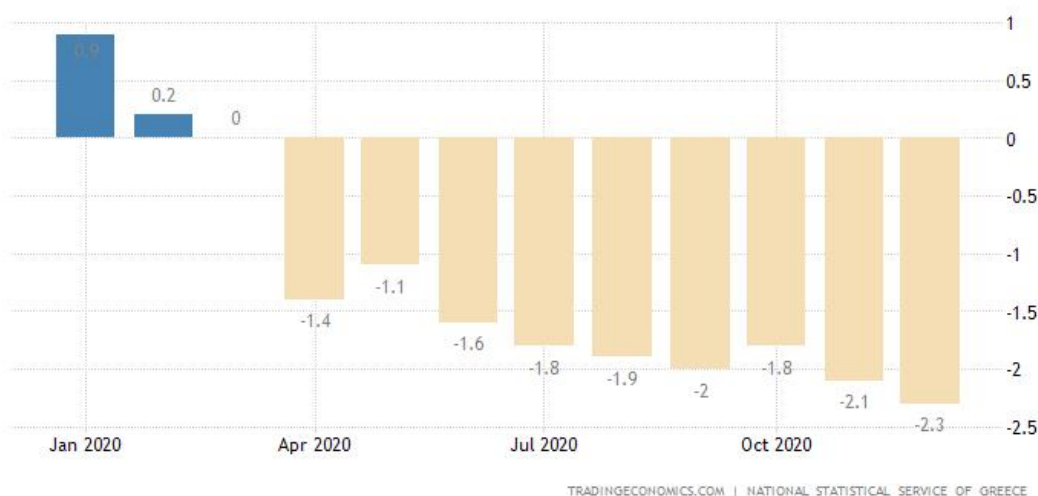
## **Γ. Η ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟΥ**

### **Γ.1 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΑΠΟ ΤΟ 2020 ΩΣ ΣΗΜΕΡΑ**

#### **Γ.1.1 Ο ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΤΟ 2020**

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), υποχώρησε στο 0,5% το 2019 από 0,8% το 2018 (Τράπεζα της Ελλάδος, 2020) . Τον ίδιο ρυθμό κατέγραψε και ο πυρήνας του πληθωρισμού (0,5%), παραμένοντας αμετάβλητος σε σχέση με το 2018 (Πίνακας1). Η υποχώρηση του γενικού πληθωρισμού το 2019 σε σύγκριση με το 2018 αποδίδεται στη μείωση της έμμεσης φορολογίας, αλλά και στην υποχώρηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους. Η μειωμένη ζήτηση πετρελαίου, κυρίως λόγω της ύφεσης που κατέγραψε η Κίνα κατά το α' τρίμηνο του 2020, συνέβαλε στην περαιτέρω καθοδική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου, η οποία επιταχύνθηκε από τη μη επίτευξη συμφωνίας μεταξύ των πετρελαιοπαραγωγών χωρών στις αρχές Μαρτίου. Η τιμή του πετρελαίου τύπου Brent υποχώρησε από 63,60 δολ./βαρέλι τον Ιανουάριο σε 23,34 δολ./βαρέλι τον Απρίλιο, καταγράφοντας πτώση μεγαλύτερη από 60%. Η ανισορροπία αυτή, σε συνδυασμό με την αισθητή μείωση αποθηκευτικού χώρου, συνέβαλε στην περαιτέρω υποχώρηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου σε τέτοιο βαθμό ώστε καταγράφηκαν ακόμη και αρνητικές τιμές κλεισίματος για το αμερικανικό αργό (WTI). Ο άμεσος αντίκτυπος της καθοδικής πορείας των διεθνών τιμών του πετρελαίου αντανακλάται στην ενεργειακή συνιστώσα του ΕνΔΤΚ. Έντονος αποπληθωρισμός καταγράφηκε στα ενεργειακά αγαθά το Μάρτιο (-5,9%) και εντονότερος τον Απρίλιο και το Μάιο (-14,3% και -15,9% αντίστοιχα), ωθώντας και το γενικό πληθωρισμό σε αρνητικό έδαφος (-0,9% τον Απρίλιο και -0,7% το Μάιο). Ουσιαστικά, ο κύριος αποπληθωριστικός παράγοντας σε αυτή τη φάση ήταν οι τιμές της ενέργειας. Η απρόσκοπτη λειτουργία των υπεραγορών λιανικής πώλησης τροφίμων και των λαϊκών αγορών, σε αντίθεση με τη γενικότερη αναστολή της οικονομικής δραστηριότητας, διατήρησε την ομαλή πορεία των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής. Τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής, όπως και τα επεξεργασμένα, δεν παρουσίασαν ελλείψεις, αλλά λόγω αυξημένης ζήτησης οι τιμές τους κατέγραψαν ανοδική πορεία. Τα βιομηχανικά αγαθά χωρίς την ενέργεια καλύπτουν ευρύ φάσμα αγαθών. Σημαντικός αριθμός αναλώσιμων τέτοιων ειδών ανευρίσκονταν χωρίς πρόβλημα, όπως και τα τρόφιμα. Άλλα, λόγω αναστολής της δραστηριότητας των καταστημάτων, δεν ήταν δυνατόν να διατεθούν, ενώ μια τρίτη ομάδα αγαθών,

υπολογίσιμου μεγέθους, διακινήθηκε μέσω ηλεκτρονικών παραγγελιών και ηλεκτρονικού εμπορίου. Η σταδιακή επιστροφή σε μια νέα κανονικότητα εξομάλυνε τις συνθήκες για τα βιομηχανικά αγαθά χωρίς την ενέργεια και κατ' επέκταση την εξέλιξη των τιμών τους. Η συνιστώσα των υπηρεσιών είναι εκείνη που επηρεάστηκε περισσότερο από την αναστολή της οικονομικής δραστηριότητας. Ο τουρισμός δέχτηκε το ισχυρότερο πλήγμα. Κατά συνέπεια, επηρεάστηκαν αναλόγως οι υπηρεσίες που σχετίζονται άμεσα με τον τουρισμό. Το μεγαλύτερο βάρος υπέστησαν τα αεροπορικά εισιτήρια λόγω καθήλωσης των αεροπλάνων, οι υπηρεσίες παροχής καταλυμάτων λόγω αναστολής λειτουργίας των ξενοδοχείων για μακρό χρονικό διάστημα και τα εστιατόρια λόγω κλεισίματος και περιορισμού τους μόνο σε κατ' οίκον παράδοση ή/και παραλαβή από το κατάστημα. Ειδικά για τις υπηρεσίες που σχετίζονται με τον τουρισμό πρέπει να σημειωθεί ότι το κυρίαρχο δεδομένο υπήρξε η αβεβαιότητα. Επισημαίνεται ότι υπήρξε δυσκολία στην καταγραφή τιμών εκ μέρους των ειδικών τιμοληπτών, αλλά το θέμα αυτό παρακάμφθηκε με τις ενδεδειγμένες πρακτικές και κατευθυντήριες γραμμές της Eurostat που ισχύουν για όλες τις χώρες-μέλη.

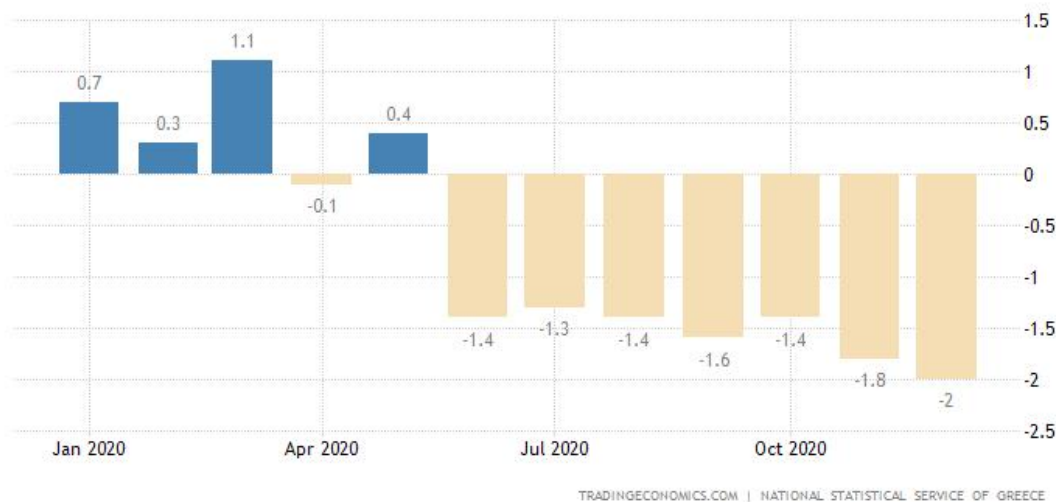


**Διάγραμμα 1.** Η εξέλιξη του ΕνΔΤΚ στην Ελλάδα το 2020

**Πηγή:** TRADINGECONOMICS.COM / NATIONAL STATISTICAL SERVICE OF GREECE

Ο πυρήνας του πληθωρισμού (γενικός χωρίς την ενέργεια και τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής), επηρεαζόμενος κυρίως από την καθοδική πορεία των υπηρεσιών, κατέγραψε ανάλογη κίνηση. Τα μέτρα μείωσης της έμμεσης φορολογίας στα εισιτήρια των μέσων μαζικής μεταφοράς και στα σερβιριζόμενα μη αλκοολούχα ποτά και τον καφέ (από τον κανονικό συντελεστή ΦΠΑ 24% στο μειωμένο συντελεστή 13%) για το

πεντάμηνο Ιουνίου-Οκτωβρίου 2020, άσκησαν πρόσθετες καθοδικές πιέσεις τόσο στον πληθωρισμό των υπηρεσιών όσο και στον πυρήνα του πληθωρισμού κυρίως κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους.



*Διάγραμμα 2. Η εξέλιξη του πυρήνα του πληθωρισμού στην Ελλάδα το 2020*

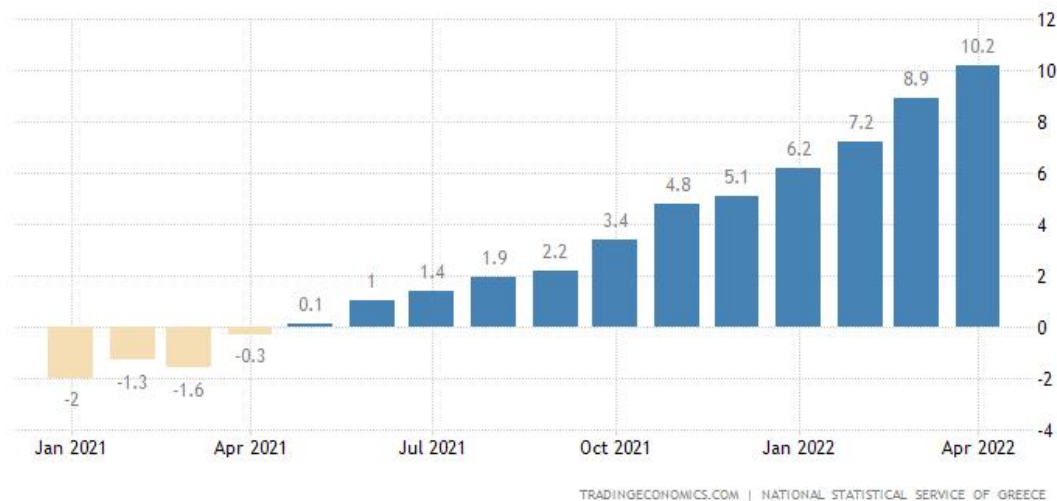
*Πηγή: TRADINGECONOMICS.COM / NATIONAL STATISTICAL SERVICE OF GREECE*

Ο εναρμονισμένος πληθωρισμός, επηρεαζόμενος κατά κύριο λόγο από την πτωτική πορεία των διεθνών τιμών του πετρελαίου αλλά και των υπηρεσιών, κατέγραψε αρνητικό μέσο ετήσιο ρυθμό το 2020, επιστρέφοντας έτσι σε αποπληθωρισμό για πρώτη φορά μετά την τριετία 2013-2015. Το ίδιο και ο πυρήνας του πληθωρισμού.

## Γ.1.2 Ο ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΤΟ 2021

Ο πληθωρισμός, όπως μετρείται από τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), επανήλθε το 2021 σε θετικό έδαφος, καταγράφοντας μέσο ετήσιο ρυθμό 0,6% μετά την απότομη υποχώρησή του κατά το έτος 2020 (-1,3%) (Τράπεζα της Ελλάδος, 2021). Αντιθέτως, ο πυρήνας του πληθωρισμού υποχώρησε σε -1,0% το 2020 και παρέμεινε σε αρνητικό έδαφος και το 2021, ανακάμπτοντας μερικώς (-0,7%) (Πίνακας 1). Ο μέσος ετήσιος ρυθμός του ΕνΔΤΚ το 2021 διαμορφώθηκε από αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς κατά τους πέντε πρώτους μήνες του έτους και αυξανόμενους θετικούς ρυθμούς κατά τους υπόλοιπους επτά μήνες που αντικατοπτρίζουν τη δυναμική κίνηση του πληθωρισμού το δεύτερο εξάμηνο του 2021 και στις αρχές του 2022.





**Διάγραμμα 3.** Η εξέλιξη του ΕνΑΤΚ στην Ελλάδα Ιαν 2021 - Απρ 2022

**Πηγή:** TRADINGECONOMICS.COM / NATIONAL STATISTICAL SERVICE OF GREECE

Η κατάρρευση της ζήτησης το 2020, λόγω της επιβολής διοικητικών μέτρων περιορισμού της οικονομικής δραστηριότητας για την αντιμετώπιση της πανδημίας COVID-19, οδήγησε στην πτώση του μέσου επιπέδου των τιμών και αποτυπώθηκε έντονα κυρίως στις συνιστώσες της ενέργειας και των υπηρεσιών. Σε αντίθεση με το 2020, η καταγραφή μέσου ετήσιου πληθωρισμού με θετικό πρόσημο το 2021 αποδίδεται στις συνιστώσες της ενέργειας (12,4%), αλλά και των διατροφικών αγαθών (1,2%). Στις αρχές του 2021, λόγω των διοικητικών μέτρων περιορισμού της οικονομικής δραστηριότητας που τέθηκαν σε ισχύ το Νοέμβριο του 2020 και διήρκεσαν μέχρι και τον Απρίλιο του 2021, οι ετήσιοι ρυθμοί του εναρμονισμένου πληθωρισμού παρέμειναν αρνητικοί. Αν και η συνιστώσα της ενέργειας από το Μάρτιο του 2021 επανήλθε στην καταγραφή θετικών ετήσιων ρυθμών, ο γενικός πληθωρισμός επέστρεψε σε θετικό έδαφος τον Ιούνιο του 2021 με την άνοδο των τιμών των διατροφικών αγαθών. Ωστόσο, τα ενεργειακά αγαθά με την έντονα ανοδική τους πορεία είναι αυτά που κατά κύριο λόγο επέδρασαν στην αυξητική πορεία του γενικού πληθωρισμού. Η ενεργειακή συνιστώσα κατέγραψε μέσο ετήσιο ρυθμό 12,4%. Κατ' αντιστοιχία, ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής ήταν 2,2% το 2021 και εκείνος των επεξεργασμένων τροφίμων 0,7%.

**Πίνακας 1.** Η εξέλιξη των τιμών στην Ελλάδα και τη ζώνη του ευρώ 2017-2021 (ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές)

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>A. Ζώνη του ευρώ</b>					
Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και συνιστώσες του					
<b>Γενικός δείκτης</b>	1,5	1,8	1,2	0,3	2,6
Αγαθά	1,6	2,0	1,0	-0,4	3,4
Είδη διατροφής	1,8	2,2	1,8	2,3	1,5
Επεξεργασμένα είδη διατροφής <sup>1</sup>	1,5	2,1	1,9	1,8	1,5
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	2,4	2,3	1,4	4,0	1,6
Βιομηχανικά αγαθά	1,5	1,9	0,5	-1,8	4,5
Βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας	0,3	0,3	0,3	0,2	1,5
Ενέργεια	4,9	6,4	1,1	-6,8	13,0
Υπηρεσίες	1,4	1,5	1,5	1,0	1,5
<b>Γενικός δείκτης χωρίς την ενέργεια και τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής</b>	1,1	1,2	1,2	0,9	1,5
<b>B. Ελλάδα</b>					
Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) και συνιστώσες του					
<b>Γενικός δείκτης</b>	1,1	0,8	0,5	-1,3	0,6
Αγαθά	1,0	0,7	-0,3	-1,1	2,0
Είδη διατροφής	1,5	0,9	0,0	1,3	1,2
Επεξεργασμένα είδη διατροφής <sup>1</sup>	1,7	1,0	-0,8	-0,1	0,7
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	1,2	0,5	2,0	4,5	2,2
Βιομηχανικά αγαθά	0,7	0,5	-0,5	3,3	2,7
Βιομηχανικά αγαθά εκτός ενέργειας	-2,3	-1,2	-0,4	-0,4	-0,7
Ενέργεια	8,5	3,9	-0,3	-9,8	12,4
Υπηρεσίες	1,2	0,9	1,3	-1,4	-1,0
<b>Γενικός δείκτης χωρίς την ενέργεια και τα μη επεξεργασμένα είδη διατροφής</b>	0,6	0,5	0,5	-1,0	-0,7

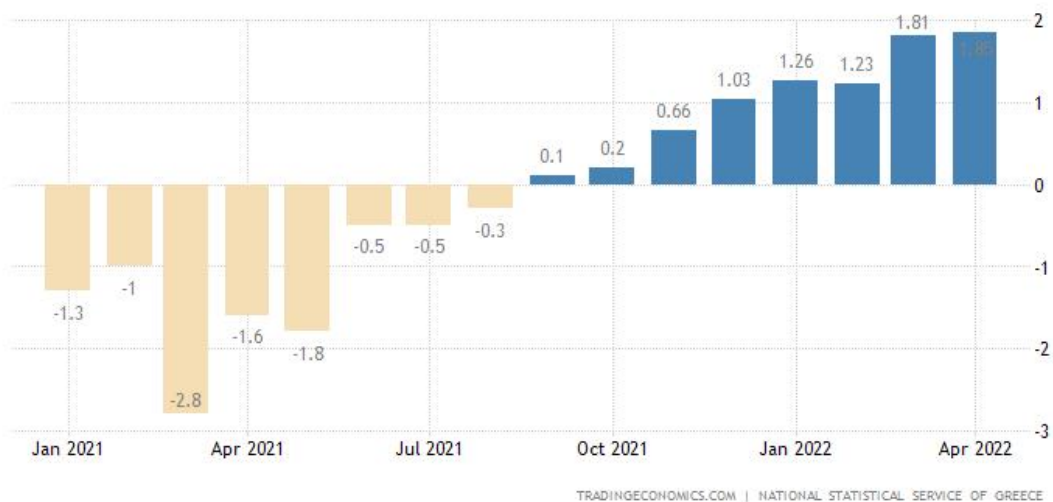
*Πηγές: Eurostat, ΕΛΣΤΑΤ και επεξεργασία στοιχείων ΕΛΣΤΑΤ.*

*1 Περιλαμβάνονται τα αλκοολούχα ποτά και ο καπνός.*

Σε αντίθεση με τη διατροφή και την ενέργεια, η συμβολή τόσο των υπηρεσιών όσο και των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών στο γενικό πληθωρισμό ήταν αρνητική το 2021 (Πίνακας 1). Και οι δύο αυτές συνιστώσες του ΕνΔΤΚ ακολούθησαν παράλληλη πορεία, υποχωρώντας σε αρνητικό έδαφος από τον Ιούνιο του 2020 μέχρι και τον Αύγουστο του 2021. Η επανεκκίνηση της οικονομίας το Μάιο του 2021 οδήγησε στη σταδιακή αποκλιμάκωση των αρνητικών ετήσιων ρυθμών τους. Ειδικότερα για τις υπηρεσίες, η σχετικά ικανοποιητική τουριστική περίοδος οδήγησε σε μερική ανάκαμψη συγκεκριμένων υπηρεσιών που σχετίζονται με τον τουρισμό. Αν και κατά το τελευταίο τετράμηνο του 2021 η συνιστώσα των υπηρεσιών ανέκαμψε, επιστρέφοντας σε θετικό

έδαφος, ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής των τιμών της συνιστώσας αυτής παρέμεινε για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά αρνητικός (-1,0%). Τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά παρέμειναν, όπως και οι υπηρεσίες, για 15 συνεχόμενους μήνες σε αποπληθωρισμό. Τα προβλήματα των διεθνών αλυσίδων εφοδιασμού, το υψηλό κόστος των πρώτων υλών, οι καθυστερήσεις και οι ελλείψεις ώθησαν τον πληθωρισμό αυτών των ειδών στην καταγραφή θετικών ετήσιων ρυθμών κατά τους τέσσερις τελευταίους μήνες του έτους, αλλά διατήρησαν το μέσο ετήσιο ρυθμό τους σε αρνητικό έδαφος (-0,7%). Σ' αυτό συνέβαλαν τα είδη ένδυσης και υπόδησης και τα διαρκή καταναλωτικά αγαθά.

Η πορεία των τιμών των υπηρεσιών και των βιομηχανικών αγαθών ουσιαστικά καθόρισε και την πορεία του πυρήνα του πληθωρισμού, καθώς και οι δύο αυτές βασικές συνιστώσες του παρέμειναν σε αρνητικό έδαφος κατά τους οκτώ πρώτους μήνες του έτους, με αποτέλεσμα ο πυρήνας να καταγράψει αρνητικό μέσο ετήσιο ρυθμό για δεύτερο συνεχόμενο έτος (-0,7%).



**Διάγραμμα 4.** Η εξέλιξη του πυρήνα του πληθωρισμού στην Ελλάδα Ιαν. 2021 - Απρ. 2022

**Πηγή:** TRADINGECONOMICS.COM / NATIONAL STATISTICAL SERVICE OF GREECE

Ο πληθωρισμός παρουσίασε διαδοχικά διαφορετικές τάσεις μέσα στο 2021, αποπληθωρισμό κατά τους πέντε πρώτους μήνες του έτους και επιστροφή σε θετικούς ετήσιους ρυθμούς στη συνέχεια. Τα ενεργειακά αγαθά και τα είδη διατροφής συνεχίζουν να αποτελούν τους καθοριστικούς παράγοντες της διατήρησης του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα στο τέλος του 2021 και στις αρχές του 2022. Η

ενέργεια επηρεάζεται από τις μεγάλες αυξήσεις κυρίως στον ηλεκτρισμό και στο φυσικό αέριο, καθώς επίσης και από τις αυξήσεις των διεθνών τιμών του πετρελαίου. Υπό το φως των νέων δεδομένων και των εν γένει εξελίξεων στην Ουκρανία, ο πληθωρισμός των ενεργειακών αγαθών αναμένεται να ενταθεί περαιτέρω. Τα είδη διατροφής επηρεάζονται από τα έντονα καιρικά φαινόμενα, το υψηλό μεταφορικό κόστος και τις ποικίλες διαταράξεις των αλυσίδων εφοδιασμού. Οι πολεμικές συγκρούσεις αναμένεται να επηρεάσουν και το διατροφικό κόστος, καθώς οι δύο εμπλεκόμενες χώρες αποτελούν το σιτοβολώνα της Ευρώπης και είναι χώρες παραγωγοί βασικών διατροφικών εμπορευμάτων. Η ανοδική πορεία των τιμών των υπηρεσιών και των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών κατά τα τέλη του 2021 ενισχύει όχι μόνο τον πυρήνα του πληθωρισμού, αλλά και το γενικό πληθωρισμό ειδικότερα όσον αφορά τις μακροοικονομικές επιπτώσεις από διαταραχές των τιμών των εισαγομένων και του τομέα των υπηρεσιών. Επιπλέον, το προγραμματισμένο μέτρο της επαναφοράς των συντελεστών ΦΠΑ στον κανονικό συντελεστή (από το μειωμένο συντελεστή) για συγκεκριμένες υπηρεσίες και αγαθά θα έχει, εάν τελικά εφαρμοστεί, επίσης πληθωριστική επίπτωση από τα μέσα του 2022 και μετά. Έτσι, ο εναρμονισμένος πληθωρισμός, με τη δυναμική που είχε αναπτύξει στα τέλη του 2021 και στις αρχές του 2022 και υπό το βάρος των νέων δεδομένων, αναμένεται να καταγράψει υψηλό μέσο ετήσιο ρυθμό το 2022.

### **Γ.1.3 Ο ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΤΟ 2022**

Σύμφωνα με το δελτίο τύπου της 8ης Απριλίου 2022 της ΕΛΣΤΑΤ, κατά το 1ο τρίμηνο του 2022, ο ΕνΔΤΚ κατέγραψε αλματώδη αύξηση. Από τη σύγκριση του Γενικού ΔΤΚ του μηνός Μαρτίου 2022 με τον αντίστοιχο Δείκτη του Μαρτίου 2021 προέκυψε αύξηση 8,9% έναντι μείωσης 1,6% που σημειώθηκε κατά την αντίστοιχη σύγκριση του έτους 2021 με το 2020 .

Ο Γενικός ΔΤΚ κατά τον μήνα Μάρτιο 2022, σε σύγκριση με τον Φεβρουάριο 2022, παρουσίασε αύξηση 2,7% έναντι αύξησης 1,2% που σημειώθηκε κατά την αντίστοιχη σύγκριση του προηγούμενου έτους.

Ο μέσος ΔΤΚ του δωδεκαμήνου Απριλίου 2021 - Μαρτίου 2022, σε σύγκριση με τον αντίστοιχο Δείκτη του δωδεκαμήνου Απριλίου 2020 - Μαρτίου 2021, παρουσίασε αύξηση 3,5% έναντι μείωσης 1,7% που σημειώθηκε κατά την αντίστοιχη σύγκριση του

δωδεκαμήνου Απριλίου 2020 - Μαρτίου 2021 με το δωδεκάμηνο Απριλίου 2019 – Μαρτίου 2020.

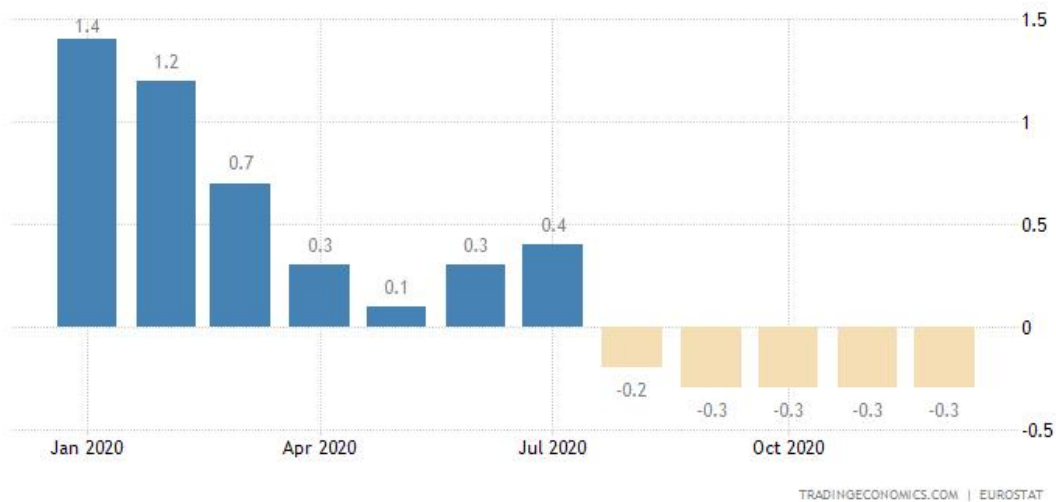
Σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία που δημοσιοποίησε τον Μάιο η ΕΛΣΤΑΤ, ο ετήσιος πληθωρισμός στην Ελλάδα αυξήθηκε στο 10,2% τον Απρίλιο του 2022 από 8,9% τον προηγούμενο μήνα, ο ταχύτερος από τον Ιανουάριο του 1995. Η νέα έκρηξη του πληθωρισμού τον περασμένο Απρίλιο οφείλεται στην ενεργειακή κρίση και ειδικά στις ανατιμήσεις κατά 88,8% στον ηλεκτρισμό (σε ετήσια βάση), που έχει και την πιο σημαντική επίπτωση στον δείκτη και ακολουθεί το φυσικό αέριο με ετήσια αύξηση 122,6% και το πετρέλαιο θέρμανσης με 65,1% (Πρώτο Θέμα, 2022). Οι πιέσεις στις τιμές αυξήθηκαν σημαντικά στους τομείς της στέγασης και των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας (35,2% έναντι 29,9% τον Μάρτιο) και των τροφίμων και μη αλκοολούχων ποτών (10,9% έναντι 8,1%), ενώ παρέμειναν σταθερές σε υψηλά επίπεδα για τις μεταφορές (15,4%). Ο πληθωρισμός επιταχύνθηκε επίσης, αλλά σε μικρότερο βαθμό, στα διαρκή αγαθά, οικιακές συσκευές και υπηρεσίες (4,2% έναντι 3,7%), στα ξενοδοχεία, καφετέριες και εστιατόρια (3,8% έναντι 2,8%) και στα διάφορα αγαθά και υπηρεσίες (0,9% έναντι 0,1%). Σε μηνιαία βάση, οι τιμές καταναλωτή αυξήθηκαν κατά 2,1%, επιβραδυνόμενες από την πρόοδο 2,7% τον Μάρτιο.

## **Γ.2 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ ΑΠΟ ΤΟ 2020 ΩΣ ΣΗΜΕΡΑ**

### **Γ.2.1 Ο ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΤΟ 2020**

Ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη μειώθηκε αισθητά λόγω της πτώσης των τιμών του πετρελαίου και της οικονομικής συρρίκνωσης. Ο συνολικός πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ διαμορφώθηκε στο 0,3% κατά μέσο όρο το 2020, από 1,2% το 2019 (ECB annual report, 2020). Όσον αφορά τις συνιστώσες του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), η μείωση αυτή αντανάκλασε ουσιαστικά τη χαμηλότερη συμβολή του πληθωρισμού της ενέργειας, αλλά το δεύτερο εξάμηνο του έτους, και του πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα τρόφιμα. Όσον αφορά τους κινητήριους παράγοντες της, η αποπληθωριστική διαδικασία έλαβε χώρα στο πλαίσιο της απότομης συρρίκνωσης της οικονομικής δραστηριότητας, η οποία αποδυνάμωσε σημαντικά την καταναλωτική ζήτηση και δημιούργησε σοβαρούς καθοδικούς κινδύνους για τις οικονομικές προοπτικές. Οι αποπληθωριστικές πιέσεις αντανάκλασαν επίσης ορισμένους ειδικούς παράγοντες που σχετίζονται με τις

οικονομικές επιπτώσεις της πανδημίας COVID-19 και τις απαντήσεις σε αυτές. Για παράδειγμα, η περαιτέρω μείωση του πληθωρισμού το δεύτερο εξάμηνο του έτους οφειλόταν εν μέρει στην πτώση των τιμών των υπηρεσιών που σχετίζονται με τα ταξίδια, ιδίως των μεταφορών και των ξενοδοχείων, οι οποίες επλήγησαν περισσότερο από την κρίση, καθώς και στον αντίκτυπο της προσωρινής μείωσης του συντελεστή ΦΠΑ στη Γερμανία.



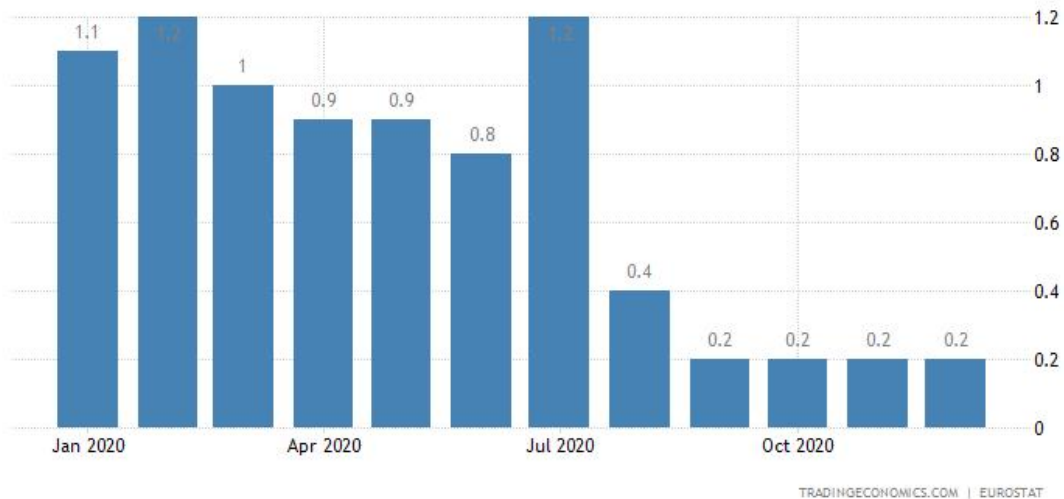
**Διάγραμμα 5.** Η εξέλιξη του ΕνΔΤΚ στην Ευρωζώνη το 2020

**Πηγή:** TRADINGECONOMICS.COM / EUROSTAT

Οι εξελίξεις στον ενεργειακό πληθωρισμό συνέβαλαν σε μεγάλο βαθμό στη μείωση του μέσου γενικού πληθωρισμού το 2020 σε σύγκριση με το 2019, αντανακλώντας την πτώση των τιμών του πετρελαίου στην αρχή της πανδημίας.

Αντίθετα, η συμβολή του συνολικού πληθωρισμού των ειδών διατροφής στον συνολικό πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ αυξήθηκε ελαφρώς πάνω από το επίπεδο του 2019, αντανακλώντας σε μεγάλο βαθμό το γεγονός ότι ιδίως ο πληθωρισμός των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής αυξήθηκε προσωρινά σημαντικά εν μέσω της πανδημίας με μια αιχμή 7,6% τον Απρίλιο του 2020.

Ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα τρόφιμα ήταν κατά μέσο όρο 0,7% μετά από 1,0% το 2019, με χαμηλό ρεκόρ να καταγράφεται τους τελευταίους τέσσερις μήνες του 2020.



*Διάγραμμα 6. Η εξέλιξη του πυρήνα του πληθωρισμού στην Ευρωζώνη το 2020*

*Πηγή: TRADINGECONOMICS.COM / EUROSTAT*

Οι αδύναμες εξελίξεις τόσο στον πληθωρισμό των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών όσο και στον πληθωρισμό των υπηρεσιών συνέβαλαν στον υποτονικό πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα τρόφιμα. Ο πληθωρισμός των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών έγινε αρνητικός τον Αύγουστο του 2020, φθάνοντας σε χαμηλό ρεκόρ τον Δεκέμβριο του 2020, και ο πληθωρισμός των υπηρεσιών έφθασε σε ιστορικά χαμηλό 0,4% τον Οκτώβριο του 2020, αν και στη συνέχεια αυξήθηκε ελαφρώς. Η ανατίμηση του ευρώ το δεύτερο εξάμηνο του έτους επηρέασε τον πληθωρισμό των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών κάπως περισσότερο από ό,τι τον πληθωρισμό των υπηρεσιών. Το ίδιο ισχύει και για τις μεταβολές στους έμμεσους φόρους, καθώς ορισμένες συνιστώσες των υπηρεσιών, όπως τα ενοίκια, απαλλάσσονται από τον ΦΠΑ. Τα λουκέτα και τα μέτρα περιορισμού στο πλαίσιο της πανδημίας είχαν μεγαλύτερο αντίκτυπο στο επίπεδο του πληθωρισμού των υπηρεσιών, γεγονός που ήταν ιδιαίτερα ορατό στην πτώση του πληθωρισμού για τα είδη που σχετίζονται με τα ταξίδια και την αναψυχή. Γενικότερα, ωστόσο, ο πληθωρισμός των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών και ο πληθωρισμός των υπηρεσιών κυριαρχήθηκαν από την κατακόρυφη πτώση της ζήτησης που προκάλεσε η πανδημία μέσω της αυξημένης αβεβαιότητας και αποστροφής κινδύνου, των μέτρων περιορισμού και των απωλειών εισοδήματος και θέσεων εργασίας. Αυτό αντιστάθμισε σημαντικά κάποιες ανοδικές επιδράσεις από τις διαταραχές της προσφοράς σε ορισμένους τομείς. Επιπλέον, η πανδημία παρεμπόδισε τη συλλογή τιμών βάσει του ΕνΔΤΚ. Οι επιδράσεις της ζήτησης και της προσφοράς πιθανόν επίσης να

συνεπάγονται ότι τα μερίδια των επιμέρους αγαθών και υπηρεσιών στην κατανάλωση ήταν διαφορετικά από εκείνα που διέπουν την κατασκευή του ΕνΔΤΚ το 2020.

Οι εξελίξεις στην αύξηση του μοναδιαίου κόστους εργασίας, την αύξηση της παραγωγικότητας και την αύξηση της αμοιβής ανά εργαζόμενο το 2020 επηρεάστηκαν από την ευρεία εφαρμογή των συστημάτων εργασίας βραχείας απασχόλησης, γεγονός που σήμαινε, για παράδειγμα, ότι η απασχόληση παρέμεινε πολύ πιο ανθεκτική από ό,τι η παραγωγή ή οι πραγματικές ώρες εργασίας. Υπήρχαν επίσης ζητήματα σχετικά με τη στατιστική καταγραφή των εν λόγω μέτρων, τα οποία συνεπάγονταν μια ασυνήθιστα μεγάλη συμβολή των επιδοτήσεων στις εξελίξεις του εγχώριου κόστους και δυσχέραιναν τη συγκρισιμότητα των πρόσφατων εξελίξεων με τις εξελίξεις του παρελθόντος.

Οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό στην Έρευνα της ΕΚΤ παρέμειναν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα το 2020, κυμαινόμενες μεταξύ 1,6% και 1,7%, έχοντας πέσει σε αυτά τα επίπεδα το προηγούμενο έτος. Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό πέντε έτη μπροστά διαμορφώθηκαν στο 1,7% το τέταρτο τρίμηνο του 2020, αμετάβλητες σε σχέση με το τέταρτο τρίμηνο του 2019. Οι μετρήσεις των μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό με βάση την αγορά, και ιδίως το επιτόκιο swap πέντε ετών που συνδέεται με τον πληθωρισμό πέντε έτη μπροστά, παρουσίασαν αξιοσημείωτη μεταβλητότητα καθ' όλη τη διάρκεια του έτους. Το τελευταίο επιτόκιο μειώθηκε απότομα στην αρχή της πανδημίας και έφθασε στο χαμηλότερο επίπεδο που έχει καταγραφεί στο τέλος του πρώτου τριμήνου του 2020 (διαμορφώθηκε στο 0,7% στις 23 Μαρτίου), προτού ανακάμψει και σταθεροποιηθεί κοντά στα προ της πανδημίας επίπεδα προς το τέλος του έτους (διαμορφώθηκε στο 1,3% στις 31 Δεκεμβρίου). Οι βασισμένοι στην αγορά δείκτες των μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό παρέμειναν πολύ υποτονικοί.

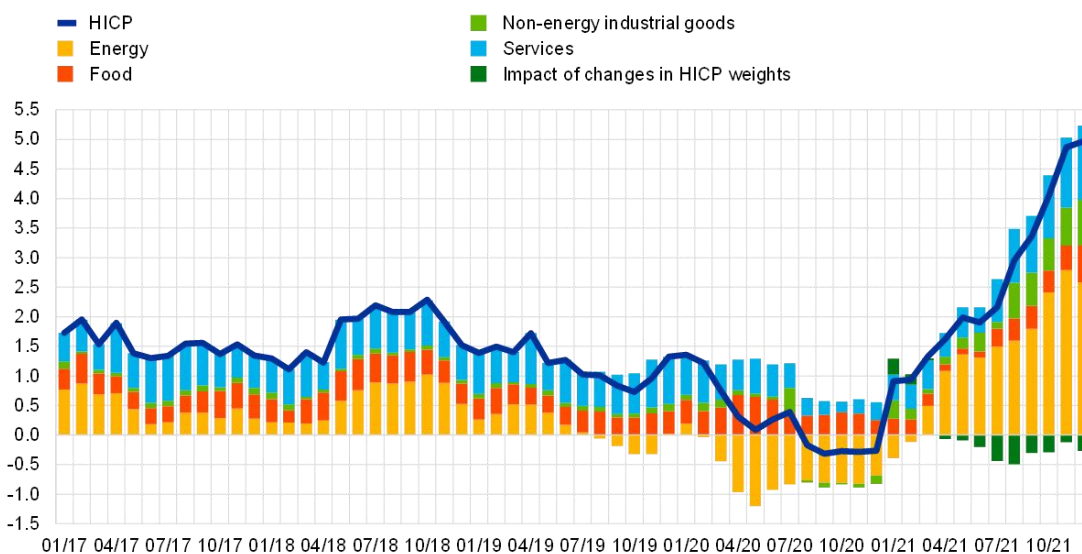
## **Γ.2.2 Ο ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΤΟ 2021**

Ο συνολικός πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ στη ζώνη του ευρώ ήταν 2,6% κατά μέσο όρο το 2021, απότομα αυξημένος από μέσο όρο 0,3% το 2020 (Πίνακας 1). Η άνοδος αυτή αντανάκλουσε σε μεγάλο βαθμό τη σημαντική αύξηση των τιμών της ενέργειας (ECB annual report, 2021). Επιπλέον, η ζήτηση που ξεπέρασε την περιορισμένη προσφορά σε ορισμένους τομείς προσέθεσε πληθωριστικές πιέσεις, μετά τη χαλάρωση των περιορισμών της πανδημίας και την έντονη ανάκαμψη της παγκόσμιας και της



εγχώριας οικονομίας. Η εκτίναξη του ετήσιου πληθωρισμού από -0,3% τον Δεκέμβριο του 2020 σε 5,0% τον Δεκέμβριο του 2021 ήταν άνευ προηγουμένου τόσο ως προς την απότομη κλίση όσο και ως προς το μέγεθος των ετήσιων ρυθμών αύξησης στο τέλος του 2021. Όσον αφορά το μέλλον, οι παράγοντες πίσω από την αύξηση του πληθωρισμού το 2021 αναμενόταν σε μεγάλο βαθμό να εξασθενήσουν και αφού παραμείνει αυξημένος βραχυπρόθεσμα, ο πληθωρισμός αναμενόταν να υποχωρήσει στη διάρκεια του 2022. Ωστόσο, μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία τον Φεβρουάριο του 2022, η αβεβαιότητα σχετικά με τις προοπτικές του πληθωρισμού αυξήθηκε σημαντικά.

Όπως αναφέρθηκε, ο κύριος παράγοντας που συνέβαλε στην άνοδο του συνολικού πληθωρισμού το 2021 ήταν η ενεργειακή συνιστώσα. Ωστόσο, από το καλοκαίρι και μετά, η συμβολή και άλλων συνιστωσών έγινε πιο έντονη. Η χαλάρωση των πανδημικών αποκλεισμών και άλλων περιορισμών και οι επεκτατικές δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές επέτρεψαν την ανάκαμψη της ζήτησης, δίνοντας ώθηση ιδίως στις καταναλωτικές υπηρεσίες. Ταυτόχρονα, η ισχυρή παγκόσμια ζήτηση και οι συμφορήσεις στην προσφορά, καθώς και οι τιμές της ενέργειας, ώθησαν το κόστος των εισαγόμενων και των εγχωρίως παραγόμενων αγαθών. Αυτό αντικατοπτρίστηκε επίσης σε υψηλότερες συνεισφορές στον πληθωρισμό από τις συνιστώσες των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών (NEIG) και των υπηρεσιών αργότερα μέσα στο έτος (Διάγραμμα 7). Ο πληθωρισμός στηρίχθηκε επίσης σε κάποιο βαθμό το δεύτερο εξάμηνο του έτους από την επίδραση της προσωρινής μείωσης του ΦΠΑ στη Γερμανία το προηγούμενο έτος.

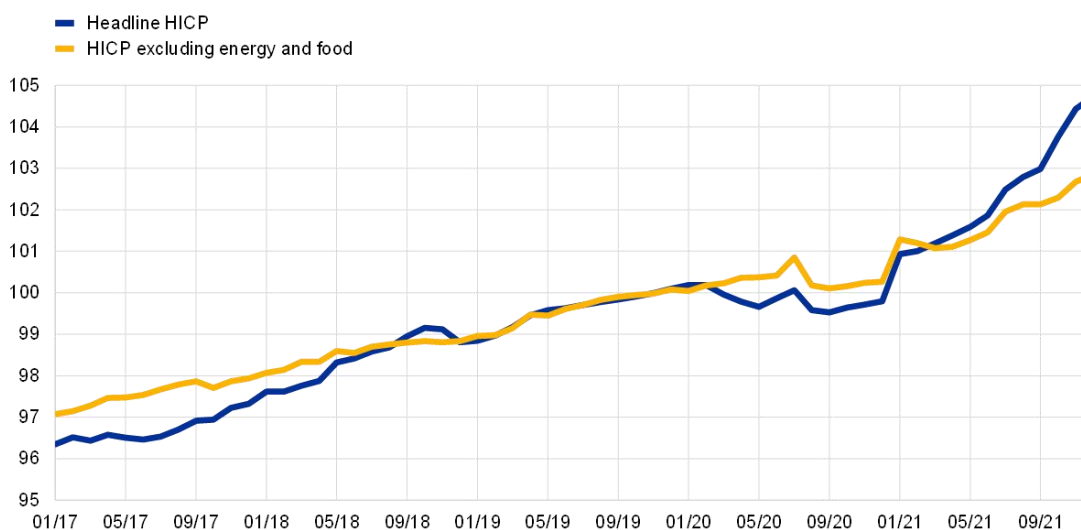


**Διάγραμμα 7:** Συνολικός πληθωρισμός και οι συνιστώσες του (ετήσιες ποσοστιαίες μεταβολές-συνεισφορές σε ποσοστιαίες μονάδες)

**Πηγές:** Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ

**Σημειώσεις:** Οι συνεισφορές των συνιστωσών του ΕνΔΤΚ για το 2021 υπολογίζονται με βάση τους συντελεστές στάθμισης του ΕνΔΤΚ για το 2020. Ο αντίκτυπος των αλλαγών στους συντελεστές στάθμισης εκτιμάται από την ΕΚΤ. Οι τελευταίες παρατηρήσεις αφορούν τον Δεκέμβριο του 2021.

Καθώς οι ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής αντανακλούν επίσης το χαμηλό σημείο εκκίνησης του προηγούμενου έτους, η δυναμική των τιμών το 2021 μπορεί να εξεταστεί και ως προς την εξέλιξη των δεικτών για τον γενικό ΕνΔΤΚ και τον ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα τρόφιμα. Η άνοδος του επιπέδου των τιμών στη διάρκεια του 2021 ήταν πιο απότομη από ό,τι παρατηρήθηκε τα έτη πριν από την πανδημία, όταν τα αποτελέσματα του πληθωρισμού ήταν χαμηλότερα από τον στόχο της ΕΚΤ για τον πληθωρισμό (Διάγραμμα 8).



**Διάγραμμα 8:** Συνολικός ΕνΔΤΚ και ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα τρόφιμα

**Πηγές:** Eurostat και υπολογισμοί της ΕΚΤ.

**Σημειώσεις:** Οι τελευταίες παρατηρήσεις αφορούν τον Δεκέμβριο του 2021.

Η μέτρηση της δυναμικής των τιμών και των παραγόντων που τις καθοδηγούν ήταν ιδιαίτερα δύσκολη το 2021, όχι μόνο λόγω των οικονομικών επιπτώσεων της πανδημίας, αλλά και λόγω ορισμένων τεχνικών παραγόντων που σχετίζονται με την πανδημία και επηρέασαν τη μέτρηση του πληθωρισμού. Ο πρώτος από αυτούς τους παράγοντες ήταν η τακτική ετήσια προσαρμογή των συντελεστών στάθμισης της κατανάλωσης για την κατάρτιση του ΕνΔΤΚ. Συνολικά, οι αλλαγές στα βάρη είχαν σημαντικές επιπτώσεις, συχνότερα προς τα κάτω παρά προς τα πάνω, στους ετήσιους ρυθμούς πληθωρισμού σε

μεμονωμένους μήνες του 2021. Ένας δεύτερος τεχνικός παράγοντας ήταν ότι σε αρκετούς μήνες του 2020 και του 2021 οι τιμές για αρκετά στοιχεία του ΕνΔΤΚ (π.χ. εστιατόρια και ταξίδια) δεν μπορούσαν να συλλεχθούν μέσω των συνήθων πηγών λόγω των περιορισμών του COVID-19 και αντικαταστάθηκαν με τιμές που είχαν υπολογιστεί, δηλαδή είχαν ληφθεί με άλλες μεθόδους. Ένας τρίτος τεχνικός παράγοντας ήταν το γεγονός ότι οι εποχικές περίοδοι πώλησης μεταφέρθηκαν εκτός των συνήθων μηνών τους το 2020 και το 2021, γεγονός που συνεπάγεται σημαντική μεταβλητότητα για τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής των τιμών των μη ενεργειακών βιομηχανικών αγαθών λόγω των συνιστωσών ένδυσης και υπόδησης.

Οι τιμές παραγωγού για τα αγαθά αυξήθηκαν έντονα, ενώ το κόστος εργασίας παρέμεινε συγκρατημένο. Οι πιέσεις κόστους διαδραμάτισαν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των εξελίξεων στον πληθωρισμό τιμών καταναλωτή το 2021. Οι πιέσεις σε όλα τα στάδια της αλυσίδας τιμολόγησης αυξήθηκαν σημαντικά, με πιο εμφανή τα πρώτα στάδια και τις τιμές των ενδιάμεσων αγαθών, οι οποίες αντανακλούσαν την επίδραση των στενώσεων στην προσφορά και, ιδίως το δεύτερο εξάμηνο του 2021, σε κάποιο βαθμό και την αύξηση των τιμών της ενέργειας. Οι αυξήσεις των τιμών των εισαγόμενων προϊόντων ήταν κάπως υψηλότερες από ό,τι το 2020, εν μέρει λόγω της υποτίμησης του ευρώ. Οι ισχυρές επιδράσεις βάσης και ο αντίκτυπος των κυβερνητικών μέτρων στήριξης οδήγησαν σε κάποια μεταβλητότητα στις συνιστώσες κόστους που σχετίζονται με το μοναδιαίο κόστος εργασίας και τα μοναδιαία κέρδη. Καθώς μειώθηκε η εξάρτηση από τα προγράμματα διατήρησης θέσεων εργασίας και οι περισσότεροι εργαζόμενοι επέστρεψαν σε πλήρεις μισθούς, η αύξηση της αμοιβής ανά εργαζόμενο αυξήθηκε σε μέσο όρο 4,0% το 2021, από -0,6% το 2020. Καθώς την ίδια στιγμή η παραγωγικότητα ανά άτομο αυξήθηκε λόγω των πρόσθετων ωρών εργασίας, αυτή η έντονη αύξηση δεν αντικατοπτρίστηκε στο μοναδιαίο κόστος εργασίας. Ο αντίκτυπος των κρατικών καθεστώτων στήριξης συνέχισε έτσι να καθιστά δυσκολότερη την ερμηνεία των μισθολογικών δεικτών, όπως η αποζημίωση ανά εργαζόμενο και η αποζημίωση ανά ώρα εργασίας

Οι μακροπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό, οι οποίες είχαν διαμορφωθεί στο 1,7% στο τέλος του 2020, αυξήθηκαν στο 1,9% στη διάρκεια του 2021. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα ειδικού ερωτηματολογίου που στάλθηκε στους ερωτηθέντες της Έρευνας Επαγγελματιών Προβλέψεων (SPF) της ΕΚΤ, η επικοινωνία της νέας στρατηγικής νομισματικής πολιτικής συνέβαλε στη στήριξη αυτής της προσαρμογής των προσδοκιών. Τα μέτρα που βασίζονται στην αγορά για την αντιστάθμιση του

πληθωρισμού σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα, ιδίως το επιτόκιο swap πέντε ετών που συνδέεται με τον πληθωρισμό πέντε έτη μπροστά, ακολούθησαν παρόμοια πορεία και ανέκαμψαν σταδιακά κατά τη διάρκεια του 2021. Προς το τέλος του έτους, το μέτρο αυτό κυμάνθηκε λίγο κάτω από το επίπεδο του 2%, ξεπερνώντας το για λίγο τον Οκτώβριο. Οι εκτιμήσεις για τα ασφάλιστρα κινδύνου πληθωρισμού που περιλαμβάνονται στην αποζημίωση για τον πληθωρισμό που ζητούν οι επενδυτές υποδηλώνουν ότι τα ασφάλιστρα κινδύνου πληθωρισμού έγιναν θετικά σε όλες τις διάρκειες το 2021 για πρώτη φορά εδώ και αρκετά χρόνια.

### Γ.2.3 Ο ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΤΟ 2022

Ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη, αυξήθηκε στο 7,4% τον Μάρτιο, από 5,9% τον Φεβρουάριο. Οι τιμές της ενέργειας αυξήθηκαν μετά το ξέσπασμα του πολέμου και τώρα βρίσκονται 45% πάνω από το επίπεδό τους πριν από ένα χρόνο. Εξακολουθούν να αποτελούν τον κύριο λόγο για τον υψηλό ρυθμό πληθωρισμού. Οι δείκτες που βασίζονται στην αγορά υποδηλώνουν ότι οι τιμές της ενέργειας θα παραμείνουν υψηλές στο εγγύς μέλλον, αλλά στη συνέχεια θα μετριαστούν σε κάποιο βαθμό. Οι τιμές των τροφίμων έχουν επίσης αυξηθεί απότομα. Αυτό οφείλεται στο αυξημένο κόστος μεταφοράς και παραγωγής, ιδίως στην υψηλότερη τιμή των λιπασμάτων, η οποία εν μέρει σχετίζεται με τον πόλεμο στην Ουκρανία.

Ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού στην Ευρωζώνη αυξήθηκε σε νέο υψηλό ρεκόρ 7,5% τον Απρίλιο του 2022 από 7,4% τον Μάρτιο, και κυρίως σύμφωνα με τις προσδοκίες της αγοράς, καθώς ο πόλεμος στην Ουκρανία και οι κυρώσεις κατά της Ρωσίας συνέχισαν να ωθούν τις τιμές των βασικών εμπορευμάτων σε υψηλότερα επίπεδα, σύμφωνα με προκαταρκτικές εκτιμήσεις. Ο πληθωρισμός είναι πλέον σχεδόν τετραπλάσιος του στόχου της ΕΚΤ για 2%.

Οι τιμές προχώρησαν ταχύτερα για τα τρόφιμα, το αλκοόλ και τον καπνό (6,4% έναντι 5,0% τον Μάρτιο), τα μη ενεργειακά βιομηχανικά αγαθά (3,8% έναντι 3,4%) και τις υπηρεσίες (3,3% έναντι 2,7%). Εν τω μεταξύ, οι τιμές της ενέργειας επιβραδύνθηκαν αλλά παρέμειναν εξαιρετικά υψηλές (38% έναντι 44,4%). Εξαιρουμένης της ενέργειας, ο πληθωρισμός αυξήθηκε επίσης σε 4,2% από 3,4% και εξαιρουμένης της ενέργειας, τα τρόφιμα, το αλκοόλ και ο καπνός αυξήθηκαν σε 3,5% από 2,9%. (tradingeconomics.com, euro area inflation)



**Διάγραμμα 9.** Απόκλιση του πληθωρισμού στην ευρωζώνη από τον στόχο της ΕΚΤ

**Πηγή:** Οικονομικός Ταχυδρόμος (ΕΚΤ, Financial Times)

Οι αυξήσεις των τιμών έχουν γίνει πιο διαδεδομένες. Το ενεργειακό κόστος ωθεί τις τιμές σε πολλούς τομείς. Οι συμφορήσεις στον εφοδιασμό και η ομαλοποίηση της ζήτησης καθώς η οικονομία ανοίγει εκ νέου, συνεχίζουν επίσης να ασκούν ανοδικές πιέσεις στις τιμές. Οι μετρήσεις του υποκείμενου πληθωρισμού έχουν αυξηθεί σε επίπεδα άνω του 2% τους τελευταίους μήνες. Δεν είναι βέβαιο πόσο επίμονη θα είναι η άνοδος αυτών των δεικτών, δεδομένου του ρόλου των προσωρινών παραγόντων που σχετίζονται με την πανδημία και των έμμεσων επιδράσεων των υψηλότερων τιμών της ενέργειας.

Η αγορά εργασίας συνεχίζει να βελτιώνεται, με την ανεργία να έχει μειωθεί σε ιστορικό χαμηλό 6,8% τον Φεβρουάριο. Οι αναγγελίες θέσεων εργασίας σε πολλούς τομείς εξακολουθούν να σηματοδοτούν ισχυρή ζήτηση για εργατικό δυναμικό, ωστόσο η αύξηση των μισθών παραμένει συνολικά υποτονική. Ενώ οι διάφορες μετρήσεις των μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό που προέρχονται από τις χρηματοπιστωτικές αγορές και από έρευνες εμπειρογνομόνων παραμένουν σε μεγάλο βαθμό γύρω στο 2%, οι πρώτες ενδείξεις αναθεωρήσεων των εν λόγω μετρήσεων πάνω από το στόχο δικαιολογούν πιο στενή παρακολούθηση.

## **Δ. Η ΕΞΗΓΗΣΗ ΤΟΥ ΦΑΙΝΟΜΕΝΟΥ**

### **Δ.1 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΞΗΓΟΥΝ ΤΗΝ ΑΝΟΔΟ ΤΟΥ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ ΤΟ 2021**

Τα χαμηλά επίπεδα τιμών το 2020 αποτελούν σημαντικό παράγοντα κατά την αξιολόγηση της αύξησης του πληθωρισμού κατά τη διάρκεια του 2021, καθώς αυτά παρέχουν τη βάση για τον υπολογισμό των ετήσιων ρυθμών αύξησης για το 2021 (ECB, 2021). Για παράδειγμα, οι τιμές του πετρελαίου, και στη συνέχεια οι τιμές της ενέργειας για τους καταναλωτές, κατέρρευσαν με την έναρξη της πανδημίας. Περίπου το ήμισυ του πληθωρισμού της ενέργειας το τελευταίο τρίμηνο του 2021 μπορεί να αποδοθεί στο χαμηλό επίπεδο του 2020.

Ένας δεύτερος παράγοντας για την εκτίναξη του πληθωρισμού ήταν το γεγονός ότι οι τιμές της ενέργειας για τους καταναλωτές δεν ομαλοποιήθηκαν απλώς το 2021, αλλά συνέχισαν να αυξάνονται έντονα. Η πρόσθετη άνοδος παρατηρήθηκε αρχικά κυρίως στις τιμές των καυσίμων μεταφοράς, καθώς η παγκόσμια ζήτηση για πετρέλαιο ενισχύθηκε σύμφωνα με τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη, ενώ η προσφορά παρέμεινε κάπως περιορισμένη. Αργότερα το καλοκαίρι, οι τιμές του φυσικού αερίου και της ηλεκτρικής ενέργειας αυξήθηκαν επίσης κατακόρυφα. Αυτό αντανακλούσε την υψηλότερη ζήτηση αλλά και ορισμένους περιορισμούς στην προσφορά φυσικού αερίου. Η ζήτηση φυσικού αερίου στην Ευρώπη ήταν εξαιρετικά υψηλή λόγω του ψυχρού χειμώνα 2020/21 και των ήρεμων ανέμων κατά τη διάρκεια του καλοκαιριού του 2021, γεγονός που οδήγησε στην υποκατάσταση της αιολικής ενέργειας από το φυσικό αέριο. Επιπλέον, η προμήθεια φυσικού αερίου από τη Νορβηγία μειώθηκε το πρώτο εξάμηνο του έτους λόγω εργασιών συντήρησης σε αγωγούς, ενώ το καλοκαίρι οι εισαγωγές φυσικού αερίου της ΕΕ από τη Ρωσία ήταν σχετικά χαμηλές. Η παγκόσμια ανάκαμψη αύξησε επίσης τη ζήτηση για φυσικό αέριο, ιδίως στην Κίνα. Η άνοδος των τιμών του φυσικού αερίου και της ηλεκτρικής ενέργειας το φθινόπωρο του 2021 είχε ως αποτέλεσμα την ιστορικά υψηλή συμβολή αυτών των στοιχείων στον πληθωρισμό της ενέργειας στη ζώνη του ευρώ

Ο τρίτος βασικός παράγοντας για την έξαρση του πληθωρισμού ήταν οι πιέσεις στις τιμές που προέκυψαν στο πλαίσιο της επαναλειτουργίας της οικονομίας μετά από μια περίοδο περιορισμών που σχετιζόνταν με την πανδημία. Η ζήτηση ανέκαμψε έντονα, τόσο σε παγκόσμιο όσο και σε εγχώριο επίπεδο, ξεπερνώντας την περιορισμένη

προσφορά σε ορισμένους τομείς. Ως αποτέλεσμα, εμφανίστηκαν ελλείψεις προσφοράς σε παγκόσμιο επίπεδο και το κόστος μεταφοράς αυξήθηκε απότομα στο γύρισμα του 2020/21. Οι τιμές παραγωγού της ζώνης του ευρώ αυξήθηκαν σταθερά καθ' όλη τη διάρκεια του 2021, όχι μόνο για τα ενδιάμεσα αγαθά αλλά και για τα καταναλωτικά αγαθά.

Τέλος, η μεταβλητότητα του πληθωρισμού το 2021 επηρεάστηκε από μια σειρά άλλων ειδικών παραγόντων, για παράδειγμα, η δυναμική των τιμών για τα είδη ένδυσης και υπόδησης η οποία επηρεάστηκε από αλλαγές στον χρόνο των εποχικών πωλήσεων και η μεταβολή των συντελεστών στάθμισης των στοιχείων του ΕνΔΤΚ που ήταν ασυνήθιστα μεγάλη για το 2021, με ιδιαίτερα σημαντική επίδραση στον πληθωρισμό βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς την ενέργεια και τα τρόφιμα.

## **Δ.2 Η ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΤΩΝ ΔΙΑΤΑΡΑΧΩΝ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΟΡΑΣ ΚΑΙ ΤΗΣ ΖΗΤΗΣΗΣ ΣΤΟΝ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟ**

Οι δυσχέρειες στον εφοδιασμό εμπόδισαν τη βιομηχανική ανάκαμψη και αύξησαν τον πληθωρισμό σε πολλές οικονομίες κατά το 2021, καθώς η ταχεία ανάκαμψη της ζήτησης αγαθών συγκρούστηκε με διαταραχές στην παραγωγή και τη διανομή. Όταν την άνοιξη του 2020 εισήχθησαν περιορισμοί στην κινητικότητα για τον έλεγχο του Covid-19, οι καταναλωτές μείωσαν τις δαπάνες για υπηρεσίες και άρχισαν να αγοράζουν περισσότερα βιομηχανικά αγαθά αντί αυτών. Η επαναλειτουργία των οικονομιών ενίσχυσε αρχικά τη μεταποιητική παραγωγή, αλλά τα νέα λουκέτα και οι ελλείψεις σε εισροές ενδιάμεσων προϊόντων, από χημικές ουσίες έως μικροτσιπ, προκάλεσαν καθυστερήσεις στην ανάκαμψη της μεταποίησης. Οι τιμές των βιομηχανικών αγαθών αυξήθηκαν ραγδαία, καθώς οι χρόνοι παράδοσης έφτασαν σε επίπεδα ρεκόρ, προκαλώντας μια συζήτηση σχετικά με τον πληθωρισμό και την κατάλληλη πορεία της νομισματικής πολιτικής (Summers 2021 και Powell 2021).

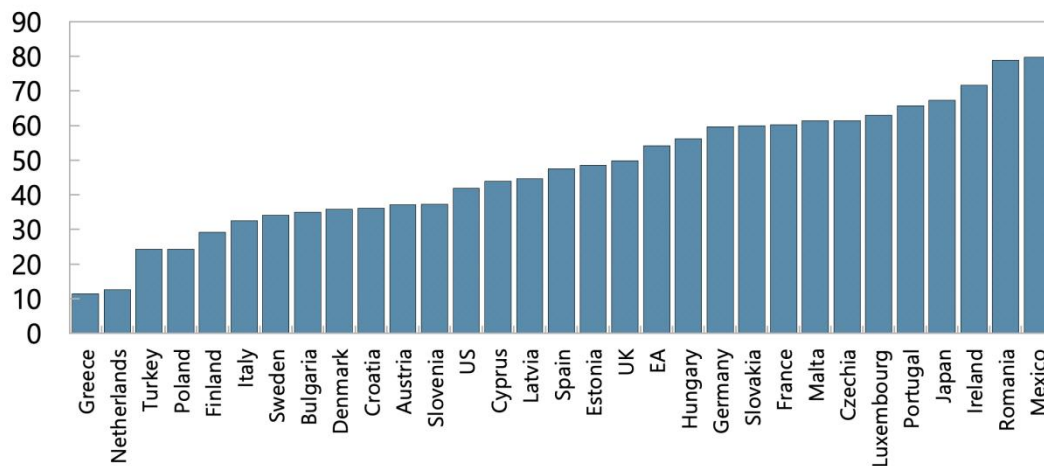
Η κατανόηση των αντίστοιχων ρόλων της αυξημένης ζήτησης και της εξασθενημένης προσφοράς, καθώς και του πόσο μπορεί να διαρκέσουν αυτές οι μετατοπίσεις, είναι το κλειδί για τη σωστή άσκηση μακροοικονομικής πολιτικής. Στις περιπτώσεις όπου τα σημεία συμφόρησης προκύπτουν κυρίως από την αλληλεπίδραση της ισχυρής ζήτησης και της ανελαστικής προσφοράς, μόνο η άμβλυνση της ζήτησης μπορεί να αμβλύνει τις πληθωριστικές πιέσεις βραχυπρόθεσμα. Αντίθετα, όταν οι συμφορήσεις οφείλονται κυρίως σε διαταραχές προσφοράς, οι ενέργειες για την ενίσχυση της προσφοράς

βραχυπρόθεσμα θα μπορούσαν να μειώσουν την ανάγκη για πολιτικές συγκράτησης της ζήτησης.(Celasun et al, 2022)

Διαπιστώθηκε ότι κατά τη διάρκεια του 2021, η ώθηση της μεταποιητικής παραγωγής από την υψηλότερη ζήτηση αντισταθμίστηκε σε μεγάλο βαθμό και σε ορισμένες περιπτώσεις υπερκαλύφθηκε, από τους περιορισμούς στην προσφορά. Οι εκτιμώμενες διαταραχές της προσφοράς είναι κατά κύριο λόγο αρνητικές τα έτη πριν από την πανδημία, περιορίζοντας τον πληθωρισμό των βιομηχανικών αγαθών και στηρίζοντας την παραγωγή της μεταποίησης. Κατά τη διάρκεια της πανδημίας, ωστόσο, οι μήνες με θετικές διαταραχές της προσφοράς ήταν πολύ συχνοί, ενισχύοντας τον πληθωρισμό και συγκρατώντας την παραγωγή. Η βιομηχανική παραγωγή στη μεταποίηση ήταν κατά μέσο όρο περίπου 2,5% κάτω από την τάση το τελευταίο εξάμηνο του 2021, με τους κλυδωνισμούς της ζήτησης να ωθούν την παραγωγή περίπου 5% πάνω από την τάση και τους κλυδωνισμούς της προσφοράς να την ωθούν κατά περίπου 7,5% κάτω από την τάση. Με άλλα λόγια, τα σοκ της προσφοράς μείωσαν τη μεταποιητική παραγωγή της ζώνης του ευρώ το δεύτερο εξάμηνο του 2021 κατά περίπου 7,5%. Οι περιορισμοί της προσφοράς στη μεταποιητική παραγωγή συνεπάγονται μεγάλες επιπτώσεις στο πραγματικό ΑΕΠ. Οι εκτιμήσεις υποδηλώνουν ότι οι περιορισμοί στον εφοδιασμό μείωσαν το πραγματικό ΑΕΠ της ζώνης του ευρώ κατά περίπου 2,5% το 2021.

Οι διαταραχές της προσφοράς έχουν επίσης ενισχύσει τον πληθωρισμό των τιμών των βιομηχανικών αγαθών, αλλά το ίδιο συνέβη και με τη ζήτηση. Ο πληθωρισμός του δείκτη τιμών παραγωγού των μεταποιητικών προϊόντων στη ζώνη του ευρώ ήταν κατά μέσο όρο περίπου 12,5% το δεύτερο εξάμηνο του 2021, σημαντικά υψηλότερος από τον μέσο όρο του 1,5% την περίοδο 2017-19. Η εκτίμηση είναι ότι σχεδόν το ήμισυ αυτής της ανοδικής ταλάντωσης προήλθε από τη μεταβολή της συμβολής των διαταραχών της προσφοράς, οι οποίες είχαν ασκήσει κυρίως καθοδικές πιέσεις στις τιμές των βιομηχανικών αγαθών τα χρόνια πριν από την πανδημία (κατά -0,5 εκατοστιαίες μονάδες κατά μέσο όρο για τη ζώνη του ευρώ το 2017-19). Το μερίδιο της αύξησης που αποδίδεται στους κλυδωνισμούς της προσφοράς ποικίλλει στις επιμέρους χώρες-εκτιμάται περίπου στο μισό για τη ζώνη του ευρώ, στο 60% για τη Γαλλία και τη Γερμανία, στο 45%-50% στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο και περίπου στο 33% για την Ιταλία (Διάγραμμα 10). Η υψηλότερη ζήτηση συνέβαλε στο μεγαλύτερο μέρος της υπόλοιπης αύξησης του πληθωρισμού ΔTK στη μεταποίηση.





**Διάγραμμα 10.** Συμβολή του σοκ της προσφοράς στη μεταβολή του πληθωρισμού του δείκτη τιμών παραγωγού (PPI) στη μεταποίηση, 2021 σε σχέση με το 2017-19

**Πηγή:** ΔΝΤ.

**Σημειώσεις:** Οι ράβδοι δείχνουν πόσο μεγάλο μέρος της μεταβολής του πληθωρισμού μεταξύ 2017-19 και 2021 μπορεί να αποδοθεί στη μετατόπιση των διαταραχών της προσφοράς [δίνεται από το λόγο (i) της επίδρασης των διαταραχών της προσφοράς στον πληθωρισμό του δείκτη τιμών παραγωγού (ΔTK) το 2021 σε σχέση με την επίδραση των διαταραχών της προσφοράς το διάστημα 2017-19 προς (ii) τη διαφορά μεταξύ του πληθωρισμού του ΔTK στη μεταποίηση το 2021 και του μέσου πληθωρισμού του ΔTK στη μεταποίηση το διάστημα 2017-19, όπου όλοι οι ρυθμοί πληθωρισμού είναι τριμηνιαίοι και ετησιοποιημένοι].

Οι διαταραχές του εφοδιασμού είχαν επίσης αντίκτυπο στις βασικές τιμές καταναλωτή (δηλαδή στον πληθωρισμό του δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔTK) εξαιρουμένων των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων). Αυτό το μέτρο του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ ήταν περίπου 1,4 εκατοστιαίες μονάδες υψηλότερο το δεύτερο εξάμηνο του 2021 από ό,τι την περίοδο 2017-19. Περίπου το μισό αυτής της αύξησης μπορεί να εξηγηθεί από τους περιορισμούς στην προσφορά βιομηχανικών προϊόντων. Αυτός ο μικρότερος αντίκτυπος στον πυρήνα του πληθωρισμού βάσει του ΔTK, σε απόλυτους όρους, δεν αποτελεί έκπληξη, διότι τα αγαθά αποτελούν λιγότερο από το μισό του καλαθιού κατανάλωσης. Οι τιμές των υπηρεσιών, οι οποίες αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το ήμισυ, είναι λιγότερο ευαίσθητες από τις τιμές των αγαθών στους κλυδωνισμούς της προσφοράς της μεταποίησης.

Κατά μέσο όρο, διαπιστώθηκε ότι έως και το 40% των περιορισμών στην προσφορά μπορεί να αποδοθεί σε διακοπές λειτουργίας, οι οποίες θα πρέπει να έχουν μόνο παροδικές επιπτώσεις στην προσφορά και τον πληθωρισμό. Το ίδιο ισχύει και για τα έντονα καιρικά φαινόμενα και τα βιομηχανικά ατυχήματα που εμπόδισαν την παραγωγή μικροτσιπ και αυτοκινήτων το 2021. Άλλες αιτίες των περιορισμών στην προσφορά, όπως οι ελλείψεις εργατικού δυναμικού λόγω των επανεκτιμημένων

προτιμήσεων των εργαζομένων (οι οποίες εκτιμάται ότι εξηγούν έως και το 10% των περιορισμών στην προσφορά) και η γήρανση των υποδομών εφοδιαστικής, θα μπορούσαν να έχουν πιο μόνιμες επιπτώσεις από τα λουκέτα.

Το συμπέρασμα της ανάλυσης είναι ότι η αύξηση του πληθωρισμού των τιμών των βιομηχανικών προϊόντων αντανακλά ένα μείγμα μεταξύ περιορισμών στην προσφορά και ισχύος της ζήτησης. Οι περιορισμοί στην προσφορά είναι πιθανό να διαρκέσουν για κάποιο χρονικό διάστημα ενδεχομένως ως το 2023 και είναι πιθανό να επιδεινωθούν από τον πόλεμο στην Ουκρανία. Η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να επιδιώξει να ελαχιστοποιήσει τις επιπτώσεις που μπορεί να προέλθουν από την παρατεταμένη αδυναμία της μεταποιητικής δραστηριότητας, για παράδειγμα βοηθώντας τις επιχειρήσεις να διατηρήσουν εξειδικευμένους εργαζόμενους στη μεταποίηση. Η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να χρησιμοποιείται ενεργά για τη στήριξη της προσφοράς εργασίας, μεταξύ άλλων μέσω της επανεκπαίδευσης και επανακατάρτισης των εργαζομένων και της διασφάλισης ισχυρής φροντίδας παιδιών και ηλικιωμένων, ώστε οι άνθρωποι να μπορούν να επιστρέψουν στην εργασία.

Οι πληθωριστικές πιέσεις από τις συμφορήσεις στην προσφορά ενδέχεται να συνεχιστούν για κάποιο χρονικό διάστημα ακόμη - προστιθέμενες στις πιέσεις από την εκτίναξη των τιμών της ενέργειας. Η πρόκληση για τις κεντρικές τράπεζες είναι να προωθήσουν μια πλήρη ανάκαμψη, ενώ παράλληλα να αγκυρώσουν τις μεσοπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό στο στόχο. Για το τελευταίο, είναι ζωτικής σημασίας οι κεντρικοί τραπεζίτες να συνεχίσουν να ανακοινώνουν πώς θα αντιδράσουν στον πληθωρισμό και σε άλλα σχετικά δεδομένα και στις κινήσεις των προσδοκιών για τον πληθωρισμό και να σηματοδοτούν την ετοιμότητα να ανταποκριθούν γρήγορα σε οποιαδήποτε σημαντική αλλαγή στις μεσοπρόθεσμες προοπτικές για τον πληθωρισμό.

Υπάρχουν όμως φωνές έγκριτων οικονομολόγων, ιδιαίτερα στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού που υποστηρίζουν ότι η έξαρση του πληθωρισμού δεν οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στα προβλήματα από την πλευρά της προσφοράς αλλά αντίθετα πρόκειται κυρίως για πληθωρισμό που προκαλείται από αυξημένη ζήτηση (Furman J, 2022). Το επιχείρημα για τα εγκλωβισμένα εμπορεύματα στα λιμάνια, τις ελλείψεις μικροτσιπ και άλλα ζητήματα από την πλευρά της προσφοράς απλά δεν μπορεί να εξηγήσει γιατί οι προηγμένες οικονομίες αναπτύχθηκαν τόσο ζωηρά το 2021, ξεπερνώντας αυτό που ανέμεναν οι προβλέψεις και διαχωρίζοντας αυτή την ανάκαμψη από τα επακόλουθα προηγούμενων υφέσεων. Η ισχυρή αύξηση του πραγματικού (προσαρμοσμένου στον πληθωρισμό) ΑΕΠ υποδηλώνει ότι η οικονομική δραστηριότητα δεν έχει

παρεμποδιστεί σημαντικά από ζητήματα προσφοράς και ότι ο πρόσφατος πληθωρισμός οφείλεται κυρίως στη ζήτηση. Επιπλέον, υπάρχει λόγος να αναμένεται ότι η ζήτηση θα παραμείνει πολύ ισχυρή, πράγμα που σημαίνει ότι ο πληθωρισμός θα συνεχιστεί. Υπενθυμίζεται ότι οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής προστάτευσαν ή αύξησαν σε μεγάλο βαθμό το διαθέσιμο προσωπικό εισόδημα σε μια περίοδο κατά την οποία οι δυνατότητες κατανάλωσης ήταν περιορισμένες (κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2020). Αν λάβει κανείς υπόψη του αυτές τις πλεονάζουσες αποταμιεύσεις μαζί με τη διατήρηση των χαμηλών επιτοκίων κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2021, την άνοδο της χρηματιστηριακής αγοράς, την ανερχόμενη ζήτηση και την πρόσθετη δημοσιονομική στήριξη, το μέγεθος της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ δεν προκαλεί ιδιαίτερη έκπληξη. Είναι γεγονός ότι κατά τη διάρκεια της πανδημίας η κατανάλωση μετατοπίστηκε από τις υπηρεσίες στα αγαθά και, επειδή η παραγωγή αγαθών ανταποκρίνεται λιγότερο στις αλλαγές της αγοράς (πιο "ανελαστική"), δεν μπορούσε να επεκταθεί αρκετά γρήγορα. Ακόμη η προσφορά εργασίας περιορίστηκε από την πανδημία και την πολιτική αντίδραση (λόγω αδυναμιών στην προσφορά εργασίας στις ΗΠΑ και μειώσεων στις ώρες εργασίας στην Ευρώπη). Επίσης είναι υπαρκτά τα προβλήματα που επικεντρώνονται σε συγκεκριμένες αγορές, όπως η μείωση της παραγωγής μικροτσιπ ή ο εγκλωβισμός εμπορευμάτων στα λιμάνια των ΗΠΑ.

Το πρόβλημα με όλες αυτές τις αναφορές, σύμφωνα με τον Furman, δεν είναι ότι είναι λανθασμένες αλλά ότι δεν συνυπολογίζουν πως οι οικονομίες έχουν επίσης βιώσει εκπληκτικά ισχυρή αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ. Οι μεγάλες οικονομίες έχουν απολαύσει ταχύτερη ανάκαμψη από ό,τι μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Στην πραγματικότητα, η ανάκαμψη στις περισσότερες χώρες είχε πιο έντονο σχήμα V από οτιδήποτε έχουμε δει εδώ και δεκαετίες. Η ανάπτυξη το 2021 ξεπέρασε κατά πολύ αυτό που ανέμεναν οι προβλέψεις στα τέλη του 2020, οι οποίες ήταν ήδη αισιόδοξες για την εξάλειψη του COVID-19. Όσον αφορά το μέλλον, υπάρχουν κάποιοι λόγοι που δείχνουν ότι η ζήτηση θα μειωθεί, αλλά αυτοί οι λόγοι θα πρέπει να σταθμιστούν. Η δημοσιονομική στήριξη σταδιακά μειώνεται και τα επιτόκια αρχίζουν να αυξάνονται στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο και θα αυξηθούν αργότερα φέτος και στην Ευρώπη. Και οι αγορές μετοχών υποχώρησαν πρόσφατα απότομα. Όμως τα νοικοκυριά εξακολουθούν να έχουν σημαντικές πλεονάζουσες αποταμιεύσεις και η συνολική στάση της νομισματικής πολιτικής παραμένει διευκολυντική, γεγονός που υποδηλώνει ότι η ζήτηση θα συνεχίσει να είναι ισχυρή.

### Δ.3 ΤΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΦΟΔΙΑΣΤΙΚΩΝ ΑΛΥΣΙΔΩΝ

Μεγάλη συζήτηση γίνεται σχετικά με τη συμμετοχή των προβλημάτων των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων στην αύξηση του πληθωρισμού κατά το τελευταίο διάστημα. Υπάρχουν ορισμένες αξιοσημείωτες παρατηρήσεις που μπορούν να γίνουν σχετικά με το πληθωριστικό περιβάλλον στον τομέα των logistics. (Cullen T, 2022)

Για μεγάλο μέρος του τομέα, οι αποδόσεις του απασχολούμενου κεφαλαίου ήταν παραδοσιακά πολύ χαμηλές, συχνά μόλις στο κόστος κεφαλαίου. Η ναυτιλία εμπορευματοκιβωτίων ήταν ένα καλό παράδειγμα αυτού, με τις αποδόσεις κεφαλαίου να είναι κατά καιρούς αρνητικές κατά την τελευταία δεκαετία ή και περισσότερο. Αυτό οδήγησε σε ενοποίηση της αγοράς, με έντονη δραστηριότητα συγχωνεύσεων και εξαγορών κατά τη δεκαετία έως πριν από το 2020. Ως εκ τούτου, όταν η ζήτηση αυξήθηκε με απρόβλεπτη ταχύτητα και κατεύθυνση το 2021, δεν υπήρχε πρόσθετη ναυτιλιακή ικανότητα για να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις των πελατών. Η εκθετική επίδραση στις τιμές ήταν προβλέψιμη και αναμενόμενη. Ωστόσο, μέχρι το 2021, το πρόβλημα δεν ήταν η ακαθάριστη αύξηση της ζήτησης στη ναυτιλία εμπορευματοκιβωτίων. Συνολικά, σε παγκόσμιο επίπεδο η ζήτηση αυξανόταν με χαμηλό μονοψήφιο ποσοστό. Μάλλον ήταν η αύξηση της ζήτησης στις ΗΠΑ ειδικότερα που οδήγησε την αγορά. Αυτή η γεωγραφική μετατόπιση είχε επίσης ως αποτέλεσμα την ανισορροπία των δικτύων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων, με τα εμπορευματοκιβώτια να συσσωρεύονται σε τοποθεσίες ζήτησης και να μην μπορούν να επιστρέψουν σε τοποθεσίες προσφοράς. Αυτό ενίσχυσε την έλλειψη χωρητικότητας. Όλοι αυτοί οι παράγοντες επηρέασαν τις τιμές των ναύλων (naftemporiki.gr, 2021).

Ωστόσο, από τις αρχές του 2022 η κατάσταση φαίνεται να ομαλοποιείται σταδιακά. Στις 12 Απριλίου, το Λιμάνι του Λος Άντζελες ανακοίνωσε ότι ο όγκος των εμπορευμάτων για τον Μάρτιο ήταν καλύτερος από τον αναμενόμενο - ήταν ο καλύτερος Μάρτιος που είχε ποτέ το λιμάνι, ο τέταρτος καλύτερος μήνας στην ιστορία του, και ολοκλήρωσε το καλύτερο πρώτο τρίμηνο όλων των εποχών (portoflosangeles.org, 2022). Η συνολική διακίνηση ανήλθε σε 958.674 μονάδες είκοσι ποδών ισοδύναμων μονάδων (TEUs), που ξεπεράστηκαν μόνο από τον Μάιο του 2021, τον Οκτώβριο του 2020 και τον Αύγουστο του 2020. Η διακίνηση του πρώτου τριμήνου ήταν αυξημένη κατά 3,5% σε σχέση με το περσινό ρεκόρ Ιανουαρίου-Μαρτίου. Όπως και με τη συνολική διακίνηση, ήταν ο τέταρτος υψηλότερος μηνιαίος απολογισμός εισαγωγών που έχει καταγραφεί ποτέ και ο υψηλότερος από τον περασμένο Μάιο. Οι

εισαγωγές του Μαρτίου σημείωσαν άλμα κατά 17% σε σχέση με εκείνες του Φεβρουαρίου και κατά 29% σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο, όταν οι εισερχόμενοι όγκοι έφτασαν στο χαμηλότερο σημείο τους από τον Ιούνιο του 2020, έναν μήνα κατά τον οποίο η Αμερική βρισκόταν εν μέσω λουκέτων.(freightwaves.com, 2022)

Το λιμάνι του Λονγκ Μπιτς έφθασε επίσης τον πιο πολυσύχναστο Μάρτιο και το πιο ενεργό τρίμηνο στην ιστορία του. Η συνολική διακίνηση τον περασμένο μήνα, ήταν αυξημένη κατά 2,7% σε σχέση με το προηγούμενο ρεκόρ που σημειώθηκε τον Μάρτιο του 2021. Τα κενά εμπορευματοκιβώτια που διακινήθηκαν μέσω του λιμανιού σημείωσαν άλμα 10%. Το λιμάνι κατά το πρώτο τρίμηνο του 2022, παρουσιάζει μια αύξηση 3,6% στη συνολική διακίνηση σε σχέση με την ίδια περίοδο του 2021. Ήταν επίσης το καλύτερο τρίμηνο του λιμανιού συνολικά, καταρρίπτοντας το προηγούμενο ρεκόρ που είχε σημειωθεί κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2020. (polb.com, 2022)

Μεταξύ των αρχών και του τέλους του Μαρτίου, ο αριθμός των πλοίων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων που περίμεναν στα ανοικτά του κόλπου του Σαν Πέδρο (Λος Άντζελες/Λονγκ Μπιτς) μειώθηκε από 60 σε 48, δηλαδή κατά 20%, σύμφωνα με στατιστικά στοιχεία του Marine Exchange of Southern California.

Η διακίνηση στο λιμάνι του Ρότερνταμ το 2021 έφτασε στο προπανδημικό επίπεδο του 2019. Σχεδόν όλοι οι τύποι εμπορευμάτων αυξήθηκαν σε σχέση με το 2020 ενώ μία από τις πιο απότομες αυξήσεις ήταν η αύξηση του αριθμού διακίνησης εμπορευματοκιβωτίων (portofrotterdam.com, 2022). Σε σύγκριση με το 2020, η διακίνηση αυξήθηκε κατά 7,3%. Ο αριθμός των εμπορευματοκιβωτίων που πέρασαν από το λιμάνι του Ρότερνταμ, ήταν αυξημένος κατά 6,6% σε σύγκριση με το 2020. Η διακίνηση με βάση τον αριθμό των εμπορευματοκιβωτίων δεν ήταν ποτέ υψηλότερη στο Ρότερνταμ. Ένας σημαντικός λόγος για αυτό είναι ότι η πανδημία οδήγησε σε αναλογικά υψηλότερες δαπάνες για αγαθά παρά για υπηρεσίες. Η πανδημία οδήγησε επίσης στη διακοπή της εφοδιαστικής εμπορευματοκιβωτίων, καθώς τα εργοστάσια και οι τερματικοί σταθμοί εμπορευματοκιβωτίων, ιδίως στην Κίνα, έκλεισαν περισσότερες από μία φορές για να μειωθεί ο αριθμός των λοιμώξεων. Η συνέπεια ήταν ότι τα πλοία, τα οποία είχαν ήδη περισσότερο φορτίο να μεταφέρουν, δεν έφταναν τακτικά στην ώρα τους. Με τη σειρά τους, τα εμπορευματοκιβώτια έμεναν συχνά για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα στα τερματικά και έτσι οι αποβάθρες εμπορευματοκιβωτίων ήταν πολύ γεμάτες. Αυτό δεν βοήθησε την αποδοτικότητα των τερματικών σταθμών παγκοσμίως. Οι ναυτιλιακές εταιρείες αποφάσισαν να προσεγγίζουν λιγότερα λιμάνια και να

φορτώνουν και να ξεφορτώνουν περισσότερα εμπορευματοκιβώτια σε κάθε λιμάνι για να εξοικονομούν χρόνο.

Το 2022, η εφοδιαστική εμπορευματοκιβωτίων παγκοσμίως αναμένεται να συνεχίσει να υποφέρει από τα προβλήματα που αναφέρθηκαν προηγουμένως για αρκετό καιρό. Αν και η κύρια αιτία, η πανδημία του κορωνοϊού, βαίνει φθίνουσα, οι διαρθρωτικές προσαρμογές θα χρειαστούν χρόνο. Οι ναυτιλιακές εταιρείες ναυπηγούν περισσότερα πλοία, αλλά πολλά από αυτά δεν θα τεθούν σε λειτουργία πριν από το 2023. Η συνολική διακίνηση φορτίων το 2022 αναμένεται να κυμανθεί στα ίδια περίπου επίπεδα με το 2021, σύμφωνα με την τάση των τελευταίων ετών. Ειδικά στον τομέα των εμπορευματοκιβωτίων, σύμφωνα με τον δανέζικο κολοσσό A.P. Moller-Maersk A/S, το ανεκτέλεστο στις παραγγελίες στην αγορά πλοίων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων που επέμενε για το μεγαλύτερο μέρος της πανδημίας, θα αρχίσει να υποχωρεί από το δεύτερο μισό του 2022 (msn.com, 2022). Αυτό αναμένεται να μετριάσει τις πιέσεις στην αγορά spot, όπου οι τιμές στις πιο πολυσύχναστες διαδρομές παραμένουν έως και 10 φορές υψηλότερες σε σύγκριση με τα επίπεδα του 2019. Η προσδοκία πάντως είναι ότι η διαταραχή της εφοδιαστικής θα συνεχιστεί για μεγάλο χρονικό διάστημα μέσα στο 2022.

Οι αεροπορικές μεταφορές είναι διαφορετικές. Πολύ περισσότερο από ό,τι οι θαλάσσιες μεταφορές, έχουν υποφέρει από τα έκτακτα μέτρα καραντίνας που έχουν καταστείλει τη ζήτηση επιβατών με αποτέλεσμα να έχει μειωθεί σε μεγάλο βαθμό η προσφορά των εμπορευμάτων κοιλιάς. Αυτό συνέβη ταυτόχρονα με την αύξηση της ζήτησης για υπηρεσίες ηλεκτρονικού λιανικού εμπορίου, οι οποίες είναι εντατικοί χρήστες των αερομεταφορών. Στο εγγύς μέλλον θα υπάρξει επιστροφή των αεροπορικών υπηρεσιών και συνεπώς αύξηση της δυνατότητας μεταφοράς εμπορευμάτων κοιλιάς, ωστόσο οι ελλείψεις πιλότων και η αδύναμη κατάσταση των αεροπορικών εταιρειών είναι πιθανό να οδηγήσουν σε αστάθεια των τιμών.

Οι οδικές εμπορευματικές μεταφορές είναι λιγότερο ανισόρροπες από τις άλλες δύο, αλλά το πρόβλημα του ιστορικού χαμηλών αποδόσεων ισχύει εξίσου. Εδώ, η ευρύτερη αγορά έχει συνηθίσει οι οδικές εμπορευματικές μεταφορές να είναι ένας φθηνός πόρος που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη μείωση του κόστους αλλού. Τα όρια αυτής της προσέγγισης έχουν πιθανώς επιτευχθεί σε πολλές αγορές και συνεπώς η συμπεριφορά θα αλλάξει. Καθώς αυτό συμβαίνει, οι τιμές θα γίνουν ανοδικά ευμετάβλητες.

Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι υπάρχουν μακροπρόθεσμες, παγκόσμιες αλλαγές στις αγορές, ιδίως στο λιανικό εμπόριο, όπου η απότομη ανάπτυξη του ηλεκτρονικού

λιανικού εμπορίου δημιούργησε πρόσθετη ζήτηση όχι μόνο για μεταφορές αλλά και για νέους τύπους ακινήτων logistics. Η τάση αυτή θα συνεχίσει να κρατά ψηλά τις τιμές μακροπρόθεσμα.

Συνολικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι ειδικές συνθήκες που επικράτησαν στις αγορές εφοδιαστικής αλυσίδας οδήγησαν σε ενίσχυση των πληθωριστικών δυνάμεων πρωτίστως στις ΗΠΑ αλλά και στις άλλες προηγμένες οικονομίες του κόσμου.

#### **Δ.4 Ο ΠΟΛΕΜΟΣ ΣΤΗΝ ΟΥΚΡΑΝΙΑ**

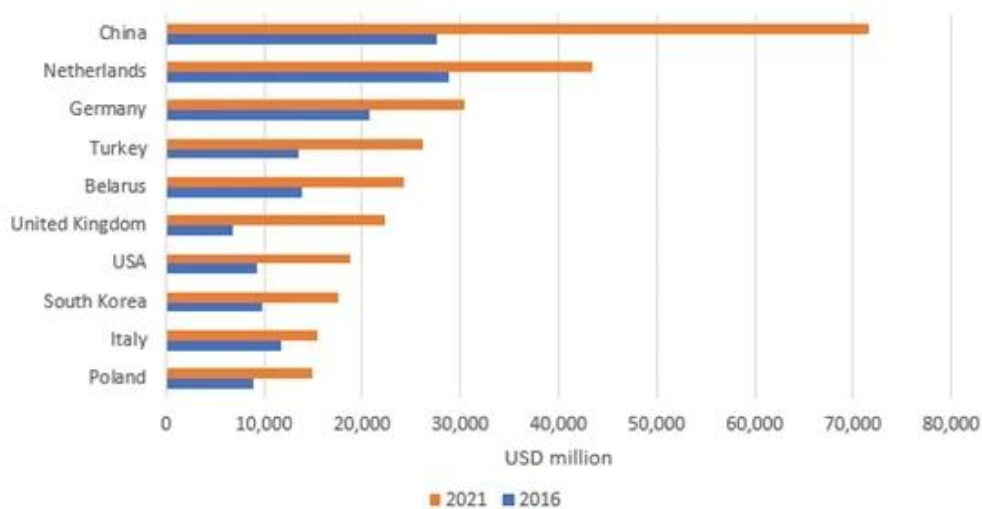
##### **Δ.4.1 ΠΑΓΚΟΣΜΙΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ**

Η επίθεση της Ρωσίας στην Ουκρανία προκαλεί τεράστια δεινά. Επηρεάζει επίσης την οικονομία, στην Ευρώπη και πέραν αυτής. Η σύγκρουση και η συναφής αβεβαιότητα επιβαρύνουν την εμπιστοσύνη των επιχειρήσεων και των καταναλωτών. Οι εμπορικές διαταραχές οδηγούν σε νέες ελλείψεις υλικών και εισροών. Η άνοδος των τιμών της ενέργειας και των βασικών εμπορευμάτων μειώνει τη ζήτηση και συγκρατεί την παραγωγή. Ο τρόπος με τον οποίο θα εξελιχθεί η οικονομία θα εξαρτηθεί καθοριστικά από την εξέλιξη της σύγκρουσης, από τον αντίκτυπο των υφιστάμενων κυρώσεων και από πιθανά περαιτέρω μέτρα. Ταυτόχρονα, η οικονομική δραστηριότητα εξακολουθεί να υποστηρίζεται από την επαναλειτουργία της οικονομίας μετά τη φάση της κρίσης της πανδημίας. Ο πληθωρισμός έχει αυξηθεί σημαντικά και αναμένεται να παραμείνει υψηλός τους επόμενους μήνες, κυρίως λόγω της απότομης αύξησης του κόστους της ενέργειας. Οι πληθωριστικές πιέσεις έχουν ενταθεί σε πολλούς τομείς. (Solomon D and Lan Ha, 2022)

Ο πόλεμος στην Ουκρανία παραμένει ταχέως εξελισσόμενος με συνεχή αβεβαιότητα. Αν και είναι αδύνατο να γίνουν εικασίες για την έκβαση ή τη διάρκειά του, με βάση τα όσα έχουν ανακοινωθεί και είναι γνωστά μέχρι στιγμής, οι αρχικές εκτιμήσεις δείχνουν ότι ο μεγαλύτερος οικονομικός αντίκτυπος θα είναι στις παγκόσμιες τιμές ενέργειας και εμπορευμάτων (οι παγκόσμιες προβλέψεις για τον ετήσιο πληθωρισμό έχουν αυξηθεί κατά 2,6-2,7 ποσοστιαίες μονάδες σε σύγκριση με την προπολεμική πρόβλεψη), δεδομένου του ρόλου της Ρωσίας ως ενός από τους κορυφαίους παραγωγούς πετρελαίου και φυσικού αερίου στον κόσμο, σε μια περίοδο ήδη αυξημένων πληθωριστικών πιέσεων, με αρνητικές επιπτώσεις στους παγκόσμιους ρυθμούς αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ.

Ο πόλεμος και οι κυρώσεις κατά της Ρωσίας θα έχουν δευτερογενείς επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία. Καθώς η επίθεση στην Ουκρανία κλιμακώνεται, οι ΗΠΑ και άλλα δυτικά έθνη έχουν επιβάλει πρωτοφανείς οικονομικές κυρώσεις στη Ρωσία και έχουν ανακοινώσει την υποστήριξή τους προς την Ουκρανία.

Οι βασικές κυρώσεις που έχουν επιβληθεί μέχρι στιγμής περιλαμβάνουν το πάγωμα των ξένων περιουσιακών στοιχείων των ρωσικών τραπεζών και των βασικών επιχειρηματιών και πολιτικών ηγετών και την αποβολή επτά μεγάλων ρωσικών τραπεζών από το SWIFT, περιορίζοντας σημαντικά τις ρωσικές εισαγωγές και εξαγωγές. Επίσης περιλαμβάνουν κυρώσεις στην Κεντρική Τράπεζα της Ρωσίας ενώ ένας αυξανόμενος αριθμός διεθνών επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένων εκείνων στους τομείς της ενέργειας και της τεχνολογίας, αναστέλλουν τις επιχειρηματικές τους δραστηριότητες ή αποχωρούν από τη Ρωσία λόγω της εισβολής της στην Ουκρανία. Τέλος οι ΗΠΑ έχουν απαγορεύσει τις εισαγωγές ενέργειας από τη Ρωσία, ενώ η ΕΕ σχεδιάζει να μειώσει τις εισαγωγές φυσικού αερίου από τη Ρωσία κατά δύο τρίτα μέχρι το 2023. Το 2021, οι ρωσικές εξαγωγές ορυκτών καυσίμων, ελαίων και προϊόντων απόσταξης ανήλθαν σε 199 δισ. δολάρια ΗΠΑ, αποτελώντας το 40,5% των συνολικών εξαγωγών της Ρωσίας και το 11,4% του ΑΕΠ της.



*Διάγραμμα 11. Οι 10 σημαντικότεροι εξαγωγικοί προορισμοί της Ρωσίας: 2016/2021*

*Πηγή: Euromonitor International from national statistics, United Nations (UN), International Merchandise Trade Statistics.*

Ανάλογα με τη διάρκεια των υφιστάμενων κυρώσεων και καθώς είναι πιθανές περαιτέρω κυρώσεις, η παγκόσμια οικονομία θα μπορούσε να υποστεί σημαντικές



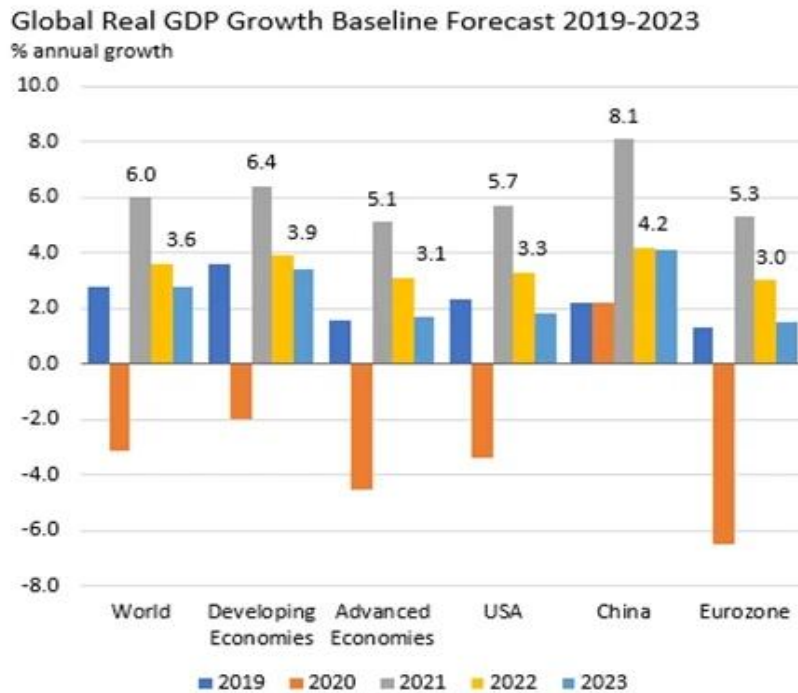
δευτερογενείς επιπτώσεις από τη σύγκρουση καθ' όλη τη διάρκεια του 2022-2023. Οι ενδιάμεσες εκτιμήσεις προβλέπουν ότι:

Η παγκόσμια αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί στο 3,6% το 2022 (υποβάθμιση κατά 0,7 ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με την προπολεμική πρόβλεψη) και στο 2,8% το 2023, μετά από μια ισχυρή οικονομική ανάκαμψη 6,0% το 2021.

Για τις ΗΠΑ, οι οικονομικές δευτερογενείς επιπτώσεις από τον πόλεμο στην Ουκρανία και τις επακόλουθες κυρώσεις κατά της Ρωσίας οδήγησαν σε μια μέτρια υποβάθμιση των προβλέψεων για την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ που θα φθάσει το 3,3% το 2022, δεδομένης της χαμηλής έκθεσης της οικονομίας στις εισαγωγές ρωσικού πετρελαίου και φυσικού αερίου. Οι ΗΠΑ, ωστόσο, είναι ευάλωτες σε έναν παρατεταμένο πόλεμο και σε πιο επίμονες εμπλοκές στον εφοδιασμό. (Strauss A, 2022)

Για την Κίνα, ο πόλεμος στην Ουκρανία είναι πιθανό να μειώσει την αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας και να αυξήσει σημαντικά τον πληθωρισμό το 2022-2023, λόγω της μειωμένης ζήτησης παγκόσμιων εξαγωγών και των υψηλότερων τιμών των βασικών εμπορευμάτων και της ενέργειας. Η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ προβλέπεται τώρα ότι θα είναι 4,2% το 2022.

Η Ευρωζώνη είναι ιδιαίτερα ευάλωτη στις αρνητικές δευτερογενείς επιπτώσεις του πολέμου, λόγω της μεγάλης εξάρτησής της από τις ρωσικές ενεργειακές εισαγωγές, της σχετικά υψηλής έκθεσης σε εξαγωγές προς τη Ρωσία και της υψηλότερης αβεβαιότητας από τους κινδύνους κλιμάκωσης του πολέμου σε ευρύτερη σύγκρουση. Η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ ενδέχεται να μειωθεί στο 3,0% το 2022, από 5,3% το 2021.



**Διάγραμμα 12.** Ετήσια αύξηση πραγματικού παγκόσμιου ΑΕΠ

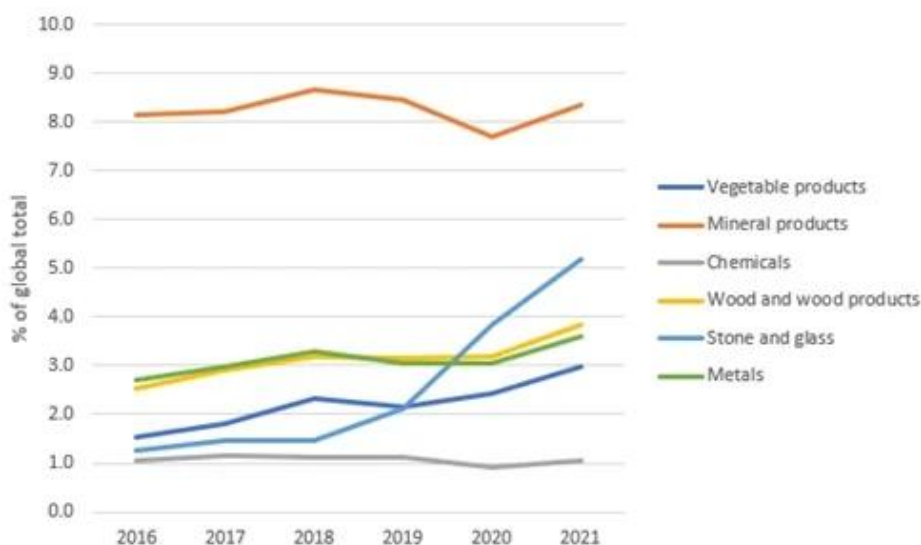
**Πηγή:** Euromonitor International Macro Model

Σημείωση: (1) Τα στοιχεία από το 2022 και μετά είναι προβλέψεις (2) Ημερομηνία λήξης των προβλέψεων: 18 Μαρτίου 2022

Οι παγκόσμιες οικονομικές επιπτώσεις του πολέμου στην Ουκρανία αναμένεται να προέλθουν από τις υψηλότερες τιμές της ενέργειας και των βασικών εμπορευμάτων, τη μείωση της εμπιστοσύνης του ιδιωτικού τομέα και τις υψηλότερες επιπτώσεις των ασφαλιστρών κινδύνου στις χρηματοπιστωτικές αγορές λόγω των υψηλότερων γεωπολιτικών εντάσεων και κινδύνων. Οι υψηλότερες τιμές της ενέργειας και των βασικών εμπορευμάτων που προκλήθηκαν από τον πόλεμο και τις κυρώσεις θα προστεθούν στις ήδη υψηλές πληθωριστικές πιέσεις που αντιμετωπίζουν πολλές οικονομίες από το 2021, εν μέσω συμφορήσεων στην αλυσίδα εφοδιασμού, μεταβαλλόμενων καταναλωτικών απαιτήσεων και παγκόσμιας οικονομικής ανάκαμψης από τους πανδημικούς κλυδωνισμούς.

Η Ρωσία είναι ένας παγκόσμιος παραγωγός εμπορευμάτων. Οι εξαγωγές της σε ορυκτά καύσιμα αντιστοιχούν στο 8,3% του παγκόσμιου συνόλου το 2021, καθιστώντας την έναν από τους μεγαλύτερους εξαγωγείς πετρελαίου και φυσικού αερίου στον κόσμο. Η Ρωσία είναι επίσης βασικός προμηθευτής διαφόρων μετάλλων, όπως χαλκού, νικελίου, παλλαδίου και αλουμινίου. Επιπλέον, τόσο η Ρωσία όσο και η Ουκρανία είναι

σημαντικοί εξαγωγείς σιταριού. Οι δύο χώρες παρείχαν το 14,7% της συνολικής παγκόσμιας παραγωγής σιταριού το 2021.

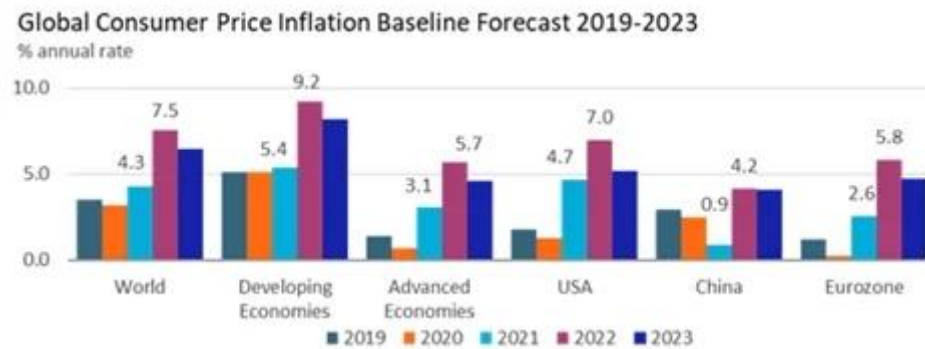


**Διάγραμμα 13.** Μερίδιο της Ρωσίας στις παγκόσμιες εξαγωγές σε επιλεγμένα προϊόντα: 2016-2021

**Πηγή:** Euromonitor International από εθνικές στατιστικές, United Nations (UN), International Merchandise Trade Statistics.

Ακόμη και αν συνεχιστεί το εμπόριο πετρελαίου και φυσικού αερίου, οι τιμωρητικές περικοπές της προσφοράς από τη Ρωσία ως απάντηση στις κυρώσεις, καθώς και η προληπτική αποθησαύριση από τους εμπόρους πετρελαίου και φυσικού αερίου, είναι πιθανό να οδηγήσουν σε σημαντικές αυξήσεις των τιμών ενέργειας κατά 30-50% το διάστημα 2022-2023. Οι τιμές του σιταριού θα μπορούσαν να διπλασιαστούν εάν οι εξαγωγές από τη Ρωσία και την Ουκρανία κοπούν εντελώς. Η Ευρώπη είναι ιδιαίτερα ευάλωτη λόγω της εξάρτησής της από τη Ρωσία για το 40% της κατανάλωσης της σε φυσικό αέριο, σύμφωνα με τον Διεθνή Οργανισμό Ενέργειας, με περιορισμένη δυνατότητα υποκατάστασης σε άλλες πηγές εισαγωγών βραχυπρόθεσμα.

Τα σοκ στην προσφορά που σχετίζονται με τον πόλεμο και οι αυξήσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων αναμένεται να ωθήσουν τον παγκόσμιο πληθωρισμό των τιμών καταναλωτή προς το 7,5% το 2022 και το 6,4% το 2023, σε σύγκριση με τον μέσο ετήσιο παγκόσμιο πληθωρισμό της περιόδου 2001-2019 που ήταν 3,8%. Στις ΗΠΑ, ο πληθωρισμός αναμένεται να αυξηθεί σε 7,0% το 2022. Στην ευρωζώνη, οι υψηλότερες τιμές της ενέργειας μπορούν να οδηγήσουν τον πληθωρισμό σε επίπεδο ρεκόρ 5,8% το 2022, σημαντικά αυξημένο από το 2,6% το 2021.



*Διάγραμμα 14. Εξέλιξη παγκόσμιου πληθωρισμού για τα έτη 2019-2023*

*Πηγή: Euromonitor International Macro Model*

*Σημείωση: (1) Τα στοιχεία από το 2022 και μετά είναι προβλέψεις (2) Ημερομηνία λήξης των προβλέψεων: 18 Μαρτίου 2022*

Οι αρνητικές επιπτώσεις των αυξανόμενων εντάσεων μεταξύ της Ρωσίας και της Δύσης θα μπορούσαν να προκαλέσουν πιο παρατεταμένες αρνητικές επιπτώσεις στις επιχειρηματικές επενδύσεις και τις καταναλωτικές δαπάνες, ιδίως στην Ανατολική Ευρώπη. Σε συνδυασμό με τις διαταραχές στον εφοδιασμό ενέργειας και πρώτων υλών, ο πόλεμος είναι πιθανό να ωθήσει τον πληθωρισμό προς τα πάνω για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα και να επιβαρύνει την παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη.

Η τρέχουσα βασική πρόβλεψη προϋποθέτει τη μερική συνέχιση των ροών ρωσικών ενεργειακών προμηθειών προς τις προηγμένες οικονομίες για το μεγαλύτερο μέρος του 2022 και την επιτυχή στροφή των ενεργειακών εισαγωγών σε άλλους προμηθευτές. Μια εντονότερη περικοπή των ενεργειακών εξαγωγών από τη Ρωσία θα μπορούσε να οδηγήσει σε πολύ υψηλότερες αυξήσεις των τιμών ενέργειας και ελλείψεις, ωθώντας τις προβλέψεις για τον παγκόσμιο πληθωρισμό προς τα πάνω κατά άλλες 1,0-4,0 ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με την τρέχουσα βασική πρόβλεψη. Υπάρχουν επίσης σημαντικοί κίνδυνοι για έναν πιο παρατεταμένο πόλεμο στην Ουκρανία που θα οδηγήσει σε πιο επίμονες ή αυστηρές κυρώσεις, καθώς και κίνδυνος κλιμάκωσης σε σύγκρουση μεταξύ Ρωσίας και NATO. Αυτοί οι κίνδυνοι είναι δύσκολο να ποσοτικοποιηθούν, αλλά θα μπορούσαν να μειώσουν σοβαρά την εμπιστοσύνη του ιδιωτικού τομέα και να αυξήσουν τα ασφάλιστρα κινδύνου στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ωθώντας την παγκόσμια οικονομία σε ύφεση.

#### Δ.4.2 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Ο πόλεμος στην Ουκρανία επηρεάζει αναπόφευκτα και την πορεία της ελληνικής οικονομίας, πρωτίστως, μέσω της ανόδου των τιμών της ενέργειας και των τροφίμων, η οποία σε συνδυασμό με την εξάρτηση της χώρας μας από τις εισαγωγές, έχει αρνητικό αντίκτυπο, τόσο στο κόστος παραγωγής και την κερδοφορία των επιχειρήσεων, όσο και στο διαθέσιμο εισόδημα και την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών. Τα ελληνικά νοικοκυριά και οι επιχειρήσεις αναμένεται βραχυπρόθεσμα να αντιμετωπίσουν υψηλότερο πληθωρισμό και βραδύτερη οικονομική ανάπτυξη από την αναμενόμενη, καθώς, μεταξύ άλλων, η ενεργειακή εξάρτηση της Ελλάδας παραμένει υψηλή. Συγκεκριμένα, εισάγεται πάνω από το 80% της ακαθάριστης διαθέσιμης ποσότητας ενέργειας, κυρίως για πετρέλαιο, προϊόντα διύλισης πετρελαίου και φυσικό αέριο, με το 8%, το 43% και το 44%, αντίστοιχα, να εισάγεται από τη Ρωσία. (alphabank.gr, 2022)

Ο ΕνΔΤΚ αυξήθηκε, τον Μάρτιο, κατά 8,9% σε ετήσια βάση έναντι αντίστοιχης περυσινής πτώσης κατά 1,6%, ενώ σημείωσε αύξηση και σε σύγκριση με τον Φεβρουάριο, κατά 2,7%. Από τις επιμέρους κατηγορίες, τις μεγαλύτερες αυξήσεις σημείωσαν η στέγαση (+26,3% σε ετήσια βάση), οι μεταφορές (+8,8% σε ετήσια βάση) και η διατροφή και τα μη αλκοολούχα ποτά (+7,2% σε ετήσια βάση). Οι πρώτες δύο ομάδες αγαθών και υπηρεσιών περιλαμβάνουν προϊόντα που εμπίπτουν στον ΕνΔΤΚ - Ενέργεια, ο οποίος κατέγραψε, τον Φεβρουάριο, ετήσια αύξηση ύψους 44%. Σημειώνεται, μάλιστα, ότι, τον Φεβρουάριο, οι ΕνΔΤΚ στέγαση, μεταφορές και διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά υπερέβησαν τους αντίστοιχους δείκτες του 2019 κατά 22,5%, 6,2% και 6,7%, αντίστοιχα.

Η άνοδος των τιμών στο πετρέλαιο και το φυσικό αέριο είχε ξεκινήσει ήδη από την άνοιξη του 2021, με τους ρυθμούς μεταβολής να βαίνουν, σε γενικές γραμμές, αυξαντες. Ειδικότερα για το φυσικό αέριο σημειώνεται ότι οι ετήσιες αυξήσεις ξεπέρασαν το 100%, από τον Σεπτέμβριο του 2021, μέχρι και τον Ιανουάριο του 2022. Όπως προαναφέρθηκε, τον Φεβρουάριο, η άνοδος ήταν ελαφρώς πιο ήπια, υπερβαίνοντας, ωστόσο, την αντίστοιχη άνοδο του ΕνΔΤΚ - φυσικό αέριο, στην ΕΕ-27 (42%). Σε ό,τι αφορά στο αλεύρι και τα δημητριακά αλλά και στον ηλεκτρισμό, οι τιμές κινήθηκαν ανοδικά, κατά τους τελευταίους τέσσερις και πέντε μήνες, αντίστοιχα, με τις ετήσιες μεταβολές να είναι εντονότερες τον Ιανουάριο και τον Φεβρουάριο.

Παρόλο που εξακολουθούν να ισχύουν οι επιδράσεις βάσης (υπήρξε αποπληθωρισμός 2% τον Μάρτιο του 2021), ο εναρμονισμένος δείκτης δείχνει σχεδόν πληθωρισμό-

ρεκόρ. Σε μηνιαία βάση, οι τιμές αυξήθηκαν κατά 2,7% σε σύγκριση με τον Φεβρουάριο και κατά 2,1% σε σχέση με τον Μάρτιο. Το άλμα στις τιμές της ενέργειας έρχεται να προστεθεί στην ήδη τεράστια αύξηση κατά τη διάρκεια του 2021, ενώ οι τιμές δεν πρόκειται να υποχωρήσουν σύντομα.

Η εισβολή στην Ουκρανία θα έχει τεράστιο αντίκτυπο στον ελληνικό πληθωρισμό και αναμένεται να εξανεμίσει το διαθέσιμο εισόδημα. Η διάρκεια και το μέγεθος των ενεργειακών αναταράξεων συνεπάγεται ισχυρή μετακύλιση στις γενικές τιμές. Σε συνδυασμό με τις ανοδικές πιέσεις στις παγκόσμιες τιμές των τροφίμων, ο ετήσιος πληθωρισμός θα φθάσει σε τιμές άνω του 8% το δεύτερο και το τρίτο τρίμηνο. Η Moody's Analytics προβλέπει ότι ο ελληνικός εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή θα κλείσει στο σχεδόν ρεκόρ του 7,7% το 2022, προτού ομαλοποιηθεί το 2023 στο 3% και στη συνέχεια συγκλίνει στον στόχο του 2% της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.(ot.gr, 2022)

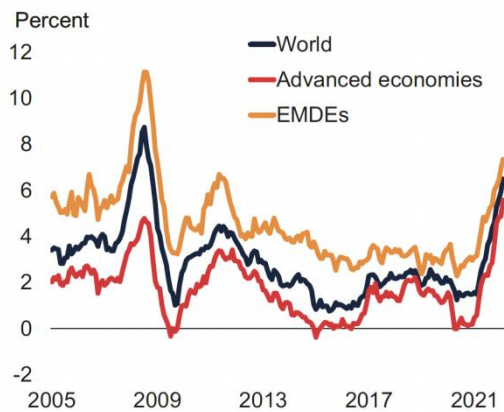
Η ουκρανική κρίση μακροπρόθεσμα αναμένεται να οδηγήσει σε ανασχεδιασμό των παγκόσμιων εφοδιαστικών αλυσίδων, έτσι ώστε να διασφαλίζεται η γεωπολιτική ασφάλεια και η ενεργειακή ανεξαρτησία της Ε.Ε. Η ρωσική εισβολή στην Ουκρανία θα προκαλέσει αλλαγή του τρόπου προμήθειας ενέργειας για την Ε.Ε., ώστε να εξαλείψει την εξάρτηση από το ρωσικό αέριο και το πετρέλαιο, έως το 2027. Σύμφωνα με το Σχέδιο REPowerEU, η Ευρωπαϊκή Ένωση αναμένεται να προσφύγει, άμεσα, σε εναλλακτικές πηγές όπως το Liquefied Natural Gas (LNG) και σε προμηθευτές εκτός της Ρωσίας, γεγονός που ενδέχεται να δημιουργήσει ευκαιρίες για την Ελλάδα επαναπροσδιορίζοντας τις πύλες εισόδου προς όφελος της.

## **Ε. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΗΣ ΣΗΜΕΡΙΝΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΜΕ ΤΗ ΔΕΚΑΕΤΙΑ ΤΟΥ 1970**

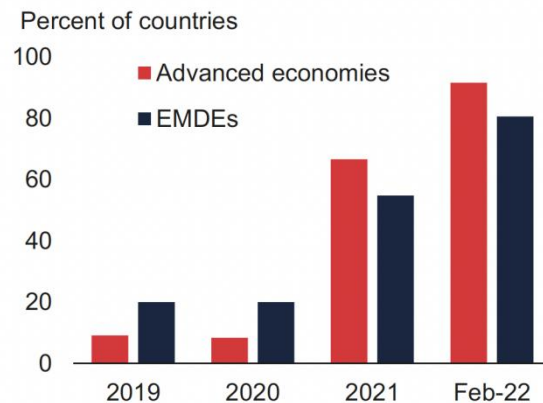
Η πρόσφατη άνοδος των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, στον απόηχο της εισβολής της Ρωσίας στην Ουκρανία, έχει επιδεινώσει τις ήδη αυξημένες πληθωριστικές πιέσεις. Μια νέα πολιτική έκθεση του Centre for Economic Policy Research (CEPR) υποστηρίζει ότι μεσοπρόθεσμα, καθώς οι πρόσφατοι κλυδωνισμοί θα εκτονώνονται, ο πληθωρισμός αναμένεται να υποχωρήσει προς τους στόχους, αλλά ο μεγάλος πληθωρισμός της δεκαετίας του 1970 αποτελεί υπενθύμιση των ουσιαστικών κινδύνων για τις προοπτικές αυτές. Καθώς ο πληθωρισμός παραμένει αυξημένος, αυξάνεται ο κίνδυνος ότι, για την επαναφορά του πληθωρισμού στο στόχο, οι κεντρικές τράπεζες των προηγμένων οικονομιών θα πρέπει και πάλι να αναλάβουν μια πολύ πιο σθεναρή πολιτική αντίδραση από ό,τι αναμένεται σήμερα.

Ο παγκόσμιος πληθωρισμός αυξήθηκε το τελευταίο έτος από λιγότερο από 2% σε πάνω από 6%, το υψηλότερο επίπεδο από το 2008 (διάγραμμα 15A). Ο πληθωρισμός τρέχει τώρα πολύ πάνω από τους στόχους που έχουν θέσει οι κεντρικές τράπεζες σε όλες σχεδόν τις προηγμένες οικονομίες και στις περισσότερες αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες με παρόμοια στοχοθέτηση πληθωρισμού (διάγραμμα 15B). Η πρόσφατη άνοδος των τιμών των βασικών εμπορευμάτων που προκλήθηκε από την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία θα αυξήσει περαιτέρω τον πληθωρισμό το 2022 (Seiler, 2022). Μεσοπρόθεσμα, οι τρέχουσες προσδοκίες για τον πληθωρισμό υποδηλώνουν επιστροφή του πληθωρισμού σε χαμηλά επίπεδα και εντός του στόχου. Ωστόσο, υπάρχει σημαντικός κίνδυνος οι επαναλαμβανόμενες πληθωριστικές διαταραχές και μια παρατεταμένη περίοδος υψηλού πληθωρισμού να αποδυναμώσουν τελικά τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό (D'Acunto and Weber 2022). Αυτό θα σηματοδοτούσε ένα σημείο καμπής μετά από δύο δεκαετίες χαμηλού και σταθερού πληθωρισμού. Σαφώς υπάρχουν ομοιότητες και διαφορές μεταξύ της τρέχουσας συγκυρίας και της δεκαετίας του 1970 (Ha et al. 2022). Οι απόηχοι του μεγάλου πληθωρισμού της δεκαετίας του 1970 και οι εξασθενημένες διαρθρωτικές δυνάμεις του αποπληθωρισμού μπορεί να συνηγορούν στο ότι είμαστε στο τέλος της εποχής του χαμηλού πληθωρισμού ενώ οι προσδοκίες ότι οι πρόσφατες κυκλικές διαταραχές θα υποχωρήσουν και οι δεκαετίες οικοδόμησης της αξιοπιστίας των κεντρικών τραπεζών και της αγκύρωσης των προσδοκιών, συνηγορούν στο αντίθετο.

### A. Monthly CPI inflation



### B. Countries with inflation above target



#### Διάγραμμα 15.

Πηγές: Παγκόσμια Τράπεζα.

Σημείωση: EMDEs = αναδύμενες αγορές και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Πληθωρισμός σε ετήσια βάση.

**A.** Ο ΔTK αναφέρεται στον δείκτη τιμών καταναλωτή. Οι γραμμές δείχνουν τον ομαδικό μέσο πληθωρισμό για 81 χώρες, εκ των οποίων οι 31 είναι προηγμένες οικονομίες και οι 50 EMDEs. Τελευταία παρατήρηση είναι ο Φεβρουάριος 2022. **B.** Οι γραμμές δείχνουν το ποσοστό των χωρών με στόχο τον πληθωρισμό (σε %) με μέσο πληθωρισμό κατά τη διάρκεια του έτους πάνω από το εύρος στόχου.

Υπό το πρίσμα της εμπειρίας της δεκαετίας του 1970, η υπόθεση μιας παρατεταμένης περιόδου υψηλού πληθωρισμού είναι ξεκάθαρη. Πρώτον, οι διαταραχές της προσφοράς που προκλήθηκαν από την πανδημία και το πρόσφατο σοκ που προκάλεσε στις τιμές της ενέργειας ο πόλεμος στην Ουκρανία μοιάζουν με τα πετρελαϊκά σοκ του 1973 και του 1979-80. Δεύτερον, τόσο τότε όσο και τώρα, η νομισματική πολιτική ήταν ιδιαίτερα διευκολυντική στην πορεία προς αυτά τα σοκ (διάγραμμα 16A). Μετά από αρκετούς μήνες πληθωρισμού άνω του στόχου στις κύριες προηγμένες οικονομίες, μπορεί τώρα να απαιτηθεί μια πιο απότομη από την αναμενόμενη σύσφιξη της πολιτικής για να επανέλθει ο πληθωρισμός στον στόχο - και αυτό μπορεί να προκαλέσει μια σκληρή προσγείωση παρόμοια με εκείνη των αρχών της δεκαετίας του 1980 (Blanchard 2022, Summers 2022, Gagnon 2022).

Εξαιρετικά επιφυλακτικός ως προς τις αισιόδοξες προβλέψεις για την εξέλιξη του πληθωρισμού εμφανίζεται και ο Olivier Blanchard του Peterson Institute for International Economics (PIIE), ο οποίος υποστηρίζει ότι οι ομοιότητες με την δεκαετία του 1970 είναι πολύ ανησυχητικές. Εξετάζοντας τη διαφορά μεταξύ του πραγματικού επιτοκίου και του πληθωρισμού στις ΗΠΑ, διαπιστώνει πως τα δυο αυτά μεγέθη κινήθηκαν προς αντίθετες κατευθύνσεις τότε, όπως συμβαίνει και σήμερα. Στις αρχές



του 1975, ο πυρήνας του πληθωρισμού κυμαινόταν στο 12% και το πραγματικό επιτόκιο πολιτικής ήταν ίσο με περίπου -6%, ένα χάσμα περίπου 17%. Σήμερα, ο πυρήνας του πληθωρισμού τρέχει στο 6% και το πραγματικό επιτόκιο πολιτικής είναι ίσο με -6%, ένα χάσμα 12% - μικρότερο από ό,τι το 1975, αλλά ακόμα εντυπωσιακά μεγάλο. Στη συνέχεια, χρειάστηκαν 8 χρόνια, από το 1975 έως το 1983, για να μειωθεί ο πληθωρισμός στο 4%, με μια αύξηση του πραγματικού επιτοκίου από το κατώτατο σημείο έως την κορύφωση κοντά στις 1.300 μονάδες βάσης και μια μέγιστη αύξηση του ποσοστού ανεργίας κατά 600 μονάδες βάσης από τις αρχές της δεκαετίας του 1970.

Από την πλευρά του, ο πρώην Υπουργός των Οικονομικών των ΗΠΑ Larry Summers υποστηρίζει ότι υπάρχουν ομοιότητες της σημερινής κατάστασης με την περίοδο του πολέμου του Βιετνάμ όσον αφορά την χρήση επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής και τη μη εφαρμογή νομισματικής συγκράτησης ειδικά από τις αρχές και ως τα μέσα της δεκαετίας του 1970. Παράλληλα διαπιστώνει μια αναλογία μεταξύ πολλών πραγμάτων που λέγονται σήμερα και αυτών που λέγονταν στην αντίστοιχη περίοδο του 1970. Τότε οι άνθρωποι αντιστάθηκαν στην ιδέα ότι ο πληθωρισμός προκλήθηκε από τη χαλαρή νομισματική πολιτική επισημαίνοντας άλλους παράγοντες και μιλούσαν για τις τιμές του πετρελαίου και για αλλαγές στις τιμές των σιτηρών. Μιλούσαν για μια ποικιλία διαρθρωτικών παραγόντων, όπως κάνουν πολλοί οικονομολόγοι σήμερα. Το βασικό λάθος που έγινε στη δεκαετία του 1970 ήταν ότι δεν εκτιμήθηκε ότι τελικά η υψηλότερη ζήτηση μεταφράζεται κυρίως σε αυξημένο πληθωρισμό. Παρόλα αυτά πιστεύει ότι σήμερα δεν βρισκόμαστε στην κατάσταση εκείνης της εποχής και πως με μια συνετή νομισματική πολιτική η κατάσταση θα αντιστραφεί.

Υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ της σημερινής κατάστασης και της δεκαετίας του 1970. Πρώτον, τουλάχιστον μέχρι στιγμής, το μέγεθος των αλμάτων των τιμών των βασικών εμπορευμάτων είναι μικρότερο από ό,τι στη δεκαετία του 1970. Στον απόηχο των μεγάλων πετρελαϊκών σοκ, οι τιμές του πετρελαίου τετραπλασιάστηκαν την περίοδο 1973-74 και διπλασιάστηκαν το 1979-80. Ο συνδυασμός του υψηλού πληθωρισμού με την αδύναμη οικονομική ανάπτυξη, που τροφοδοτήθηκε από τα επαναλαμβανόμενα σοκ της προσφοράς, οδήγησε στο φαινόμενο του "στασιμοπληθωρισμού". Σήμερα, οι τιμές του πετρελαίου εξακολουθούν να είναι, σε πραγματικούς όρους, μόνο τα δύο τρίτα περίπου εκείνων του 1980 ή του 2008 (διάγραμμα 16B).

Δεύτερον, υπήρξε μια αλλαγή παραδείγματος στα πλαίσια της νομισματικής πολιτικής από τη δεκαετία του 1970. Στη δεκαετία του 1970, αντί της σημερινής τυπικά

πρωταρχικής εστίασης στον πληθωρισμό, οι εντολές των κεντρικών τραπεζών ενσωμάτωναν πολλαπλούς ανταγωνιστικούς στόχους, μεταξύ άλλων για την παραγωγή και την απασχόληση, καθώς και για τη σταθερότητα των τιμών. Οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες στις προηγμένες οικονομίες, που απελευθερώθηκαν το 1971 από τους περιορισμούς του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του Bretton Woods, στόχευαν στη στήριξη της οικονομικής δραστηριότητας με νομισματική επέκταση, χωρίς να συνειδητοποιήσουν ότι η δυνητική αύξηση του προϊόντος είχε αρχίσει να επιβραδύνεται (de Long 1997). Οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής είχαν την τάση να αποδίδουν την αύξηση του πληθωρισμού σε ειδικούς παράγοντες και υποτίμησαν τη διάχυτη και διαρκή επίδραση των πιέσεων της υπερβάλλουσας συνολικής ζήτησης (Blinder 1982).

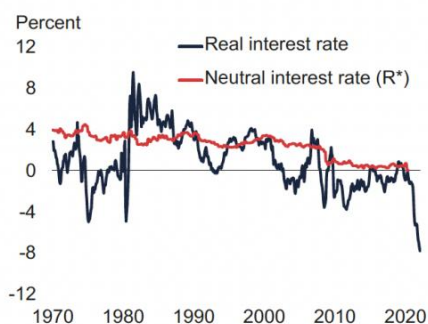
Αυτή η "παθητική" στάση νομισματικής πολιτικής είχε ως αποτέλεσμα μια περίοδο πολλών δεκαετιών με αυξανόμενο και κυρίως υψηλό πληθωρισμό. Ο παγκόσμιος διάμεσος πληθωρισμός ξεκίνησε τη δεκαετία του 1960 σε χαμηλό επίπεδο 1,5%, αλλά στη συνέχεια σημείωσε ραγδαία ανοδική τάση, στο εύρος 1,5-4,7% κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1960. Το 1970, έφτασε το 5,5% και στη συνέχεια συνέχισε να έχει ανοδική τάση σε ένα εύρος από 5,5-14,4% κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1970, πριν κορυφωθεί στο 14% το 1980. Συγκριτικά, ο σημερινός παγκόσμιος πληθωρισμός βρίσκεται μόλις πρόσφατα πάνω από τα προ της πανδημίας επίπεδα, από τα μέσα του 2021 (στο 5% κατά μέσο όρο το 2021-22 και στο 7% τον Μάρτιο του 2022). Οι προβλέψεις των υποδειγμάτων και οι προσδοκίες συναίνεσης υποδηλώνουν ότι ο παγκόσμιος πληθωρισμός θα μπορούσε να αυξηθεί σχεδόν στο 10% αργότερα φέτος προτού αρχίσει να μειώνεται.

Αντίθετα τώρα, οι κεντρικές τράπεζες στις προηγμένες οικονομίες έχουν πλέον σαφείς εντολές για τη σταθερότητα των τιμών, οι οποίες εκφράζονται ως ρητός στόχος για τον πληθωρισμό. Έχουν υιοθετήσει διαφανείς διαδικασίες λειτουργίας, ανακοινώνοντας και αιτιολογώντας τις ρυθμίσεις τους για το επιτόκιο πολιτικής. Τις τελευταίες τρεις δεκαετίες, έχουν δημιουργήσει ένα αξιόπιστο ιστορικό επίτευξης των στόχων τους για τον πληθωρισμό (Bordo et al. 2007, Eichengreen 2022).

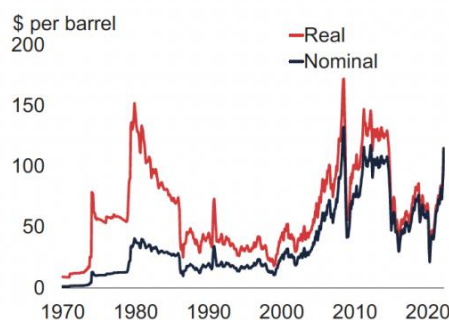
Ως αποτέλεσμα αυτών των βελτιώσεων στα πλαίσια πολιτικής και της καλύτερης αγκύρωσης των προσδοκιών για τον πληθωρισμό, ο πληθωρισμός - ιδίως ο πυρήνας του πληθωρισμού - έχει γίνει πολύ λιγότερο ευαίσθητος στις πληθωριστικές διαταραχές (Ha et al. 2022, Διάγραμμα 16C). Επιπλέον, προς το παρόν, οι αυξήσεις του πληθωρισμού έχουν συγκεντρωθεί στενά σε λίγους ενεργοβόρους και επηρεαζόμενους

από την πανδημία τομείς, αν και υπάρχουν ενδείξεις ότι οι πληθωριστικές πιέσεις ενδέχεται να έχουν διευρυνθεί πρόσφατα. Αυτό έρχεται σε αντίθεση με το 1979-80, όταν η επιτάχυνση του πληθωρισμού ήταν ευρείας βάσης, με παρόμοια υψηλά ποσοστά πληθωρισμού να διαπερνούν σχεδόν όλους τους τομείς (διάγραμμα 16D). Ως εκ τούτου, ο πληθωρισμός σε ορισμένους τομείς αναμένεται να μειωθεί μόλις οι διαταραχές του εφοδιασμού υποχωρήσουν και οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων σταθεροποιηθούν (Borio et al. 2022, Ilzetzki 2022).

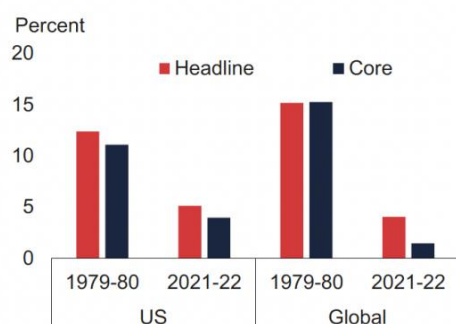
**A. Real and neutral interest rates in US**



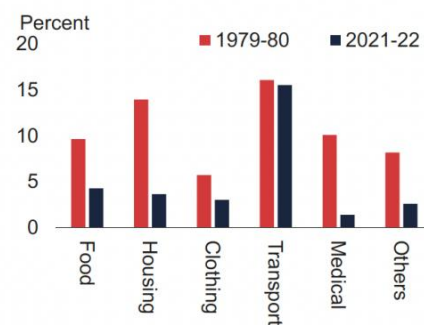
**B. Oil price**



**C. Inflation**



**D. Sectoral inflation in US**



### Διάγραμμα 17

**Πηγές:** Havers Analytics, Παγκόσμια Τράπεζα.

**Σημείωση:** ΔTK: δείκτης τιμών καταναλωτή. **A.** Τα πραγματικά επιτόκια βασίζονται στα αποτελεσματικά επιτόκια ομοσπονδιακών κεφαλαίων - πληθωρισμός ΔTK ΗΠΑ. Τα ουδέτερα επιτόκια ( $R^*$ ) είναι οι εκτιμήσεις των Holston, Laubach και Williams (2017). **B.** Ονομαστικές και πραγματικές τιμές αργού πετρελαίου (μέσοι όροι των τιμών Dubai, Brent και WTI). Οι πραγματικές τιμές του πετρελαίου είναι αποπληθωρισμένες με τον δείκτη ΔTK των ΗΠΑ (Φεβρουάριος 2022 = 100). **C.** Ετήσιοι μέσοι όροι του γενικού και του βασικού πληθωρισμού του ΔTK στις Ηνωμένες Πολιτείες και παγκοσμίως (μέσος όρος σε 40 χώρες). Το 2022 βασίζεται στους μέσους όρους του Ιανουαρίου και του Φεβρουαρίου 2022. **D.** Τομεακός πληθωρισμός ΔTK (μηνιαίοι μέσοι όροι του ετήσιου πληθωρισμού) στις Ηνωμένες Πολιτείες. Το 2022 βασίζεται στους μέσους όρους του Ιανουαρίου και του Φεβρουαρίου 2022. Οι "λοιποί" περιλαμβάνουν τους τομείς της επικοινωνίας, της αναψυχής, της εκπαίδευσης, της εστίασης και των διάφορων τομέων.

Τελικά, η επιθετική σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και στις αρχές της δεκαετίας του 1980 μείωσε απότομα τον πληθωρισμό στις προηγμένες οικονομίες και εδραίωσε την αξιοπιστία των κεντρικών τραπεζών, αν και συχνά με κόστος βαθιές υφέσεις (Goodfriend 2007). Στις ΗΠΑ, για παράδειγμα, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια σχεδόν τετραπλασιάστηκαν μεταξύ του τέλους του 1976 και των μέσων του 1981. Στον απόηχο αυτών των αυξήσεων των επιτοκίων, η παραγωγή των ΗΠΑ συρρικνώθηκε κατά περισσότερο από 2% μεταξύ των αρχών του 1981 και των μέσων του 1982. Σε ορισμένες προηγμένες ευρωπαϊκές οικονομίες, οι κεντρικές τράπεζες έθεσαν μεγαλύτερη προτεραιότητα στον έλεγχο του πληθωρισμού και ανταποκρίθηκαν νωρίτερα στην αύξηση του πληθωρισμού. Ως αποτέλεσμα, σε αρκετές από αυτές τις οικονομίες, ο κύκλος του πληθωρισμού ήταν λιγότερο έντονος από ό,τι στις ΗΠΑ, αλλά συνοδεύτηκε επίσης από ύφεση στις αρχές της δεκαετίας του 1980.

Βραχυπρόθεσμα, ο πληθωρισμός είναι πιθανό να παραμείνει σε υψηλά επίπεδα, καθώς οι διαταραχές της ζήτησης και της προσφοράς περνούν μέσα από τις διαδικασίες καθορισμού των μισθών και των τιμών. Πέραν του βραχυπρόθεσμου ο πληθωρισμός αναμένεται να μειωθεί, αλλά η εμπειρία της δεκαετίας του 1970 υποδηλώνει ορισμένους σημαντικούς κινδύνους για τις προοπτικές αυτές.

Τρεις παράγοντες υποδηλώνουν ότι, σε παγκόσμιο επίπεδο, ο πληθωρισμός είναι πιθανό να επιστρέψει στα ποσοστά-στόχους μεσοπρόθεσμα. Πρώτον, καθώς οι κεντρικές τράπεζες σφίγγουν τη νομισματική πολιτική και τα δημοσιονομικά κίνητρα που σχετίζονται με την πανδημία αποσύρονται, η ανάπτυξη θα επιβραδυνθεί- καθώς οι διαταραχές της προσφοράς που προκλήθηκαν από τον πόλεμο στην Ουκρανία θα τιμολογούνται, οι τιμές των βασικών εμπορευμάτων θα σταθεροποιηθούν- και καθώς οι παγκόσμιες γραμμές παραγωγής και τα logistics προσαρμόζονται, οι συμφορήσεις στην προσφορά θα αμβλυνθούν (Reifenschneider and Wilcox 2022, Ilzetzki 2022). Δεύτερον, μετά από δεκαετίες οικοδόμησης αξιοπιστίας, οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό είναι πιθανό να παραμείνουν καλά εδραιωμένες μεσοπρόθεσμα (Armantier et al. 2022, Bordo and Orphanides 2013). Τέλος, όσο οι διαρθρωτικές δυνάμεις που συμπίεσαν τον πληθωρισμό πριν από την πανδημία επιμένουν, ο πληθωρισμός τάσης θα συνεχίσει να είναι χαμηλός (Ha et al. 2019).

Ωστόσο, παραμένει σημαντικός κίνδυνος να μην υλοποιηθούν ορισμένοι από αυτούς τους τρεις παράγοντες όπως αναμενόταν και ο πληθωρισμός να παραμείνει υψηλός. Πρώτον, τα στασιμοπληθωριστικά σοκ θα μπορούσαν να γίνουν πιο συχνά ή πιο έντονα και να προκαλέσουν επανειλημμένες υπερβάσεις του πληθωρισμού που μπορεί τελικά

να αποδυναμώσουν τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό. Δεύτερον, οι κεντρικές τράπεζες μπορεί να παραμείνουν διστακτικές στην αντίδρασή τους και να μην επιτύχουν τους στόχους τους τόσο συχνά ώστε οι οικονομικοί παράγοντες να χάσουν τελικά την πίστη τους στη δέσμευση ή την ικανότητά τους να διατηρήσουν τη σταθερότητα των τιμών και οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό να αποδυναμωθούν. Τρίτον, οι διαρθρωτικές δυνάμεις που έχουν συμπίεσει τον πληθωρισμό την τελευταία δεκαετία μπορεί να εξασθενήσουν (Gersbach 2021).

Αυτές οι αβέβαιες προοπτικές θέτουν σοβαρές προκλήσεις πολιτικής για τις κεντρικές τράπεζες. Ωστόσο, δεν απαιτούν από αυτές να παρεκκλίνουν από τα θεμελιώδη στοιχεία που τις βοήθησαν να οικοδομήσουν αξιοπιστία τις τελευταίες τρεις δεκαετίες. Πρέπει να συνεχίσουν να βαθμονομούν τις πολιτικές τους με γνώμονα τη μακροοικονομική σταθερότητα, να επικοινωνούν με σαφήνεια τα σχέδιά τους και να διατηρούν την αξιοπιστία τους. Η προοπτική μιας παρατεταμένης περιόδου υψηλού πληθωρισμού και μιας απότομης αύξησης των παγκόσμιων επιτοκίων έχει σημαντικές επιπτώσεις για τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες.

## ΣΤ. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η παγκόσμια οικονομία έχει υποστεί δύο μεγάλα αρνητικά σοκ από την πλευρά της προσφοράς, πρώτα από την πανδημία COVID-19 και κατόπιν από την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία. Ο πόλεμος έχει διαταράξει περαιτέρω την οικονομική δραστηριότητα και έχει οδηγήσει σε υψηλότερο πληθωρισμό, επειδή οι βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις του στην προσφορά και στις τιμές των βασικών εμπορευμάτων συνδυάστηκαν με τις συνέπειες της υπερβολικής νομισματικής και δημοσιονομικής τόνωσης σε όλες τις προηγμένες οικονομίες. Αφήνοντας κατά μέρος τις βαθιές και μακροπρόθεσμες γεωπολιτικές επιπτώσεις του πολέμου, ο άμεσος οικονομικός αντίκτυπος ήρθε με τη μορφή των υψηλότερων τιμών της ενέργειας, των τροφίμων και των βιομηχανικών μετάλλων. Αυτό, μαζί με πρόσθετες διαταραχές στις παγκόσμιες αλυσίδες εφοδιασμού, επιδείνωσε τις συνθήκες στασιμοπληθωρισμού που προέκυψαν κατά τη διάρκεια της πανδημίας. (Roubini and Rosa 2022)

Ένα στασιμοπληθωριστικό αρνητικό σοκ της προσφοράς θέτει ένα δίλημμα για τους κεντρικούς τραπεζίτες. Επειδή τους ενδιαφέρει η εδραίωση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό, πρέπει να ομαλοποιήσουν γρήγορα τη νομισματική πολιτική, ακόμη και αν αυτό θα οδηγήσει σε περαιτέρω επιβράδυνση και ενδεχομένως σε ύφεση. Επειδή όμως ενδιαφέρονται επίσης για την ανάπτυξη, πρέπει να προχωρήσουν αργά στην ομαλοποίηση της πολιτικής, παρόλο που αυτό ενέχει τον κίνδυνο να απενοχοποιήσουν τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό και να πυροδοτήσουν ένα σπινάλι μισθών-τιμών.

Οι υπεύθυνοι χάραξης δημοσιονομικής πολιτικής αντιμετωπίζουν επίσης μια δύσκολη επιλογή. Με την παρουσία ενός επίμονου αρνητικού σοκ στην πλευρά της προσφοράς, η αύξηση των μεταβιβάσεων ή η μείωση των φόρων δεν είναι βέλτιστη, διότι εμποδίζει την πτώση της ιδιωτικής ζήτησης ως αντίδραση στη μείωση της προσφοράς. Οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις που επιδιώκουν τώρα υψηλότερες δαπάνες για την άμυνα και την απεξάρτηση από τον άνθρακα μπορούν να υπολογίσουν αυτές τις μορφές τόνωσης ως επενδύσεις που θα μειώσουν τα σημεία συμφόρησης της προσφοράς με την πάροδο του χρόνου και όχι ως τρέχουσες δαπάνες. Παρόλα αυτά, οποιεσδήποτε πρόσθετες δαπάνες θα αυξήσουν το χρέος και θα ενισχύσουν την υπερβολική αντίδραση στην πανδημία, η οποία συνοδεύτηκε από μια μαζική δημοσιονομική επέκταση με νομισματική διευκόλυνση.

Βεβαίως, καθώς η πανδημία έχει υποχωρήσει (τουλάχιστον στις προηγμένες οικονομίες), οι κυβερνήσεις έχουν ξεκινήσει μια πολύ σταδιακή δημοσιονομική εξυγίανση και οι κεντρικές τράπεζες έχουν ξεκινήσει προγράμματα εξομάλυνσης της πολιτικής τους για να συγκρατήσουν τον πληθωρισμό των τιμών και να αποτρέψουν την αποδυνάμωση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό. Όμως ο πόλεμος στην Ουκρανία έχει εισάγει μια νέα επιπλοκή, καθώς οι στασιμοπληθωριστικές πιέσεις είναι πλέον υψηλότερες.

Ο συντονισμός της δημοσιονομικής και της νομισματικής πολιτικής ήταν το χαρακτηριστικό γνώρισμα της αντιμετώπισης της πανδημίας. Αλλά τώρα, ενώ οι κεντρικές τράπεζες έχουν επιμείνει στη νέα επιθετική στάση τους, οι δημοσιονομικές αρχές έχουν θεσπίσει πολιτικές χαλάρωσης (όπως οι φορολογικές πιστώσεις και η μείωση των φόρων στα καύσιμα) για να αμβλύνουν το πλήγμα από την εκτίναξη των τιμών της ενέργειας. Έτσι, ο συντονισμός φαίνεται να έχει δώσει τη θέση του σε έναν καταμερισμό εργασίας, με τις κεντρικές τράπεζες να ασχολούνται με τον πληθωρισμό και τα νομοθετικά σώματα με θέματα ανάπτυξης και προσφοράς.

Στη φάση αυτή, οι περισσότερες κυβερνήσεις έχουν τρεις οικονομικούς στόχους: τη στήριξη της οικονομικής δραστηριότητας, τη διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών και τη συγκράτηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων ή των κρατικών spreads μέσω της επίμονης νομισματοποίησης του δημόσιου χρέους. Ένας πρόσθετος στόχος είναι πλέον ο γεωπολιτικός ο οποίος απαιτεί μια απάντηση στη ρωσική εισβολή. Η απάντηση αυτή θα πρέπει αφενός να τιμωρεί τη Ρωσία και αφετέρου να αποτρέπει άλλους από το να σκέφτονται παρόμοιες επιθετικές πράξεις. Τα μέσα για την επιδίωξη αυτών των στόχων είναι η νομισματική πολιτική για την αντιμετώπιση του πληθωρισμού, η δημοσιονομική πολιτική για τη στήριξη της οικονομικής δραστηριότητας και τα ρυθμιστικά πλαίσια για την επιβολή κυρώσεων.

Λόγω αυτής της συρροής παραγόντων, το σύστημα έχει φτάσει σε μια προσωρινή ισορροπία, με καθέναν από τους τρεις στόχους να ικανοποιείται εν μέρει. Ωστόσο, αυτό το μείγμα πολιτικής ενδέχεται σύντομα να καταστεί ανεπαρκές, δημιουργώντας νέες ανισορροπίες. Τα πρόσθετα δημοσιονομικά κίνητρα και οι κυρώσεις κατά της Ρωσίας ενδέχεται να τροφοδοτήσουν τον πληθωρισμό, ακυρώνοντας έτσι εν μέρει τις προσπάθειες των φορέων χάραξης νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, η προσπάθεια των κεντρικών τραπεζών να τιθασεύσουν τον πληθωρισμό μέσω υψηλότερων επιτοκίων

πολιτικής θα καταστεί ασύμβατη με τις διευκολυντικές πολιτικές ισολογισμού, και αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει σε υψηλότερα μακροπρόθεσμα επιτόκια και κρατικά spreads, τα οποία ήδη παρασύρονται έντονα προς τα πάνω.

Οι κεντρικές τράπεζες θα πρέπει να συνεχίσουν να ακροβατούν μεταξύ των ασύμβατων στόχων της τιθάσευσης του πληθωρισμού και της διατήρησης των μακροπρόθεσμων επιτοκίων (ή των spreads εντός της ευρωζώνης) σε χαμηλά επίπεδα μέσω πολιτικών διατήρησης του ισολογισμού. Και όλο αυτό το διάστημα, οι κυβερνήσεις θα συνεχίσουν να τροφοδοτούν τις πληθωριστικές πιέσεις με δημοσιονομικά κίνητρα και επίμονες κυρώσεις. Με την πάροδο του χρόνου, οι αυστηρότερες νομισματικές πολιτικές μπορεί να προκαλέσουν επιβράδυνση της ανάπτυξης ή και ύφεση. Αλλά ένας άλλος κίνδυνος είναι ότι η νομισματική πολιτική θα περιοριστεί από την απειλή μιας παγίδας χρέους. Με τα επίπεδα του ιδιωτικού και του δημόσιου χρέους σε ιστορικά υψηλά επίπεδα ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι κεντρικοί τραπεζίτες μπορούν να οδηγήσουν την ομαλοποίηση της πολιτικής μόνο μέχρι ενός σημείου πριν διακινδυνεύσουν ένα οικονομικό κραχ στις αγορές χρέους και μετοχών.

Σε αυτό το σημείο, οι κυβερνήσεις, υπό την πίεση των δυσαρεστημένων πολιτών, μπορεί να μπουν στον πειρασμό να χρησιμοποιήσουν ανώτατα όρια τιμών και μισθών και διοικητικούς ελέγχους για να τιθαसेύσουν τον πληθωρισμό. Τέτοια μέτρα έχουν αποδειχθεί ανεπιτυχή στο παρελθόν (προκαλώντας, για παράδειγμα, δελτία τροφίμων) και δεν υπάρχει λόγος να πιστεύουμε ότι αυτή τη φορά θα είναι διαφορετικά. Αν μη τι άλλο, ορισμένες κυβερνήσεις θα έκαναν τα πράγματα ακόμη χειρότερα, επαναφέροντας, ας πούμε, μηχανισμούς αυτόματης αναπροσαρμογής των μισθών και των συντάξεων. Σε ένα τέτοιο σενάριο, όλοι οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής θα συνειδητοποιούσαν τους περιορισμούς των δικών τους εργαλείων. Οι μεν κεντρικές τράπεζες θα έβλεπαν ότι η ικανότητά τους να ελέγχουν τον πληθωρισμό περιορίζεται από την ανάγκη να συνεχίσουν να νομισματοποιούν τα δημόσια και ιδιωτικά χρέη. Και οι κυβερνήσεις θα έβλεπαν ότι η ικανότητά τους να διατηρήσουν τις κυρώσεις κατά της Ρωσίας περιορίζεται από τις αρνητικές επιπτώσεις στις δικές τους οικονομίες τόσο από την άποψη της συνολικής δραστηριότητας όσο και του πληθωρισμού.

Υπάρχουν δύο πιθανές τελικές εκβάσεις. Οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής μπορεί να εγκαταλείψουν έναν από τους στόχους τους, οδηγώντας είτε σε υψηλότερο πληθωρισμό, είτε σε χαμηλότερη ανάπτυξη και υψηλότερα μακροπρόθεσμα επιτόκια ή ηπιότερες



κυρώσεις - συνοδευόμενες πιθανώς από χαμηλότερους δείκτες μετοχών. Εναλλακτικά, μπορεί να συμβιβαστούν με τη μερική μόνο επίτευξη κάθε στόχου, οδηγώντας σε ένα μη βέλτιστο μακροοικονομικό αποτέλεσμα υψηλότερου πληθωρισμού, χαμηλότερης ανάπτυξης, υψηλότερων μακροπρόθεσμων επιτοκίων και ηπιότερων κυρώσεων - με χαμηλότερους δείκτες μετοχών και υποτιμημένα νομίσματα. Σε κάθε περίπτωση, τα νοικοκυριά και οι καταναλωτές θα νιώσουν την πίεση, γεγονός που θα έχει πολιτικές επιπτώσεις στην πορεία.

## Z. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1) Armantier, O, L Goldman, G Kosar, G Topa, W van der Klaauw and J C Williams, (2022), [“What Are Consumers’ Inflation Expectations Telling Us Today?”](#), Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics, 14 February.
- 2) Blanchard, O (2022), [“Why I Worry About Inflation, Interest Rates, and Unemployment,”](#) Realtime Economic Issues Watch, 14 March.
- 3) Blinder, A S (1982), “Chapter 12: The Anatomy of Double-Digit Inflation in the 1970s”, in R E Hall (ed.), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press, p.261-282.
- 4) Bordo, M D, C Erceg, A Levin, and R Michaels (2007), “Three Great American Disinflations”, NBER Working Paper 12982.
- 5) Bordo, M D and A Orphanides (eds) (2013), *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking*, University of Chicago Press.
- 6) Borio, C, P Disyatat, D Xia, and E Zakrajšek (2022), [“Looking under the Hood: The Two Faces of Inflation”](#), VoxEU.org, 25 January.
- 7) Celasun Oya, Niels-Jakob Hansen, Mariano Spector, Aiko Mineshima, Jing Zhou, (2022), [Supply disruptions added to inflation and undermined the recovery in 2021 | VOX, CEPR Policy Portal \(voxeu.org\)](#), 16 March.
- 8) Ciccarelli M and Osbat C, (2017), [Low inflation in the euro area: Causes and consequences \(ssrn.com\)](#)
- 9) Cullen, T (2022), [“Inflation and the Logistics markets” - Transport Intelligence \(ti-insight.com\)](#), 27 January
- 10) D’Acunto and M Weber (2022), [“Rising Inflation Is Worrisome. But Not for the Reasons You Think”](#), VoxEU.org, 4 January.
- 11) De Long, J B (1997), “America’s Peacetime Inflation: The 1970s”, in C D Romer and D H Romer (eds), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, University of Chicago Press, pp. 247-80.

- 12) ECB Annual Report 2021, Factors underlying the surge in HICP inflation, [The year at a glance \(europa.eu\)](#)
- 13) Eichengreen, B (2022), “[America’s Not-so-Great Inflation](#),” Project Syndicate, 10 February.
- 14) Furman, J (2022), [This Inflation Is Demand-Driven and Persistent - Project Syndicate \(project-syndicate.org\)](#), 20 April.
- 15) Gagnon, J E (2022), “[Why US Inflation Surged in 2021 and What the Fed Should Do to Control It](#)”, PIIIE series on inflation, 11 March 11, Peterson Institute for International Economics.
- 16) Gersbach, H (2021), “[Another Disinflationary Force Vanishes: The Tightening of Bank Equity Capital Regulation](#)”, VoxEU.org, 18 February.
- 17) Goodfriend, M (2007), “How the World Achieved Consensus on Monetary Policy”, *Journal of Economic Perspectives* 21(4): 47-68.
- 18) Ha, J, M A Kose and F Ohnsorge (eds) (2019), [Inflation in Emerging and Developing Economies: Evolution, Drivers, and Policies](#), World Bank.
- 19) Ha, J, M A Kose and F Ohnsorge (2022), “[From Low to High Inflation: Implications for Emerging Market and Developing Economies](#)”, CEPR Policy Insight 115.
- 20) Ha, J, M A Kose and F Ohnsorge (2022), “[Today’s inflation and the Great Inflation of the 1970s | VOX, CEPR Policy Portal \(voxeu.org\)](#)”
- 21) Ilzetzki, E (2022), “[Surging inflation in the UK](#)”, VoxEU.org, 10 February.
- 22) Powell, J H (2021), “Monetary Policy in the Time of Covid”, Speech delivered at the "Macroeconomic Policy in an Uneven Economy", economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming (via webcast), 27 August.
- 23) Reifenschneider, D and D Wilcox (2022), “[The Case for a Cautiously Optimistic Outlook for U.S. Inflation](#),” PIIIE Policy Brief 22-3, Peterson Institute for International Economics.

- 24) Roubini N and Rosa B (2022), “Is the New Stagflation Policy-Proof?” - Project Syndicate ([project-syndicate.org](https://project-syndicate.org)), 30 March.
- 25) Seiler, P (2022), “The Ukraine War Has Raised Long-term Inflation Expectations”, VoxEU.org, 12 March.
- 26) Solomon, D, and Lan Ha, (2022), War in Ukraine Heightens Inflation Risks and Challenges the Global Economy - Euromonitor.com, 28 March.
- 27) Strauss, A, (2022), The Reasons Why A War In Ukraine Will Make Inflation Worse ([forbes.com](https://forbes.com)), 27 January.
- 28) Summers, L (2021), "On Inflation, its Past Time for Team Transitory to Step Down", Washington Post, 16 November.
- 29) Summers, L (2022),“Larry Summers on inflation, the Fed, the year ahead”, The Harvard Gazette, 4 February.
- 30) Summers, L (2022), “The Fed is Charting a Course to Stagflation and Recession”, The Washington Post, 15 March.
- 31) Στουρνάρας Γ (2021), Το Ευρωσύστημα είναι πλέον καλύτερα προετοιμασμένο για την οικονομική ανάπτυξη ([zougla.gr](https://zougla.gr)), 10 Δεκεμβρίου

#### **ΑΛΛΕΣ ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ ΠΗΓΕΣ**

- 32) An overview of the ECB’s monetary policy strategy ([europa.eu](https://europa.eu))
- 33) Annual Report 2020 ([europa.eu](https://europa.eu))
- 34) Annual Report 2021 ([europa.eu](https://europa.eu))
- 35) As transport stocks sink, Los Angeles port volumes soar ([freightwaves.com](https://freightwaves.com))
- 36) Euro Area Inflation Rate - April 2022 Data - 1991-2021 Historical - May Forecast ([tradingeconomics.com](https://tradingeconomics.com))
- 37) <https://www.bankofgreece.gr/Publications/ekthdkth2020.pdf>
- 38) <https://www.bankofgreece.gr/Publications/ekthdkth2021.pdf>
- 39) Latest News | News | Port of Los Angeles | Port of Los Angeles
- 40) Port Reached Busiest March on Record - Port of Long Beach ([polb.com](https://polb.com))
- 41) Port of Rotterdam operated at pre-corona level in 2021 | Port of Rotterdam

- 42) Moody's Analytics: «Αγκάθι» ο πληθωρισμός στην Ελλάδα λόγω πολέμου - Οικονομικός Ταχυδρόμος - ot.gr, 13/4/2022
- 43) weekly23032022.pdf (alpha.gr)
- 44) Γιατί είναι τόσο υψηλός ο πληθωρισμός σήμερα; (bankofgreece.gr)
- 45) Εξομάλυνση των διαταραχών στις εφοδιαστικές αλυσίδες από το β' εξάμηνο βλέπει η Maersk (msn.com)
- 46) Οι εφοδιαστικές αλυσίδες και η αναπροσαρμογή τους (naftemporiki.gr)
- 47) Ρεκόρ 28 ετών έκανε ο πληθωρισμός: Έφτασε στο 10,2% τον Απρίλιο (protothema.gr)
- 48) Στατιστικές - ELSTAT (statistics.gr), Δελτίο Μαρτίου 2022
- 49) Στατιστικές - ELSTAT (statistics.gr), Δελτίο Απριλίου 2022



Ε.Π.  
**ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΗ**  
**ΔΗΜΟΣΙΟΥ**  
**ΤΟΜΕΑ**



Με τη συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης

Εθνική Σχολή Δημόσιας Διοίκησης και Αυτοδιοίκησης (Ε.Σ.Δ.Δ.Α.)

Πειραιώς 211, ΤΚ 177 78, Ταύρος

τηλ: 2131306349 , fax: 2131306479

[www.ekdd.gr](http://www.ekdd.gr)