



## Οι επιπτώσεις του υψηλού πληθωρισμού και της νομισματικής αустηροποίησης στο δημόσιο χρέος

### Description

**Zsolt Darvas\***

Η αύξηση του πληθωρισμού οδήγησε στην αустηροποίηση της νομισματικής πολιτικής σε αρκετές χώρες και τα υψηλότερα επιτόκια που προκύπτουν εγείρουν ανησυχίες σχετικά με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους σε χώρες με ψηλούς αντίστοιχους δείκτες. Η οικονομική επιβράδυνση στον απόηχο της ρωσικής εισβολής στην Ουκρανία, ενδέχεται να επιδεινώσει αυτές τις ανησυχίες. Σε τέτοιο πλαίσιο, μπορεί να φανεί αινιγματικό το γεγονός ότι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) έχουν μειώσει τις προβλέψεις τους για τον δείκτη δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ για τις περισσότερες χώρες. Ειδικότερα το ΔΝΤ, τον Απρίλιο του 2022, αναθεώρησε προς τα κάτω τις προηγούμενες του μακροπρόθεσμες προβλέψεις, του Απριλίου 2021, για τους δείκτες δημόσιου χρέους το 2026 σε όλες τις χώρες της ΕΕ εκτός από τη Γερμανία, τη Μάλτα, την Ολλανδία, και τη Ρουμανία. Το ΔΝΤ αναθεώρησε επίσης προς τα κάτω τις προβλέψεις για τους δείκτες χρέους του Ηνωμένου Βασιλείου και των ΗΠΑ, ενώ υπήρξε αναθεώρηση προς τα πάνω για την Ιαπωνία.

Αυτό το κείμενο εξετάζει τους λόγους για τους οποίους αναθεωρήθηκαν οι προβλέψεις αυτές, εστιάζοντας στις προβλέψεις του ΔΝΤ για τον δείκτη χρέους προς ΑΕΠ το 2026 για 16 συνολικά χώρες. Χρησιμοποιώντας λογιστικές ταυτίσεις, και με βάση την παραδοχή ότι 'όλα τα άλλα παραμένουν αμετάβλητα', το κύριο συμπέρασμα είναι ότι οι αυξήσεις στα επιτόκια και στις μεταβολές του πραγματικού ΑΕΠ, από μόνες τους, θα

---

αύξαναν τους δείκτες δημόσιου χρέους του 2026 μόνο σε σχετικά μικρό βαθμό, αλλά ο πληθωρισμός επιφέρει μεγάλες μειώσεις.

Στους υπολογισμούς, ο πληθωρισμός επηρεάζει τον λόγο του δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ, μέσω τριών διαύλων: αυξάνει τα φορολογικά έσοδα λόγω του υψηλότερου ονομαστικού ΑΕΠ μειώνοντας το δημοσιονομικό έλλειμμα και το δημόσιο χρέος. Δεύτερο, το χαμηλότερο χρέος συνεπάγεται χαμηλότερες πληρωμές τόκων, που επίσης μειώνει από μόνο του, τον δανεισμό και το χρέος. Και τρίτο, το υψηλότερο ονομαστικό ΑΕΠ μειώνει τον λόγο χρέους προς ΑΕΠ.

Η αύξηση των επιτοκίων και του πληθωρισμού είναι αλληλένδετα, λόγω αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής. Επίσης, η αύξηση του πληθωρισμού μειώνει την πραγματική αξία των δημόσιων δαπανών, την οποία οι κυβερνήσεις ενδέχεται να αντισταθμίσουν αργότερα. Έτσι, αν και οι υπολογισμοί εδώ δεν αποτυπώνουν τη συνολική επίδραση από την αύξηση του πληθωρισμού, μπορούμε να υπολογίσουμε τον βαθμό στον οποίο τα επιτόκια, ο πληθωρισμός και ορισμένοι άλλοι παράγοντες, συνέβαλαν στην αναθεώρηση των προβλέψεων του ΔΝΤ για τον δείκτη χρέους προς ΑΕΠ.

Η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου και του ρυθμού ανάπτυξης είναι σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Όταν το επιτόκιο είναι υψηλότερο από τον ρυθμό ανάπτυξης, η κυβέρνηση πρέπει να διατηρεί πρωτογενές πλεόνασμα στον προϋπολογισμό για να αποτρέψει την εκρηκτική αύξηση του ποσοστού χρέους προς ΑΕΠ. Όταν όμως το επιτόκιο είναι χαμηλότερο από τον ρυθμό ανάπτυξης, το ποσοστό του χρέους μπορεί να μειωθεί ακόμη και αν δεν υπάρχει πρωτογενές πλεόνασμα.

Το μέσο επιτόκιο που καταβάλλει μια κυβέρνηση σε ένα έτος είναι ο μέσος όρος των επιτοκίων όλων των ήδη εκδοθέντων χρεογράφων. Μια κυβέρνηση δανείζεται για να χρηματοδοτήσει το δημοσιονομικό έλλειμμα και να αναχρηματοδοτήσει ομόλογα και γραμμάτια που λήγουν. Έτσι, ένα υψηλότερο επιτόκιο αυξάνει αμέσως το κόστος δανεισμού για το νεοεκδιδόμενο χρέος, αλλά το κόστος δανεισμού του ήδη εκδοθέντος χρέους δεν μεταβάλλεται καθότι τα κρατικά ομόλογα φέρουν σταθερό επιτόκιο από την έκδοσή τους.

Στην Ιταλία, το μέσο αυτό επιτόκιο ήταν υψηλότερο από τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας από το 1990 έως το 2020. Για την Ιαπωνία, τις ΗΠΑ και ιδίως τη Γερμανία, αυτό συνέβαινε μόνο πριν από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Έκτοτε, οι δύο αυτές μεταβλητές, είναι είτε σε γενικές γραμμές ίσες, είτε ο ρυθμός ανάπτυξης είναι υψηλότερος από το επιτόκιο.

---

Για την Ιταλία και τις Ηνωμένες Πολιτείες, οι προβλέψεις του ΔΝΤ για τον δείκτη χρέους αναθεωρήθηκαν σημαντικά προς τα κάτω, αλλά για τη Γερμανία και την Ιαπωνία αυξήθηκαν. Αυτό μπορεί να φαίνεται αντιφατικό, επειδή το επιτόκιο της Ιταλίας είναι υψηλότερο και αυξάνεται ταχύτερα από εκείνο της Γερμανίας.

Η μεταβολή του δείκτη χρέους προς ΑΕΠ έχει έξι πιθανές συνιστώσες: μεταβολή του επιτοκίου, μεταβολή του αποπληθωριστή του ΑΕΠ, μεταβολή της εξέλιξης του πραγματικού ΑΕΠ, μεταβολή του φορολογικού συντελεστή που προσμετράτε ως ο λόγος των εσόδων προς το ΑΕΠ, μεταβολή των πρωτογενών (μη επιτοκιακών) δαπανών, και μεταβολή της προσαρμογής των αποθεμάτων ως η διαφορά μεταξύ του καθαρού δανεισμού και της μεταβολής του χρέους. Για κάθε ένα από αυτούς τους παράγοντες, εξετάζεται ο αντίκτυπος της μεταβολής μεταξύ των προβλέψεων του ΔΝΤ του Απριλίου 2021 και του Απριλίου 2022, για την περίοδο 2021-2026, διατηρώντας τις άλλες μεταβλητές στις τιμές Απριλίου 2021.

Ο αντίκτυπος της απροσδόκητης μεταβολής των επιτοκίων είναι θετικός για 12 χώρες, με τις μεγαλύτερες επιπτώσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο (7,3 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ), τις ΗΠΑ (5,9), την Πολωνία (5,5) και την Τσεχία (3,0). Για την Ιταλία, ο αντίκτυπος στα επιτόκια είναι μόλις 1 μονάδα, για τη Γερμανία  $\frac{1}{2}$  και για την Ιαπωνία είναι αρνητικός στο -0,6 (που σημαίνει ότι το αναμενόμενο επιτόκιο μειώθηκε μεταξύ των προβλέψεων Απριλίου 2021 και Απριλίου 2022).

Οι επιπτώσεις των επιτοκίων επισκιάζονται από τις επιπτώσεις του απροσδόκητου πληθωρισμού, ο οποίος αναμένεται να μειώσει τους δείκτες χρέους του Ηνωμένου Βασιλείου και των ΗΠΑ κατά περισσότερες από 20 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ και τους δείκτες χρέους της Ιταλίας και της Γερμανίας κατά περίπου 12 ποσοστιαίες μονάδες. Η μεγαλύτερη μείωση από τον απροσδόκητο πληθωρισμό, της τάξης των 35 ποσοστιαίων μονάδων, αναμένεται στην Πολωνία, ως αποτέλεσμα της τεράστιας αναθεώρησης των προοπτικών του αποπληθωριστή του ΑΕΠ. Οι προβλέψεις του ΔΝΤ του Απριλίου 2021 έδειχναν ότι ο αποπληθωριστής του πολωνικού ΑΕΠ θα αυξανόταν κατά 18% από το 2020 έως το 2026, ενώ οι προβλέψεις του ΔΝΤ του Απριλίου 22 προέβλεπαν αύξηση κατά 41% την ίδια περίοδο. Μεταξύ των 16 χωρών, η απροσδόκητη μεταβολή του πληθωρισμού αυξάνει τον δείκτη χρέους μόνο στην Ιρλανδία και την Ιαπωνία (1,7 και 7,8 ποσοστιαίες μονάδες αντίστοιχα), αντανακλώντας μειωμένες προοπτικές για τον πληθωρισμό στις δύο χώρες.

Ο αντίκτυπος των αναθεωρημένων προοπτικών ανάπτυξης μειώνει τον δείκτη χρέους στα τρία τέταρτα των χωρών υπό αναφορά, αλλά γενικά κατά μικρά ποσοστά, εκτός από

---

την Ιρλανδία και τη Σλοβενία. Οι αναθεωρημένες προοπτικές για το πραγματικό ΑΕΠ από το 2020 έως το 2026 αναμένεται να αυξήσουν τον λόγο του δημόσιου χρέους σε πέντε από τις 16 χώρες: Τσεχία, Γαλλία, Γερμανία, Ρουμανία και Ιαπωνία.

Ο συνδυασμός αυτών των παραγόντων θα συνεπαγόταν πολύ μεγάλες μειώσεις του δείκτη δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ αλλά οι δημόσιες δαπάνες εξαιρουμένων πληρωμών τόκων, δεν μπορούν να παραμείνουν ανέπαφες μπροστά σε ένα μεγάλο πληθωριστικό σοκ. Ορισμένες δαπάνες μπορεί να αναπροσαρμόζονται με τον πληθωρισμό, όπως οι συντάξεις, ενώ ο απροσδόκητος πληθωρισμός μειώνει την πραγματική αξία των δημόσιων δαπανών. Αυτό σημαίνει ότι λιγότερα αγαθά και υπηρεσίες θα μπορούν να αγοραστούν για το ίδιο ποσό ονομαστικής δαπάνης, και επομένως οι κυβερνήσεις μπορεί να τείνουν να αυξήσουν τις ονομαστικές δαπάνες, ιδίως εφόσον λαμβάνουν πολύ υψηλότερα φορολογικά έσοδα λόγω του υψηλότερου πληθωρισμού.

Επιπλέον, η ρωσική επίθεση κατά της Ουκρανίας ενθάρρυνε πολλές χώρες να δαπανήσουν περισσότερα για την άμυνα και την ενεργειακή μετάβαση. Οι κυβερνήσεις έσπευσαν επίσης να προστατεύσουν τους καταναλωτές από την αύξηση των τιμών της ενέργειας. Η άφιξη εκατομμυρίων Ουκρανών προσφύγων θα συνεπάγεται σημαντικό δημοσιονομικό κόστος για αρκετά κράτη μέλη.

Συμπερασματικά, η ανάλυση των μεταβολών στις προβλέψεις του ΔΝΤ για το ποσοστό δημοσίου χρέους προς ΑΕΠ μέχρι το 2026, δείχνει ότι η επίδραση της αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής, και της επιδείνωσης των οικονομικών προοπτικών είναι σχετικά μικρή, ενώ ο πληθωρισμός μειώνει πολύ σημαντικά τους δείκτες. Βέβαια, οι υπολογισμοί αυτοί βασίζονται σε προβλέψεις του ΔΝΤ, οι οποίες ενδεχομένως να υποτιμούν την έκταση της νομισματικής περιστολής (αν και ενδέχεται επίσης να υποτιμούν την αύξηση του πληθωρισμού). Επίσης, εάν τα υψηλά επιτόκια διατηρηθούν μακροπρόθεσμα, το μέσο κόστος επιτοκίου του δημόσιου χρέους θα μπορούσε να αυξηθεί, πέραν από το 2026. Ο αυξημένος πληθωρισμός θα μπορούσε επίσης να αυξήσει το ασφάλιστρο κινδύνου του μακροπρόθεσμου χρέους, να αποσυνδέσει τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό, και να συμπιέσει τις επενδύσεις και την ανάπτυξη. Όλοι αυτοί οι παράγοντες θα μπορούσαν να αποδυναμώσουν τη βιωσιμότητα του χρέους των χωρών με υψηλό χρέος. Παρ' όλα αυτά, για τα επόμενα τουλάχιστον χρόνια, η αύξηση του κόστους δανεισμού του Δημοσίου για το νεοεκδιδόμενο χρέος θα πρέπει να υπεραντισταθμιστεί από τη μείωση του χρέους λόγω του πληθωρισμού που είναι υψηλότερος από τον αναμενόμενο.

---

*\*Ο Zsolt Darvas, είναι ανώτερος ερευνητής στο Bruegel, μια δεξαμενή σκέψης με έδρα τις Βρυξέλλες. Το άρθρο αυτό δημοσιεύτηκε σε ανάρτηση στο μπλογκ του Bruegel και αναδημοσιεύεται στο μπλογκ της Εταιρείας Κυπριακών Οικονομικών Μελετών (Cyprus Economic Society)*