



## Οικονομική μεγέθυνση, πληθωρισμός και επιτόκια: μια αποτίμηση

### Description

#### Ιωάννης Τιρκίδης\*

Το οικονομικό περιβάλλον ήταν σχετικά ρευστό τις τελευταίες εβδομάδες και μήνες. Ο γενικός πληθωρισμός μειώθηκε, αλλά ο βασικός πληθωρισμός παρέμεινε σε ανησυχητικά υψηλά επίπεδα. Στην Ευρώπη, η οικονομική δραστηριότητα συνέχισε να επιβραδύνεται, με ορισμένα κράτη μέλη να εισέρχονται σε τεχνική ύφεση το δεύτερο τρίμηνο. Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ διέκοψε την ροή αύξησης των επιτοκίων της τον Ιούλιο, και η ΕΚΤ συνέχισε να τα αυξάνει. Ενώ οι κεντρικές τράπεζες μπορεί να πλησιάζουν στο τέλος του κύκλου αύξησης των επιτοκίων τους, η νομισματική πολιτική είναι απίθανο να αντιστραφεί τόσο σύντομα όσο αναμένουν τώρα οι αγορές. Στο άλλο άκρο της καμπύλης επιτοκίων, τα μακροπρόθεσμα επιτόκια αυξήθηκαν, αντανακλώντας ίσως δύσκολες αλήθειες σχετικά με την επίμονη φύση του πληθωρισμού, τις παγκόσμιες αβεβαιότητες σχετικά με τον πόλεμο και τις γεωπολιτικές αντιπαλότητες, συμπεριλαμβανομένων των πρόσφατων εξελίξεων στην ομάδα BRICS – Βραζιλία, Ρωσία, Ινδία, Κίνα και Νότια Αφρική. Στην Κύπρο, η οικονομία επιβραδύνθηκε περισσότερο από ότι αναμενόταν το πρώτο εξάμηνο του έτους, αλλά πολύ λιγότερο από ότι οι ομόλογες ευρωπαϊκές χώρες, ακόμη και μετά την προσαρμογή για την υψηλότερη του μέσου όρου συμβολή του τουρισμού. Σε αυτό το άρθρο, κάνουμε μια αποτίμηση των πρόσφατων εξελίξεων και των μακροπρόθεσμων επιρροών.

### Η οικονομική ανάπτυξη επιβραδύνεται

---

Η αύξηση των επιτοκίων και η εκτεταμένη αβεβαιότητα έχουν αρχίσει να επιβαρύνουν την οικονομική δραστηριότητα. Στη ζώνη του ευρώ, για παράδειγμα, η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ μειώθηκε από ετήσιο ρυθμό 3.5% το 2022 σε 1.1% το πρώτο τρίμηνο του 2023, και σε 0.6% το δεύτερο τρίμηνο.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες, ωστόσο, η ανάπτυξη επιταχύνθηκε ελαφρώς σε 2.6% το δεύτερο τρίμηνο από 1.8% το πρώτο τρίμηνο, σύμφωνα με την Υπηρεσία Οικονομικής Ανάλυσης (Bureau of Economic Analysis). Η διαφορά μεταξύ των δυο τριμήνων οφείλεται στις δαπάνες για επενδύσεις, οι οποίες πρόσθεσαν μια επιπλέον ποσοστιαία μονάδα στο ρυθμό ανάπτυξης, με τις πάγιες επενδύσεις και τη συσσώρευση αποθεμάτων να συνεισφέρουν περίπου το ίδιο.

Η ανάπτυξη στην Κύπρο κατά το πρώτο εξάμηνο του έτους ήταν από τις ισχυρότερες στην Ευρώπη, 3.2 % το πρώτο τρίμηνο και 2.3 % το δεύτερο τρίμηνο. Η οικονομία αναμένεται να επιβραδυνθεί περαιτέρω το τρίτο και τέταρτο τρίμηνο και να φτάσει σε μέσο ετήσιο ρυθμό 2.4%. Η ανάπτυξη είναι γενικά προσανατολισμένη προς τις υπηρεσίες, και ιδίως προς τον τουρισμό περισσότερο κατά την περίοδο αυτή, συγκεκριμένα. Αυτό γιατί η ανάπτυξη το 2022-23 επηρεάζεται από τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη του τουριστικού τομέα μετά την κατάρρευση που επήλθε στα χρόνια της πανδημίας. Η τουριστική δραστηριότητα ανέκαμψε έντονα το 2022, με τις αφίξεις να αυξάνονται σχεδόν στο 80% του μέγιστου επιπέδου τους το 2019, το έτος πριν από την πανδημία. Για τον ίδιο λόγο, ο τουριστικός τομέας θα συνεχίσει να συνεισφέρει στο αντίστοιχο ρυθμό ανάπτυξης το 2023, σημαντικά πάνω από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο του, πράγμα που σημαίνει ότι εξαιρουμένου του τουριστικού τομέα, η μέση ανάπτυξη στους υπόλοιπους τομείς θα είναι χαμηλότερη από τη συνολική ανάπτυξη της οικονομίας.

### **Ο βασικός πληθωρισμός παραμένει υψηλός**

Η αντιμετώπιση του πληθωρισμού αποδεικνύεται πιο δύσκολη, καθώς ο βασικός πληθωρισμός που δεν περιλαμβάνει τις τιμές ενέργειας και τροφίμων, παραμένει πεισματικά υψηλός. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, για παράδειγμα, ο γενικός πληθωρισμός ήταν 2.9% τον Ιούνιο και 5.1% σε μέσο όρο δώδεκα μηνών. Όμως ο βασικός πληθωρισμός ήταν 4.2% τον Ιούνιο και 4.8% στους δώδεκα μήνες, μόνο οριακά χαμηλότερος από την κορύφωσή του στο 5.2% τον Οκτώβριο του 2022. Στην Ευρώπη, ο βασικός πληθωρισμός είναι ακόμη πιο δύσκαμπτος. Στη ζώνη του ευρώ, ο γενικός πληθωρισμός ήταν 5.3% τον Ιούλιο και ο βασικός πληθωρισμός ήταν 5.5%. Σε δωδεκάμηνη βάση, ο γενικός πληθωρισμός ήταν 8% και ο βασικός 5.3%, ο υψηλότερος μέχρι στιγμής. Αυτό είναι άβολο για την ΕΚΤ, η οποία είναι πιθανό να προχωρήσει σε περαιτέρω αύξηση κατά 25

---

μονάδες βάσης στη συνεδρίαση του Σεπτεμβρίου. Στην Κύπρο, ο γενικός πληθωρισμός μειώθηκε στο 2.4% τον Ιούλιο χάρη στις χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου σε σχέση με πέρυσι και ο βασικός πληθωρισμός ήταν 3.5% και 5.1% σε δωδεκάμηνη βάση αντίστοιχα.

Υπάρχουν γενικά δύο βασικοί τύποι πληθωρισμού, ο πληθωρισμός της ζήτησης και ο πληθωρισμός της προσφοράς. Και ο πόλεμος είναι κατά κανόνα πληθωριστικός, επειδή δημιουργεί ελλείψεις στην προσφορά και είναι ανασταλτικός με διάφορους τρόπους, συμπεριλαμβανομένης της εκτροπής πόρων από πολιτικές χρήσεις σε στρατιωτικές. Η νομισματική πολιτική είναι λιγότερο κατάλληλη για την αντιμετώπιση του δεύτερου τύπου πληθωρισμού, των ελλείψεων, χωρίς να προκαλεί μεγάλη ύφεση. Στην πραγματικότητα, η αύξηση των επιτοκίων όταν ο πληθωρισμός είναι καθοδηγούμενος από την προσφορά μπορεί να γυρίσει αντίστροφα. Το κόστος των τόκων αποτελεί μέρος των εξόδων των επιχειρήσεων και, καθώς μετακυλιέται, καθιστά τον βασικό πληθωρισμό πιο επίμονο. Ο πληθωρισμός είναι πιθανό να μειωθεί περαιτέρω τους επόμενους μήνες και τρίμηνα καθώς η οικονομική δραστηριότητα θα επιβραδύνεται περαιτέρω, αλλά οι μακροπρόθεσμες προοπτικές είναι λιγότερο καθησυχαστικές.

### **Αύξηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων**

Ίσως η πιο σημαντική εξέλιξη στις τρέχουσες συνθήκες είναι η συνεχιζόμενη αύξηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων στις προηγμένες χώρες, παρά την άμβλυνση των οικονομικών προοπτικών. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, οι αποδόσεις των 10ετών κρατικών ομολόγων αυξήθηκαν σε 4.1% στα τέλη Αυγούστου, από 3.4% τον Απρίλιο, και χαμηλό εποχής γύρω στο 0.5% τον Ιούλιο του 2020. Ομοίως, στη ζώνη του ευρώ, οι αποδόσεις των 10ετών ομολόγων αυξήθηκαν σε 3.3% στο τέλος Αυγούστου, από 2.6% τον Δεκέμβριο του 2022, και χαμηλό εποχής στο -0.24% τον Δεκέμβριο του 2020. Οι καμπύλες αποδόσεων παραμένουν ανεστραμμένες, καθώς τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια είναι σημαντικά υψηλότερα ακόμα. Το επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας στις Ηνωμένες Πολιτείες βρίσκεται σήμερα στο 5.25%, ενώ στην Ευρώπη το ελάχιστο επιτόκιο των πράξεων αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ είναι στο 4.25%. Πρόκειται για τα αντίστοιχα επιτόκια πολιτικής των κεντρικών τραπεζών που ήταν μηδενικά τον Μάρτιο του 2022, όταν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ ξεκινούσε τον κύκλο αύξησης των επιτοκίων της.

Αναμένουμε επίσης ότι τα μακροπρόθεσμα επιτόκια θα συνεχίσουν να αυξάνονται, καθώς οι αγορές ομολόγων προεξοφλούν σε μεγάλο βαθμό διάφορους παράγοντες. Η γήρανση του πληθυσμού επιβραδύνει την αύξηση του εργατικού δυναμικού, περιορίζοντας το δυναμικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Τα κρατικά ελλείμματα διευρύνονται λόγω

---

των αυξημένων δαπανών για την κλιματική αλλαγή και των υψηλότερων αμυντικών προϋπολογισμών. Οι δείκτες χρέους και το κόστος εξυπηρέτησής τους αυξάνονται. Όλοι αυτοί οι παράγοντες αυξάνουν τις χρηματοδοτικές ανάγκες. Η μειωμένη διάθεση της Κίνας και άλλων χωρών να κρατούν ξένα ομόλογα, ιδίως ομόλογα των ΗΠΑ, μειώνει τη ζήτηση τους. Ταυτόχρονα, οι κεντρικές τράπεζες εξακολουθούν να περιορίζονται από τους διογκωμένους ισολογισμούς τους.

## **Το πρόβλημα χρέους των ΗΠΑ**

Οι Ηνωμένες Πολιτείες ειδικότερα, βρίσκονται υπό τις παρούσες συνθήκες σε επισφαλή θέση, με ένα μεγάλο και αυξανόμενο χρέος, αυξανόμενο κόστος εξυπηρέτησης του, και ως εκ τούτου, μια τεράστια προσφορά ομολόγων που γίνεται όλο και πιο δύσκολο να χρηματοδοτηθεί. Με χρέος \$32 τρισεκατομμυρίων, και αυξανόμενο κατά περίπου \$2 τρισεκατομμύρια ετησίως, οι νέες εκδόσεις χρέους στις ΗΠΑ είναι τεράστιες σε σχέση με μια φθίνουσα δυνατότητα απορρόφησης τους για τους λόγους που περιγράφονται παραπάνω, ωθώντας έτσι προς τα πάνω τα μακροπρόθεσμα επιτόκια.

Η διεθνής ζήτηση για τα αμερικανικά ομόλογα είναι σε μεγάλο βαθμό θεσμική, καθώς απορρέει από την ιδιότητα του δολαρίου ως αποθεματικού νομίσματος. Το σύστημα πληρωμών SWIFT, για παράδειγμα, δεν μπορεί να λειτουργήσει χωρίς αποθεματικό νόμισμα. Όταν χώρες αποκλείονται από αυτό, όπως η Ρωσία σήμερα, και όταν άλλες χώρες, όπως η Κίνα και οι εμπορικοί της εταίροι, επιδιώκουν να το παρακάμψουν στις διεθνείς συναλλαγές τους, η ζήτηση για δολάρια μειώνεται. Καθώς άλλες χώρες θα αγοράζουν λιγότερο αμερικανικό χρέος επειδή δεν το χρειάζονται ή επιλέγουν να μην το κάνουν για πολιτικούς και άλλους λόγους, η πίεση θα μετατοπίζεται εσωτερικά, πρώτα στους πρωτογενείς διαμεσολαβητές (primary dealers) και τελικά στην Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, η οποία θα αναγκάζεται να ρευστοποιεί μεγαλύτερο μέρος του χρέους. Το αποτέλεσμα θα είναι υψηλότερος πληθωρισμός και υψηλότερα μακροπρόθεσμα επιτόκια.

## **Κλείνοντας**

Σε μια γεωπολιτική εξέλιξη, στη σύνοδο κορυφής των BRICS, που ολοκληρώθηκε πολύ πρόσφατα, πάρθηκαν σημαντικές αποφάσεις. Την 1η Ιανουαρίου 2024, έξι χώρες – η Αργεντινή, η Αίγυπτος, η Αιθιοπία, το Ιράν, η Σαουδική Αραβία και τα Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα – θα γίνουν επίσημα νέα μέλη. Το συνδυασμένο ΑΕΠ, ο πληθυσμός και ο όγκος του εμπορίου τους, θα ξεπερνούν αυτά της Ομάδας των 7, αντανakλώντας έτσι την ροπή αλλαγής της γεωπολιτικής ισορροπίας. Οι ηγέτες των BRICS συμφώνησαν επίσης ότι οι υπουργοί οικονομικών και οι διοικητές των κεντρικών τραπεζών τους, θα εξετάσουν

---

συστήματα πληρωμών, με τη ρητή πρόθεση να δημιουργήσουν μια ρύθμιση διακανονισμού που δεν θα αποτελεί εναλλακτικό αποθεματικό νόμισμα, αλλά θα τους επιτρέψει να παρακάμπτουν το δολάριο στις συναλλαγές και τις επενδυτικές ροές μεταξύ τους. Ο μειωμένος ρόλος του δολαρίου θα υπονομεύει επίσης σταδιακά το καθεστώς του ως παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος. Η δυναμική της προηγούμενης δεκαετίας θα ανατραπεί, με τον πληθωρισμό να είναι υψηλότερος από τους πρόσφατους ιστορικούς μέσους όρους και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια ομοίως υψηλότερα.

*\*Ο Ιωάννης Τιρκίδης είναι Διευθυντής Οικονομικών Ερευνών στην Τράπεζα Κύπρου και Πρόεδρος της Εταιρείας Κυπριακών Οικονομικών Μελετών (Cyprus Economic Society). Οι απόψεις που εκφράζονται είναι προσωπικές.*