



## Πληθωρισμός, νομισματική πολιτική και χρηματοοικονομικός κίνδυνος

### Description

Ιωάννης Τιρκίδης\*

Είναι πλέον προφανές από διάφορους δείκτες, αλλά και από επίσημες προβλέψεις, ότι η παγκόσμια οικονομία επιβραδύνεται και ορισμένες χώρες ενδεχομένως να περιέλθουν σε ύφεση το 2023. Αυτό συμβαίνει σε ένα περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού και συγχρονισμένης σκλήρυνσης της νομισματικής πολιτικής, σχεδόν παγκοσμίως. Έτσι, ο κίνδυνος στασιμοπληθωρισμού είναι πλέον υψηλότερος από ό,τι πιστεύαμε αρχικά. Έχουμε ένα κλασικό αντιστάθμισμα (trade-off) της καμπύλης Phillips, δηλαδή της σχέσης πληθωρισμού και του ποσοστού ανεργίας, το οποίο μπορεί να είναι μεγαλύτερο από ό,τι σε προηγούμενους οικονομικούς κύκλους. Αυτό ποικίλλει από χώρα σε χώρα και οικονομική περιοχή, αναλόγως της ισορροπίας μεταξύ των συντελεστών προσφοράς και ζήτησης στην εξίσωση του πληθωρισμού. Ταυτόχρονα, ο συνδυασμός μέτρων πολιτικής από πλευράς κυβερνήσεων και κεντρικών τραπεζών, και της αβεβαιότητας της αγοράς, ενέχει τον κίνδυνο χρηματοπιστωτικής αστάθειας, περισσότερο όμως στον αναδυόμενο και αναπτυσσόμενο κόσμο, αλλά και σε ορισμένες προηγμένες χώρες υπό ορισμένες προϋποθέσεις. Η Κύπρος δεν είναι μία από αυτές.

Ο πληθωρισμός ήταν υψηλότερος και πιο επίμονος από ό,τι αρχικά πιστεύαμε, και ενδεχομένως να μην έχει ακόμη κορυφωθεί στην Ευρώπη. Στις φθινοπωρινές της προβλέψεις, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, αύξησε την πρόβλεψη για τον ετήσιο πληθωρισμό για φέτος, στο 9.3% στην ΕΕ και στο 8.5% στην Ευρωζώνη. Ο πληθωρισμός αναμένεται να μειωθεί το 2023, αλλά όχι σημαντικά, περισσότερο προς το 7% στην ΕΕ και το 6% στην

---

Ευρωζώνη. Οι προοπτικές είναι κάπως καλύτερες στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου ο πληθωρισμός οφείλεται περισσότερο στην υπερθέρμανση και στις πληθωριστικές επιδράσεις δευτέρου γύρου, σε αντίθεση με την Ευρώπη, όπου το ενεργειακό κόστος είναι ο κύριος παράγοντας. Για το λόγο αυτό, η νομισματική σκλήρυνση ήταν επίσης πιο επιθετική στις ΗΠΑ απ' ό,τι στην Ευρώπη.

Οι κεντρικές τράπεζες αυξάνουν τα επιτόκια τους σχεδόν σε πλήρη συγχρονισμό. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, η ομοσπονδιακή τράπεζα αύξησε το βασικό της επιτόκιο κατά 3.75 ποσοστιαίες μονάδες στο 4% μεταξύ Μαρτίου και Νοεμβρίου. Στην Ευρώπη, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προχώρησε σε αύξηση του βασικού της επιτοκίου κατά 2 ποσοστιαίες μονάδες στο 2% μεταξύ Ιουλίου και Νοεμβρίου. Ομοίως, η Τράπεζα της Αγγλίας προχώρησε σε αύξηση του βασικού της επιτοκίου κατά 2.75 ποσοστιαίες μονάδες μέσα στο έτος, στο 3%. Εξαίρεση αποτελεί η Ιαπωνία, όπου η Τράπεζα της Ιαπωνίας άφησε αμετάβλητα τα επιτόκια της. Στον αντίποδα, ορισμένες από τις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες χώρες είχαν ουσιαστικά αρχίσει την αύξηση των επιτοκίων τους νωρίτερα από το 2021.

Και το ερώτημα, μέχρι πού μπορούν να φτάσουν οι κεντρικές τράπεζες σε αυτό τον κύκλο νομισματικής σκλήρυνσης; Η απλή απάντηση είναι ότι θα φτάσουν μέχρι εκεί που χρειάζεται για να θέσουν υπό έλεγχο τον πληθωρισμό. Αυτό μπορεί να σημαίνει βασικά επιτόκια μεταξύ 5 και 6% στην περίπτωση της ομοσπονδιακής τράπεζας στις Ηνωμένες Πολιτείες, και μεταξύ 2.5 και 3% στην περίπτωση της ΕΚΤ. Ως εκ τούτου, τα δανειστικά επιτόκια πρώτης γραμμής, και εκείνα επί των ενυπόθηκων στεγαστικών, μπορούν να φτάσουν το 8 έως 9% στις Ηνωμένες Πολιτείες, και γύρω στο 5 έως 6% στην Ευρώπη, συμπεριλαμβανομένης και της Κύπρου. Ομοίως, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων της κυπριακής κυβέρνησης, μπορεί να φτάσουν το 4.5% μέχρι το τέλος του επόμενου έτους, ίσως και λίγο υψηλότερα.

Μπορούν αυτές οι εξελίξεις να οδηγήσουν σε χρηματοπιστωτική κρίση; Ναι μπορούν. Όμως, οι κίνδυνοι χρηματοπιστωτικής κρίσης είναι μεγαλύτεροι στις αναδυόμενες αγορές λόγω των σημαντικών δανειακών οφειλών τους σε δολάρια, και πολύ μικρότεροι στις προηγμένες χώρες, χωρίς όμως αυτό να είναι εντελώς απίθανο.

Αυτό που είδαμε στο Ηνωμένο Βασίλειο μετά τον μίνι προϋπολογισμό της κυβέρνησης της Liz Truss τον Σεπτέμβριο, ήταν μια κλασική περίπτωση ούτω καλούμενης 'χρηματοπιστωτικής υπεροχής', όπου η απειλή χρηματοπιστωτικής αστάθειας περιορίζει τις ενέργειες της νομισματικής αρχής. Στην περίπτωση, η Τράπεζα της Αγγλίας αναγκάστηκε να παρέμβει στο μακροπρόθεσμο τμήμα της αγοράς ομολόγων, για να

---

αποτρέψει την υπερβολική άνοδο των μακροπρόθεσμων επιτοκίων, και αυτό στη μέση ενός κύκλου νομισματικής σκλήρυνσης. Αυτό μπορεί να φαίνεται αντιφατικό, αλλά δεν είναι. Διότι, ότι έχει σημασία στην οικονομία, είναι ο έλεγχος ολόκληρης της καμπύλης αποδόσεων, δηλαδή ολόκληρου του εύρους των επιτοκίων διαφορετικών λήξεων. Μπορεί ο στόχος της νομισματικής πολιτικής να είναι η αύξηση επιτοκίων στο βραχυπρόθεσμο άκρο της καμπύλης, και ταυτόχρονα, στόχος να είναι επίσης, η περιορισμένη αύξηση των επιτοκίων στο μακροπρόθεσμο τμήμα της καμπύλης.

Η ΕΚΤ μπορεί να βρεθεί σε μια παρόμοια κατάσταση 'χρηματοοικονομικής υπεροχής' στο όχι πολύ μακρινό μέλλον. Η ΕΚΤ αυξάνει τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια της, αλλά δεν επιθυμεί την υπερβολική διεύρυνση των μακροπρόθεσμων επιτοκιακών περιθωρίων, μεταξύ των χωρών στη ζώνη του ευρώ. Με την πάροδο του χρόνου κάτι τέτοιο θα μπορούσε να προκαλέσει προβλήματα στις υπερχρεωμένες χώρες. Για τον λόγο αυτό, η ΕΚΤ εισήγαγε τον Ιούλιο ένα νέο εργαλείο, 'Προστασίας Μετάδοσης Νομισματικής Πολιτικής' (Transmission Protection Instrument), το οποίο της επιτρέπει να αγοράζει ομόλογα κρατών μελών και να μειώνει έτσι τα αντίστοιχα περιθώρια επιτοκίων, υπό την προϋπόθεση ότι το χρέος των χωρών αυτών θα είναι βιώσιμο. Η ΕΚΤ έχει δύο στόχους πολιτικής, αλλά και δύο εργαλεία για την επίτευξη τους. Αυτό είναι απολύτως υγιές, υπό την προϋπόθεση ότι οι στόχοι δεν είναι ασύμβατοι μεταξύ τους.

Οι προηγμένες χώρες είναι σε ευνοϊκή θέση να αντέξουν την άνοδο των επιτοκίων και την επικείμενη επιβράδυνση ή και ύφεση της παγκόσμιας οικονομίας, χωρίς να οδηγηθούν σε μια ευρύτερη συστημική κρίση χρέους. Η μόνη πιθανή εξαίρεση, ωστόσο, σε αυτή την εκτίμηση, είναι η Ιταλία.

---

Η Ιταλία έχει το δεύτερο υψηλότερο δημόσιο χρέος στη ζώνη του ευρώ μετά την Ελλάδα ως ποσοστό του ΑΕΠ, αλλά σε αντίθεση με την Ελλάδα, έχει το υψηλότερο κόστος εξυπηρέτησης, κοντά στο 4% του ΑΕΠ κατά μέσο όρο. Καθώς θα αυξάνονται τα επιτοκιακά περιθώρια, η Ιταλία θα αναγκάζεται να αναχρηματοδοτεί το ληξιπρόθεσμο χρέος της με υψηλότερο κόστος επιτοκίου, και θεωρητικά τουλάχιστον, αυτό θα μπορεί να φτάσει σε ένα στάδιο, όπου οι διασυνδέσεις μεταξύ οικονομικής ανάπτυξης, πληθωρισμού και επιτοκίων θα είναι αποσταθεροποιητικές. Ωστόσο ο κίνδυνος αυτός δεν είναι άμεσος. Το δημόσιο χρέος της χώρας έχει μια μακρά μέση διάρκεια, άνω των επτά ετών, και συνεπώς η αναχρηματοδότηση του θα είναι αργή. Επιπρόσθετα, η αύξηση του πληθωρισμού στα αρχικά στάδια, ευνοεί τη διαχείριση του δημοσίου χρέους. Το πρόβλημα αφορά τον μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, ιδίως εάν η οικονομική δραστηριότητα παραμείνει στάσιμη για παρατεταμένο χρονικό διάστημα και τα επιτόκια παραμείνουν υψηλότερα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα.

Η κατάσταση στην Κύπρο δεν ενέχει παρόμοιο κίνδυνο, ούτε όσον αφορά το δημόσιο χρέος της χώρας, ούτε το ιδιωτικό χρέος. Το δημόσιο χρέος της Κύπρου εκτιμάται στο 90% του ΑΕΠ το 2022 και στο 84% του ΑΕΠ το 2023. Το κόστος εξυπηρέτησης του, είναι σχετικά χαμηλό, περίπου 1,5% του ΑΕΠ. Όπως και στην περίπτωση της Ιταλίας, η μέση διάρκεια του χρέους είναι επίσης μεγάλη, κοντά στα οκτώ χρόνια. Κατά συνέπεια, το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους θα αυξάνεται αργά, εάν η τρέχουσα κατάσταση υψηλού πληθωρισμού και υψηλότερων επιτοκίων διατηρηθεί, και θα χρειαστεί πολύς χρόνος προτού απειλήσει τη βιωσιμότητα του.

Ομοίως στον τραπεζικό τομέα, το ιδιωτικό χρέος δεν αποτελεί ανησυχητική απειλή αυτή τη στιγμή, για μια σειρά από λόγους. Ο ιδιωτικός δανεισμός έχει μειωθεί κατακόρυφα μετά την τραπεζική κρίση του 2012-14, και το κόστος των επιτοκίων είναι σημαντικά χαμηλότερο για τις επιχειρήσεις σε απόλυτους και σχετικούς όρους. Οι εταιρείες έχουν σήμερα πολύ καλύτερη διάρθρωση της χρηματοδότησης τους, μεταξύ ιδίων κεφαλαίων και χρέους, σε αντίθεση με το παρελθόν. Εκτός από την περίπτωση βαθιάς ύφεσης, η οποία δεν αναμένεται, ο κίνδυνος η αύξηση των επιτοκίων να δημιουργήσει μη διαχειρίσιμα προβλήματα μη εξυπηρετούμενων δανείων για τις τράπεζες, είναι περιορισμένος. Ταυτόχρονα, οι τράπεζες είναι σε σημαντικά καλύτερη θέση να διαχειριστούν τέτοια προβλήματα σε περίπτωση που δημιουργηθούν.

Το συνολικό ιδιωτικό χρέος στο τέλος Σεπτεμβρίου, υπολογιζόμενο ως δάνεια προς κατοίκους εξαιρουμένου του Δημοσίου, ανερχόταν σε €22.8 δισεκατομμύρια εκ των οποίων τα €2.8 δισεκατομμύρια ήταν μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα, έναντι των οποίων

---

οι προβλέψεις ανέρχονταν σε €1.5 δισεκατομμύριο. Έτσι, το καθαρό ιδιωτικό χρέος περιορίζεται σε €21.3 δισεκατομμύρια ή περίπου 80% του ΑΕΠ, σε σύγκριση με 270% του ΑΕΠ που ήταν το 2012. Επιπρόσθετα, η κεφαλαιακή επάρκεια του κυπριακού τραπεζικού συστήματος σήμερα, είναι ιδιαιτέρως ψηλή, και από τις υψηλότερες στην ΕΕ.

Η παγκόσμια οικονομία διανύει μια δύσκολη φάση. Ο πληθωρισμός είναι πιο επίμονος και η νομισματική πολιτική θα παραμείνει σφιχτή για σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα. Αυτό συνεπάγεται τον κίνδυνο παγκόσμιας ύφεσης και τον κίνδυνο χρηματοπιστωτικής αστάθειας, ιδίως στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες χώρες. Οι περισσότερες προηγμένες χώρες, συμπεριλαμβανομένης της Κύπρου, βρίσκονται σε πολύ καλύτερη θέση για να αντέξουν αυτή την καταιγίδα.

*\*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.*