

Οικονομικά - Εταιρικά Νέα

Η Deutsche Bank αυξάνει τις τιμές-στόχους στις ελληνικές τράπεζες

Η Deutsche Bank (την έκθεση παρουσιάζει ο Γ. Σαββάκης στο euro2day.gr) στη νέα της έκθεση για τον εγχώριο τραπεζικό κλάδο τονίζει ότι είναι δύσκολο να μην παραμείνει επικοδομητική για τις ελληνικές τράπεζες, δεδομένων των μειούμενων ανησυχιών για την ποιότητα του ενεργητικού και των κεφαλαίων τους, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι αντιπροσωπεύουν ορισμένες από τις τράπεζες που είναι πιο προσανατολισμένες στα υψηλότερα επιτόκια στην Ευρώπη.

«Ως εκ τούτου, αυξάνουμε τις τιμές-στόχους και για τις τέσσερις τράπεζες, αν και προτιμούμε να παραμείνουμε στην επιφυλακτική πλευρά, προτιμώντας τις πιο "στέρεες" επιλογές σε λογικές τιμές. Από άποψη αποτίμησης και περιθώριο απόδοσης, όλες οι τράπεζες αξίζουν να αγοραστούν αλλά πιστεύουμε ότι η Εθνική Τράπεζα είναι η κορυφαία επιλογή του κλάδου, με σύσταση αγορά και νέα τιμή-στόχο στα 5,10 ευρώ από 4,40 ευρώ προγενέστερα. Εξακολουθεί να είναι η καλύτερη επιλογή, δεδομένης της εξαιρετικής κεφαλαιακής της επάρκειας και της συνολικής σταθερής ποιότητας του ενεργητικού της. Θα πρέπει να παραμείνει η πλέον προτιμώμενη επιλογή για τους επενδυτές που αναζητούν σημαντική βελτίωση στην κερδοφορία σε συνδυασμό με περιορισμένους διαρθρωτικούς κινδύνους», εξηγεί η DB.

Figure 18: Key valuation metrics

Company name	Price			P/E			P/TNAV			Div. Yield			RoTE		
	2-Oct-22	Target price	Reco.	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
National Bank of Greece	3.03	5.10	Buy	3.3	4.7	4.3	0.47	0.43	0.40	6.3%	4.9%	7.5%	14.3%	9.3%	9.2%
Alpha Bank	0.81	1.55	Buy	9.2	3.8	3.1	0.33	0.32	0.30	0.0%	5.3%	10.0%	3.6%	8.4%	9.6%
Piraeus Bank	1.04	1.60	Hold	1.8	2.9	2.1	0.24	0.24	0.23	0.0%	5.7%	15.6%	13.5%	8.0%	10.9%
Eurobank	0.86	1.45	Hold	2.9	4.9	4.5	0.51	0.48	0.46	3.9%	3.9%	6.6%	17.5%	9.8%	10.3%

Source : Deutsche Bank estimates, Bloomberg Finance LP

«Συνεχίζουμε επίσης να θεωρούμε την Alpha Bank (σύσταση αγορά, με νέα τιμή-στόχο στο 1,55 ευρώ από 1,45 ευρώ προγενέστερα) ως τη φθηνότερη επιλογή, αν και βρίσκεται σε λιγότερο προχωρημένη φάση ανάκαμψης σε σύγκριση με την Εθνική Τράπεζα και παρέχει λιγότερη εμπιστοσύνη. Πιστεύουμε ότι η τραπεζική της παράδοση (και κυρίως η ενίσχυση των κεφαλαίων) θα μπορούσαν σταδιακά να μειώσουν τις πιθανές ανησυχίες», επισημαίνει ο γερμανικός οίκος.

«Σημειώνουμε επίσης ότι η Eurobank (σύσταση διακράτησης, με νέα τιμή-τόχο στο 1,45 ευρώ από 1,20 ευρώ προγενέστερα) έχει δείξει σημαντική βελτίωση το τελευταίο διάστημα και προσφέρει το πιο ώριμο προφίλ μεταξύ των ελληνικών τραπεζών, ενώ απολαμβάνει την υποστήριξη των διεθνών δραστηριοτήτων της. Ωστόσο, παρά το σημαντικό περιθώριο έναντι της τιμής-στόχου μας, θεωρούμε απίθανο οι τρέχοντες πολλαπλασιαστές να θεωρηθούν αρκετά ελκυστικοί, καθώς είναι συγκρίσιμοι με εκείνους πολλών άλλων τραπεζών στη νότια Ευρώπη και με εκείνους άλλων ελληνικών τραπεζών», σημειώνει η Deutsche Bank.

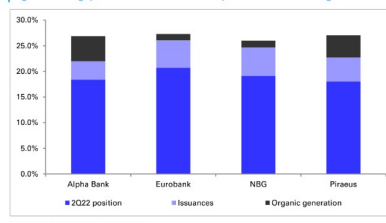
«Η Τράπεζα Πειραιώς (σύσταση διακράτησης και νέα τιμή-στόχος στο 1,60 ευρώ από 1,35 ευρώ προγενέστερα) επωφελείται επίσης από τις καλύτερες προοπτικές κερδοφορίας λόγω της ενίσχυσης του καθαρού εσόδου από τόκους (NI). Ωστόσο, παρά τις σημαντικές βελτιώσεις που έχει επιτύχει η τράπεζα, εξακολουθούμε να πιστεύουμε ότι αποτελεί την πιο επικίνδυνη επιλογή στη χώρα, με τα χαμηλότερα επίπεδα κεφαλαίου μεταξύ των ομοειδών τραπεζών. Παρότι θα πρέπει να υπάρξουν σημαντικές βελτιώσεις στα κεφάλαια, παραμένουν πολύ χαμηλά ενώ οι συνθήκες που επικρατούν στο εξωτερικό περιβάλλον γίνονται πιο σύνθετες και πιο αβέβαιες», εκτιμά η γερμανική τράπεζα.

Οι φθηνές αποτιμήσεις και το παράδοξο των υψηλότερων επιτοκίων

Η γερμανική τράπεζα Deutsche Bank, παρότι διατηρεί την άποψη ότι οι ελληνικές τράπεζες απέχουν ακόμη πολύ από το να απολαμβάνουν πολλαπλασιαστές αποτίμησης που να είναι παρόμοιοι με εκείνους των ευρωπαϊκών τραπεζών (ακόμη και εκείνων στις περιφερειακές χώρες), μακροπρόθεσμα είναι πεπεισμένη ότι οι ελληνικές τράπεζες θα μπορούσαν να καταγράψουν αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (RoTEs) άνω του 7%-8% έως το 2023 και πιο κοντά σε διψήφια ποσοστά έως το 2024.

Επιπλέον, ενώ η πολιτική αστάθεια και οι λαϊκίστικες αποφάσεις σχετικά με τις τράπεζες (π.χ. ο ισπανικός τραπεζικός φόρος) συζητούνται στην Ιταλία και την Ισπανία, η Ελλάδα έχει μια σταθερή κυβέρνηση τα τελευταία χρόνια, η οποία έχει λάβει ορθόδοξες οικονομικές αποφάσεις που συμβάλλουν στην ισχυρή ανάκαμψη της χώρας.

Figure 8: The gap to cover end-25 MREL requirements remains high



Source : Deutsche Bank estimates, company data

Συνέχεια....

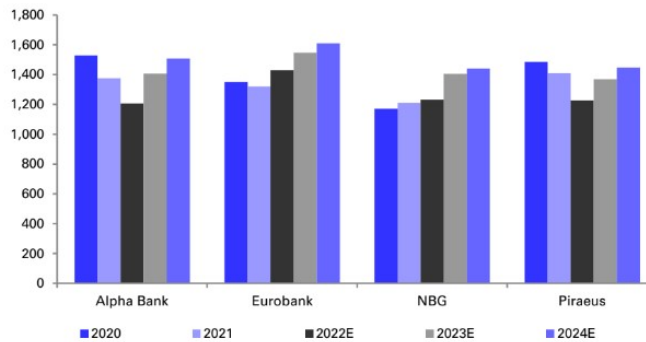
«Αναγνωρίζουμε ότι οι ελληνικές τράπεζες παραμένουν στο περιθώριο, παρά τις βελτιωτικές τάσεις και, παραδόξως, παρά τον θετικό αντίκτυπο από τα επιτόκια, ανησυχούμε ότι οι επενδυτές που θέλουν να παίξουν το στοίχημα με την ενίσχυση του ΝΠ, μπορεί να είναι πιο πιθανό να κοιτάζουν τις ισπανικές και τις ιταλικές τράπεζες που επωφελούνται. Επιπλέον, η πτώση των αποτιμήσεων σε ολόκληρο τον τραπεζικό τομέα θα μπορούσε επίσης να αφήσει τις περισσότερες ελληνικές τράπεζες εκτός των ραντάρ των επενδυτών», ξεκαθαρίζει η γερμανική τράπεζα.

«Όσον αφορά την αποτίμηση, οι ελληνικές τράπεζες παραμένουν κάπως φθηνότερες, αλλά σχεδόν τα πάντα εκεί έξω θα μπορούσαν να θεωρηθούν φθηνά με τους σημερινούς πολλαπλασιαστές, κατά την άποψή μας. Στην πραγματικότητα, σε σχετικούς όρους, οι ελληνικές τράπεζες έχουν γίνει πιο ακριβές από ό,τι συνήθως σε σύγκριση με τις ευρωπαϊκές τράπεζες, αν και εξακολουθούν να διατηρούν ένα σημαντικό discount», διευκρινίζει η DB.

Το κόστος χρηματοδότησης (κυρίως MREL) είναι ο κύριος κίνδυνος

«Ενώ είμαστε βέβαιοι για μια ισχυρή ανάκαμψη των εσόδων από τόκους, έχουμε μικτά συναισθήματα όσον αφορά τον αντίκτυπο του κόστους χρηματοδότησης, το οποίο, κατά την άποψή μας, θα μπορούσε να γίνει κάπως προβληματικό, ιδίως όσον αφορά τη χρηματοδότηση στη χονδρική αγορά που οφείλεται στα υψηλότερα επιτόκια και την ανάγκη συμμόρφωσης με τις απαιτήσεις MREL», επεξηγεί η DB.

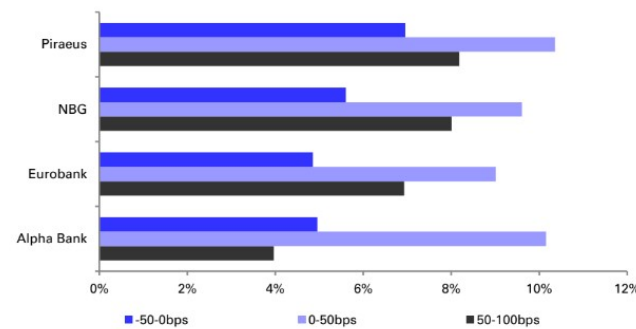
Figure 9: NII is set accelerate strongly from 2023 onward (E' mn)



Source : Deutsche Bank estimates, companies data

«Οι ελάχιστες απαιτήσεις για τα ίδια κεφάλαια και τις επιλέξιμες υποχρεώσεις (Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities, MREL) φαίνεται να αποτελούν τον κύριο, αν και διαχειρίσιμο, κίνδυνο για το κόστος χρηματοδότησης. Η απαίτηση MREL για τις ελληνικές τράπεζες εξακολουθεί να αποτελεί πρόκληση. Παρότι όλες οι τράπεζες έχουν επιτύχει τον στόχο του 2022, θα μπορούσε να είναι δύσκολο να επιτύχουν τον τελικό στόχο της σταδιακής εφαρμογής μέχρι το τέλος του 2025, χωρίς να υποστούν σημαντική επίπτωση στο συνολικό κόστος έκδοσης, ιδίως λαμβάνοντας υπόψη τις συνθήκες αγοράς», σχολιάζει η DB.

Figure 2: Banks' guidance on sensitivity to rate hikes (% over NII)



Source : Deutsche Bank, company data

Τα θετικά νέα είναι ότι οι στόχοι για το 2023 δεν είναι δεσμευτικοί, γεγονός που θα μπορούσε να προσφέρει κάποια ανάσα, αν και όλες οι τράπεζες έχουν δείξει σημαντική δέσμευση για την επίτευξη των απαιτήσεων. Η Eurobank και η Εθνική Τράπεζα βρίσκονται επί του παρόντος πιο κοντά στους τελικούς στόχους.

«Συνολικά, εκτιμούμε ότι υπάρχει ακόμη ένα κενό περίπου 12,5 δισ. ευρώ που πρέπει να καλυφθεί προκειμένου να επιτευχθεί ο στόχος στο τέλος του 2025. Παρ' όλα αυτά, πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι η οργανική δημιουργία κεφαλαίων θα πρέπει να αποτελέσει σημαντικό μέρος της διαδικασίας, οδηγώντας σε μια πιο διαχειρίσιμη ανάγκη έκδοσης 7 δισ. ευρώ περίπου κατά τα επόμενα τρία χρόνια. Η Alpha Bank και η Τράπεζα Πειραιώς ενδέχεται να χρειαστούν ένα χαμηλότερο ποσό έκδοσης (περίπου 1,5 δισ. έως το 2025) προκειμένου να καλύψουν το κενό, από ό,τι η Eurobank και η Εθνική Τράπεζα, καθώς οι προσδοκίες μας για την αύξηση του ενεργητικού σταθμισμένου κινδύνου (RWAs) και για τις δύο τράπεζες είναι υψηλότερες, δεδομένου ότι η καλύτερη ποιότητα του ενεργητικού τους καθιστά τη μείωση στα RWAs, μέσω της μείωσης των NPEs, χαμηλότερη. Επιπλέον, τα υψηλότερα κεφαλαιακά τους επίπεδα μας ωθούν να είμαστε πιο θετικοί ως προς τις πληρωμές μερισμάτων», καταλήγει η Deutsche Bank.



Οι επτά κίνδυνοι για επιχειρήσεις, οικονομία που βλέπουν οι τραπεζίτες

Τις αθέατες πλευρές ενός αβέβαιου περιβάλλοντος στο οποίο έχει εισέλθει και η ελληνική οικονομία ανέδειξαν με παρεμβάσεις τους τραπεζίτες και κορυφαίοι οικονομολόγοι στο Συνέδριο Κύκλος Ιδεών που ολοκληρώθηκε χθες.

Οι γεωπολιτικές εξελίξεις και η ενεργειακή κρίση έχουν δημιουργήσει το απόλυτο επικίνδυνο μείγμα: αβεβαιότητα, αυξημένο κόστος για επιχειρήσεις και νοικοκυριά, αυξημένες δαπάνες για τις κυβερνήσεις, συγκράτηση επενδύσεων, υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης, περισσότερα ελλείμματα και μεγαλύτερο δημόσιο χρέος που οδηγεί σε νέες πληθωριστικές πιέσεις, μειώσεις εισοδήματος και περικοπές επενδύσεων.

Ο κύκλος αυτός συμπληρώνεται με ενίσχυση των κόκκινων δανείων, με αύξηση των πτωχεύσεων, κλονισμός εμπιστοσύνης και αναβολές στην αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας.

Βέβαια, υπάρχουν και τα αναχώματα, όπως τονίστηκε, τα οποία αποτελούνται από τις επενδύσεις μέσω του Ταμείου Ανάκαμψης και του ΕΣΠΑ, το ισχυρότερο τραπεζικό σύστημα, η άνοδος των τιμών ακινήτων που αποτελούν εγγυήσεις για την περιουσία νοικοκυριών, επιχειρήσεων και τραπεζών, όπως και μια σειρά μεταρρυθμίσεων.

Γιώργος Ζανιάς: Η εμπιστοσύνη στη χώρα παραμένει εύθραυστη

Ο πρόεδρος της Eurobank, κ. Γιώργος Ζανιάς, τόνισε ότι δεν πρέπει να επαναπαυόμαστε στον ανοδικό κύκλο της ελληνικής οικονομίας, διότι η εμπιστοσύνη στη χώρα είναι πάρα πολύ εύθραυστη. Αυτό φαίνεται από το ότι και οι οίκοι αξιολόγησης αναβάλλουν συνεχώς την αναβάθμιση της Ελλάδας σε επενδυτική βαθμίδα. Επίσης, λόγω των τελευταίων δύο κρίσεων έχουν γίνει πάρα πολλές δαπάνες, με αποτέλεσμα την επανεμφάνιση των ελλειμμάτων. Το καλό είναι ότι δεν είναι μόνιμοι χαρακτήρα. Όμως επηρεάζουν το δημόσιο χρέος, το οποίο ως ποσοστό του ΑΕΠ εμφανίζεται μικρότερο, λόγω της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ από τον πληθωρισμό.

Παράλληλα, ο πληθωρισμός δημιουργεί προβλήματα στις τράπεζες και κυρίως επηρεάζει τα πραγματικά διαθέσιμα εισοδήματα τα οποία με τη σειρά τους επηρεάζουν τη δυνατότητα εξυπηρέτησης κάποιων δανείων και δη των στεγαστικών. Ωστόσο, όπως είπε, λόγω αύξηση των εσόδων των τραπεζών, τα κόκκινα δάνεια θα είναι αντιμετώπισης. Παρ' όλα αυτά προειδοποίησε ότι δεν πρέπει να συμβούν ακραία φαινόμενα δημοσιονομικής αναταραχής. Κατάληγοντας, ο κ. Ζανιάς ανέφερε ότι "ένα κεκτημένο των μνημονίων ήταν ότι έχουμε σταματήσει να τα ζητάμε όλα από το Κράτος, τουλάχιστον αρκετός κόσμος έχει σταματήσει να το κάνει αυτό. Αυτό θα πρέπει να συνεχιστεί και οι κυβερνήσεις πρέπει να μην το ενθαρρύνουν αυτό".

Φωκίων Καραβίας: Απαιτείται πολύ σοβαρή δημοσιονομική σύνεση

Ο διευθύνων σύμβουλος της Eurobank, κ. Φωκίων Καραβίας, προέβλεψε ότι η Ελλάδα δεν θα αποφύγει την αρνητική επίπτωση από το "σύννεφο" ύφεσης στην Ευρώπη. Ήδη, η Ελλάδα "πληρώνει" με καθυστέρηση της αναβάθμισης σε επενδυτική βαθμίδα, λόγω της γενικότερης κρίσης. Το εξωτερικό αυτό περιβάλλον θα χτυπήσει την ελληνική οικονομία μέσω του ισοζυγίου, καθώς οι ευρωπαϊκές χώρες είναι οι μεγαλύτεροι πελάτες τόσο στον τουρισμό όσο και τις εξαγωγές. Ταυτόχρονα, θα αυξήσει τις αποδόσεις το κόστος χρηματοδότησης, καθώς ήδη αυτό έχει αυξηθεί σημαντικά για τις μεγάλες οικονομίες της Ευρώπης. Παράλληλα, τα υψηλά επιτόκια επιβραδύνουν τις επενδύσεις και η μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος αυξάνει τους κινδύνους για νέα κόκκινα δάνεια.

Ο κ. Καραβίας περιμένει νέα άνοδο επιτοκίων τον Οκτώβριο από την ΕΚΤ κατά 75 μονάδες βάσης. Προβλέπει ανάπτυξη για το 2023 κατά 2-2,5%, λόγω συνέχισης της πιστωτικής επέκτασης κυρίως για επενδύσεις μέσω του Ταμείου Ανάκαμψης και των πόρων του ΕΣΠΑ που ενεργοποιούνται. Ωστόσο, προειδοποίησε ότι απαιτείται πολύ σοβαρή δημοσιονομική σύνεση, αποφεύγοντας οριζόντια μέτρα στήριξης και μέτρα μόνιμοι χαρακτήρα. Το κράτος σε περιόδους κρίσης πρέπει να υποστηρίξει τους πιο αδύναμους, λαμβάνοντας υπόψη και τα δημοσιονομικά περιθώρια και την κατάσταση της οικονομίας.

Γκίκας Χαρδούβελης: "Η βιωσιμότητα του χρέους θα είναι το ζητούμενο στο απόλυτο μέλλον"

Ο Πρόεδρος της Εθνικής Τράπεζας, καθηγητής Γκίκας Χαρδούβελης, τόνισε ότι υπάρχει αισιόδοξο δημοσιονομικό μονοπάτι αρκεί να υπάρχει αυτοσυγκράτηση. Επίσης ο κ. Χαρδούβελης σημείωσε ότι υπάρχει προβληματισμός για το αν θα επανέλθουμε στην προ-κορωνοϊού εποχή των κανόνων του Συμφώνου Σταθερότητας και η κρίση του πολέμου στην Ουκρανία καθυστερεί την τελική απόφαση. "Η βιωσιμότητα του χρέους θα είναι το ζητούμενο στο απόλυτο μέλλον. Θα επιτυγχάνεται με την ανάπτυξη της οικονομίας και την αξιόπιστη δημοσιονομική πολιτική. Αλλωστε ήδη το είδαμε: Η ονομαστική αύξηση του ΑΕΠ κατά 15% το 2022 έφερε τέρστια μείωση στο λόγο χρέος/ΑΕΠ στο 170%", παρατήρησε.

Θεόδωρος Πελαγίδης: "Είμαστε σε αχαρτογράφητα νερά"

Η αύξηση των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες ενδεχομένως να μην αντιμετωπίσει αποτελεσματικά τον πληθωρισμό, εάν δεν υπάρξει συνετή δημοσιονομική διαχείριση, με χαμηλά ελλείμματα και μειούμενο δημόσιο χρέος, επισήμανε ο υποδιοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος Θεόδωρος Πελαγίδης. "Είμαστε σε αχαρτογράφητα νερά, όπου οι πληθωριστικές προσδοκίες διαρκώς εμπεδώνονται, παρά την άνοδο των επιτοκίων και την προαναγγελία νέων αυξήσεων", σημείωσε. Ο κ. Πελαγίδης εξήγησε ότι οι φορείς άσκησης πολιτικής καλούνται σήμερα να επιλέξουν ανάμεσα σε δύο οδυνηρά οικονομικά φαινόμενα, αφενός τον υψηλό πληθωρισμό που απομειώνει την αγοραστική δύναμη και στρεβλώνει τις τιμές, αφετέρου την ύφεση που μπορεί να έλθει εάν η οικονομική δραστηριότητα υποχωρήσει απότομα.

Γιώργος Προβόπουλος: Δεν μάθαμε από την κρίση

Ο πρώην διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος, Γιώργος Προβόπουλος, στα έτη που ξέσπασε η παγκόσμια οικονομική κρίση χτυπώντας γρήγορα την Ελλάδα με αποτέλεσμα την πτώχευση και τα μνημόνια, έκανε μια σύγκριση των δεδομένων μεταξύ εκείνης της εποχής και του σήμερα. Και κατέληξε ότι "δεν διδαχθήκαμε όσο έπρεπε από την οικονομική κρίση, ενώ η δημοσιονομική επίγνωση δεν φαίνεται".

Στην ερώτηση εάν βλέπει νέα μνημόνια ή κάτι στο βάθος του τούνελ, ο κ. Προβόπουλος παρέπεμψε στη μελέτη του Γιώργου Λερτιλιή "Επτά πόλεμοι, τέσσερις εμφύλιοι, επτά πτωχεύσεις, 1821-2016", λέγοντας χαρακτηριστικά ότι η πτώχευση και η διχόνοια είναι στο αίμα μας. Προχώρησε, όμως, και στην ανάλυση των αριθμών. Ανέφερε ότι το 2009 το δημόσιο χρέος ήταν στο 129% του ΑΕΠ και το έλλειμμα του ισοζυγίου στο -8% του ΑΕΠ.

Σήμερα, το δημόσιο χρέος βρίσκεται στα επίπεδα του 180% του ΑΕΠ, το οποίο μαζί με τις εγγυήσεις, εφόσον το αποφασίσει η Κομισιόν, θα φτάσει στο 190% του ΑΕΠ. Το έλλειμμα ισοζυγίου προβλέπεται στο -8%, παρά τη θετική πορεία των τουριστικών εσόδων και παρά τα μνημόνια. Κάτι που δείχνει ότι δεν έγιναν οι απαραίτητες δομικές μεταρρυθμίσεις που θα ενίσχυαν την ανταγωνιστικότητα και το οικονομικό-παραγωγικό μοντέλο.

Βέβαια, όπως διευκρίνισε, το δημόσιο χρέος σήμερα είναι λιγότερο επικίνδυνο από τότε, διότι άνω του 70% βρίσκεται στα χέρια των πιστωτών (κρατών), έχει χαμηλότερο επιτόκιο από αυτό της αγοράς και μεγάλη περίοδο χάριτος και μακρές διάρκειες.

Αυτό, όμως, δεν σημαίνει ότι η βιωσιμότητά του είναι εξασφαλισμένη για πάντα υπό όλες τις συνθήκες. Όπως, είπε ο κ. Προβόπουλος, αυτή τη στιγμή δεν υπάρχουν μεγάλες ανάγκες για δανεισμό, αλλά εάν αρχίζει η Ελλάδα να δανείζεται, τότε το κόστος θα αυξάνεται και η σημερινή απόδοση που βρίσκεται στο 4% μπορεί να γίνει 5% ή 6%.

Συνέχεια...

Εξάλλου, σημείωσε ότι τα σημερινά επιτόκια βρίσκονται αρκετά χαμηλότερα από το επίπεδο της μακροχρόνιας κανονικότητας, όπως ήταν στη δεκαετία του 1990. Τότε η Γερμανία δανειζόταν με 4%. Η Ελλάδα θα δανειστεί υψηλότερα, καθώς φέρει ακόμα τα βάρη της προηγούμενης πτώχευσης. Επίσης, προέβλεψε ότι ακόμα κι αν περάσει η κρίση δεν αναμένεται να επανέλθουμε στα μηδενικά επιτόκια της προηγούμενης περιόδου. Ωστόσο, η κρίση εντείνει τα προβλήματα και το κόστος δανεισμού και μετά την κρίση θα υπάρξει άμβλυση.

Εξάλλου, σύμφωνα με τον κ. Προβόπουλο, οι παραδοχές για τη βιωσιμότητα του χρέους που ξεκίνησε από το ΔΝΤ στηρίχθηκε στην υπόθεση ότι θα υπάρχει ανάπτυξη τουλάχιστον 1% το έτος και πρωτογενές πλεόνασμα 2% του ΑΕΠ για τις επόμενες δεκαετίες. Για την υπόθεση του ρυθμού ανάπτυξης 1%, ακόμα και το ίδιο το ΔΝΤ είχε δυσκολία να το εξηγήσει. Διότι, όπως εξήγησε ο κ. Προβόπουλος, αυτό στηρίζεται σε δημογραφικά στοιχεία, τα οποία δείχνουν μείωση του εργατικού δυναμικού κατά 1,1% το χρόνο για τα επόμενα έτη και αύξηση της συνολικής παραγωγικότητας κατά 0,4%.

Η μεταβολή για την παραγωγικότητα στηρίχθηκε σε ιστορικά δεδομένα των παλαιότερων δεκαετιών. Το αλγεβρικό άθροισμα της μεταβολής του εργατικού δυναμικού και της παραγωγικότητας οδηγούσε αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης, κατά μέσο ετήσιο όρο για τις επόμενες δεκαετίες, κατά 0,7% (0,4%-1,1%=-0,7%). Παρ' όλα αυτά, το ΔΝΤ υποστήριξε την υπόθεση για μέση ετήσια ανάπτυξη 1% επειδή θα πραγματοποιηθούν μεγάλες και ριζικές μεταρρυθμίσεις.

Το αποτέλεσμα του ισοζυγίου δεν δείχνει κάτι τέτοιο και μάλιστα με ρεκόρ τουριστικών εσόδων. Όσον αφορά στα πρωτογενή πλεονάσματα, η κρίση και η ανάγκη για αύξηση των μέτρων στήριξης έφερε πάλι ελλείμματα. Δηλαδή, ήδη "χάλασαν" οι βασικές υποθέσεις του μοντέλου βιωσιμότητας. Τόνισε, επιπλέον, ότι το σημαντικότερο, ίσως, πρόβλημα είναι το έλλειμμα ισοζυγίου και όχι τόσο το δημόσιο χρέος σήμερα.

Οι κίνδυνοι

Μία φράση του γενικού διευθυντή του IOBE, κ. Νίκου Βέττα, συνοψίζει όσα ειπώθηκαν για τους κινδύνους και την επόμενη ημέρα. "Το καλό σενάριο προβλέπει μεγάλες αβεβαιότητες. Το κακό σενάριο, καλύτερα να μην το αναλύσουμε". Το παζλ των κινδύνων και των αλληλεπιδράσεων μεταξύ επιτοκίων, πληθωρισμού, ενεργειακού κόστους, γεωπολιτικών εξελίξεων, δημοσιονομικής πολιτικής και πραγματικής οικονομίας συνδέσαν μαζί με τον κ. Βέττα, ο πρώην επικεφαλής της Eurobank και νυν επικεφαλής της EOS Capital Partners, κ. Απόστολος Ταμβακάκης και ο σύμβουλος επιχειρήσεων κ. Γιώργος Προκοπάκης.

Για τον κ. Βέττα αποτελεί ερώτημα το εάν θα υπάρξει το 2023 αντίστοιχη θετική πορεία των εσόδων από τον τουρισμό, λόγω του ευρύτερου αρνητικού περιβάλλοντος. Εξήγησε τις επιπτώσεις από τη μείωση της κατανάλωσης και την άνοδο του κόστους μαζί με την επιβράδυνση των επενδύσεων. Όλα μαζί δείχνουν για την Ελλάδα, στο καλό σενάριο, να αποφεύγει την ύφεση.

Ο κ. Ταμβακάκης εξήγησε τον μηχανισμό με τον οποίο επηρεάζει η κρίση το cash flow, δηλαδή τις ταμειακές ροές ή τη ρευστότητα των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Και όπως χαρακτηριστικά είπε, οι πτωχεύσεις προέρχονται από πρόβλημα στο cash flow, όχι από τις ζημιές ή τον δανεισμό.

Οι επτά κίνδυνοι που ανέλυσαν συνοψίζονται ως εξής:

Πτωχεύσεις, κόκκινα δάνεια. Σχετικά με τον κίνδυνο δημιουργίας μιας νέας γενιάς κόκκινων δανείων ο κ. Καραβίας είχε προαναφέρει ότι δεν υπάρχει καμία αμφιβολία ότι οι οικογενειακοί προϋπολογισμοί είναι σε μεγάλη πίεση. Επομένως ο κίνδυνος αύξησης των επισφαλειών είναι υπαρκτός και "εμείς οι τράπεζες πρέπει να το παρακολουθούμε αυτό πάρα πολύ στενά. Ωστόσο, μέχρι στιγμής, μιλώντας με στοιχεία για τους πρώτους εννέα μήνες του 2022, δεν έχουμε δει κάποιες ανησυχητικές ενδείξεις", προσέθεσε. Ο κ. Ταμβακάκης αναφέρθηκε στη μείωση της κατανάλωσης που επέρχεται με την αύξηση των επιτοκίων, δηλαδή μειώνεται ο τζίρος για τις επιχειρήσεις. Ταυτόχρονα, αυξάνονται όλοι οι παράγοντες κόστους. Πέραν από τις τιμές ενέργειας, αυξάνονται οι τιμές πρώτων υλών, το κόστος εφοδιασμού, το εργατικό κόστος, ακόμα και το κόστος χρηματοδότησης. Αποτέλεσμα, η μείωση του λειτουργικού κέρδους, ακόμα και στις πιο υγιείς και μη δανεισμένες επιχειρήσεις. Αυτό με τη σειρά του αυξάνει το κόστος δανεισμού, μαζί με την άνοδο των επιτοκίων. Ανέφερε πραγματικό παράδειγμα υγιούς επιχείρησης, η οποία προέβλεπε EBITDA 7 εκατ. ευρώ και μόνο με την αύξηση των τιμών ενέργειας, τα 7 εκατ. μειώνονται σε 4 εκατ. ευρώ. Η ίδια επιχείρηση που δανειζόταν με 2,5%, θα φτάσει να δανειζεται με 6%. Και η μετακόλιση του κόστους στην τελική τιμή δεν αποτελεί πάντα λύση, ούτε είναι κάτι εύκολο. Διότι μεσολαβεί χρόνος μέχρι να εισπράξει η επιχείρηση, ενώ στο μεταξύ θα πρέπει να έχει αγοράσει πρώτες ύλες ακριβότερα, λόγω πληθωρισμού. Επιπλέον, περιορίζονται ζήτηση και πωλήσεις.

Πάγωμα επενδύσεων. Ο διευθύνων σύμβουλος της Eurobank, κ. Φ. Καραβίας, και ο επικεφαλής της EOS Capital Partners παραδέχθηκαν ότι η αύξηση των επιτοκίων, ειδικά για την καταπολέμηση του πληθωρισμού που προέρχεται από προβλήματα στην προσφορά, επιβραδύνουν τις επενδύσεις. Κάτι το οποίο εξήγησε και ο κ. Βέττας. Επίσης, ανέφεραν ότι η αύξηση των επιτοκίων μειώνει τις επενδύσεις σε μια περίοδο που απαιτείται αύξηση επενδύσεων ειδικά στην ενέργεια και την εφοδιαστική αλυσίδα για να πέσουν οι τιμές. Ο κ. Καραβίας προσέθεσε ότι στην Ελλάδα υπάρχει το Ταμείο Ανάκαμψης και θετική πιστωτική επέκταση για τα επόμενα χρόνια, κάτι που ήδη έχει γίνει αισθητό βάσει των στοιχείων. Επιπλέον, ενεργοποιούνται τα κονδύλια μέσω ΕΣΠΑ. Το Ταμείο Ανάκαμψης ενεργοποιεί συνολικές επενδύσεις 70-80 δισ. ευρώ, σημείωσε ο κ. Ζανιάς, ενώ ο κ. Καραβίας είπε ότι ήδη έχουν συμβασιοποιηθεί δάνεια περίπου 1 δισ. για επενδύσεις μέσω του Ταμείου.

Αναβολή επενδυτικής βαθμίδας. Η φράση του κ. Καραβία ήταν χαρακτηριστική: "Νομίζω πως εάν δεν υπήρχαν οι εξωτερικές προκλήσεις που αντιμετωπίζουμε σήμερα, εφόσον δεν υπήρχε ο πόλεμος στην Ουκρανία, η αυξημένη μεταβλητότητα στις αγορές, ενδεχομένως να μπορούσαμε να είχαμε την επενδυτική βαθμίδα μέσα στο χρονικό παράθυρο που είχαμε προσδιορίσει πέρσι, δηλαδή στις αρχές του 2023".

Επιβράδυνση. Η επιβράδυνση της ανάπτυξης προέρχεται από τον περιορισμό της κατανάλωσης, των εξαγωγών και των επενδύσεων. Ο κ. Ταμβακάκης ανέφερε ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις συνεχίζουν να επενδύουν ή ακόμα και να ενισχύουν τις επενδύσεις σε περιόδους κρίσης, καθώς η πίτα μικραίνει διότι λιγότερο ισχυροί παίκτες φεύγουν από την αγορά. Στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, από τις περίπου 80.000, μόνο 1.000 είναι υγιείς και αποτελούν τις μελλοντικά μεγάλες επιχειρήσεις. Όλες οι άλλες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν πρόβλημα και περιορίζουν τις επενδύσεις για να επιβιώσουν.

Δημόσιο χρέος. "Προσοχή στο δανεισμό του Δημοσίου γιατί δεν θα είναι βιώσιμος σε λίγο καιρό, επεσήμανε ο σύμβουλος επιχειρήσεων, Γιώργος Προκοπάκης.

Ισοζύγιο. Όταν οι μεγαλύτερες οικονομίες της Ευρώπης πλήττονται και αυτές είναι οι μεγαλύτεροι πελάτες για τα ελληνικά προϊόντα και υπηρεσίες, περιορίζονται οι εξαγωγές και ο τουρισμός που αποτελεί το βασικό εξαγωγικό προϊόν της Ελλάδος. Η αύξηση του κόστους κάνει τα ελληνικά προϊόντα πιο ακριβά και λιγότερο ελκυστικά για εξαγωγές. Οι διαρθρωτικές αδυναμίες που παραμένουν θα αφήσουν τις εισαγωγές να διογκώνουν το έλλειμμα ισοζυγίου (έλλειμμα ανταγωνιστικότητας) ενισχύοντας τον εισαγόμενο πληθωρισμό και τις συνέπειές του.

Ανατροφοδοτούμενος πληθωρισμός. Ο υποδιοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος κ. Θ. Πελαγίδης ανέφερε ότι αυτή τη στιγμή το βάρος έχει αφαιρεθεί στη νομισματική πολιτική, αλλά η τελευταία δεν μπορεί να αποδώσει εάν δεν συνοδευτεί από ένα υπεύθυνο δημοσιονομικό καθεστώς με σταθεροποίηση των δημοσιονομικών μεγεθών. Σήμερα αποδεικνύεται ότι ο συνδυασμός αυτός των δύο πολιτικών είναι δύσκολο να επιτευχθεί, σημείωσε ο κ. Πελαγίδης καθώς νοικοκυριά και επιχειρήσεις διεθνώς έχουν συνηθίσει στη δημοσιονομική χαλαρότητα, η οποία εφαρμόστηκε τα τελευταία χρόνια για να υποστηρίξει την οικονομική δραστηριότητα εν μέσω της χρηματοπιστωτικής κρίσης και αργότερα της πανδημίας. Αν η νομισματική αρχή αυξάνει τα επιτόκια σε περιβάλλον που ταυτόχρονα αυξάνεται και το δημόσιο χρέος, τότε ο πληθωρισμός μπορεί να επιμείνει, κατέληξε ο κ. Πελαγίδης αναφερόμενος και σε σχετική μελέτη (Melosi και Bianchi) που συζητήθηκε στην ετήσια σύνοδο των κεντρικών τραπεζιτών στο Jackson Hall, στις ΗΠΑ.

Πηγή: capital.gr



«Το τέλος του φθηνού χρήματος αποκαλύπτει το παγκόσμιο πρόβλημα χρέους»

Η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 υποτίθεται ότι έμαθε στον κόσμο τους κινδύνους του υπερβολικού χρέους. Αλλά ο δανεισμός έχει εκτοξευθεί από τότε. Το χρέος των κυβερνήσεων, των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών ήταν το 2007 στο 195% του παγκόσμιου ΑΕΠ, σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Μέχρι το τέλος του 2020 είχε φτάσει στο 256%.

Αυτά τα βουνά χρέους είναι πιο δύσκολο να τα αντέξουμε, επειδή τα επιτόκια αυξάνονται για να εξουδετερώσουν τον πληθωρισμό, η πανδημία της Covid-19 και η ενεργειακή κρίση έχουν επιβαρύνει την ανάπτυξη και οι επενδυτές είναι πιο αντίθετοι στο να αντιμετωπίσουν τον κίνδυνο. Αυτό θα προκαλέσει οικονομική πίεση ειδικά στην Ευρώπη, την Κίνα και τον Παγκόσμιο Νότο, δηλητηριάζοντας την εσωτερική πολιτική και τη γεωπολιτική κατάσταση.

Το χρέος έχει αυξηθεί για τρεις βασικούς λόγους

Πρώτον, οι κυβερνήσεις διέσωσαν το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Στη συνέχεια στήριξαν νοικοκυριά και εταιρείες κατά τη διάρκεια της πανδημίας. Τώρα μετριάζουν το πλήγμα των εντυπωσιακών τιμών του φυσικού αερίου και του ηλεκτρικού ρεύματος.

Το φθινόγρημα επέτρεψε αυτές τις υπερβολές. Στη Δύση, αυτό ήρθε με τη μορφή ποσοτικής χαλάρωσης (QE), όπου οι κεντρικές τράπεζες αγόραζαν κρατικά ομόλογα και άλλα περιουσιακά στοιχεία. Ενώ είχαν δικό όταν χρησιμοποιήσαν το QE για να αποτρέψουν μια οικονομική ύφεση, το φθινόγρημα ήταν πασιτόνο. Πολλές κυβερνήσεις έπαψαν να ανησυχούν για την ισορροπία των ισολογισμών τους. Οι εταιρείες και οι αναδυόμενες αγορές σημείωσαν επίσης μόλυνση.

Αν οι δανειολήπτες είχαν χρησιμοποιήσει τα χρήματα για να χρηματοδοτήσουν παραγωγικές επενδύσεις, αυτό μπορεί να μην είχε σημασία. Αντίθετα, ξόδεγαν μεγάλο μέρος από αυτά σε μη παραγωγικές επενδύσεις ή κατανάλωση.

Η υπερβολική κατασκευή ακινήτων της Κίνας είναι το χαρακτηριστικό παράδειγμα μη παραγωγικών επενδύσεων. Το χρέος της χώρας ως ποσοστό του ΑΕΠ έχει διπλασιαστεί από το 2007, σύμφωνα με το ΑΝΤ. Αυτό πνίγει την οικονομία της και είναι ένας από τους λόγους που η Παγκόσμια Τράπεζα μόλις μείωσε τις προβλέψεις ανάπτυξης για την Κίνα φέτος από 5% σε μόλις 2,8%.

Εν τω μεταξύ, οι μαζικές επιχειρήσεις υποστήριξης των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων κατά τη διάρκεια της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης αποτελούν κλασικό παράδειγμα δανεισμού για τη χρηματοδότηση της κατανάλωσης. Οι πολιτικοί έχουν κάνει ελάχιστη προσπάθεια να στοχεύσουν στις επιδοτήσεις στους πιο εύλωτους.

Το χρέος αυξήθηκε κατά 90 τρις. δολ.

Η χαμηλή παραγωγικότητα αυτού του δανεισμού φαίνεται στα στοιχεία. Την τελευταία δεκαετία, το παγκόσμιο χρέος έχει αυξηθεί κατά 90 τρισεκατομμύρια δολάρια, ενώ το ΑΕΠ έχει αυξηθεί μόνο κατά 20 τρισεκατομμύρια δολάρια, σύμφωνα με τη Sonja Gibbs, η οποία ηγείται του τμήματος πολιτικής χρέους του Ινστιτούτου Διεθνών Χρηματοοικονομικών (IIF).

Τα τεχνητά φθηνά χρήματα έχουν επίσης ενταρύνει την επικίνδυνη συμπεριφορά. Οι επενδυτές έχουν χρησιμοποιήσει μόλυνση προκειμένου να κυνηγήσουν υψηλότερες αποδόσεις, ενώ χρηματοδοτούν μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία με βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Ο κλάδος των συνταξιοδοτικών ταμείων του Ηνωμένου Βασιλείου, ο οποίος ουσιαστικά έλαβε μια δόσωση από την Τράπεζα της Αγγλίας την περασμένη εβδομάδα, είναι ένα καλό παράδειγμα του πρώτου. Η βρετανική συνήθεια να χρηματοδοτούν αγορές κατοικιών με στεγαστικά δάνεια των οποίων το επιτόκιο είναι κυμαινόμενο ή σταθερό για σύντομες περιόδους είναι ένα παράδειγμα της τελευταίας. Αλλά προβλήματα είναι βέβαιο ότι θα εμφανιστούν τώρα που η εποχή του φθηνού χρήματος τελειώνει.

Πολιτική Roadrunner

Δεν είναι μόνο οι κεντρικές τράπεζες που αυξάνουν τα επιτόκια σε μια καθυστερημένη προσπάθεια να συγκρατήσουν τον πληθωρισμό. Οι λεγόμενοι «θεματοφύλακες των ομολόγων» – επενδυτές χρέους που επιβάλλουν πειθαρχία στους άχαρους δανειολήπτες – ζυπνούν από τον μακρύ λήθαργο.

Η απότομη πτώση των βρετανικών κρατικών ομολόγων την περασμένη εβδομάδα πριν παρέμβει η BoE είναι το πρώτο μεγάλο σημάδι αυτού στις πλούσιες χώρες. Οι επενδυτές έχασαν την εμπιστοσύνη τους στη Λιζ Τρας, τη νέα πρωθυπουργό της Βρετανίας, επειδή δανείζεται για να μειώσει τους φόρους καθώς και για να μειώσει τις υψηλές τιμές ενέργειας στους καταναλωτές, και επειδή το Brexit είχε ήδη βλάψει τις οικονομικές προοπτικές της χώρας.

Αλλά η προθυμία της Τρας να αναλάβει το ρίσκο είναι απόδειξη μιας γενιάς πολιτικών που μεγάλωσε πιστεύοντας ότι υπάρχουν λίγες συνέπειες από την αύξηση του χρέους. Φοβούνται ότι οι ψηφοφόροι θα τους πετάξουν από τα καθήκοντά τους αν εξισορροπήσουν τους προϋπολογισμούς τους. Οι κεντρικές τράπεζες ανησυχούν για την εμβάθυνση της ύφεσης και την πρόκληση χρηματοπιστωτικών κρίσεων εάν αυστηροποιήσουν υπερβολικά τη νομισματική πολιτική.

Δεν είναι μόνο το Ηνωμένο Βασίλειο που κινδυνεύει. Η Ιταλία και η Ελλάδα είναι ιδιαίτερα εύλωτες λόγω των υψηλών αναλογιών χρέους προς ΑΕΠ. Εάν οι επενδυτές καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι αυτά δεν είναι βιώσιμα, το ίδιο το ευρώ μπορεί να υποστεί νέες πιέσεις.

Το νόμισμά μας, δικό σας πρόβλημα

Σε σύγκριση με άλλες, οι Ηνωμένες Πολιτείες έχουν κάποια προστασία από αυτό το πρόβλημα. Τα αποθέματα σχιστολιθικού αερίου το καθιστούν σχετικό νικητή στην ενεργειακή κρίση. Και η άνοδος του δολαρίου θα τη βοηθήσει να σταματήσει τον πληθωρισμό πιο γρήγορα από άλλες χώρες.

Όμως, το ισχυρό πράσινο νόμισμα κάνει τη ζωή πιο δύσκολη για όλους σχεδόν τους άλλους. Αυξάνει τον πληθωρισμό στον υπόλοιπο κόσμο και ενισχύει τη στενοχωρία όσων έχουν δανειστεί σε δολάρια. Έχουν περάσει περισσότερα από 50 χρόνια από τότε που ο τότε υπουργός Οικονομικών των ΗΠΑ είπε στους ομολόγους του ότι «το δολάριο είναι το νόμισμά μας, αλλά είναι δικό σας πρόβλημα». Το ρητό είναι και πάλι επίκαιρο σήμερα.

Βρισκόμαστε στα πρώτα στάδια μιας νέας κρίσης χρέους στον Παγκόσμιο Νότο. Οι φτωχές χώρες είναι ιδιαίτερα ενάλωτες στις υψηλές τιμές των τροφίμων και της ενέργειας. Η αυξημένη αποστροφή κινδύνου των επενδυτών τους πλήττει επίσης σκληρά. Η διαφορά του χρέους σε κρατικό δολάριο υψηλής απόδοσης έναντι των ομολόγων του αμερικανικού δημοσίου είναι πλέον πάνω από 10 ποσοστιαίες μονάδες – περίπου διπλάσιο από αυτό που ήταν το μεγαλύτερο μέρος της τελευταίας δεκαετίας, σύμφωνα με το IIF.

Η Σρι Λάνκα, η Γκάνα, η Αίγυπτος και το Πακιστάν έχουν ήδη καλέσει το ΑΝΤ για βοήθεια με τα χρέη τους. Περίπου το 60% των χωρών χαμηλού εισοδήματος αντιμετωπίζουν προβλήματα χρέους ή κινδυνεύουν από αυτό, σύμφωνα με άρθρο του ΑΝΤ. Μέχρι στιγμής, αυτό δεν είναι τόσο σοβαρό όσο η καταστροφή του χρέους της Λατινικής Αμερικής της δεκαετίας του 1980, η οποία έπληξε επίσης την Αφρική, ή η κρίση στην Ανατολική Ασία στα τέλη της δεκαετίας του 1990, η οποία σύρθηκε στη Ρωσία και τη Βραζιλία.

Επιπλέον, οι μεγάλες δυτικές τράπεζες έχουν μικρότερη έκθεση στις αναδυόμενες αγορές σε σχέση με τη δεκαετία του 1980. Αλλά η άλλη πλευρά είναι ότι το χρέος κατανέμεται μεταξύ πολλών επενδυτών ομολόγων και ότι η Κίνα είναι ένας τεράστιος δανειστής. Αυτή η κατακερματισμένη βάση πιστωτών καθιστά δυσκολότερη την αναδιάρθρωση του δανεισμού των χωρών: κανένας δανειστής δεν θέλει να δεχτεί ένα γτύπημα, εκτός εάν είναι βέβαιος ότι άλλοι θα μοιραστούν τον πόνο.

Οι φτωχές χώρες θα μπορούσαν να εκραγούν από θυμό, καθώς αισθάνονται ότι είναι θύματα των ενεργειών των πλουσιότερων χωρών. Δεν πλημμύρισαν τον κόσμο με φθηνά χρήματα, δεν πήραν πολλά εμβόλια για να βοηθήσουν στην πανδημία, δεν προκάλεσαν κρίσεις τροφίμων ή ενέργειας – και δεν φταίνε για την κλιματική κρίση που πλήττει τις χώρες τους ιδιαίτερα άσχημα. Ωστόσο, όπως και στην Ευρώπη και την Κίνα, τα προβλήματα που προκαλούνται από πάνω από μια δεκαετία φαινομενικά δωρεάν χρημάτων έρχονται τώρα στο σπίτι.

REUTERS BREAKINGVIEWS