

Οικονομικά - Εταιρικά Νέα



Πώς γάθηκαν 66,1 δισ. ευρώ από το ΑΕΠ της Ελλάδας

Σχεδόν μια δεκαετία μετά την «Ελληνική Μεγάλη Ύφεση» και οκτώ χρόνια εφαρμογής μνημονίων και προγραμμάτων προσαρμογής και η ελληνική οικονομία ψάχνει ακόμη τον δρόμο της επιστροφής στη διατηρήσιμη ανάπτυξη. Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) της Ελλάδας π.χ. μετά και τη νέα εκτίμηση της ΕΛΣΤΑΤ, που βασίζεται σε εποχικά προσαρμοσμένα στοιχεία, συρρικνώθηκε κατά 0,2% το 2016 έναντι της προηγούμενης εκτίμησης του Μαρτίου, σύμφωνα με την οποία παρέμεινε αμετάβλητο. Όπως γράφει και «Το Βήμα», αυτό σημαίνει πως οι σωρευτικές απώλειες του ΑΕΠ της χώρας από το υψηλό των 242 δισ. ευρώ το 2008 έχουν διαμορφωθεί στα 66,1 δισ. ευρώ το 2016 (175,9 δισ. ευρώ). Η πρωτοκλή αναθεώρηση του ΑΕΠ του περασμένου έτους οφείλεται στη χαμηλότερη τελική καταναλωτική δαπάνη, η οποία μειώθηκε κατά 0,3% σε ετήσια βάση πέρυσι έναντι αύξησης 0,6% που είχε ανακοινωθεί στην προηγούμενη εκτίμηση του Μαρτίου, ενώ οι φόροι επί των προϊόντων αυξήθηκαν το 2016 κατά 7,8%, έναντι αρχικής πρόβλεψης για αύξηση μόλις 0,3%. Η ΕΛΣΤΑΤ προανήγγειλε μάλιστα αναθεώρηση των στοιχείων και του ΑΕΠ του 2017 με βάση τα νέα αυτά δεδομένα, την ώρα που η ανάπτυξη είναι το κλειδί για να μειωθεί η ανεργία αλλά και για να επιτευχθεί ο στόχος για πρωτογενές πλεόνασμα 1,75% του ΑΕΠ. Μπορεί σήμερα οι περισσότεροι οικονομολόγοι να προβλέπουν, λόγω της χαμηλής βάσης εκκίνησης, ανάπτυξη 1%-2% εφέτος και 2%-2,8% το 2018, εντούτοις η Ελλάδα είναι η μόνη χώρα της λεγόμενης περιφέρειας της ευρωζώνης που παραμένει σε στενωπό, ενώ χώρες όπως η Ιρλανδία, η Κύπρος και η Πορτογαλία, όχι μόνο κατάφεραν να εξέλθουν των μνημονίων, αλλά έχουν σε μεγάλο βαθμό ανακτήσει ή και ξεπεράσει (π.χ. το ΑΕΠ της Ιρλανδίας είναι πια 40% μεγαλύτερο) την απώλεια του ΑΕΠ που σημειώθηκε στη διάρκεια της κρίσης. Η Ελλάδα πάντως έγραψε τη δική της ιστορία, καθώς η σωρευτική πτώση του ΑΕΠ στα χρόνια αυτά έφθασε στο 26,5%, απώλειες που μπορούν να συγκριθούν εν καιρώ ειρήνης μόνο με τη Μεγάλη Ύφεση στις ΗΠΑ το 1929, αλλά και την εποχή της Βαϊμάρης στη Γερμανία μετά τον Α' Παγκόσμιο Πόλεμο.

Σύμφωνα μάλιστα με τη βάση δεδομένων της Maddison, η τρέχουσα ελληνική ύφεση είναι μία από τις ισχυρότερες που έχουν καταγραφεί ιστορικά από το 1870 στις οποίες λαμβάνεται υπόψη και οι περίοδοι των πολεμικών συγκρούσεων.

Ειδικότερα, η ισχυρότερη ύφεση με 66% έχει καταγραφεί στη Γερμανία την περίοδο 1945-1946, ενώ ακολουθεί με 64% η Ελλάδα της περιόδου 1938-1945, η Αυστρία του 1945 με 59%, η Γαλλία του 1940-1944 με 53%, η Ιαπωνία του 1944-1945 με 52%, η Ολλανδία του 1940-1944 με 50%, η Ιταλία του 1941-1945 με 44%, η Αυστρία του 1913-1919 με 38%, η Γαλλία του 1913-1918 με 36%, η Φινλανδία του 1914-1918 με 33%, το Βέλγιο του 1914-1918 με 32%, ο Καναδάς του 1929-1933 με 30%, η Ισπανία του 1936-1937 με 29%, οι ΗΠΑ του 1930-1933 και η σημερινή Ελλάδα (2008-2016) με 26,5%.

Συνέχεια...

Στα χρόνια της κρίσης εξάλλου πήραμε μέτρα σχεδόν 79 δισ. ευρώ για να πετύχουμε δημοσιονομικό αποτέλεσμα 31 δισ. ευρώ, καθώς 48 δισ. μέτρα χάθηκαν στη χούνη της ύφεσης, της έλλειψης αξιοπιστίας της χώρας και του κατώτερου των περιστάσεων πολιτικού συστήματος. Παράλληλα, όπως υποστηρίζουν οι οικονομολόγοι, καμιά οικονομία με ουσιαστικό οριακό φορολογικό συντελεστή άνω του 70% δεν μπορεί να αναπτυχθεί με ταχύτητα, την ώρα μάλιστα που τα προβλήματα παραγωγής, θεσμών, δυσλειτουργίας του κράτους έχουν επιταθεί, ενώ ζούμε υπό καθεστώς περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Κοινός τόπος είναι ότι για να «γυρίσει» η οικονομία απαιτούνται πάνω από 100 δισ. ευρώ επενδύσεις την επόμενη επταετία για να διατηρηθεί σε θετική αναπτυξιακή πορεία, επενδύσεις που στη σημερινή συγκυρία μπορούν να χρηματοδοτηθούν κυρίως από το εξωτερικό, εφόσον βέβαια η Ελλάδα καταφέρει και θελήσει κάποτε να γίνει πιο φιλική προς την επιχειρηματικότητα. Αυτό σημαίνει ωστόσο, όπως εκτιμούν οι οικονομολόγοι, ότι η χώρα θα πρέπει να αποκτήσει κουλτούρα επενδύσεων την ώρα που το σχεδόν εχθρικό περιβάλλον για τις επιχειρήσεις, η αναξιοκρατία και η υψηλή φορολογία αποθαρρύνουν τις επενδύσεις. Δεδομένης μάλιστα της περιορισμένης εμπιστοσύνης των αγορών, των πολιτών και των παραγωγικών δυνάμεων της χώρας στο πολιτικό σύστημα, πρέπει ακόμη πολλά να γίνουν ώστε να δούμε πραγματική και διατηρήσιμη ανάπτυξη στη χώρα.



Citi: Υπερβολικά αισιόδοξοι οι στόχοι για την ανάπτυξη

Σχολιάζοντας τις τελευταίες ανακοινώσεις της ΕΛΣΤΑΤ, οι αναλυτές της Citi αναφέρει πως η ανάπτυξη κινείται κάτω των προβλέψεων του προγράμματος προσαρμογής με αρκετά μεγάλη απόκλιση. Όπως αναφέρουν οι αναλυτές της Citi, το 2016 η Κομισιόν προέβλεπε ανάπτυξη 2,7% του ΑΕΠ για φέτος και 3,1% για το 2018. Ακόμα και οι πλέον πρόσφατες προβλέψεις (2,1% φέτος και 2,4% την επόμενη χρονιά) φαίνονται πολύ αισιόδοξες για τη Citi. Όπως σημειώνεται, αν και το ΑΕΠ πέρασε σε θετικό έδαφος το πρώτο εξάμηνο της χρονιάς, το μακροοικονομικό φόντο παραμένει εύθραυστο και εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ανάκαμψη της εμπιστοσύνης και τις επενδυτικές ροές.



Καραμούζης: Σχεδόν τα μισά από τα συνολικά δάνεια ανήκουν στην κατηγορία είτε των NPLs είτε των NPEs ... Αλλά η συζήτηση για νέα ανακεφαλαιοποίηση είναι υποθετική

Σχεδόν τα μισά από τα συνολικά δάνεια ανήκουν στην κατηγορία είτε των NPLs είτε των NPEs, τα οποία εμπίπτουν επίσης κατά την ευρεία του όρου έννοια στην κατηγορία των μη εξυπηρετούμενων δανείων, σημείωσε ο Πρόεδρος της Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών και Πρόεδρος της Eurobank, Ν. Καραμούζης, στο πλαίσιο της παρουσίασης του βιβλίου "Μη Εξυπηρετούμενα Δάνεια και η αντιμετώπιση της αφερεγγυότητας του ιδιωτικού τομέα".

Οι ελληνικές τράπεζες σήμερα, με βάση τα αποτελέσματα του δευτέρου τριμήνου του 2017, έχουν €102 δισεκ. σε NPEs (μη εξυπηρετούμενα ανοίγματα), €73 δισεκ. NPLs (δάνεια σε οριστική καθυστέρηση), επί συνόλου δανειακού χαρτοφυλακίου προς τον ιδιωτικό τομέα ύψους €190 δισεκ.

Η σημαντική μείωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων και γενικά των "ανοιγμάτων" αποτελεί βασική προϋπόθεση για

- την αποκατάσταση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, τη βελτίωση της εμπιστοσύνης των αγορών και της πίστης στον χρηματοοικονομικό τομέα εν γένει - την ενίσχυση της δυνατότητας του τραπεζικού τομέα να χρηματοδοτήσει την οικονομία και να οδηγήσει επομένως σε μία βιώσιμη οικονομική ανάκαμψη.

Το πρόβλημα δημιουργήθηκε κυρίως εξαιτίας των αντίξοων μακροοικονομικών συνθηκών αλλά και εξαιτίας μίας κρίσης που δεν είχε προηγούμενο - και όχι εξαιτίας των ιδιαιτεροτήτων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, οι οποίες είχαν περιορισμένη επιρροή στο θέμα αυτό.

Οι γραμμές άμυνας των ελληνικών τραπεζών

Σύμφωνα με τον κ. Καραμούζη, για την αντιμετώπιση αυτού του μεγάλου όγκου προβληματικών δανείων, οι τέσσερις ελληνικές συστημικές τράπεζες έχουν ήδη διενεργήσει προβλέψεις €53 δισ., καλύπτοντας κατά μέσο όρο το 50% των NPEs και το 69% των NPLs. Τα ποσοστά αυτά κάλυψης είναι πάνω από το μέσο όρο των λοιπών χωρών της Ευρωζώνης.

Επιπλέον, οι ελληνικές τράπεζες διατηρούν ακόμα και σήμερα δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας Tier1 μεταξύ των υψηλότερων στην Ευρωπαϊκή Ένωση: στο 17,2% κατά μέσο όρο, ή 33 δισ. ευρώ κεφάλαια, ενώ ακόμη και με όρους πλήρους εφαρμογής της CRD IV (fully loaded) ο δείκτης αυτός είναι 16,3%. Επομένως διαθέτουν ένας από τους υψηλότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας - και πάλι μεταξύ των υψηλότερων στην Ευρωζώνη.

Έτσι, οι Ελληνικές τράπεζες διατηρούν ένα σημαντικό κεφαλαιακό απόθεμα - σημαντικά υψηλότερο από το ελάχιστο που προβλέπει ο SSM (12,25%).

Είναι αλήθεια πως μέρος της κεφαλαιακής βάσης των ελληνικών τραπεζών απαρτίζεται από τους αναβαλλόμενους φόρους (DTA/DTC), ένα στοιχείο μικρότερης ποιοτικής αξίας ειδικά αν οι τράπεζες καταγράψουν ζημιές τα επόμενα χρόνια. Αυτό αποτελεί παράγοντα ρίσκου, αλλά σημειώστε ότι αποτελεί ένα κοινό χαρακτηριστικό της κεφαλαιακής δομής και άλλων Ευρωπαϊκών τραπεζών. Επιπλέον τόσο ο SSM όσο και η Γενική Διεύθυνση Ανταγωνισμού (DG Comp) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής έχουν τοποθετηθεί επί του θέματος και έχουν αναγνωρίσει και αποδεχτεί τους αναβαλλόμενους φόρους ως συστατικού μέρους του κεφαλαίου.

Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι περίπου 60% των NPEs εξασφαλίζονται με εμπράγματη ασφάλεια επί ακινήτων, τα οποία αποτιμώνται σήμερα σε πολύ χαμηλές τιμές (κάποια από αυτά σε τιμές κατά 40% χαμηλότερες από τα υψηλά επίπεδα που είχαν στην αρχή της κρίσης).

Επίσης, και σε αντίθεση με τις Ιταλικές τράπεζες, οι Ελληνικές έχουν υψηλά επίπεδα εσόδων προ προβλέψεων στα €4,2 δισ. σε ετήσια αναγωγή, σύμφωνα με τα αποτελέσματα του πρώτου εξαμήνου του 2017.

Αυτό είναι ένα πολύ σημαντικό χαρακτηριστικό του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος, γιατί σε ένα ορίζοντα τριετίας αυτό σημαίνει ένα πρόσθετο απόθεμα ύψους €12,6 δισεκ προβλέψεων για NPEs/NPLs, χωρίς να επηρεαστεί η κεφαλαιακή βάση των Ελληνικών τραπεζών.

Επιπλέον, αξ σημειωθούν και τα ακόλουθα σημεία για τις Ελληνικές Τράπεζες.

- Οι κεφαλαιακοί δείκτες παρουσιάζουν οργανικά αυξητική τάση στα πρόσφατα τρίμηνα.
- Οι τράπεζες έχουν επιστρέψει σε οργανική κερδοφορία ύστερα από 10 συνεχόμενα ζημιόγωνα αποτελέσματα.
- Ο όγκος των NPLs/NPEs μειώνεται (Τα NPEs είναι σήμερα μειωμένα κατά €5 δισεκ. σε σχέση με το υψηλότερο επίπεδο στο οποίο είχαν ανέλθει)
- Η δημιουργία νέων NPLs/NPEs έχει σταθεροποιηθεί με φθίνουσα πορεία.
- Τα τελευταία επτά χρόνια οι εποπτικές αρχές έχουν διενεργήσει τρεις Έλεγχους Ποιότητας Ενεργητικού (Asset Quality Reviews/AQRs) και Stress Tests. Τα παραπάνω οδήγησαν σε τρεις ανακεφαλαιοποιήσεις συνολικού ύψους €64 δισεκ. ευρώ για το (ελληνικό) τραπεζικό σύστημα. Μάλιστα, η πιο πρόσφατη αύξηση κεφαλαίου που πλησίασε τα €15 δισεκ. – το Νοέμβριο του 2015 – βασίστηκε στις παραδοχές του αρνητικού μακροοικονομικού σεναρίου οι οποίες τελικά δεν επαληθεύτηκαν. Αντίθετα οι μακροοικονομικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες βελτιώνονται σταθερά και σήμερα είναι σημαντικά καλύτερες από το ιδιαίτερα αρνητικό υποθετικό σενάριο των Stress Tests.
- Τα προγραμματισμένα για την άνοιξη του Stress Tests, τα οποία θα γίνουν με βάση την ομοίμορφη μεθοδολογία της EBA, δεν είναι ένα test "πέτυχε/απέτυχε". Τα αποτελέσματά τους θα αποτυπωθούν στις απαιτήσεις που θα θέσει ο επόπτης σε κάθε τράπεζα χωριστά αναφορικά με το SREP CET1. Αυτό σημαίνει ότι εάν μία τράπεζα έχει ανάγκη κεφαλαιακής ενίσχυσης θα διαθέτει χρόνο να υποβάλει σχέδιο επίτευξης αυτών των αυστηρών απαιτήσεων αρχικά μέσω πρωτοβουλιών ενίσχυσης της κεφαλαιακής βάσης και του ισολογισμού της και εάν είναι αναγκαίο και μέσω αύξησης κεφαλαίου.
- Παρά τους περιορισμούς στην κίνηση κεφαλαίων και τις αβεβαιότητες, η κατάσταση στη ρευστότητα των τραπεζών βελτιώνεται σταθερά:

- Οι καταθέσεις έχουν αυξηθεί κατά €3,5 δισ.

- Η εξάρτηση από τη χρηματοδότηση μέσω του ELA έχει υποχωρήσει σήμερα στα €28 δισ. – από €86 δισ. το καλοκαίρι του 2015 – δηλαδή εμφάνισε εντυπωσιακή μείωση ύψους €58 δισ.

- Η πρόσβαση στις διεθνείς αγορές βελτιώνεται, όπως δείχνουν τα repos και οι εκδόσεις καλυμμένων ομολογιών που σήμερα ξεπερνούν τα €20 δισεκ.

- Όλες οι τράπεζες έχουν καταφέρει να απεξαρτηθούν πλήρως από τις κρατικές εγγυήσεις με σκοπό την άντληση ρευστότητας από τον ELA, οι οποίες είχαν ανέλθει στο υψηλότερο σημείο τους σε €50 δισ.

Τα επιτόκια υποχωρούν με αργούς ρυθμούς. Εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας θα ανέλθει σε 1,5% το 2017 και σε 2,6% το 2018 – σύμφωνα με τις πρόσφατες προβλέψεις του ANT – ενώ η ανεργία υποχωρεί σταθερά τα τελευταία τρίμηνα και εκτιμάται στο 21% σήμερα.



Οι προβλέψεις της Goldman Sachs για την πορεία του S&P ...

Όπως και κάθε χρόνο και κατά το τελευταίο τρίμηνο της χρονιάς οι διεθνείς επενδυτικοί οίκοι προχωρούν σε προβλέψεις για την πορεία της αμερικανικής χρηματιστηριακής αγοράς μέχρι το τέλος του χρόνου, όσο όμως και την επόμενη χρονιά, κάτι το οποίο παρουσιάζει ακόμη μεγαλύτερο ενδιαφέρον. Η αλήθεια πάντως είναι ότι σχεδόν ποτέ κανείς δεν προβλέπει μείωση των τιμών. Στις τελευταίες λοιπόν προβλέψεις από επενδυτικούς οίκους για την πορεία της Wall Street, η Goldman Sachs διατηρεί την πρόβλεψη της για ένα κλείσιμο του S&P 500 το 2017 στις 2.400 μονάδες. Ωστόσο, οι αναλυτές της GS αναφέρουν ότι σε περίπτωση που «περάσει» μέχρι τέλος του έτους η φορολογική μεταρρύθμιση που προωθεί η κυβέρνηση του Donald Trump, τότε η άνοδος του δείκτη και της αμερικανικής χρηματιστηριακής αγοράς θα μπορούσε να είναι μεγαλύτερη. Συγκεκριμένα, σε μία τέτοια περίπτωση, ο δείκτης θα έφτανε ακόμη και τις 2.650 μονάδες! Όπως σημειώνεται, η εκτίμηση για τις 2.400 μονάδες, εμπεριέχει «την πιθανότητα 65% να περάσει η μεταρρύθμιση το α' 3μηνο 2018». Αναφορικά με τις τιμές στόχου για τα έτη 2018 και 2019, αυτοί είναι οι 2.500 και 2.600 μονάδες, αντίστοιχα.

Συνέχεια...

Όπως σημειώνουν οι αναλυτές της Goldman Sachs, η προτεινόμενη μεταρρύθμιση της αμερικανικής κυβέρνησης, η οποία περιλαμβάνει μείωση του εταιρικού φορολογικού συντελεστή, από το 35% στο 15% ή 20%, και μείωση του ανώτατου συντελεστή φορολόγησης, από το 39,6%, στο 35%, θα παράσχει 5,99τρις δολάρια σε φορολογικές περικοπές, κάτι το οποίο παράλληλα θα οδηγήσει σε μείωση τα ομοσπονδιακά έσοδα κατά 2,4τρις δολάρια τα επόμενα 10 χρόνια. Πάντως παρά τις σχετικά αισιόδοξες προβλέψεις για τη πορεία του δείκτη, η GS σχολιάζει πως τόσο η αγορά ομολόγων όσο και μετοχών διαπραγματεύονται σε ακριβές αποτιμήσεις, με τους κινδύνους που κρύβει αυτό το γεγονός.



Both stocks and bonds trade at high valuations

S&P 500 index trades at 88th percentile of historical valuation on most metrics

Asset valuation relative to history

	Metric	Current	Historical %ile	Median
Equity (S&P 500)	EV / Sales	2.3 x	96 %	88%
	Forward P/E	18.5 x	89	
	Cyclically adjusted P/E (CAPE)	26.6 x	88	
	EV / EBITDA	11.7 x	88	
	Cash flow yield (CFO)	7.3 %	88	
	Price / Book	3.3 x	87	
	Free cash flow yield (FCF)	4.3 %	49	
Rates	Nominal 10-year Treasury	2.1 %	96	84%
	Real 10-year Treasury	0.4 %	78	
Credit	High Yield YTM	6.0 %	98	84%
	Investment Grade YTM	3.2 %	86	
	High Yield Spread	352 bp	82	
	Investment Grade Spread	103 bp	75	

Source: FactSet, Compustat, Haver, and Goldman Sachs Global Investment Research. As of October 10, 2017.