

Δελτίο Τύπου

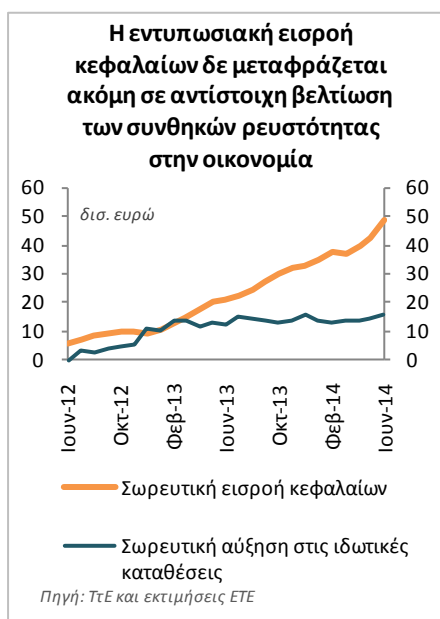
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης

Στα ίχνη της χαμένης ρευστότητας: Οι αυξανόμενες εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό στηρίζουν την ανάπτυξη, ωστόσο, η απομόχλευση στον ιδιωτικό τομέα και η ταχεία μείωση δανεισμού από την ΕΚΤ επιβραδύνουν τη διάχυση της ρευστότητας στην οικονομία

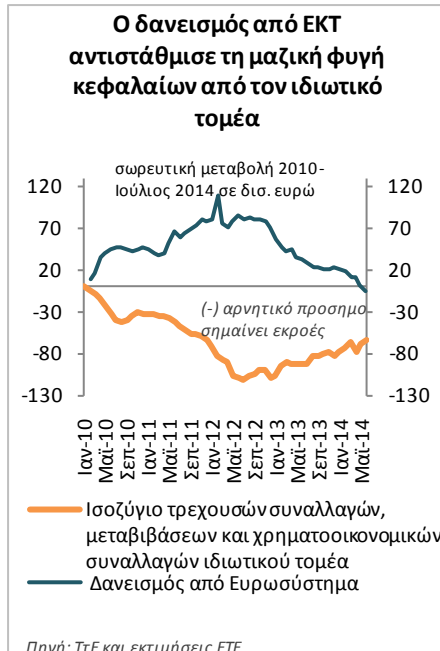
Η αξιοσημείωτη προσαρμογή που έχει συντελεστεί πλέον στην ελληνική οικονομία και αποτυπώνεται στην επίτευξη διδύμων και διευρυνόμενων πλεονασμάτων τόσο στο πρωτογενές δημοσιονομικό ισοζύγιο όσο και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, αυξάνουν την ελκυστικότητά της και μεταφράζονται σε αυξανόμενες εισροές κεφαλαίου από το εξωτερικό την τελευταία διετία. Είναι διάχυτη όμως η αίσθηση ότι η μετακύλιση αυτών των εισροών στην πραγματική οικονομία είναι εξαιρετικά βραδεία. Η ανάλυση επιχειρεί να ερμηνεύσει αυτές τις τάσεις, επικεντρώνοντας στην επίδραση που έχει στη διάχυση της εισερχόμενης ρευστότητας η συνεχιζόμενη απομόχλευση στον υγιή ιδιωτικό τομέα και η ταχεία μείωση του δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ.

Η οικονομία επανακάμπτει στο επενδυτικό στερέωμα και δημιουργεί εξωτερικά πλεονάσματα



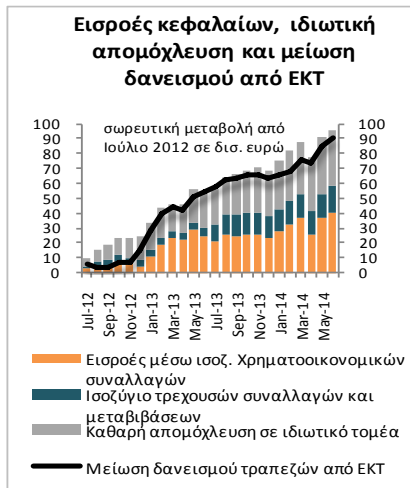
Η συνολική καθαρή εισροή ρευστότητας προς την ελληνική οικονομία από τα μέσα του 2012 προσεγγίζει σωρευτικά τα 50 δισ. ευρώ (εξαιρουμένης της χρηματοδότησης του δημοσίου μέσω του προγράμματος στήριξης από ΕΕ και ΔΝΤ και του δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ). Η ισχυρή αυτή επίδοση σηματοδοτεί μία εντυπωσιακή επανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, δεδομένου ότι έχει μεσολαβήσει μικρό μόνο χρονικό διάστημα από την κορύφωση της ελληνικής κρίσης, που είχε συνοδευτεί από τη σωρευτική εκροή σχεδόν 120 δισ. κεφαλαίων -- μεταξύ των αρχών του 2010 και 1ου εξαμήνου του 2012 -- εν μέσω πρωτοφανούς αβεβαιότητας.

Εκείνη την περίοδο η μαζική φυγή ξένων και εγχώριων κεφαλαίων αντισταθμίστηκε ποσοτικά μέσω της ενεργοποίησης του 1ου και του 2ου προγράμματος οικονομικής στήριξης από την ΕΕ και το ΔΝΤ και σε συνδυασμό με το δανεισμό μέσω ευρωσυστήματος ανήλθαν σε 280 δισ. ευρώ καλύπτοντας ουσιαστικά το χρηματοδοτικό κενό της οικονομίας



(συμπεριλαμβανομένου και του κόστους αναδιάρθρωσης του δημοσίου χρέους μέσω PSI), καθώς και το έλλειμμα ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα από τη δραματική συρρίκνωση της καταθετικής βάσης. Συγκεκριμένα, η χρηματοδότηση από το πρόγραμμα οικονομικής στήριξης από ΕΕ και ΔΝΤ απέτρεψε μια άτακτη χρεοκοπία και κάλυψε το χρηματοδοτικό κενό του δημοσίου, καθώς και το κεφαλαιακό πλήγμα που υπέστη το τραπεζικό σύστημα από την αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους. Ταυτόχρονα, η αύξηση κατά 86 δισ. ευρώ της χρηματοδότησης των τραπεζών από την ΕΚΤ (με περιστασιακή χρήση και του ELA) κάλυψε το μεγαλύτερο τμήμα του κενού ρευστότητας στο σύστημα από τη ραγδαία συρρίκνωση των ιδιωτικών καταθέσεων κατά

σχεδόν 100 δισ. ευρώ από τις αρχές του 2010 έως και τον Ιούνιο του 2012. Η παρεχόμενη ρευστότητα από την ΕΚΤ απέτρεψε μία βίαιη απομόχλευση στον ιδιωτικό τομέα που θα



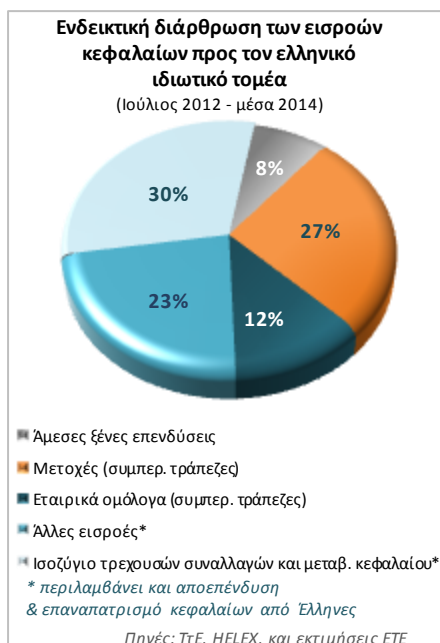
καθιστούσε άμεσα απαιτητό σημαντικό τμήμα των δανείων, απειλώντας πιθανότατα με κατάρρευση την οικονομία και το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Τα δάνεια από το μηχανισμό στήριξης σε συνδυασμό με τη βοήθεια του Ευρωσυστήματος έδωσαν χρόνο στη χώρα να παράσχει απτές αποδείξεις προόδου στην οικονομική προσαρμογή, να κερδίσει αξιοπιστία και να αποφύγει τις δραματικές συνέπειες της άτακτης χρεοκοπίας και του βίαιου άμεσου ισοσκελισμού τόσο των δημοσιονομικών όσο και των εξωτερικών ανισορροπιών της οικονομίας.

Έκτοτε, οι συνθήκες βελτιώθηκαν εντυπωσιακά, επιτρέποντας τη σταδιακή αναστροφή της έκτακτης στήριξης που έλαβε η οικονομία μέσω της ΕΚΤ, καθώς ο ιδιωτικός της τομέας άρχισε να προσελκύει κεφάλαια και να δημιουργεί πλεονάσματα στις συναλλαγές του με το εξωτερικό. Η αξιοσημείωτη μακροοικονομική προσαρμογή και η ανάκτηση της αξιοπιστίας σε συνδυασμό με τις ελκυστικές αποτιμήσεις των ελληνικών χρεογράφων και άλλων

περιουσιακών στοιχείων, οδήγησαν σε καθαρές εισροές 50 δισ. ευρώ στην οικονομία από τα μέσα περίπου του 2012 (εξαιρούμενης της χρηματοδότησης από το πρόγραμμα οικονομικής στήριξης).

Οι εισροές αυτές αντιστοιχούν τόσο στο σωρευτικό πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών του ιδιωτικού τομέα με το εξωτερικό -- που αντανακλά κυρίως τη δυναμική του τουριστικού τομέα, αλλά και τις τρέχουσες μεταβιβάσεις και μεταβιβάσεις κεφαλαίου, καθώς και τη συρρίκνωση του εμπορικού ελλείμματος -- όσο και στις εισροές μέσω του ισοζυγίου χρηματοοικονομικών συναλλαγών.

Η διάχυση της ρευστότητας στην οικονομία είναι όμως πολύ αργή, εξαιτίας της συνεχιζόμενης απομόχλευσης στον ιδιωτικό τομέα...



Οι εισροές όμως αυτές δεν έχουν μεταφραστεί ακόμη σε αντίστοιχους ρυθμούς βελτίωσης της εγχώριας ρευστότητας, μολονότι η αιμορραγία μέσω των χρόνιων εξωτερικών ελλειμμάτων έχει τερματιστεί, ενώ οι εξωτερικές χρηματοδοτικές ανάγκες του δημοσίου -- που σχετίζονται πλέον μόνο με το δημόσιο χρέος -- συνεχίζουν να καλύπτονται πλήρως από το πρόγραμμα οικονομικής στήριξης. Είναι χαρακτηριστικό ότι οι ιδιωτικές καταθέσεις που αποτελούν τη βασική συνιστώσα της εγχώριας προσφοράς χρήματος έχουν αυξηθεί κατά 16 δισ. ευρώ από τα μέσα του 2012, ήτοι αντιστοιχούν σε λιγότερο από το 1/3 των σωρευτικών εισροών κεφαλαίου στην οικονομία κατά την ίδια περίοδο.

Η Δ/ση Οικονομικής Ανάλυσης της ΕΤΕ διαπιστώνει ότι η ταχεία συρρίκνωση του δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ και η συνεχιζόμενη μείωση του τραπεζικού δανεισμού του ιδιωτικού τομέα εξηγούν το «μυστήριο» της χαμένης ρευστότητας.

Αυτό σημαίνει ότι οι εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό επιστρέφουν ξανά, σε μεγάλο βαθμό, πάλι στο εξωτερικό. Αυτή η διαδικασία διευκολύνεται από τη συνεχιζόμενη απομόχλευση στον ιδιωτικό τομέα (περίπου 40 δισ. ευρώ από τα μέσα του 2012 έως τα μέσα του 2014, συμπεριλαμβανομένων και των προβλέψεων για επισφαλή δάνεια) που

διενεργείται κυρίως από τις πιο υγιείς επιχειρήσεις και νοικοκυριά, αντανakλώντας τη μειωμένη ζήτηση δανείων από φερέγγυους, κατά βάση, δανειζόμενους.

Η απομόχλευση αυτή καθ' αυτή αποτελεί ένα αναγκαίο στάδιο της οικονομικής αναδιάρθρωσης μετά από μία βαθιά ύφεση, αλλά βραχυπρόθεσμα τουλάχιστον, συνεπάγεται απώλεια ρευστότητας από το σύστημα, εξαιτίας της ανάγκης για έγκαιρη αποπληρωμή των δανείων από την ΕΚΤ. Αυτή η επίδραση είναι ιδιαίτερως ισχυρή σε μια οικονομία που τα ασφάλιστρα κινδύνου -- παρά τη σημαντική μείωσή τους -- και συνεπώς το κόστος δανεισμού, παραμένουν υψηλότερα από την ευρωζώνη, ενώ 40% περίπου των δανείων είναι μη-εξυπηρετούμενα ή έχουν υποστεί ουσιαστικές ρυθμίσεις για να διευκολυνθούν οι δανειζόμενοι. Καθώς η οικονομία έχει ήδη αρχίσει να ανακάμπτει η ενίσχυση της υγιούς ζήτησης για δάνεια επίκειται.

...και της ταχείας μείωσης του δανεισμού των τραπεζών από την ΕΚΤ

Αναμφισβήτητα, η μείωση της εξάρτησης των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ ήταν αναμενόμενη εξέλιξη, δεδομένης της βελτίωσης του οικονομικού περιβάλλοντος και του, εξ' ορισμού, προσωρινού της χαρακτήρα, όμως η ταχύτητα αποκλιμάκωσης είναι εξαιρετικά υψηλή σε σύγκριση με το μέγεθος των εισροών κεφαλαίου και ειδικά τις ανάγκες της πραγματικής οικονομίας που εισέρχεται σε αναπτυξιακή φάση. Είναι χαρακτηριστικό ότι ο δανεισμός των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ έχει μειωθεί κατά 68% ή 91 δισ. ευρώ από τα μέσα του 2012 επιστρέφοντας σε επίπεδα προ του ξεσπάσματος της ελληνικής κρίσης ενώ η ανάκαμψη των ιδιωτικών καταθέσεων είναι μόνο 16 δισ ή λιγότερο από το 1/5 των εκροών μεταξύ αρχών 2010 και Ιουνίου 2012. Στην πραγματικότητα οι ελληνικές τράπεζες αποπλήρωσαν στην ΕΚΤ ρευστότητα ανάλογη με το άθροισμα των καθαρών εισροών κεφαλαίου (50 δισ. ευρώ) με την καθαρή απομόχλευση στην οικονομία (40 δισ.), με την τελευταία να περιλαμβάνει τόσο της σωρευτική μείωση στα υπόλοιπα των δανείων, όσο και τις προβλέψεις που διενήργησαν οι τράπεζες έναντι επισφαλών δανείων την ίδια περίοδο.

Η ανάγκη των τραπεζών να επιστρέψουν αυτή τη ρευστότητα ή να την υποκαταστήσουν μερικώς με δανεισμό από την αγορά με τη χρήση ενεχύρων (λ.χ. ομόλογα EFSF), σχετίζεται και με την επιβεβλημένη προσαρμογή στην αναμενόμενη απώλεια διαθεσιμότητας ενός σημαντικού ποσοστού των υφιστάμενων ενεχύρων που χρησιμοποιούν για τον δανεισμό από την ΕΚΤ.

Συγκεκριμένα, από την 1η Μαρτίου 2015 είναι προγραμματισμένη η παύση αποδοχής του μεγαλύτερου τμήματος των κρατικών εγγυήσεων ως ενέχυρο στις πράξεις αναχρηματοδότησης των τραπεζών από το Ευρωσύστημα. Σε όρους ρευστότητας, οι

εγγυήσεις αυτές αποτελούν βασικό συστατικό του υφιστάμενου αποθέματος ενεχύρων των τραπεζών παρέχοντας περιθώρια άντλησης από την ΕΚΤ δυνητικής ρευστότητας 26 δισ. ευρώ περίπου, εκ των οποίων γινόταν χρήση περίπου 18 δισ. ευρώ στα μέσα του 2014.

Η προσέλκυση κεφαλαίων από το εξωτερικό με ρυθμό ανάλογο της τελευταίας διετίας σε συνδυασμό με τον τερματισμό της απομόχλευσης, θα επιταχύνουν τη διάχυση της ρευστότητας υποστηρίζοντας μια βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη

Τα περιθώρια αξιοποίησης αυτής της πλεονάζουσας δυνητικής ρευστότητας από την ΕΚΤ με ελκυστικό κόστος, θα αυξάνουν όσο η οικονομική ανάπτυξη αποκτά δυναμική. Οικονομετρικές εκτιμήσεις της ΕΤΕ αλλά και η διεθνής εμπειρία δείχνουν ότι η ανάκαμψη της ζήτησης για πιστώσεις ακολουθεί την αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ με υστέρηση 3-6 τριμήνων. Ως εκ τούτου, η διατήρηση του δανεισμού από την ΕΚΤ τουλάχιστον στα τρέχοντα επίπεδα των 43-44 δισ. ευρώ περίπου, αποτελεί βασική προϋπόθεση για να επιταχυνθεί η διάχυση της ρευστότητας στην οικονομία και να τεθεί εγκαίρως σε κίνηση ο εσωτερικός μηχανισμός δημιουργίας ρευστότητας της οικονομίας τα επόμενα χρόνια, με ταυτόχρονο περιορισμό του κόστους δανεισμού.

Εκτιμάται ότι αν διατηρηθεί η δυναμική εισροών κεφαλαίων από το εξωτερικό της τελευταίας διετίας χωρίς την αρνητική επίδραση από την απομόχλευση και τη μειούμενη πρόσβαση στην ΕΚΤ, οι εισροές αυτές θα υπερεπαρκούσαν για να καλυφθούν οι συνολικές χρηματοδοτικές ανάγκες του ιδιωτικού τομέα κατά την περίοδο 2015-2016. Η εξέλιξη αυτή αναμένεται να θέσει τις βάσεις για πλήρη εξομάλυνση των εγχώριων μηχανισμών μετάδοσης της ρευστότητας στην οικονομία. Η δημιουργούμενη ρευστότητα σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα εκτιμάται ότι θα ήταν κατάλληλη για να εξυπηρετήσει τις χρηματοδοτικές ανάγκες της οικονομίας σε μία πορεία ισχυρής και βιώσιμης ανάπτυξης, με τον ετήσιο ρυθμό αύξησης του αποπληθωρισμένου ΑΕΠ να διαμορφώνεται στο 3% ετησίως την περίοδο 2015-18.

Η υποστηρικτική στάση της ΕΚΤ με παροχή επαρκούς ρευστότητας με ανταγωνιστικό κόστος και για ικανό χρονικό διάστημα σε αυτή τη σημαντική φάση για την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση. Οι πρόσφατες μειώσεις που ανακοίνωσε η ΕΚΤ αναφορικά με το ποσοστό απομείωσης που εφαρμόζεται στα ελληνικά χρεόγραφα (εμπορεύσιμα ή εγγυημένα από το ελληνικό δημόσιο) που κατατίθενται ως ενέχυρα στους μηχανισμούς αναχρηματοδότησης είναι προς τη σωστή κατεύθυνση. Υπό αυτό το πρίσμα, η περαιτέρω αύξηση της ευελιξίας αναφορικά με την αποδοχή και αποτίμηση ελληνικών ενεχύρων και την ευρύτερη, κατά το δυνατό, πρόσβαση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος στη νέα, πιο επεκτατική νομισματική στρατηγική που εφαρμόζει σταδιακά η ΕΚΤ

εξυπηρετεί τόσο τους στόχους της ΕΚΤ για συρρίκνωση της σημαντικής ετερογένειας στις χρηματοδοτικές συνθήκες μεταξύ των χωρών της ευρωζώνης, όσο και τις αυξημένες ανάγκες ρευστότητας της ελληνικής οικονομίας. Η διατήρηση αυτής της στήριξης θα είναι πολύτιμη για να γεφυρώσει το χρονικό διάστημα που συνήθως μεσολαβεί μεταξύ οικονομικής ανάκαμψης και αύξησης της ζήτησης για νέα δάνεια και συσσώρευσης νέων καταθέσεων, δηλαδή της ενδογενούς διαδικασίας δημιουργίας ρευστότητας στην οικονομία. Η πορεία αυτή συνοδεύεται από σταδιακές αναβαθμίσεις του αξιόχρεου και των αποτιμήσεων των διαθέσιμων ενεχύρων που ακολουθούν τις πιστοληπτικές αναβαθμίσεις του Ελληνικού Δημοσίου και οδηγούν τελικά σε αυξημένη πρόσβαση στο δανεισμό από την αγορά με ανταγωνιστικούς όρους, τόσο για τις τράπεζες όσο και για το μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα.

Στο δελτίο περιλαμβάνονται επίσης οι εκτιμήσεις της Δ/σης Οικονομικής Ανάλυσης της ΕΤΕ για την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας, περιγραφή των τρεχουσών μακροοικονομικών τάσεων, της πορείας εκτέλεσης του κρατικού προϋπολογισμού καθώς και σύντομος σχολιασμός του Κρατικού Προϋπολογισμού για το 2015

Ολόκληρο το κείμενο της μελέτης **(στα αγγλικά)** μπορεί να ανευρεθεί στην ακόλουθη διεύθυνση: <https://www.nbq.gr/el/the-group/press-office/e-spot>

Αθήνα, 25 Νοεμβρίου 2014