

Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών

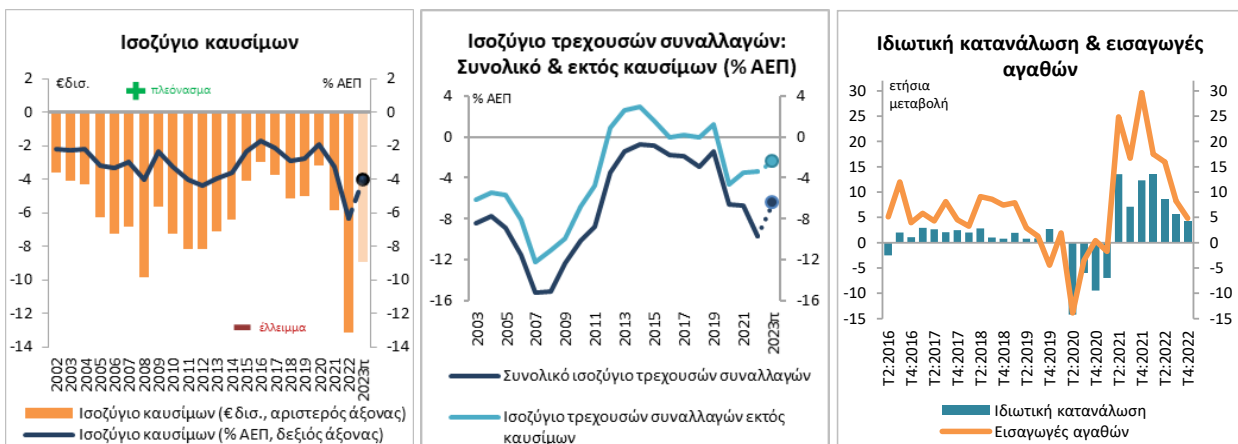
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ

Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης

Απρίλιος 2023

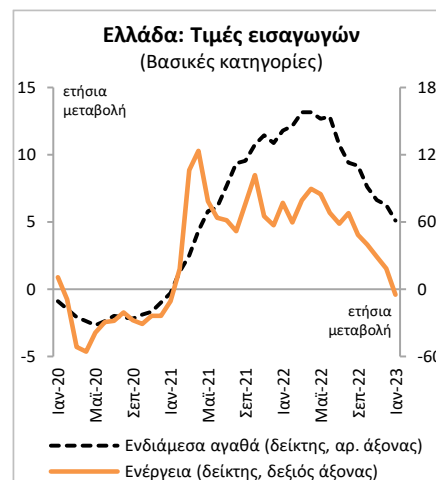
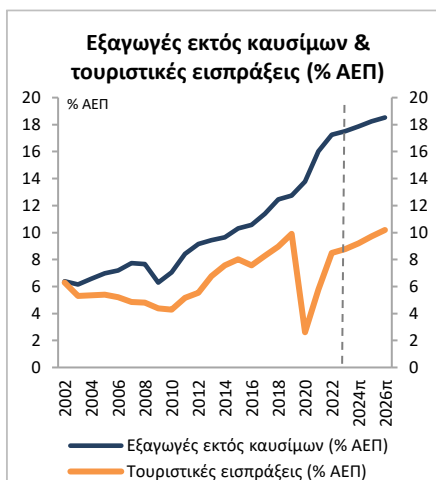
Σημαντική αποκλιμάκωση του ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στο 6,5% του ΑΕΠ το 2023 και στο 4,0%, κατά μ.ο., το 2024-26, αναμένεται λόγω υποχώρησης των επιδράσεων από τις πρωτοφανείς ανατιμήσεις στις εισαγωγές και την εκτίναξη της ζήτησης μετά την πανδημία

Η σημαντική διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών (ΙΤΣ) της Ελλάδας κατά σχεδόν €8,0 δισ. σε ετήσια βάση το 2022, στο 9,7% του ΑΕΠ, προκάλεσε εύλογα ερωτήματα και ανησυχίες αναφορικά με το ενδεχόμενο ανάδυσης νέων ανισοροπιών στην οικονομία. Ο προβληματισμός επιτάθηκε από τις προσδοκώμενες αυξημένες δαπάνες για εισαγωγές που σχετίζονται με την ισχυρή επενδυτική δραστηριότητα που αναμένεται τα επόμενα χρόνια. Ωστόσο, μια πιο προσεκτική ματιά στις αιτίες της επιδείνωσης καταδεικνύει ότι αυτή οφείλεται σε μεγάλο βαθμό σε έκτακτους και, εν πολλοίς, εξωγενείς και αναστρέψιμους παράγοντες, οι οποίοι έχουν αρχίσει να υποχωρούν ήδη από τις αρχές του 2023.



Ο διπλασιασμός στο έλλειμμα του ισοζυγίου καυσίμων στο ιστορικό υψηλό των €13,2 δισ. (6,3% του ΑΕΠ από 3,2% του ΑΕΠ το 2021 και 3,0% του ΑΕΠ, κατά μέσο όρο, το 2011-2020) εξηγεί το μεγαλύτερο μέρος της διεύρυνσης του ελλείμματος στο ΙΤΣ το 2022. Οι εισαγωγές καυσίμων αυξήθηκαν κατά περίπου 90% ετησίως σε ονομαστικούς όρους το 2022, ποσοστό που αντιστοιχεί περίπου στην ετήσια αύξηση της μέσης τιμής εισαγωγών καυσίμων, με τον αντίστοιχο όγκο εισαγωγών να παραμένει περίπου αμετάβλητος σε σύγκριση με το 2021. Ωστόσο, είναι πλέον εμφανής η υποχώρηση των πιέσεων στις ενεργειακές τιμές από τα τέλη του 2022, ενώ στο 1^ο τρίμηνο του 2023 οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου (brent) και του φυσικού αερίου (βάσει του ευρωπαϊκού δείκτη αναφοράς TTF) μειώθηκαν κατά 20% ετησίως και 46% ετησίως, αντίστοιχα, και αναμένεται (με βάση τα σχετικά συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, futures contracts) να

παραμένουν σε σημαντικά χαμηλότερο επίπεδο συγκριτικά με το προηγούμενο έτος (περίπου -25% μεσοσταθμικά). Οι ανωτέρω τάσεις στις τιμές ενέργειας αναμένεται να συρρικνώσουν το έλλειμμα στο ισοζύγιο καυσίμων κατά σχεδόν 2,3% του ΑΕΠ το 2023, δεδομένου ότι οι διακυμάνσεις στους όγκους ενεργειακού εμπορίου θα είναι σχετικά περιορισμένες. Πρόσθετες εξοικονομήσεις, της τάξης του 1,0% του ΑΕΠ μέχρι το 2026, θα μπορούσαν να προέλθουν όχι μόνο από τη μείωση της ενεργειακής εξάρτησης μέσω των αυξανόμενων επενδύσεων ενεργειακής εξοικονόμησης και μεγαλύτερης διείσδυσης των ΑΠΕ στο ενεργειακό μείγμα, αλλά και τη μετατροπή της χώρας σε περιφερειακό κόμβο ενέργειας, ειδικά για το φυσικό αέριο, αλλά και μεταφοράς ηλεκτρισμού προς όμορες χώρες καθώς και χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης.



Το εμπορικό έλλειμμα εκτός καυσίμων, επίσης, διευρύνθηκε το 2022 κατά €5 δισ. (+24% σε τρέχουσες τιμές) σε ετήσια βάση, φτάνοντας στο 12,4% του ΑΕΠ από 11,5% του ΑΕΠ το 2021, γεγονός που οφείλεται και πάλι κατά κύριο λόγο στην αύξηση των τιμών εισαγωγών. Η εν λόγω αύξηση σε τρέχουσες τιμές αφορούσε, κυρίως, εισαγωγές καταναλωτικών και κεφαλαιουχικών αγαθών (19% και 6,4% ετησίως, αντίστοιχα, το 2022), με τις τελευταίες να έχουν άμεση συσχέτιση με τις υψηλότερες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου (+11,6% ετησίως), αλλά και την αναπλήρωση και προληπτική συσσώρευση αποθεμάτων από τις επιχειρήσεις. Η σημαντικά μεγαλύτερη αξία των εισαγωγών μη-ενεργειακών αγαθών (περίπου 70% υψηλότερη από τις αντίστοιχες εξαγωγές σε ονομαστικούς όρους) επισκίασε τη θετική συμβολή των αυξανόμενων εξαγωγών, παρότι σε τρέχουσες τιμές οι αυξήσεις και στις δύο κατηγορίες ήταν σημαντικές (23,6% και 23,3% ετησίως, αντίστοιχα, σε ονομαστικούς όρους).

Αντιστοίχως, και το εμπορικό έλλειμμα εκτός καυσίμων αναμένεται να σημειώσει ήπια υποχώρηση το 2023, κατά 0,3% του ΑΕΠ σε ετήσια βάση, κυρίως λόγω συγκράτησης της δαπάνης για εισαγωγές. Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι η αύξηση της δαπάνης για εισαγωγές θα επιβραδυνθεί στο +6,0% ετησίως, μέσω της προβλεπόμενης ετήσιας αύξησης των τιμών τους

Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (ως % ΑΕΠ)				
	2021	2022	2023π	2024-26π μ.ό.
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών	-6,8	-9,7	-6,5	-4,0
Ισοζύγιο αγαθών εκτός καυσίμων	-11,5	-12,4	-12,1	-11,4
Εξαγωγές εκτός καυσίμων	16,0	17,3	17,5	18,1
Εισαγωγές εκτός καυσίμων	27,5	29,7	29,6	29,4
Ισοζύγιο καυσίμων	-3,2	-6,3	-4,0	-2,5
Ισοζύγιο υπηρεσιών	7,1	9,4	9,5	9,8
Ισοζύγιο πρωτογενών εισοδημάτων	0,2	-0,1	-0,1	0,0
Ισοζύγιο δευτερογενών εισοδημάτων	0,7	-0,1	0,2	0,1
Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος & εκτιμήσεις Δ/σης Οικ. Ανάλυσης ΕΤΕ				

κατά 8,0%, καθώς ο πληθωρισμός σε μεταποιημένα αγαθά και ιδίως στα τρόφιμα παραμένει υψηλός, με μικρή υποχώρηση του όγκου των εισαγωγών (-2,0% ετησίως) μετά και την εκτίναξη της ζήτησης με την υποχώρηση της πανδημίας (σύμφωνα με επικαιροποιημένες εκτιμήσεις της Εθνικής Τράπεζας). Παράλληλα, η αξία των εξαγωγών αναμένεται να σημειώσει υγιή άνοδο 8,0% ετησίως,

παρά τη σταθεροποίηση του όγκου λόγω οικονομικής επιβράδυνσης στην ευρωζώνη και σε άλλες βασικές εξαγωγικές μας αγορές.

Η αύξηση των τουριστικών εσόδων, με ρυθμό υψηλότερο του 10%, και η υποχώρηση των τιμών εισαγωγών θα μπορούσαν να συμπίεσουν το έλλειμμα ακόμη και χαμηλότερα από το 6,0% του ΑΕΠ το 2023

Η σημαντική αύξηση του πλεονάσματος στο ισοζύγιο υπηρεσιών, λόγω της ενίσχυσης των τουριστικών εσόδων κατά περίπου €7,0 δισ. (σχεδόν +70% ετησίως, με επάνοδο στο ιστορικό υψηλό του 2019), δεν κατάφερε να αντισταθμίσει την ισχυρή διεύρυνση του συνολικού εμπορικού ελλείμματος κατά €12,3 δισ. Ωστόσο, η επίδοση αυτή θέτει μια ισχυρή βάση για περαιτέρω ενίσχυση των τουριστικών εσόδων, δεδομένου ότι η συγκεκριμένη κατηγορία εξαγωγών, υπό συνθήκες ομαλότητας, εμφανίζει ανοδική μακροχρόνια τάση σε όρους αφίξεων, με περιορισμένες καθοδικές διακυμάνσεις στις τιμές, σε σύγκριση με άλλες εξαγωγικές κατηγορίες.

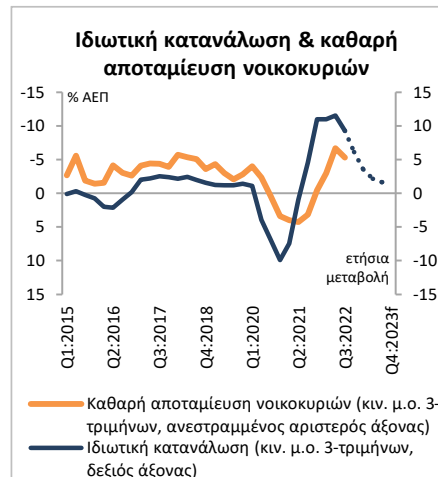
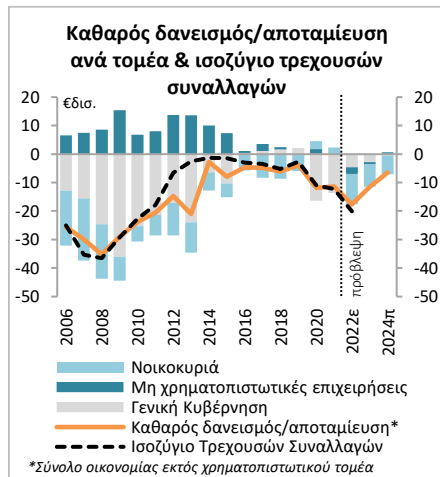
Για το 2023, σύμφωνα με τις τελευταίες εκτιμήσεις της Εθνικής Τράπεζας η ετήσια αύξηση των τουριστικών εσόδων θα προσεγγίσει το 10% ετησίως, η οποία – σε συνάρτηση με τις ανωτέρω εκτιμήσεις για την πορεία του εμπορικού ελλείμματος και το ισοζύγιο καυσίμων – θα διευκολύνει τη μείωση του ελλείμματος στο ΙΤΣ, στο 6,5% του ΑΕΠ. Το έλλειμμα θα μπορούσε να υποχωρήσει στο 5,5% του ΑΕΠ από φέτος, αν οι τιμές καυσίμων σταθεροποιούνταν στο χαμηλό επίπεδο του 1^{ου} τριμήνου του 2023 και η αύξηση των τουριστικών εσόδων κυμαινόταν στο 15-20% ετησίως, υπό συνθήκες υπεραπόδοσης σε όρους αφίξεων (αύξηση 7,0% από 2,0% στο βασικό σενάριο), αλλά και μεγαλύτερων, από το αναμενόμενο, ανατιμήσεων στις τουριστικές υπηρεσίες.

Το έλλειμμα προβλέπεται να μειωθεί περαιτέρω στο 4,0% του ΑΕΠ, κατά μ.ο., για την περίοδο 2024-26, καθώς η εξωτερική ζήτηση εκτιμάται ότι θα ισχυροποιηθεί μετά την αναμενόμενη προσωρινή επιβράδυνση κατά το 2023, υποστηρίζοντας την αύξηση των εξαγωγών αγαθών και

την τουριστική δραστηριότητα. Επιπλέον, οι τιμές των εισαγωγών (τόσο των ενεργειακών όσο και των μη ενεργειακών προϊόντων) αναμένεται να εξομαλυνθούν περαιτέρω, οδηγώντας σε βελτίωση των όρων εμπορίου μεσοπρόθεσμα.

Οι αναμενόμενες εξελίξεις στο επίπεδο καθαρής αποταμίευσης της ελληνικής οικονομίας συνηγορούν επίσης σε σημαντική συρρίκνωση του εξωτερικού ελλείμματος

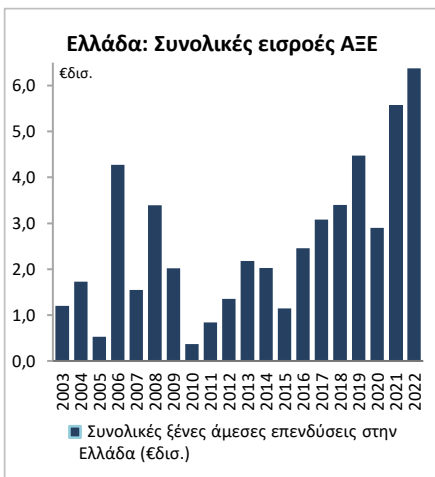
Καθώς το έλλειμμα στο ΙΤΣ αντιστοιχεί στη διαφορά μεταξύ των επενδύσεων και της εγχώριας αποταμίευσης στην οικονομία, η ανάλυση της καθαρής αποταμιευτικής θέσης ή, ισοδύναμα, των καθαρών δανειακών αναγκών των βασικών τομέων της οικονομίας, παρέχει σημαντική πληροφόρηση αναφορικά με τους παράγοντες που θα συμβάλουν στη συρρίκνωση του ελλείμματος τα επόμενα χρόνια.



Υπό τη συγκεκριμένη οπτική, η διεύρυνση του ελλείμματος το 2022 οφείλεται ως επί το πλείστον στην ισχυρότατη αύξηση της δαπάνης των νοικοκυριών (αύξηση ιδιωτικής κατανάλωσης κατά €10 δισ. ετησίως σε σταθερές τιμές και κατά €19 δισ. σε τρέχουσες τιμές, με παράλληλη αύξηση των επενδύσεων από τα νοικοκυριά κατά €1,0 δισ. περίπου, κυρίως σε κατασκευή κατοικιών), καθ' υπέρβαση του τρέχοντος διαθέσιμου εισοδήματός τους, που οδήγησε σε εκτιμώμενη επιδείνωση της καθαρής τους αποταμίευσης κατά περισσότερο από €12 δισ. σε ετήσια βάση. Στην εξέλιξη αυτή συνέτεινε αποφασιστικά η πραγματοποίηση, το 2022, δαπανών που είχαν αναβληθεί κατά την περίοδο της πανδημίας – όταν η καθαρή αποταμίευση των νοικοκυριών πέρασε προσωρινά σε θετικό έδαφος, κυμαινόμενη στα €2,5 δισ. ετησίως το 2020-21 (έναντι αρνητικής αποταμίευσης €6,6 δισ. ετησίως την περίοδο 2014-2019) κυρίως λόγω των σημαντικά υψηλότερων τιμών των βασικών καταναλωτικών προϊόντων, εξαιτίας της πληθωριστικής έξαρσης. Από το 2023 και μετά, η τελική δαπάνη των νοικοκυριών αναμένεται να εμφανίσει πολύ ισχυρότερη συσχέτιση με το διαθέσιμο εισόδημα, συρρικνώνοντας το αρνητικό αποταμιευτικό ισοζύγιο των νοικοκυριών και κατά συνέπεια τη ζήτηση για εισαγωγές και το έλλειμμα στο ΙΤΣ.

Οι μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ) εμφάνισαν περιορισμένη αρνητική απόκλιση μεταξύ των αποταμιεύσεων και των επενδύσεών τους το 2022, ύψους -€2,5 δισ. (-1,1% του ΑΕΠ, έναντι πλεονάσματος +€1,0 δισ., κατά μ.ο., το 2020-2021), παρά τη σημαντική αύξηση των κεφαλαιουχικών επενδυτικών δαπανών τους κατά €6,3 δισ., συμπεριλαμβανομένης της επίδρασης από την πρωτοφανή αύξηση των αποθεμάτων, εν μέσω διάχυτης αβεβαιότητας ακόμη και για την επάρκεια κάποιων προϊόντων και πρώτων υλών. Η σταθερή βελτίωση στην κερδοφορία του εταιρικού τομέα (εκτιμώμενη ετήσια αύξηση του ακαθάριστου λειτουργικού πλεονάσματος άνω των €8 δισ. συνολικά το 2022) τους επέτρεψε να χρηματοδοτήσουν σημαντικό τμήμα των επενδυτικών δαπανών τους, δίχως να επιδεινώσουν σημαντικά την καθαρή αποταμιευτική τους θέση. Η αυξημένη παραγωγική αποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων, σε συνδυασμό με την περαιτέρω υποχώρηση κάποιων πτυχών του κόστους παραγωγής, αναμένεται να τους επιτρέψει να εμφανίσουν πλεόνασμα καθαρής αποταμίευσης ύψους περίπου 0,6% του ΑΕΠ την επόμενη τριετία. Το πλεόνασμα αυτό, αν και χαμηλότερο από το μ.ο. του 2,0% την περίοδο 2014-19, θα επιτευχθεί παρά τη σημαντική αύξηση των επενδύσεων, καθώς σημαντικό τμήμα των νέων δαπανών σχηματισμού παγίου κεφαλαίου θα είναι ουσιαστικά αυτοχρηματοδοτούμενο, ειδικά στις περιπτώσεις των πιο ισχυρών και κερδοφόρων επιχειρήσεων, με τη σωρευτική ετήσια αύξηση της κερδοφορίας συγκριτικά με το 2022 να αναμένεται να υπερβεί τα €20 δισ. την επόμενη τριετία.

Αναφορικά με τη συνεισφορά του δημοσίου στη μεταβολή της καθαρής εγχώριας αποταμίευσης κατά το 2022, εκτιμάται ότι συνέτεινε στη μείωση του εξωτερικού ελλείμματος κατά σχεδόν 5,0% του ΑΕΠ, ύστερα από την προσωρινή αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος που προκάλεσε η πανδημία Covid-19, στα €15 δισ. κατά μέσο όρο το 2020-21 (-7,7% του ΑΕΠ). Αυτή η προσωρινή δημοσιονομική χαλάρωση επέτρεψε στα νοικοκυριά να ενισχύσουν τις αποταμιεύσεις τους τη διετία 2020-21, με τις οποίες χρηματοδότησαν τις πολύ αυξημένες δαπάνες τους το 2022. Ως εκ τούτου, η επιστροφή σε βιώσιμο, ακόμη πιο υψηλό, πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα από το 2023 και μετά, αναμένεται να μεταφραστεί και σε περαιτέρω βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά σχεδόν 2,0% του ΑΕΠ σε σύγκριση με το 2022.



Συνολικά, η συνδυαστική βελτίωση του ισοζυγίου αποταμιεύσεων/επενδύσεων των βασικών τομέων οικονομικής δραστηριότητας επιβεβαιώνει την εκτίμηση για μείωση του ελλείμματος του ΙΤΣ στο 4%, ή και ακόμη χαμηλότερα, την περίοδο 2024-26.

Τέλος, αξίζει να τονισθεί ότι το αυξημένο εξωτερικό έλλειμμα του 2022 χρηματοδοτήθηκε σε σημαντικό βαθμό από πόρους, ύψους 5% του ΑΕΠ, που σχετίζονται: i) με εισροές άμεσων ξένων επενδύσεων οι οποίες ανήλθαν στο ιστορικό υψηλό των €6,4 δισ. το 2022, και ii) με €3,6 δισ. εισροών

κεφαλαίων μέσω του ΤΑΑ. Την περίοδο έως το 2026, αναμένονται επιπλέον εισροές κεφαλαίων από το ΤΑΑ ύψους €19 δισ. (εκ των οποίων €12 δισ. σε επιδοτήσεις), οι οποίες θα συμβάλλουν στην αύξηση των επενδύσεων σε πάγιο κεφάλαιο, στην παραγωγική και εξαγωγική εμβάθυνση της οικονομίας και στη μείωση της εξάρτησης από τις εισαγωγές. Παράλληλα, η προοπτική περαιτέρω αύξησης των εισροών άμεσων ξένων επενδύσεων, με ακόμη ισχυρότερο αναπτυξιακό αντίκτυπο, παραμένει ευνοϊκή, καθώς η χώρα βελτιώνει την ανταγωνιστικότητά της και ανακτά την ελκυστικότητά της ως επενδυτικός προορισμός, ιδίως αν συνεκτιμηθεί και η προοπτική ανάκτησης της επενδυτικής βαθμίδας από το ελληνικό δημόσιο.

Ολόκληρο το κείμενο της ανάλυσης είναι διαθέσιμο στην ακόλουθη διεύθυνση:

<https://www.nbg.gr/el/omilos/meletes-oikonomikes-analuseis/elliniki-oikonomia-nea/eidika-themata>

Αθήνα, 11 Απριλίου 2023