



**Οικονομικό Επιμελητήριο
της Ελλάδας**



**Γραφείο Προϋπολογισμού
του Κράτους στη Βουλή**

ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΑΘΗΝΑ

Νοέμβριος 2015

Τεύχος 03

ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΟ ΔΕΛΤΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Το Οικονομικό Επιμελητήριο της Ελλάδας και το Γραφείο Προϋπολογισμού του Κράτους στη Βουλή, στο πλαίσιο της συνεργασίας τους, συνεχίζουν την έκδοση του **Επιστημονικού Δελτίου Οικονομικής Ανάλυσης**.

Πρόκειται για μια συλλογή επιστημονικών εργασιών που στη σημερινή, ιδιαίτερα κρίσιμη, συγκυρία για την ελληνική οικονομία θα συνεισφέρει στο δημόσιο διάλογο.

Το **Επιστημονικό Δελτίο Οικονομικής Ανάλυσης** παρέχει τη δυνατότητα για μια επιστημονική ματιά στα καίρια θέματα της ελληνικής οικονομίας, καταλήγοντας σε προτάσεις και θέσεις για την άσκηση της οικονομικής πολιτικής και την αντιμετώπιση των σοβαρών οικονομικών προβλημάτων.

Αναγνωρίζοντας τον κομβικό ρόλο του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην ελληνική οικονομία, το τρίτο τεύχος ασχολείται με τον τραπεζικό τομέα. Γίνεται μια προσπάθεια απεικόνισης των προβλημάτων του καθώς και των επιπτώσεων της κρίσης στην κεφαλαιουχική του βάση, στις αποταμιεύσεις και στις δανειοδοτήσεις. Προτείνονται λύσεις αντιμετώπισης του θέματος των προβληματικών δανείων και της ενίσχυσης της ρευστότητας. Τέλος, γίνεται μια ιδιαίτερη αναφορά στον τρόπο ενίσχυσης και στήριξης του τραπεζικού συστήματος από την Κεντρική Τράπεζα.

Οικονομικό Επιμελητήριο
της Ελλάδας

Κωνσταντίνος Β. Κόλλιας
Πρόεδρος

Γραφείο Προϋπολογισμού
του Κράτους στη Βουλή

Παναγιώτης Λιαργκόβας
Συντονιστής

Εθνική αναπτυξιακή τράπεζα: ένας σημαντικός φορέας για την παραγωγική ανασυγκρότηση της Ελλάδος

Βασίλειος Πορσιμένης, PhD¹

Εισαγωγή

Δεδομένης της σημερινής κατάστασης στην Ελλάδα, για τη μετάβαση σε μια πιο ανταγωνιστική οικονομία ανάπτυξης θα απαιτηθούν σημαντικές επενδύσεις. Συγκεκριμένα, είναι επιτακτική ανάγκη α) η επανεκκίνηση της οικονομικής ανάπτυξης, β) η ενίσχυση της απασχόλησης και γ) προώθηση της επιχειρηματικότητας.

Οικονομίες όμως που βρίσκονται σε μετάβαση όπως αυτή της Ελλάδας χαρακτηρίζονται από τρία κυρίως προβλήματα που δεν επιτρέπουν τη χρηματοδότηση βιώσιμων επενδυτικών σχεδίων με όρους καθαρά ιδιωτικής/εμπορικής τραπεζικής (market failure)

- I. ο φόβος των τραπεζικών στελεχών ως προς την **ασύμμετρη πληροφορόρηση** που έχουν σχετικά με τις ταμειακές ροές και επισφάλειες ενός έργου λόγω και αβεβαιότητας ως προς τα δημοσιευμένα στοιχεία των ισολογισμών
- II. η δυσκολία χρηματοδότησης έργων με σημαντικές θετικές εξωτερικότητες για την ευρύτερη οικονομία (όπως αυτές που παράγονται από επενδύσεις στο περιβάλλον, στην ανάπτυξη του ανθρώπινου δυναμικού και στα δίκτυα) όταν αυτές δεν μετατρέπονται βραχυπρόθεσμα σε κέρδη
- III. η **οβλιγοπωλιακή διάθροση του ιδιωτικού χρηματοπιστωτικού συστήματος** αυξάνει το κόστος κεφαλαίου

Στη προσπάθεια για την ενίσχυση της ανάπτυξης και της μεγέθυνσης σε προβληματικές οικονομίες, ο ρόλος των Εθνικών Αναπτυξιακών Τραπεζών έχει αποδειχθεί σημαντικός τόσο σε εγχώριο επίπεδο όσο και σε επίπεδο περιφερειακής συνεργασίας. Το κύριο σκεπτικό μιας αναπτυξιακής τράπεζας έγκειται στο γεγονός ότι αυτές οι αδυναμίες στην λειτουργία της αγοράς οδηγούν σε μείωση των επενδύσεων και, κατά συνέπεια, σε βραδύτερο ρυθμό ανάπτυξης από αυτόν που θα ήταν οικονομικά εφικτός. Ένα ίδρυμα με δημόσιο χαρακτήρα βρίσκεται σε καλύτερη θέση από τα ιδιωτικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για την υπέρβαση των εν λόγω αδυναμιών της αγοράς. Επισημαίνεται ότι και ευρύτερα στην Ευρώπη, οκτώ χώρες έχουν ήδη ανακοινώσει τη δέσμευση να συμμετάσχουν σε επενδυτικά σχήματα μέσω των εθνικών τους αναπτυξιακών τραπεζών με περίπου 34 δισ.²

Οφέλη της Εθνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας (ΕΑΤ) για την Ελλάδα

Για την επίτευξη των σκοπών που προαναφέρθηκαν, και δεδομένων των προβλημάτων στο τραπεζικό σύστημα και τη δημόσια διοίκηση, κρίνεται αναγκαία η δημιουργία ενός χρηματοπιστωτικού μηχανισμού που θα λειτουργεί συμπληρωματικά προς το υπάρχον τραπεζικό σύστημα, μιας **εθνικής αναπτυξιακής τράπεζας (national development ή promotional bank)**. Τα οφέλη από την ΕΑΤ εστιάζονται σε α) επίτευξη οικονομικών κλίμακας, β) προσέλκυση στρατηγικών επενδύσεων γ) διευκόλυνση στην πρόσβαση σε ρευστότητα από διεθνείς οργανισμούς και ενέργειες όπως το λεγόμενο “Επενδυτικό Σχέδιο για την Ευρώπη” και δ) καλύτερη αξιοποίηση των εγχώριων περιουσιακών στοιχείων.

Καταρχάς αυτό το οποίο θα επιτευχθεί από την ίδρυση ενός εθνικού αναπτυξιακού οργανισμού είναι οικονομίες κλίμακας. Οικονομίας κλίμακας από την συγκέντρωση πολλών αναπτυξιακών εργαλείων και οργανισμών οι οποίοι σήμερα υπάρχουν διασπαρμένοι σε όλη τη χώρα. Διασπαρμένοι α) σε επίπεδο οργάνωσης, β) από πλευράς διοίκησης, και γ) από πλευράς στόχευσης.

Δευτερευόντως, ο μηχανισμός θα δώσει τη δυνατότητα να προσελκυστούν επενδυτές προσφέροντας σ’ αυτούς ένα νέο χρηματοδοτικό σημείο πρόσβασης στις αναπτυξιακές δυνατότητες της χώρας για να επιταχύνει

¹ αν. Καθηγητής Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, ΑΠΘ. Διδάκτωρ Σχολής Wharton του Πανεπιστημίου Πενσυλβανίας, Αντιπρόεδρος του Ταμείου Παρακαταθηκών κ. Δανείων. Οι απόψεις είναι προσωπικές και σε καμία περίπτωση δεν δεσμεύουν το Ταμείο Παρακαταθηκών κ. Δανείων.

² Βουλγαρική Τράπεζα Ανάπτυξης (100 εκ), Slovenský Investičný Holding και Slovenská Zručná a Rozvojová Banka (400 εκ), Πολωνία 8 δισ (Bank Gospodarstwa Krajowego, BGK), Λουξεμβούργο 80 εκ. μέσω της Société Nationale de Crédit et d’Investissement (SNCI), Γαλλία, 8 δισ μέσω των Caisse des Dépôts (CDC) και Bpifrance (BPI), Ιταλία, 8 δισ μέσω του Cassa Depositi e Prestiti (CDP), Ισπανία, 1,5 δισ μέσω του Instituto de Crédito Oficial (ICO), Γερμανία, 8 δισ μέσω της KfW.

projects τα οποία κρίνονται στρατηγικά. Εδώ η ΕΑΤ θα μπορούσε να εκμεταλλευτεί και την ίδρυση της νέας Ευρωπαϊκής πλατφόρμας για επενδυτική συμβουλευτική (ΕΙΑΗ)³.

Τέλος θα πρέπει να σημειωθεί πως ήδη από το Νοέμβριο του 2014 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δρομολόγησε το λεγόμενο “Επενδυτικό Σχέδιο για την Ευρώπη”⁴. Η εφαρμογή του Σχεδίου θα βασιστεί κυρίως στη συνεργασία δύο στρατηγικών εταιρών: της Επιτροπής και της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕΠ). Η ΕΤΕΠ (ή και άλλα διεθνή πιστωτικά ιδρύματα) θα έβλεπε με καλό μάτι μια απλούστευση της πρόσβασης της ώστε να διευκολυνθεί στην περαιτέρω αύξηση των πιστωτικών ανοιγμάτων της προς τη χώρα.

Θα πρέπει άλλωστε να σημειωθεί πως διεθνή πιστωτικά ιδρύματα θέλουν να ελέγχουν τον βαθμό έκθεσης τους στον κίνδυνο της χώρας - αυτό που λέμε country risk. Επίσης χρειάζεται να ελέγχουν την έκθεση σε λειτουργικό αλλά και νομικό κίνδυνο. Αυτός ο κίνδυνος έχει να κάνει με τη μη καλή κατανόηση τόσο του νομικού όσο και γενικότερα του λειτουργικού περιβάλλοντος της χώρας μας επειδή αυτό διαφέρει από την κεντρική και βόρεια Ευρώπη στην οποία είναι περισσότερο συνηθισμένοι να λειτουργούν. Βέβαια, αυτό δε σημαίνει πως η ίδρυση ΕΑΤ θα αρκείσει ώστε να αντιμετωπιστεί το δαιδαλώδες λειτουργικό καθεστώς και να μειωθεί η νομική αβεβαιότητα. Δηλαδή η ίδρυση ΕΑΤ δε μπορεί να αντικαταστήσει διαρθρωτικές αλλαγές που θα πρέπει να γίνουν ούτως ή άλλως.

Ο ρόλος της ΕΑΤ στην αξιοποίηση των εγχώριων περιουσιακών στοιχείων

Ένα πιο λεπτό -και ίσως το πιο σημαντικό- στοιχείο το οποίο θεωρώ πως αναδεικνύει το πρωτεύοντα ρόλο ενός εθνικού αναπτυξιακού ιδρύματος ειδικά στη περίπτωση της Ελλάδος είναι η δυνατότητα που ένα τέτοιο ίδρυμα θα προσφέρει στην καλύτερη αξιοποίηση των εγχώριων περιουσιακών στοιχείων. Μια πραγματική εθνική πολιτική αξιοποίησης της περιουσίας του δημοσίου δε μπορεί να βασίζεται μόνο στην άνευ όρων εκποίηση τους. Είναι επίσης προφανές πως μια εθνική αναπτυξιακή τράπεζα που θα έχει το βάθος σχεδιασμού ώστε να χαράσσει την εθνική αναπτυξιακή στρατηγική δεν είναι συνετό να μην εμπλακεί και με το μείζον θέμα του μεσο-μακροπρόθεσμου σχεδιασμού αξιοποίησης της περιουσίας του δημοσίου.

Αυτά τα περιουσιακά στοιχεία είναι γνωστό ότι θα μπορούσαν κάτω από το κατάλληλο μάντζιμεντ και το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο να παράξουν αξιολογες ταμειακές ροές. Μένουν όμως αυτή τη στιγμή ανεκμετάλλευτα κυρίως λόγω του ενδοιασμού στρατηγικών επενδυτών να εμπλακούν σε αυτό το οποίο λέμε “κίνδυνο της χώρας”. Μια θεωρία είναι ότι είναι καλύτερο να πουληθούν άμεσα αυτά τα στοιχεία (outright sale) και να δώσουν έτσι τη δυνατότητα σε κάποιους επενδυτές οι οποίοι θα έρθουν στη χώρα να αναλάβουν τη διαχείριση τους. Εδώ όμως το πρόβλημα είναι ότι η πώληση η οποία θα γίνει σε αυτό το σημείο -ακριβώς λόγω της συγκυρίας, και ακριβώς λόγω της έκθεσής τους στην αβεβαιότητα της χώρας- θα γίνει σε τιμές πολύ χαμηλότερες από την πραγματική τους αποτίμηση η οποία θα μπορούσε να γίνει σε ένα πιο εύλογο περιβάλλον. Κατά συνέπεια σε πολλές περιπτώσεις η άμεση πώληση θα αποδώσει ελάχιστα στη χώρα και θα μεταφέρει το μεγαλύτερο μέρος των υπεραξιών που θα δημιουργηθούν από τη σωστή διαχείριση αυτών των περιουσιακών στοιχείων σε επενδυτές οι οποίοι δε θα προβληματιστούν να αναλάβουν τον κίνδυνο της χώρας σ’ αυτή την δύσκολη φάση. Αυτοί δυστυχώς δεν θα είναι στρατηγικοί επενδυτές, αλλά **επενδυτές που λόγω μειωμένης κεφαλαιακής διάρθρωσης θα έχουν “limited downside risk”**.

Μια εξίσου λανθασμένη προσέγγιση είναι πως εφόσον τα τραπεζικά ιδρύματα της χώρας είναι ήδη εκτεθειμένα στον κίνδυνο της χώρας θα μπορούσαν να παίξουν και το ρόλο του επενδυτή διότι γνωρίζουν το κίνδυνο της χώρας, μπορούν να τον ποσοτικοποιήσουν - καταλαβαίνοντας τον ίσως καλύτερα από οποιοδήποτε άλλο. Όμως είναι γνωστό ότι τα τραπεζικά ιδρύματα -όχι μόνο της Ελλάδος αλλά και γενικότερα- κινούνται με περισσότερο παραδοσιακούς τρόπους στην δανειοδότηση επιχειρήσεων η οποία περνά μέσα από την χρήση εξασφαλίσεων. Εξασφαλίσεις οι οποίες είναι συνήθως ακίνητη περιουσία, και σήμερα αυτές ακριβώς που υποφέρουν κατά μέγιστο βαθμό ακριβώς λόγω της καθίζησης της αξίας των ακινήτων στη χώρα. Άρα οι εμπορικές τράπεζες -τα παραδοσιακά τραπεζικά ιδρύματα - δεν μπορούν ή είναι απρόθυμα να υποδυθούν τον ρόλο που καλείται να παίξει ένας μεσο-μακροπρόθεσμος στρατηγικός χρηματοδότης ο οποίος θα μπορούσε να είναι η εθνική αναπτυξιακή τράπεζα.

Ενδιαφέρον είναι ίσως εδώ να καταλάβουμε και για ποιο λόγο σήμερα είναι τόσο συμπεσμένες προς τα κάτω οι αξίες των παραγωγικών assets. Η αξία ενός παραγωγικού στοιχείου προσδίδεται από δύο κύριως δυναμικές. Η πρώτη είναι η δυνατότης να παράξει ταμειακές ροές στο μέλλον. Η άλλη παράμετρος που δημιουργεί την αξία ενός στοιχείου είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο με το οποίο αυτές ακριβώς οι μελλοντικές ταμειακές ροές προεξοφλούνται στην παρούσα τους αξία. Με λίγα λόγια μπορούμε να έχουμε ένα στοιχείο το οποίο, παρά το ότι αναμένεται να προσδώσει εξαιρετικές αποδόσεις σε ένα μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, η σημερινή του αξία στην αγορά -η αξία αποτίμησης - να είναι χαμηλή ακριβώς λόγω του πολύ υψηλού προεξοφλητικού επιτοκίου το οποίο χρησιμοποιούν πιθανοί επενδυτές για να διαμορφώσουν την παρούσα του αξία μέσα στη παρούσα κρίση. Η είσοδος ενός μεσοπρόθεσμου παίκτη μπορεί ακριβώς να διασφαλίσει ότι η αποτίμηση αυ-

³ European Investment Advisory Hub

⁴ Investment Plan for Europe

τού του στοιχείου δεν θα γίνει στο σημερινό εξαιρετικά δυσμενές περιβάλλον -το οποίο σημαίνει τη χρήση τυχοδιωκτικά υψηλών προεξοφλητικών επιτοκίων και κατά συνέπεια πολύ χαμηλές αποτιμήσεις - αλλά θα γίνει σε έναν διακριτικό χρονικό ορίζοντα όπου τα σημερινά προκλητικά επιτόκια θα έχουν διαμορφωθεί με πιο θετικό πρόσημο. Δηλαδή, για να το πούμε με όρους capital budgeting, μια εθνική αναπτυξιακή τράπεζα μπορεί να έχει τον επενδυτικό ορίζοντα ο οποίος δίνει τη δυνατότητα στην επένδυση να αναδείξει την πραγματική παρούσα της αξία.

Αυτό δε σημαίνει πως η ΕΑΤ θα λειτουργήσει ανταγωνιστικά προς το υπάρχον εμπορικό τραπεζικό σύστημα της χώρας. Τουναντίον μία εθνική αναπτυξιακή τράπεζα θα μπορούσε ακριβώς να προσδώσει το προφίλ κινδύνου που θέλουν οι τράπεζες να πάρουν διαμορφώνοντας ένα πιο ευνοϊκό προφίλ αβεβαιότητας για τις επενδύσεις οι οποίες μπορούν να γίνουν στη χώρα. Με αυτό τον τρόπο θα αυξήσει ουσιαστικά τη δυνατότητα του υπάρχοντος τραπεζικού συστήματος να συμμετάσχει σ' αυτές τις επενδύσεις και να τις δανειοδοτήσει αλλά και πιθανά θα μπορούσε να προσελκύσει και ξένες τραπεζικές οντότητες οι οποίες θα μπορούσαν να καταλάβουν καλύτερα τον κίνδυνο που καλούνται να αναλάβουν.

Πιθανά προβλήματα που πρέπει να αποφευχθούν

Το εγχείρημα της ίδρυσης ενός νέου αναπτυξιακού μηχανισμού δεν είναι βέβαια χωρίς κανένα κίνδυνο. Κατά την ίδρυση και θεσμοθέτηση της νέας εθνικής αναπτυξιακής τράπεζας θα πρέπει να είμαστε πολύ προσεκτικοί ώστε να αποφύγουμε προβλήματα και στρεβλώσεις που μπορεί να προέλθουν από ένα κακοστημένο φορέα. Τέσσερις είναι οι κύριοι κίνδυνοι αστοχίας στο σχεδιασμό που θα πρέπει να αποφευχθούν:

1. σόρευση υπερβολικών ζημιών λόγω **ανεπάρκειας στη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου**
2. **διοχέτευση πόρων σε ακατάλληλες επενδύσεις** λόγω πολιτικής επιρροής
3. η **διατήρηση ακατάλληλων πρακτικών αγοράς** είτε ολιγοπωλιακών δομών, το οποίο θα μπορούσε να συμβεί πάλι μέσω της επιρροής συντεχνιακών συμφερόντων στη διοίκηση της νέας τράπεζας
4. τέλος ένας κίνδυνος που πρέπει να αποφευχθεί πάση θυσία είναι η **στρέβλωση του γενικότερου χρηματοπιστωτικού τοπίου της χώρας** είτε με τη διατήρηση αφύσικα χαμηλών επιτοκίων σε κάποιου είδους επενδύσεις, είτε με τη δανειοδότηση επιχειρήσεων και πρότζεκτ τα οποία μπορούν να δανειοδοτηθούν κατευθείαν από τον εμπορικό τραπεζικό τομέα.

Επίλογος

Σήμερα υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός δημόσιων οργανισμών /εργαλείων που σχετίζονται με την ανάπτυξη ο οποίος δημιουργεί ένα **δαίδαλώδες περιβάλλον αλληλοσυγκρουόμενων φορέων** και προγραμμάτων που οδηγεί σε κατακερματισμό ο οποίος εκδηλώνεται με α) έλλειψη συντονισμού, β) κενά σε αναπτυξιακές πρωτοβουλίες, γ) έλλειψη συνέχειας, δ) αδυναμία αξιοποίησης πόρων με σύγχρονα χρηματοοικονομικά εργαλεία, ε) διασπορά του ήδη ισχνού ανθρώπινου ταλέντου και πόρων, στ) γραφειοκρατία, ζ) άγνοια του νόμου και τέλος η) με την έλλειψη επαρκούς ελέγχου και αποτελεσματικότητας.

Τα παραπάνω θέματα απωθούν πιθανούς επενδυτές λόγω της έλλειψης ενός ενιαίου σημείου αναφοράς μέσω του οποίου μπορεί να επιτευχθεί συντονισμός της επενδυτικής προσπάθειας.

Όσο αφορά στο υφιστάμενο εμπορικό τραπεζικό σύστημα, αυτό δεν μπορεί να χρηματοδοτήσει το συνολικό εύρος του φάσματος των διαθέσιμων επενδυτικών έργων. Πιο συγκεκριμένα **οι εμπορικές τράπεζες δεν θα χρηματοδοτήσουν από μόνες τους έργα με ποσύπλοκη δομή ή / και ποσύπλοκο προφίλ κινδύνου. Ωστόσο, θα μπορούσαν -και είναι πρόθυμες - να τα χρηματοδοτήσουν σε συμμετοχή από κοινού με μια εθνική αναπτυξιακή τράπεζα που από τη φύση της α) έχει μια πιο μακροπρόθεσμη προοπτική και β) μπορεί να επέμβει αγγίζοντας το προφίλ κινδύνου των σχετικών ταμειακών ροών.**

Μια εθνική αναπτυξιακή τράπεζα που χαράσσει την εθνική αναπτυξιακή στρατηγική θα πρέπει να εμπλακεί και με το μείζον θέμα του σχεδιασμού αξιοποίησης της περιουσίας του δημοσίου. **Στις περιπτώσεις αδυναμίας της αγοράς (market failure), η ΕΑΤ μπορεί να μπει ανάμεσα στην κερδοσκοπικά χαμηλή αποτίμηση και στον απρόθυμο τραπεζικό δανεισμό.**

Τέλος, ειδικά στη περίπτωση της Ελλάδος, οι περισσότεροι κίνδυνοι σχετικά με την ίδρυση ΕΑΤ έχουν να κάνουν με τη **“μη ευθυγράμμιση” των κινήτρων της διοίκησης.** Ένας δεύτερος κίνδυνος που πρέπει να αποφευχθεί πάση θυσία είναι η **στρέβλωση του γενικότερου χρηματοπιστωτικού τοπίου της χώρας.**

CAPITAL CONTROLS: Ο Πυρετός της Οικονομίας

Περικλής Γκόγκας, Αναπληρωτής Καθηγητής
Μαρία-Άρτεμις Μαιθαίου, Υποψήφια Διδάκτορας

Τμήμα Οικονομικών Επιστημών Δημοκρίτειο Πανεπιστήμιο Θράκης

Τα Capital Controls ήρθαν στην ζωή μας απρόσμενα για πολλούς αλλά αναμενόμενα για όσους ασχολούνται ενδελεχώς με την τραπεζική και τα χρηματοοικονομικά. Για όσους δεν έχουν ξαναζήσει κάτι ανάλογο, είναι η κατάσταση στην οποία βρισκόταν η ελληνική οικονομία την εποχή της δραχμής. Οι περιορισμοί στο τουριστικό, φοιτητικό, κλπ. συνάλλαγμα ήταν στην καθημερινότητα του Έλληνα. Αυτή θα ήταν επίσης και η μόνιμη πραγματικότητα της οικονομίας μας αν εγκατέλειπε την ζώνη του ευρώ και υιοθετούσε ένα νέο νόμισμα. Τα Capital Controls είναι ο «πυρετός» της οικονομίας. Όπως ο οργανισμός μας προσπαθεί να καταπολεμήσει μία ίωση μέσω του πυρετού, έτσι και η επιβολή των Capital Controls γίνεται για να αντιμετωπιστούν σοβαρά προβλήματα στην οικονομία. Είναι τα Capital Controls όπως και ο πυρετός: α) ανεπιθύμητα, β) έχουν διάφορες αρνητικές επιπτώσεις και γ) είναι μέσο προστασίας. Αποτελούν δηλαδή ένα σύμπτωμα στην οικονομική δραστηριότητα και προσπάθεια άμβλυνσης των επιπτώσεων ενός ευρύτερου προβλήματος.

Προβλήματα κεφαλαίων και ρευστότητας

Σε περιόδους μειωμένης οικονομικής δραστηριότητας, όπως στη φάση του οικονομικού κύκλου που ονομάζουμε ύφεση ή σε μεγάλες κρίσεις, όπως η κρίση χρέους της Ελλάδας που ξεκίνησε το 2010, οι τράπεζες αρχίζουν να αντιμετωπίζουν προβλήματα που προέρχονται από δύο πηγές:

- **Τα μη-εξυπηρετούμενα δάνεια (non-performing loans).** Αυτά είναι γνωστά και ως **κόκκινα δάνεια**. Είναι επιχειρηματικά, στεγαστικά, καταναλωτικά, κλπ δάνεια για τα οποία οι δανειολήπτες σταμάτησαν να κάνουν πληρωμές τόκων και κεφαλαίου λόγω οικονομικής δυσπραγίας. Το πρόβλημα που προκαλούν είναι η ανάγκη ανακεφαλαιοποίησης.
- **Την φυγή των καταθέσεων.** Σε περιόδους ύφεσης τα εισοδήματα είναι μειωμένα. Επομένως, οι καταθέτες αποσύρουν μικρότερο ή μεγαλύτερο μέρος των καταθέσεών τους, για να αντισταθμίσουν την μείωση του εισοδήματός τους και να διατηρήσουν το βιοτικό τους επίπεδο όσο γίνεται σταθερό. Επίσης, όταν έχουμε μια εκτεταμένη κρίση, όπως αυτή της Ελλάδας μετά το 2010, όπου υπάρχει κίνδυνος γενικότερης χρεοκοπίας, πολλοί θα επιχειρήσουν να εξάγουν τα χρήματά τους σε τράπεζες του εξωτερικού προκειμένου να τα διασώσουν από μια πιθανή πλήρη κατάρρευση της εγχώριας οικονομίας. Το πρόβλημα που προκαλείται, είναι αυτό της **ρευστότητας**.

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζονται οι πηγές των προβλημάτων ρευστότητας και πως οδηγούν στην επιβολή των Capital Controls.



Το πρώτο πρόβλημα, είναι τα μη-εξυπηρετούμενα δάνεια των τραπεζών, που προκαλούν την ανάγκη ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών. Η ανακεφαλαιοποίηση πραγματοποιείται μέσω των διαδικασιών του bail-in και bail-out. Το δεύτερο πρόβλημα είναι η φυγή των καταθέσεων από τις τράπεζες. Η μείωση των καταθέσεων δημιουργεί πρόβλημα ρευστότητας στις τράπεζες. Για την λύση του προβλήματος σε περιόδους κρίσης, οι τράπεζες καταφεύγουν στον μηχανισμό άμεσης ρευστότητας (ELA) και στην Κεντρική Ευρωπαϊκή Τράπεζα. Παρακάτω, αναλύεται ο τρόπος με τον οποίο αντιμετωπίζει τα δύο αυτά προβλήματα το τραπεζικό σύστημα, προκειμένου να μην καταρρεύσει.

Τραπεζικός ισολογισμός

Οι τράπεζες είναι επιχειρήσεις, όπως όλες οι υπόλοιπες, αλλά με μια πολύ σημαντική λειτουργία μέσα στην σύγχρονη οικονομία. Είναι η καρδιά των οικονομιών και γι' αυτό δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στον έλεγχο της κατάστασης στην οποία βρίσκονται από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές και κυρίως την Κεντρική Τράπεζα κάθε χώρας. Στην περίπτωση που εντοπιστούν προβλήματα παίρνονται άμεσα μέτρα για την αντιμετώπισή τους.

Για να κατανοήσουμε τα προβλήματα που μπορεί να αντιμετωπίσει μια τράπεζα θα εστιάσουμε στον ισολογισμό της. Στο παρακάτω σχήμα παρουσιάζουμε έναν τραπεζικό ισολογισμό σε πολύ απλή μορφή.

Τραπεζικός Ισολογισμός 2016

Ενεργητικό	Παθητικό
Δάνεια στεγαστικά €500	Ίδια κεφάλαια €100
Δάν. επιχειρηματικά €410	Καταθέσεις €900
Ταμείο €90	
Σύνολο €1000	Σύνολο €1000

Η παραπάνω τράπεζα, λοιπόν, ξεκινάει τη λειτουργία της με €100 κεφάλαια που συνεισφέρανε οι μέτοχοί της και περιλαμβάνονται στα ίδια κεφάλαια. Επίσης, έχει δεχτεί €900 σε καταθέσεις από το κοινό. Αυτά αποτελούν μέρος του παθητικού της, γιατί, όπως έχουμε δει στο κεφάλαιο που αναφέρεται στις οικονομικές καταστάσεις, τα ίδια κεφάλαια τα οφείλει στους μετόχους της και τις καταθέσεις στους καταθέτες. Με το σύνολο των €1000 που έχει, έδωσε στεγαστικά και επιχειρηματικά δάνεια αξίας €500 και €400 αντίστοιχα. Τα δάνεια είναι χρηματοοικονομικά προϊόντα και αποτελούν περιουσιακά στοιχεία της τράπεζας. Είναι τα μέσα τα οποία χρησιμοποιεί το τραπεζικό ίδρυμα στην παραγωγική του διαδικασία. Κατά μία έννοια, μπορούμε να τα παρομοιάσουμε με τα μηχανήματα μιας βιομηχανικής επιχείρησης. Τέλος, έχει €90 ρευστά διαθέσιμα στο ταμείο της, γιατί η κεντρική τράπεζα της επιβάλλει να διατηρεί το 10% των καταθέσεων με την μορφή ρευστών στο ταμείο της για την εξυπηρέτηση των πελατών της που θα θελήσουν να κάνουν ανάληψη. Ο παραπάνω ισολογισμός είναι, φυσικά, απλουστευμένος, αλλά περιέχει ό,τι χρειαζόμαστε, για να κατανοήσουμε τα προβλήματα που μπορεί να προκύψουν σε μία τράπεζα σε διάφορες εξειδικευμένες και σπάνιες περιπτώσεις. Στην κανονική λειτουργία της μέσα σε μια οικονομία που βρίσκεται σε φυσιολογική οικονομική δραστηριότητα, η τράπεζα θα συνεχίσει τη δραστηριότητά της χωρίς προβλήματα.

Πρόβλημα 1: Μη εξυπηρετούμενα δάνεια (non-performing loans)

Με την ύφεση και την αύξηση του αριθμού των μη-εξυπηρετούμενων δανείων, αυτά θα πρέπει να διαγραφούν από τον ισολογισμό της τράπεζας, αφού δε θα εισπραχθούν ποτέ. Δεν αποτελούν, πλέον, περιουσιακό της στοιχείο. Πέρα από την πλευρά του ενεργητικού όμως τα δάνεια αυτά θα πρέπει να διαγραφούν και από τα ίδια κεφάλαιά της γιατί αποτελούν ζημίες που επιβαρύνουν φυσικά τους μετόχους-ιδιοκτήτες της τράπεζας. Αν τα δάνεια που θα διαγραφούν είναι, €80 στεγαστικά και €40 επιχειρηματικά δάνεια, τότε ο ισολογισμός θα γίνει:

Τραπεζικός Ισολογισμός με διαγραφή μη-εξυπηρετούμενων δανείων

Ενεργητικό	Παθητικό
Δάνεια στεγαστικά €420	Ίδια κεφάλαια €-20
Δάν. επιχειρηματικά €370	Καταθέσεις €900
Ταμείο €90	
Σύνολο €880	Σύνολο €880

Προφανώς η τράπεζα δεν μπορεί να συνεχίσει την λειτουργία της και θα πρέπει είτε να κλείσει, είτε να ανακεφαλαιοποιηθεί ώστε να έχει πλέον θετικά και ικανοποιητικά ίδια κεφάλαια. Υπάρχουν δύο τρόπου να γίνει αυτό, είτε με Bail-out, είτε με Bail-in.

Bail-out: διάσωση από έξω

Η κυβέρνηση μπορεί να αναλάβει την ανακεφαλαιοποίηση της τράπεζας συνεισφέροντας πχ €100 στο μετοχικό κεφάλαιο της. Ο ισολογισμός της θα γίνει:

Τραπεζικός Ισολογισμός μετά την ανακεφαλαιοποίηση

Ενεργητικό		Παθητικό	
Δάνεια στεγαστικά	€420	Ίδια κεφ. (δημόσιο)	€80
Δάν. επιχειρηματικά	€370	Καταθέσεις	€900
Ταμείο	€190		
Σύνολο	€980	Σύνολο	€980

Τα ίδια κεφάλαια της τράπεζας είναι και πάλι θετικά. Όμως τα κεφάλαια αυτά δεν ανήκουν πια στους αρχικούς μετόχους της αλλά στο δημόσιο. Οπότε, μέσω της ανακεφαλαιοποίησης:

- το τραπεζικό αυτό ίδρυμα ουσιαστικά κρατικοποιήθηκε, από τη στιγμή που τα κεφάλαιά του ανήκουν στο δημόσιο.
- Οι αρχικοί μέτοχοι έχασαν το σύνολο των κεφαλαίων που είχαν επενδύσει στην τράπεζα.

Στην περίπτωση της χώρας μας, ο μηχανισμός στήριξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την διάσωση της Ελλάδας, δάνεισε το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) του ελληνικού δημοσίου και αυτό τις ελληνικές τράπεζες με το ποσό που χρειάστηκαν για την ανακεφαλαιοποίησή τους. Επομένως, τα δάνεια που πήραν οι τράπεζες μέσω του ΤΧΣ για την ανακεφαλαιοποίηση αποτελούν μέρος του ελληνικού χρέους.

Bail-in: διάσωση από μέσα

Το bail-in αφορά στη διάσωση του τραπεζικού ιδρύματος που βρίσκεται σε κίνδυνο από μέσα. Στην περίπτωση αυτή, τα κεφάλαια για την ανακεφαλαιοποίηση δεν προέρχονται από το ΤΧΣ και την Ε.Ε. αλλά από όσους συμμετέχουν στη δομή του παθητικού της τράπεζας. Αυτοί είναι οι ομολογιούχοι και οι καταθέτες. Μετά την κρίση και τα μη-εξυπηρετούμενα δάνεια που διαγράφηκαν, όπως στην προηγούμενη περίπτωση, ο ισολογισμός είναι πάλι:

Τραπεζικός Ισολογισμός με διαγραφή μη-εξυπηρετούμενων δανείων

Ενεργητικό		Παθητικό	
Δάνεια στεγαστικά	€420	Ίδια κεφάλαια	€-20
Δάν. επιχειρηματικά	€370	Καταθέσεις	€900
Ταμείο	€90		
Σύνολο	€880	Σύνολο	€880

Στον ισολογισμό αυτό δεν υπάρχουν ομολογιούχοι στο παθητικό, παρά μόνο οι μέτοχοι και οι καταθέτες. Επειδή δεν αλλάζει τίποτα ουσιαστικό στην ανάλυση του bail-in, δεν θα προσθέσουμε τους ομολογιούχους, για να παραμείνει απλό το παράδειγμά μας. Προφανώς, η τράπεζα που έχει αρνητικά ίδια κεφάλαια θα πρέπει είτε να κλείσει άμεσα, είτε να ανακεφαλαιοποιηθεί. Μια ανακεφαλαιοποίηση μέσω bail-in μπορεί να γίνει με ένα κούρεμα των καταθέσεων κατά 20% και το ποσό που κουρευτήκε θα χρησιμοποιηθεί ως κεφάλαιο στην τράπεζα. Ο ισολογισμός της θα γίνει τώρα:

Τραπεζικός Ισολογισμός με bail-in

Ενεργητικό		Παθητικό	
Δάνεια στεγαστικά	€420	Ίδια κεφάλαια	€160
Δάν. επιχειρηματικά	€370	Καταθέσεις	€720
Ταμείο	€90		
Σύνολο	€880	Σύνολο	€880

Έτσι, η τράπεζα έχει διασωθεί και, πλέον, έχει θετικά ίδια κεφάλαια ύψους €160, τα οποία ανήκουν ολοκληρωτικά στους καταθέτες. Οι καταθέσεις των τελευταίων κουρεύτηκαν για αυτό τον λόγο και από €900 έγιναν €720. Με τον τρόπο αυτό, οι καταθέτες αποτελούν πλέον τους ιδιοκτήτες της τράπεζας αυτής.

Πρόβλημα 2: Φυγή των καταθέσεων (bank run)

Έστω, ότι για οποιονδήποτε λόγο υπάρχει μία φήμη ότι οι τράπεζες θα καταρρεύσουν και οι πολίτες θα χάσουν τα χρήματα που έχουν σε αυτές. Τότε, είναι λογικό οι καταθέτες να τρέξουν να αποσύρουν τα χρήματά τους από το τραπεζικό σύστημα, για να τα διασώσουν. Οι τράπεζες, όμως, δεν είναι δυνατόν να ικανοποιήσουν όλους τους καταθέτες, καθώς τα χρήματά τους δεν παραμένουν κλεισμένα στο ταμείο της, αλλά μετατρέπονται σε δάνεια σε επιχειρήσεις και νοικοκυριά. Άρα, από τον αρχικό τραπεζικό ισολογισμό του 2016 μόνο τα πρώτα €90 θα μπορούσαν να αναληφθούν. Το φαινόμενο αυτό των μαζικών μη-αναμενόμενων αναλήψεων των καταθέσεων ονομάζεται **τραπεζικός πανικός (bank run)**. Στην περίπτωση αυτή, οποιαδήποτε τράπεζα, όσο υγιής, κερδοφόρα και με μεγάλη ρευστότητα και αν είναι, δεν θα μπορέσει να ανταποκριθεί και θα καταρρεύσει.

Ας υποθέσουμε ότι λόγω της κρίσης υπάρχει μείωση των καταθέσεων στον αρχικό ισολογισμό της τράπεζας του παραδείγματός μας κατά €600. Πλέον, λοιπόν, η τράπεζα αντιμετωπίζει **πρόβλημα ρευστότητας**. Μπορεί να μην έχει μη-εξυπηρετούμενα δάνεια, αλλά χρειάζεται άμεσα μετρητά, για να εξυπηρετεί τις αναλήψεις των πελατών της. Για να βρει η τράπεζα μόνη της, από την κανονική της λειτουργία, τα ρευστά για να ικανοποιήσει τις αναλήψεις ύψους €600, όταν έχει στο ταμείο της μόνο €90, πρέπει να ανακαλέσει μέρος των δανείων που έχει δώσει. Όμως, η διαδικασία αυτή είναι εξαιρετικά χρονοβόρα και σπάνια εφαρμόζεται. Επίσης, είναι προβληματική για τους δανειοδοτούμενους που θα πρέπει να αναζητήσουν χρηματοδότηση από άλλες πηγές. Επιπλέον, σε περιόδους κρίσης, είναι αδύνατο για τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά που έχουν πάρει τα δάνεια, να βρουν τα χρήματα για να τα επιστρέψουν. Η τράπεζα πρέπει να βρει ρευστά από αλλού. Συνήθως, αυτό γίνεται μέσω δανεισμού της από την διατραπεζική αγορά. Σε μια φυσιολογική περίοδο οικονομικής δραστηριότητας θα έπαιρνε ένα δάνειο από κάποια άλλη τράπεζα. Όμως, σε περιόδους κρίσης όπως αυτή της Ελλάδας μετά το 2010, όλες οι τράπεζες στην Ελλάδα αντιμετωπίζουν το ίδιο πρόβλημα και επομένως δε δύνανται να δανείσουν η μία την άλλη. Οι τράπεζες του εξωτερικού που σε κανονικές συνθήκες θα παρείχαν τα δάνεια, τώρα λόγω κρίσης αρνούνται να δανείσουν τις ελληνικές τράπεζες. Στην περίπτωση της Ελλάδας, την απαραίτητη ρευστότητα την παρείχε ο μηχανισμός **ELA (Emergency Liquidity Assistance)**. Ο ισολογισμός γίνεται πλέον:

Τραπεζικός Ισολογισμός μετά την φυγή των καταθέσεων και τον ELA

Ενεργητικό			Παθητικό		
Δάνεια στεγαστικά	€500		Ίδια κεφάλαια	€100	
Δάν. επιχειρηματικά	€410		Καταθέσεις	€300	
Ταμείο	€90		ELA	€600	
Σύνολο	€1000		Σύνολο	€1000	

Με την έξοδο της ελληνικής οικονομίας από την κρίση και την επιστροφή των καταθέσεων στις ελληνικές τράπεζες, τα χρήματα του ELA θα επιστραφούν.

Μερικά λόγια για τον ELA

Τελικά τι είναι ο μηχανισμός Έκτακτης Παροχής Ρευστότητας ELA (Emergency Liquidity Assistance); Ας επισημάνουμε τα βασικά χαρακτηριστικά, για να καταλάβουμε γιατί υπάρχει και πώς λειτουργεί:

- Υπό φυσιολογικές συνθήκες οι τράπεζες αντλούν ρευστότητα (δανείζονται) από την ΕΚΤ μέσω Main Refinancing Operations το οποίο την περίοδο της ελληνικής κρίσης (2015) έχει επιτόκιο 0,05%. Για να γίνει αυτό παρέχουν στην ΕΚΤ αξιόγραφα (ομόλογα, κλπ) υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης ως ενέχυρο.
- Όταν οι τράπεζες, που έχουν ανάγκη για ρευστότητα, δεν έχουν επαρκής αξίας ή αξιολόγησης αξιόγραφα, δεν μπορούν να δανειστούν από την ΕΚΤ, αλλά προβλέπεται η λειτουργία και χρήση του ELA για την παροχή ρευστότητας.

- Το επιτόκιο του Main Refinancing Operations ήταν 0,05%, όμως μετά την ενεργοποίηση του ELA έγινε 1,55%.
- Η παροχή ρευστότητας είναι στην διακριτική ευχέρεια της κατά τόπου εθνικής Κεντρικής Τράπεζας και γίνεται μόνο με την παροχή ανάλογου ύψους ενεχύρων.
- Τα δάνεια και ο σχετικός κίνδυνος μέσω ELA, όπως είναι η μη-αποπληρωμή τους σε περίπτωση κατάρρευσης του χρηματοδοτούμενου πιστωτικού ιδρύματος, βαρύνουν την Εθνική Κεντρική Τράπεζα και τον ισολογισμό της και όχι αυτόν της ΕΚΤ.
- Αυτό σημαίνει ότι και οι πιθανές ανάγκες ανακεφαλαιοποίησης της εθνικής Κεντρικής Τράπεζας βαρύνουν την τοπική κυβέρνηση που παρέχει τις εγγυήσεις για το κεφάλαιό της.
- Η εθνική Κεντρική Τράπεζα καθορίζει τους όρους αποπληρωμής και τις λεπτομέρειες για τα ενέχυρα.
- Έτσι, μέσω του ELA ο κίνδυνος παραμένει στην χώρα που τον χρησιμοποιεί. Αυτός είναι και ο στόχος ύπαρξης του ELA, πέρα από το Main Refinancing Operation της ΕΚΤ.
- Η πρόθεση παροχής δανεισμού σε τοπική τράπεζα μέσω ELA από μια εθνική Κεντρική Τράπεζα ανακοινώνεται στην ΕΚΤ, όπως και οι λεπτομέρειες του δανεισμού. Όμως, δεν είναι απαραίτητο αυτά να δημοσιοποιηθούν στο κοινό, και έτσι σπάνια γίνονται γνωστά στο κοινό για να μη διαταράσσεται η σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος.
- Οι υπόλοιπες Κεντρικές Τράπεζες του Ευρωσυστήματος μπορούν να σταματήσουν τη χρηματοδότηση των τραπεζών, μέσω του ELA, με πλειοψηφία δύο τρίτων (άρθρο 14.4 του καταστατικού της ΕΚΤ και Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών) στο Διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ. Αυτό συμβαίνει στην περίπτωση που το Διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ αποφασίσει πως η χρηματοδότηση παρεμποδίζει τους στόχους και τα καθήκοντα του Ευρωσυστήματος.
- Ο δανεισμός μέσω ELA διέπεται από την αυστηρή απαγόρευση στη Συνθήκη εγκαθίδρυσης της ΕΕ (άρθρο 101, κανονισμός 3603/93) για τη μη-χρηματοδότηση των ελλειμμάτων των κρατικών προϋπολογισμών των χωρών μελών, όπως και του δημόσιου χρέους.

Η δημόσια στήριξη του χρηματοπιστωτικού τομέα

Κωνσταντίνος Στρατής

Υποψήφιος Διδάκτορας Οικονομικών Επιστημών, ΕΚΠΑ

Καθώς πλησιάζει η ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών, αξίζει να ανατρέξουμε εν τάχει στις δύο προηγούμενες διαδικασίες στήριξης του εγχώριου χρηματοπιστωτικού τομέα και να επιχειρήσουμε μία σύγκριση του συνολικού κόστους για την ελληνική οικονομία και τις υπόλοιπες χώρες της Ε.Ε.

1. Η πρώτη ενίσχυση των τραπεζών (2008, Νόμος Αλογοσκούφη)

Ως μοναδική λύση στον κίνδυνο που επιφύλασσε η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση για τον ελληνικό τραπεζικό τομέα, την στιγμή –ακριβώς– που οι επενδυτές διεθνώς απείχαν από ανάληψη νέων κινδύνων θεωρήθηκε η στήριξη των τριών πυλώνων του Ν. 3723/2008 (περισσότερο γνωστός ως νόμος Αλογοσκούφη):

- Εγγύηση εκ μέρους του ελληνικού δημοσίου προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για νέο δανεισμό έως τα τέλη του 2009 και έως συνολικού ύψους 15 δισ. ευρώ (στη συνέχεια το σχετικό όριο αυξήθηκε και επεκτάθηκε και το χρονικό περιθώριο ισχύος των διατάξεων).
- Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου των τραπεζικών ιδρυμάτων, με έκδοση προνομιούχων μετοχών (ετήσιου επιτοκίου 10%) τις οποίες κάλυψε αποκλειστικά το δημόσιο. Οι προνομιούχες μετοχές θα μπορούσαν να μετατραπούν σε κοινές (καθιστώντας το ελληνικό δημόσιο μακράν τον μεγαλύτερο μέτοχο των τραπεζικών ιδρυμάτων) εάν οι τράπεζες δεν ήταν σε θέση να τις εξαγοράσουν στην ονομαστική τους αξία εντός 5 ετών. Βάσει της συγκεκριμένης διάταξης, τοποθετήθηκαν οι πρώτοι εκπρόσωποι του δημοσίου στα διοικητικά συμβούλια των συμμετεχόντων τραπεζών.
- Παροχή τίτλων του δημοσίου, έναντι καταβολής σχετικής προμήθειας, προς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς μέχρι συνολικού ύψους 8 δισ. ευρώ, οι οποίοι θα μπορούσαν στη συνέχεια να αξιοποιηθούν από τα τραπεζικά ιδρύματα για την κάλυψη χρηματοδοτικών αναγκών. Ο πυλώνας αυτός δεν αξιοποιήθηκε από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Με την εισαγωγή της ελληνικής οικονομίας στα προγράμματα στήριξης (μνημόνια) το 2010 και 2012, κρίθηκε επιβεβλημένη η αύξηση του σχετικού ορίου, καθώς και η επιμήκυνση της διάρκειας εφαρμογής του (με υπουργική απόφαση Ιανουαρίου 2015, δόθηκε παράταση έως τα τέλη Ιουνίου 2015). Στα τέλη του 2014, οι συνολικές εγγυήσεις του δημοσίου σε χρεόγραφα ελληνικών τραπεζών άγγιζε τα 50 δισ. ενώ το μέγιστο επιτρεπτό όριο είχε ήδη αυξηθεί σε 85 δισ.

Σε ό,τι αφορά τον δεύτερο πυλώνα, οι περισσότερες τράπεζες έκαναν χρήση των διατάξεων του, εκδίδοντας προνομιούχες μετοχές. Μετά την πρόσκαιρη βελτίωση του οικονομικού κλίματος, ορισμένες από αυτές προχώρησαν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου απευθυνόμενες σε ιδιώτες μετόχους με σκοπό να εξαγοράσουν την συμμετοχή του δημοσίου, αποφεύγοντας το υψηλό τους κόστος (10% ετησίως) και το ενδεχόμενο μετατροπής τους σε κοινές (που θα καθιστούσε το ελληνικό δημόσιο μακράν τον μεγαλύτερο μέτοχο των τραπεζών).

Η ονομαστική αξία των προνομιούχων μετοχών που εκδόθηκαν τελικά έφτασε τα 4,5 δισ. ευρώ (Πίνακας 1).

Πίνακας 1: Ονομαστική αξία προνομιούχων μετοχών Ν.3723/2008 στο τέλος 2012 και 2013.

Πειραιώς	750.000.000
Αττικής	100.200.000
AlphaBank	940.000.000
Proton	80.000.000
T.T.	224.960.000
Eurobank	950.125.000
ΕΤΕ	1.350.000.000
FBB	50.000.000
Πανελλήνια	28.300.000
Σύνολο	4.473.585.000

Πηγή: Εισηγητική έκθεση προϋπολογισμού 2013 και 2014.

Ο «νόμος Αλογοσκούφη» αποτέλεσε –απλά– ένα προοίμιο των αναγκών του χρηματοπιστωτικού συστήματος που θα προέκυπταν λίγα χρόνια αργότερα, μετά την ολοκλήρωση του προγράμματος απομείωσης της ονομαστικής αξίας του δημοσίου χρέους (PSI), οπότε το νεοϊδρυθέν Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) θα αποκτούσε πλειοψηφική συμμετοχή στο σύνολο του ελληνικού τραπεζικού τομέα.

2. PSI και ανακεφαλαιοποιήσεων τραπεζών

Μετά την υπογραφή του πρώτου προγράμματος προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας έγινε, σύντομα, προφανές πως η αυξητική δυναμική του ελληνικού δημοσίου χρέους παρέμενε αμείωτη και πως μία απομείωση της ονομαστικής του αξίας ήταν αναπόφευκτη, ώστε να επανέλθει –σταδιακά– σε βιώσιμα επίπεδα. Η προσπάθεια μείωσης της δανειακής επιβάρυνσης του ελληνικού δημοσίου απέβη ιδιαίτερα επώδυνη για τις ελληνικές τράπεζες που διατηρούσαν μέρος του ενεργητικού τους σε χρεόγραφα του ελληνικού δημοσίου. Μετά την λογιστική αναγνώριση των ζημιών από το πρόγραμμα PSI, άμεση ανάγκη αποτέλεσε η ανακεφαλαιοποίηση του ελληνικού χρηματοπιστωτικού τομέα ώστε να παραμείνουν διασφαλισμένες οι καταθέσεις στις ελληνικές τράπεζες και να ανταπεξέλθει ο τραπεζικός τομέας στο ρόλο χρηματοδότησης της οικονομίας.

Πίνακας 2: Ονομαστική αξία ομολόγων ΕΤΧΣ (EFSF) που αξιοποιήθηκαν για την ανακεφαλαιοποίηση του χρηματοπιστωτικού τομέα και την κάλυψη του κενού χρηματοδότησης των υπό εκκαθάριση ιδρυμάτων.

		ΑΜΚ	Κενό χρηματοδότησης
2012	ΑΤΕ		6.500.000.000
	AlphaBank	3.960.544.000	
	Eurobank	5.725.783.000	
	ΕΤΕ	8.464.264.000	
	Πειραιώς	6.847.527.000	
	Νέο ΤΤ	500.000.000	
2013	ΑΤΕ		794.827.000
	ΤΤ		3.732.554.000
	FBB		456.970.000
	Συνετ. Δωδεκανήσου	166.008.000	
	Συνετ. Ευβοίας	63.939.000	
	Συνετ. Δ. Μακεδονίας	54.681.000	
Σύνολο		25.498.118.000	11.768.979.000

Πηγή: ΤΧΣ.

Παρότι ορισμένα σενάρια έκαναν λόγο για χρήση ομολογιών υπό αίρεση μετατρέψιμων σε μετοχές (Contingent Convertibles, CoCos) και στην εν λόγω διαδικασία, παρόμοια λύση δεν επικράτησε καθώς πρώτη προτεραιότητα αποτέλεσε η ελαχιστοποίηση της κρατικής συμμετοχής. Για την παροχή κινήτρων προς ιδιώτες επενδυτές, επιλέχθηκε μια αρκετά περίπλοκη δομή, η οποία επέτρεπε στους ενδιαφερόμενους επενδυτές να τοποθετήσουν αρχικά ένα σχετικά μικρό κεφάλαιο στις αυξήσεις κεφαλαίου, διατηρώντας το δικαίωμα (χωρίς να αναλαμβάνουν αντίστοιχη υποχρέωση) αύξησης της συμμετοχής τους στο μέλλον εάν αυτό κρινόταν επωφελές. Η δομή αυτή, που έμεινε στην συνείδηση της ελληνικής επενδυτικής κοινότητας με τον αγγλικό όρο των παραστατικών τίτλων δικαιωμάτων αγοράς (warrants) που εκδόθηκαν, είχε σκοπό να αποτελέσει «γλυκαντικό» (sweetener) που υποσχόταν την πραγματοποίηση αξιολογούμενων κερδών εάν το πρόγραμμα στήριξης της ελληνικής οικονομίας επιτύχαινε. Εάν, βέβαια, οι προοπτικές του τραπεζικού τομέα επιδειωνόταν (όπως και έγινε, τελικά) οι εγχώριοι και διεθνείς επενδυτές θα είχαν αποφύγει να χρηματοδοτήσουν σε μεγαλύτερο βαθμό τις κεφαλαιακές ανάγκες των ελληνικών τραπεζών, ενώ το μεγαλύτερο μέρος του κινδύνου θα απειλούσε την θέση που έλαβε το Ταμείο παραχωρώντας ομόλογα του EFSF ονομαστικής αξίας 37 δισ. ευρώ (Πίνακας 2).

Το αποτέλεσμα της διαδικασίας αυτής μόνο ως επιτυχία μπορεί να χαρακτηριστεί καθώς λίγους μόλις μήνες μετά την τεχνική χρεοκοπία (selective default) του ελληνικού δημοσίου, οι 3 από τις 4 συστημικές τράπεζες κατόρθωσαν να συγκεντρώσουν από ιδιωτικά κεφάλαια το ελάχιστο απαιτούμενο ποσοστό των κεφαλαιακών τους αναγκών (10% του συνόλου). Επιπλέον, και η Eurobank (μόνη τράπεζα που δεν συγκέντρωσε το απαιτούμενο 10% των αναγκών ανακεφαλαιοποίησης, από ιδιωτικούς πόρους), επανήλθε σύντομα στον ιδιωτικό τομέα μετά από ιδιωτική τοποθέτηση (private placement) ξένων επενδυτών, η οποία θεωρήθηκε ψήφος εμπιστοσύνης προς την ελληνική οικονομία.

Επιπλέον, εντός του πρώτου 9μήνου του 2014, οι ιδιώτες επενδυτές άσκησαν μέρος των δικαιωμάτων τους αποκτώντας μετοχές των τραπεζών, καταβάλλοντας προς το ΤΧΣ περί τα 250 εκ. ευρώ στις «προσυμφωνημένες» τιμές εξάσκησης των σχετικών δικαιωμάτων, οι οποίες παρέμεναν χαμηλότερα από τις εν τω μεταξύ βελτιωμένες αποτιμήσεις της αγοράς. Μάλιστα, το ταμείο ενέγραψε μικρά κέρδη από τις συναλλαγές αυτές, καθώς –όπως προβλεπόταν εξ αρχής– η τιμή εξάσκησης αυξάνεται κατά 2% σε κάθε περίοδο άσκησης των δικαιωμάτων, 6 μήνες μετά την αμέσως προηγούμενη (χαρακτηριστικά ενός Bermudaoption).

4. Στήριξη του τραπεζικού τομέα στην Ελλάδα και την υπόλοιπη Ευρώπη

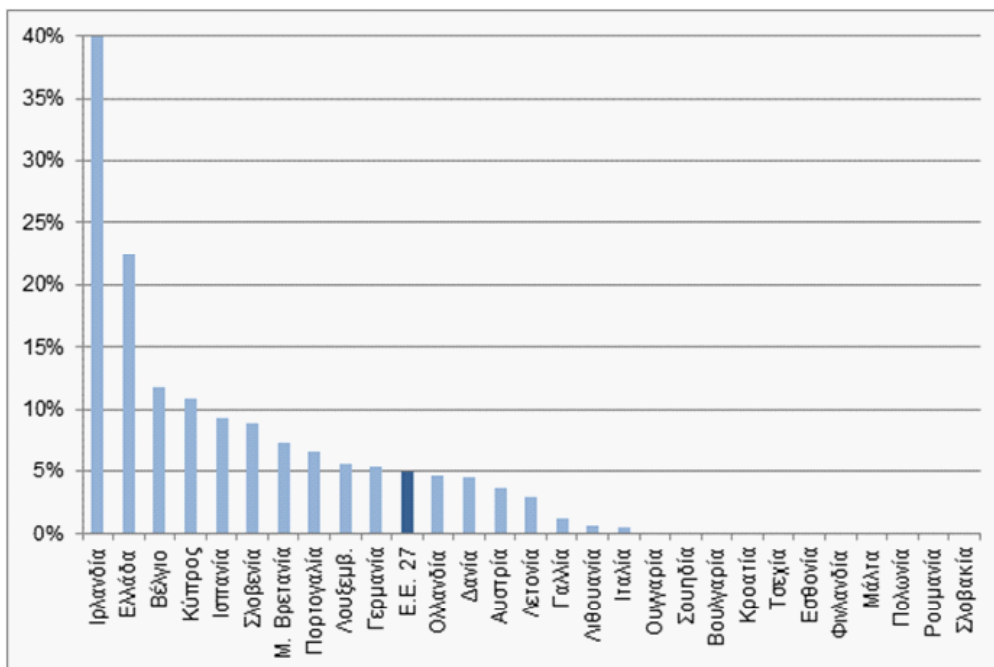
Η επιτυχής ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών, λίγους μόλις μήνες μετά τις απώλειες των επενδυτών, από το πρόγραμμα PSI, θα ήταν αδύνατο να ολοκληρωθεί χωρίς την εγγύηση του ελληνικού δημοσίου (και τον ξένων πιστωτών που εξασφαλίζουν το αξιόχρεο του) σχετικά με την κάλυψη των απαιτούμενων κεφαλαίων που δεν θα συγκεντρωθούν από ιδιωτικές πηγές. Οι πόροι που δεσμευτήκαν για τον σκοπό αυτό πριν την υπογραφή τρίτου προγράμματος (Ιούλιος 2015), καταγράφηκαν μεταξύ των υψηλότερων επιπέδων στις χώρες μέλη της Ε.Ε. Μόνο στην ιδιαίτερη περίπτωση του Ιρλανδικού χρηματοπιστωτικού τομέα (στον οποίο και οφείλεται η είσοδος της χώρας σε πρόγραμμα στήριξης), το αντίστοιχο κόστος ήταν αναλογικά υψηλότερο (Διάγραμμα 1).

Αντίστοιχα δυσανάλογα υψηλή ήταν και η συνολική διευκόλυνση ρευστότητας που παρασχέθηκε για την αποφυγή κατάρρευσης τραπεζικών ιδρυμάτων που θα μπορούσε να οδηγήσει σε ανάγκη περαιτέρω στήριξης από δημόσιους πόρους (ή, εναλλακτικά, συνεισφορών καταθετών υπό μορφή «κουρέματος»). Μία σύγκριση με την περίπτωση της Ιρλανδίας είναι –και πάλι– ενδιαφέρουσα: Παρόλο που, στο αποκορύφωμα της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους, το ποσό που παρασχέθηκε για την ρευστότητα του ιρλανδικού χρηματοπιστωτικού τομέα αντιστοιχούσε στο 173% του ΑΕΠ της χώρας (!), το μέγεθος αυτό μειώθηκε γρήγορα σε σαφώς χαμηλότερα επίπεδα. Αντίστοιχα, η παροχή ρευστότητας που αξιοποιούν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί μειώθηκε και στην Ελλάδα σε 50 δισ. ευρώ, στα τέλη του 2013 (από περίπου 70 δισ. στο αποκορύφωμα της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους).

Το μέγεθος αυτό υπολείπεται μόνο του αντίστοιχου στην περίπτωση της Ιταλίας (82 δισ. ευρώ) και της Ισπανίας (54 δισ. ευρώ), δύο σημαντικά μεγαλύτερες οικονομίες.

Ακόμα και στην περίπτωση της Κύπρου, μικρής οικονομίας με δυσανάλογα διευρυμένο χρηματοπιστωτικό τομέα, απαιτήθηκε μόλις το 10% του ΑΕΠ για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. Η διευκόλυνση ρευστότητας που επίσης παρασχέθηκε μειώθηκε γρήγορα σε ελαφρώς υψηλότερα του 5% του παραγόμενου προϊόντος (Διάγραμμα 2).

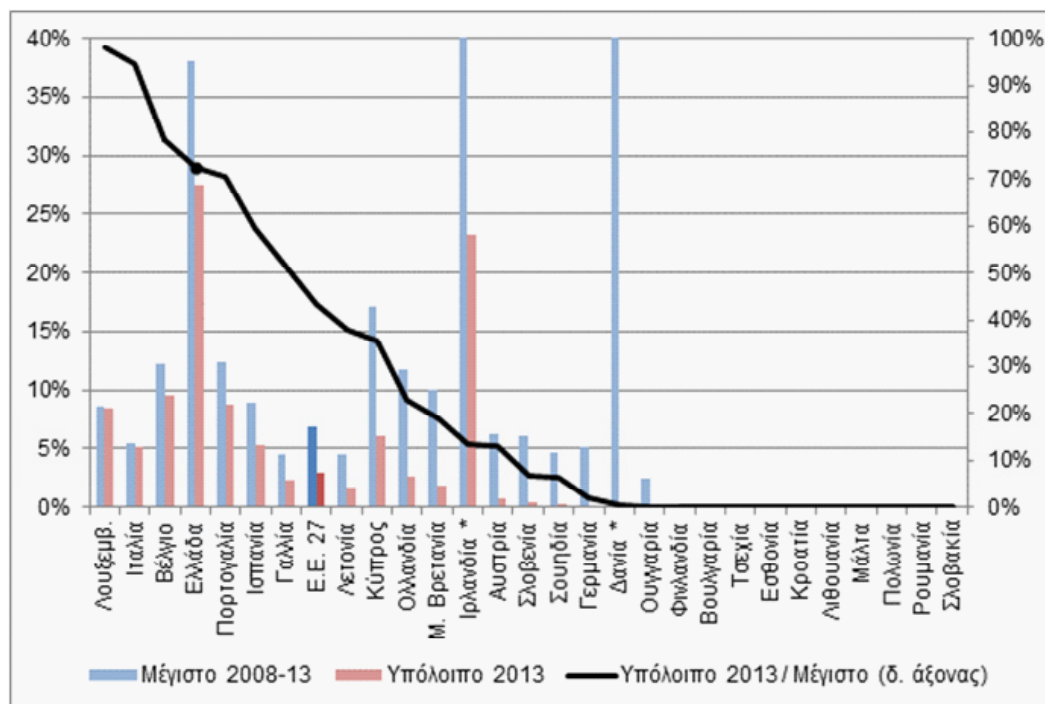
Διάγραμμα 1: Συνολικό κόστος ανακεφαλαιοποίησης του τραπεζικού τομέα, ως ποσοστό του ΑΕΠ (στοιχεία 2013).



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Ειδικότερα, το πολύ πιθανό ενδεχόμενο συμμετοχής του ΤΧΣ στον νέο γύρο ΑΜΚ των ελληνικών τραπεζών, θα καταστήσει την Ελλάδα τη μόνη χώρα της Ε.Ε. στην οποία η κρατική ενίσχυση του χρηματοπιστωτικού τομέα, αντί να βαίνει μειούμενη, θα αυξηθεί περαιτέρω. Ειδικότερα, με δεδομένα τα μεγέθη που περιγράφθηκαν σύντομα παραπάνω (προνομιούχες μετοχές 4,5 δισ. και συνεισφορά ΤΧΣ 37 δισ.) μία ενδεχόμενη συμμετοχή στις ΑΜΚ της τάξης των 8-10 δισ. (σε σύνολο αναγκών ανακεφαλαιοποίησης 15,5 δισ. για τις 4 συστημικές τράπεζες και την Τράπεζα Αττικής που εμπίπτει στην αρμοδιότητα της ΤτΕ) θα αυξήσει το συνολικό κόστος ανακεφαλαιοποίησης των ελληνικών τραπεζών σε 50 δισ. ευρώ περίπου.

Διάγραμμα 2: Συνολικό ύψος εγγυήσεων και παροχής ρευστότητας προς τον τραπεζικό τομέα, ως ποσοστό του ΑΕΠ (τέλη 2013) και μέγιστη τιμή της περιόδου 2008-2013 (στον δεξιό άξονα).



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

Σημείωση: * Η μέγιστη τιμή της περιόδου 2008-2013 για την Ιρλανδία και την Δανία καταγράφηκε σε 173% και 59% του ΑΕΠ κάθε χώρας, αντίστοιχα.

Βέβαια, δεν θα πρέπει να παραγνωρίζεται κανείς η σημασία διάσωσης των εγχώριων πιστωτικών ιδρυμάτων και τις επιπτώσεις από ενδεχόμενη κατάρρευση μίας ή περισσότερων τραπεζών. Οι σκηνές που διαδραματίστηκαν τις πρώτες ημέρες των capitalcontrols θα ωχρούσαν μπροστά σε όσα θα ακολουθούσαν σε ένα παρόμοιο σενάριο.

Πηγές:

- Eurobank Research, “Greek banking sector recapitalization and restructuring Program modalities, progress already made and nextsteps”, January 25, 2013
- European Commission, State Aid Scoreboard 2014
- European Central Bank, αποτελέσματα αξιολόγησης (31 Οκτωβρίου 2015)
- Εισηγητική έκθεση προϋπολογισμού οικονομικού έτους 2013
- Εισηγητική έκθεση προϋπολογισμού οικονομικού έτους 2014
- Ν. 3723/2008, ΦΕΚ Α 250/2008
- Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Ετήσια Έκθεση 2012
- Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Ετήσια Έκθεση 2013
- Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Ετήσια Έκθεση 2014
- Τράπεζα της Ελλάδας, αποτελέσματα αξιολόγησης (31 Οκτωβρίου 2015)

