

# Χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών στη διάρκεια της κρίσης

Γιώργος Μιχαλόπουλος

ΔΙΕΥΘΥΝΤΗΣ

ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΥ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ

ALPHA BANK

## Περίληψη

*Η χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών έχει ομολογουμένως υποστεί σοβαρό πλήγμα, καθώς η μετεξέλιξη της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης σε κρίση χρέους έχει ακυρώσει κάθε δυνατό μέσο κάλυψης των χρηματοδοτικών τους αναγκών, οδηγώντας τη δυναμική του εξωτερικού τους δανεισμού από το zenίθ στο ναδίρ.*

*Παρότι οι ελληνικές τράπεζες πραγματοποιούν καίριες τομές στη λειτουργία, τον ισολογισμό και τα σχέδια τους, η αδυναμία εξασφάλισης πόρων τις φέρνει σε κομβικό σημείο. Επιπροσθέτως, η ελληνική δημοσιονομική κρίση που βρίσκεται σε εξέλιξη αποτελεί πλέον τη βασική αιτία για το γεγονός ότι οι ελληνικές τράπεζες βιώνουν την αποσάθρωση της χρηματοδοτικής τους βάσης από ζωτικές πηγές όπως οι πελατειακές καταθέσεις και κλιμακώνουν την εξάρτησή τους από την ΕΚΤ και το πρόγραμμα στήριξης του Ελληνικού Δημοσίου.*

*Μάλιστα, έχοντας ήδη προβεί σε τιτλοποιήσεις για την αυτοχρηματοδότηση του ενεργητικού τους και επιδιώκει τη συγκράτηση του ρυθμού επεκτάσεως και επενδύσεων, φλερτάρουν πλέον με την απομόχλευση και την επιλεκτική εκποίηση στοιχείων του ενεργητικού, ελπίζοντας σε έμμεση αναπλήρωση της απολεσθείσας δανειοδότησης.*

*Ωστόσο, πέραν την πλήρους εναρμόνισής τους με τα νέα πρότυπα τραπεζικής που προέκυψαν από την παγκόσμια κρίση, το κλειδί για την επανένταξή τους στις αγορές συναρτάται με την εξυγίανση και την αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της ελληνικής οικονομίας, καθώς και τη διευθέτηση των ευρωπαϊκών ανισορροπιών που ταλανίζουν τη διεθνή επενδυτική κοινότητα.*

---

Θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερα το σχολιαστή του κειμένου κύριο Φωκίωνα Καραβία, Γενικό Διευθυντή Treasury της Eurobank, που χάρις στην πολυετή εμπειρία και τη βαθιά γνώση του συγκεκριμένου θέματος συνέβαλε μέσω των εύστοχων παρατηρήσεων και προτάσεών του στην τελική μορφή του κειμένου. Ευχαριστώ επίσης τον κύριο Μιχάλη Μασουράκη, Διευθυντή της Διευθύνσεως Οικονομικών Μελετών της Alpha Bank για τη συνδρομή του στη δομή και σύνταξη του κειμένου.

## 1. Εισαγωγή

Η πρωτοφανής παγκόσμια οικονομική κρίση, που δημιούργησε συνθήκες πιστωτικής ασφυξίας στο χρηματοοικονομικό σύστημα από το 2007 έως και το 2009, επηρέασε σε μεγάλο βαθμό τη λειτουργία των πιστωτικών ιδρυμάτων διεθνώς. Η αποσταθεροποίηση του παραδοσιακού πρότυπου δανεισμού των τραπεζών από τις αγορές είχε ως αποτέλεσμα να πληγεί η αξιοπιστία και η φερεγγυότητά τους.

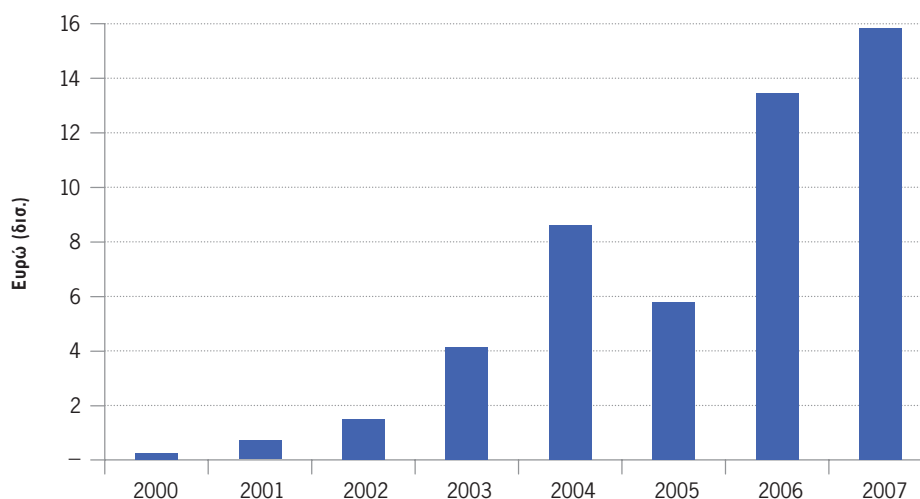
Η κρίση ανέδειξε μεταξύ άλλων τις πλημμελείς αρχές και διαδικασίες διαχείρισης της ρευστότητας και των χρηματοδοτικών ανοιγμάτων των τραπεζών σε παγκόσμιο επίπεδο. Ο κίνδυνος ρευστότητας διέφευγε του κανονιστικού πλαισίου διεθνώς, σε αντίθεση με τον κίνδυνο αγοράς και τον πιστωτικό κίνδυνο που τύχχαναν αυστηρής εποπτείας. Είναι ενδεικτικό ότι δείκτες λειτουργικής και δυνητικής ρευστότητας, καθώς και μεσοπρόθεσμης χρηματοδότησης προς ενεργητικό, σπάνια ανακοινώνονταν και αναλύονταν με τη δέουσα λεπτομέρεια από τράπεζες αφού, ούτως ή άλλως, θεωρούσαν ότι η διατήρηση πλεονάσματος ρευστότητας συνιστά ασφάλιστρο που επιβαρύνει σημαντικά το καθαρό επιτοκιακό περιθώριο.

Παράλληλα, οι κανονιστικές αρχές διεθνώς παρείχαν ιδιαίτερη ευελιξία στα πιστωτικά ιδρύματα ως προς τη διάρθρωση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού. Αυτό ενίοτε οδηγούσε σε αδόκιμες συμπεριφορές ως προς τη διαχείριση των κινδύνων χρηματοδότησης, καθώς ήταν παγιωμένη η αντίληψη ότι οι μεγάλες τράπεζες ήταν αρκετά ώριμες, ώστε να προστατεύουν εαυτούς από τον κίνδυνο κατάρρευσης. Εδώ έγκειται μια θεμελιώδης αποτυχία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο να ανιχνεύσει, να επεξεργαστεί, να μετρήσει και να αντιμετωπίσει τις εκφάνσεις των κινδύνων ρευστότητας και χρηματοδότησης. Μάλιστα, η κρίση δίδαξε με τον πιο emphaticό τρόπο ότι το φάσμα των κινδύνων στη χρηματοδότηση των τραπεζών, που μπορεί να προκύψει από συνδυασμούς γεγονότων και εξελίξεων, είχε υποεκτιμηθεί σε μεγάλο βαθμό.

## 2. Χρηματοδότηση ελληνικών τραπεζών προ της κρίσης

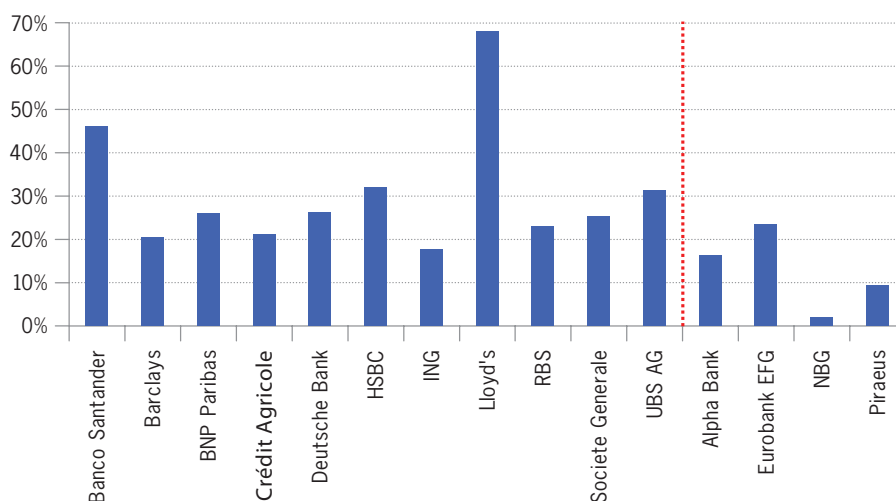
Οι ελληνικές τράπεζες, παρότι έδειχναν ανεπηρέαστες στα αρχικά στάδια της κρίσης, αφενός λόγω της αμελητέας έκθεσής τους σε τοξικά προϊόντα και αφετέρου λόγω του συγκριτικά μικρότερου χρηματοδοτικού ανοίγματος έναντι του ευρωπαϊκού μέσου όρου ως απόρροια του μικρότερου λόγου δανείων προς καταθέσεις (loan-to-deposit ratio), εν τέλει εισήλθαν σε μια μακρά περίοδο αποκλεισμού τους από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Αυτή η πρωτόγνωρη εξέλιξη είχε οδυνηρά επακόλουθα στη λειτουργία τους και απείλησε ακόμα και την ίδια την επιβίωσή τους, ύστερα από μια πενταετία (2002-2007) όπου οι ελληνικές τράπεζες αναπτύσσονταν ραγδαία τόσο σε γεωγραφικό επίπεδο με την εξάπλωσή τους κατά κύριο λόγο στη Νοτιο-ανατολική Ευρώπη, όσο και σε προϊόντικό επίπεδο με την είσοδό τους σε νέες αναπτυσσόμενες αλλά και εξελισσόμενες αγορές χρηματοοικονομικών προϊόντων.

Μία από τις σημαντικές παραμέτρους επιτυχίας τους ήταν η εξέλιξη της χονδρικής χρηματοδότησης. Είναι γεγονός, ότι τα μεγέθη χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από τις αγορές ακολούθησαν μια αξιοζήλευτη πορεία, όπου με αφετηρία το 1999 –χρονιά κατά την οποία συστήθηκε από την Alpha Bank το πρώτο πρόγραμμα έκδοσης μεσοπρόθεσμων ομολογιών στην ευρωαγορά (EMTN) από ελληνική τράπεζα– διέγραφαν τροχιά σύγκλισης με τον μέσο όρο των μεγεθών των ευρωπαϊκών τραπεζών. Οι δυνατότητες άντλησης μεσοπρόθεσμης ρευστότητας ενισχύονταν χρόνο με τον χρόνο, καθώς οι αγορές γίνονταν πιο οικείες με τον ελληνικό πιστωτικό κίνδυνο. Η ανακύκλωση χρέους στις αγορές για το σύνολο του ελληνικού τραπεζικού συστήματος άγγιξε περίπου τα ευρώ 16 δισ. ή οριακά το 5% του παθητικού τους σε ετήσια βάση, στο απόγειο μιας περιόδου που συνοδεύτηκε από διαρκώς μειούμενα πιστωτικά περιθώρια (Γράφημα 1).

**ΓΡΑΦΗΜΑ 1** Ομολογιακές Εκδόσεις Ελληνικών Τραπεζών

ΠΗΓΗ: Dealogic, Bloomberg, Alpha Bank

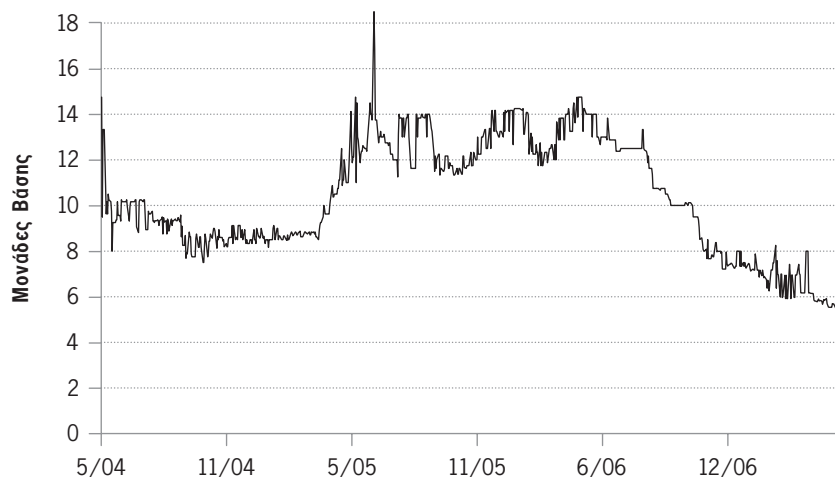
Ειδικά το πρώτο εξάμηνο του 2007 σημειώθηκε μεγάλη κινητικότητα με ισχυρό υπόβαθρο μια κεφαλαιαγορά διψασμένη για νέους εκδότες με πλούσια περιθώρια στην Ευρώπη και με αφορμή τις θετικές εκθέσεις για τη δυναμική και τα επιτεύγματα των ελληνικών τραπεζών. Επισημαίνεται ότι η χονδρική χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών εκείνη την εποχή συνιστούσε κατά μέσο όρο το 12% του παθητικού τους, όταν στις λοιπές ανεπτυγμένες αγορές της Ευρώπης ξεπερνούσε το 28% κατά μέσο όρο (Γράφημα 2), γεγονός που υπογραμμίζει τη συγκρατημένη εξάρτηση των ελληνικών τραπεζών σε χρηματοδότηση από το εξωτερικό. Βέβαια η ψαλίδα αυτή έκλεινε σταδιακά, καθώς με τη διοχέτευση των ρευστών διαθεσίμων τους σε προσοδοφόρα πελατειακά δάνεια, οι ελληνικές τράπεζες ήταν υποχρεωμένες να συμπληρώσουν την παραδοσιακή βραχυχρόνια ρευστότητα λιανικής μορφής με μακροχρόνιο δανεισμό χονδρικής μορφής. Στο πλαίσιο αυτό, αξιοποίησαν κατά τον καλύτερο τρόπο τις επικρατούσες συνθήκες, ώστε να εξυπηρετήσουν τα αυξανόμενα μεγέθη του ενεργητικού τους σε Ελλάδα και εξωτερικό.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 2** Χρηματοδότηση προς Σύνολο Ενεργητικού – Ευρωπαϊκές Τράπεζες (30.6.2007)

ΠΗΓΗ: Ισολογισμός Τραπεζών, Alpha Bank

Είναι χαρακτηριστικό, ότι στις αρχές του 2007 τα ελληνικά πιστωτικά περιθώρια συρρικνώθηκαν σε ιστορικά επίπεδα, προσεγγίζοντας τα επιτόκια αναφοράς Euribor πλέον 10-30 μονάδες βάσης για διαστήματα 2-5 έτη (Γράφημα 3, Πίνακας 1). Ουσιαστικά, το ασφάλιστρο που απαιτούνταν να καταβληθεί για την επιμήκυνση της χρηματοδότησης άνω του έτους ήταν αμελητέο.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 3** Πιστωτικά Περιθώρια Ελληνικού Δημοσίου (CDS 5 ετών)



ΠΗΓΗ: Bloomberg, Alpha Bank

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1** Μέσα Πιστωτικά Περιθώρια Ελληνικών Τραπεζών (σε μονάδες βάσης)

	1 έτος	2 έτη	3 έτη	5 έτη	7 έτη	8-10 έτη
<b>2000</b>	45	60	65	80		
<b>2001</b>	30	45	50	75		
<b>2002</b>	30	40	40	90		
<b>2003</b>	10	25	35	65		
<b>2004</b>	10	30	45	60		
<b>2005</b>	10	15	25	35		
<b>2006</b>	15	18	21	27	30	32
<b>2007</b>	8	12	15	25	30	32

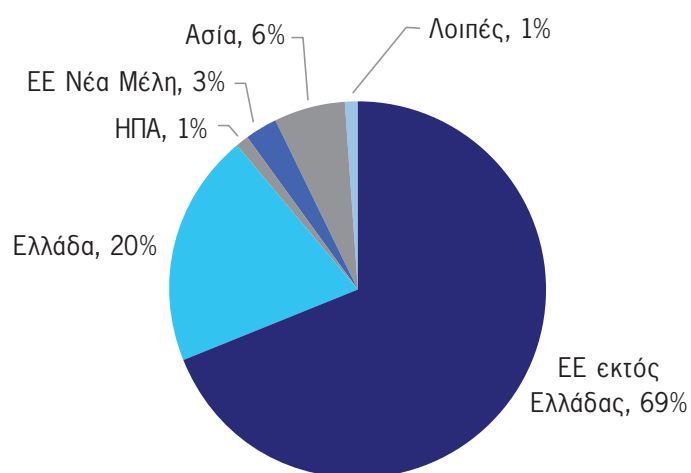
ΠΗΓΗ: Alpha Bank

Καθώς ωρίμαζαν οι εκδόσεις χρέους των ελληνικών τραπεζών στις αγορές, διευρυνόταν η αναγνωρισιμότητά τους και σταθεροποιούνταν οι καμπύλες περιθωρίων τους στη δευτερογενή αγορά. Εν μέσω μιας εκρηκτικής ανάπτυξης των διεθνών κεφαλαιαγορών, οι ελληνικές τράπεζες ήταν έτοιμες να ενδυναμώσουν την παρουσία τους μέσω πιο μακροπρόθεσμων εκδόσεων και εναλλακτικών χαρακτηριστικών στις εκδόσεις τους (ποσά, επιτόκια, δομή) σε μια προσπάθεια προσέγγισης τελικών επενδυτών, όπως αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρείες, ταμεία και πελάτες private banking.

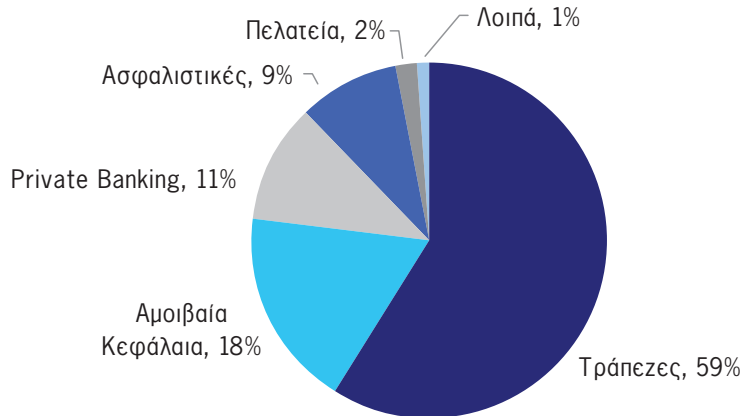
Αναπόφευκτα, οι κυοφορούμενες προσδοκίες για αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ελληνικών τραπεζών, σε συνδυασμό με τον ανταγωνισμό τους για πιο αποτελεσματική διαχείριση του κόστους δανεισμού, τις ωθούσε στην επιλογή κυρίως βραχυπρόθεσμων διαρκειών δανεισμού που περιόριζαν το περιθώριο κοντά σε μονοψήφιο αριθμό. Άλλωστε, η δυνατότητα των ελληνικών τραπεζών για μακροπρόθεσμο δανεισμό (άνω των 5 ετών) ήταν διαχρονικά περιορισμένη ακόμα και στις εποχές που το κόστος ήταν χαμηλό με κυριότερες αιτίες τη χώρα προέλευσης, το μέγεθός τους και το βάθος της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Οι λόγοι αυτοί εξηγούν γιατί οι κλασικές εκδόσεις ομολόγων αναφοράς (benchmark bonds) εκτοπίζονταν διαρκώς προς όφελος των ιδιωτικών τοποθετήσεων (private placements). Η προτίμηση στις ιδιωτικές τοποθετήσεις ενισχυόταν περαιτέρω λόγω της αυξημένης διαπραγματευτικής ισχύος του εκδότη στον καθορισμό του περιθωρίου και των σημαντικά χαμηλότερων προμηθειών των εκδόσεων. Εξίσου ενθαρρυντικό στοιχείο ήταν ότι η υπερτίμηση των περιθωρίων των νέων εκδόσεων (new issue premium) σπάνια κινούνταν υψηλότερα των αντίστοιχων περιθωρίων συγκρίσιμων εκδόσεων στη δευτερογενή αγορά (comparable notes), ενώ οι προμήθειες αναδοχής εξαλείφονταν λόγω αποφυγής ανοίγματος βιβλίου προσφορών (book building process). Εάν στα ανωτέρω προστεθεί και ο περιορισμός του χρονικού διαστήματος μεταξύ συμφωνίας και εκταμίευσης (time to market), είναι ηλίου φαινότερο ότι η τακτική αυτή, που οι ελληνικές τράπεζες υιοθέτησαν επιτυχώς από τις διεθνείς αγορές, ήταν η πλέον αποτελεσματική. Μοναδικά μειονεκτήματα ήταν το σχετικά μικρό μέγεθος των εκδόσεων ιδιωτικής τοποθέτησης και η σωρευτικά υπερβολική προσφορά χρεογράφων στην αγορά, που με την πάροδο του χρόνου θα είχαν έμμεσο αντίκτυπο στη ζήτηση, εάν επικρατούσαν συνθήκες συσταλτικής πιστωτικής εξέλιξης.

Ένα επιπλέον ποιοτικό γνώρισμα της μορφής της χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών ήταν η παγιωμένη πρόσβασή τους σε εύκολο, γρήγορο και φθηνό δανεισμό από άλλες τράπεζες σε ποσοστό 60% και από επενδυτές στην Κεντρική και Βόρεια Ευρώπη σε ποσοστό 70% της χονδρικής χρηματοδότησής τους. Η επαναλαμβανόμενη επιτυχία τους στο συγκεκριμένο επενδυτικό κοινό τις ωθούσε να βολιδοσκοπούν σχεδόν αποκλειστικά επενδυτές με αυτά τα χαρακτηριστικά (Γραφήματα 4, 5).

**ΓΡΑΦΗΜΑ 4** Γεωγραφική Κατανομή Εκδόσεων EMTN Ελληνικών Τραπεζών



ΠΗΓΗ: Alpha Bank

**ΓΡΑΦΗΜΑ 5** Επενδυτές Εκδόσεων EMTN Ελληνικών Τραπεζών

ΠΗΓΗ: Alpha Bank

Η συγκέντρωση αυτή εξηγείται από το γεγονός ότι, ειδικά οι μονάδες διαχείρισης διαθεσίμων (bank treasuries) έδειχναν προτίμηση σε επενδύσεις περιορισμένων κεφαλαιακών απαιτήσεων και χαμηλού πιστωτικού κινδύνου σε τράπεζες της Νότιας Ευρώπης και δη της Ελλάδας (οι επενδύσεις σε τραπεζικά ομόλογα επιβαρύνονταν κεφαλαιακά με μόλις ένα πέμπτο (1/5) αντίστοιχων επενδύσεων σε εταιρικά ομόλογα ακόμα και υψηλότερης πιστοληπτικής αξιολόγησης). Εναλλακτικά, οι επενδυτές είχαν την ευκαιρία, μέσω των επενδύσεων σε ελληνικά τραπεζικά ομόλογα με ταυτόχρονη αγορά πιστωτικής προστασίας, να καρπωθούν τη δελεαστική διαφορά στην απόδοση (negative basis) μεταξύ ομολόγων και συμβολαίων πιστωτικής προστασίας (credit default swaps), χωρίς ουσιαστικά να επωμίζονται τον πιστωτικό κίνδυνο του εκδότη. Σε αυτό συνηγορούσαν η γεωγραφική εγγύτητα που ενίσχυε την οικειότητα επενδυτών με εκδότες και η ταυτόσημη και συγχρόνως άνευρη επενδυτική φιλοσοφία των θεσμικών επενδυτών της Ευρώπης που αρκούσαν σε εκδόσεις σειρών από τυποποιημένα EMTN ομόλογα με ικανοποιητικές αποδόσεις.

### 3. Πρώτη φάση της κρίσης (Αυγ. 2007 – Αυγ. 2008):

#### Η χρηματοδότηση υφίσταται απρόβλεπτη πίεση

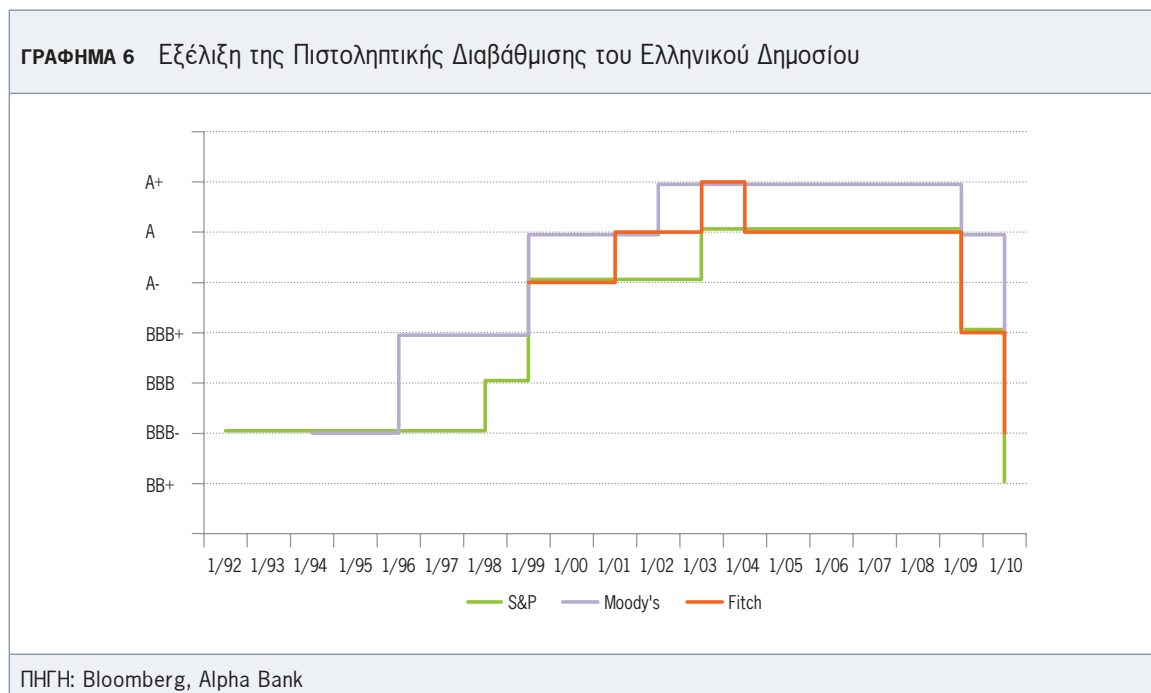
Με σχετική καθυστέρηση όλες οι μεγάλες ελληνικές τράπεζες έλαβαν πρωτοβουλίες για τη διαφοροποίηση της επενδυτικής τους βάσης προς νέες αγορές και νέα προϊόντα. Πιο συγκεκριμένα, ξεκίνησαν την επεξεργασία προτάσεων διεθνών οίκων για την είσοδό τους στην αγορά της Αμερικής, προκειμένου για την προσέλκυση πιστοποιημένων επενδυτών (QIB's – Qualified Investment Buyers). Η προσπάθεια προσέγγισης επενδυτών από νέες χώρες ήταν το ενδεδειγμένο αντίβαρο στην υπεραλίευση επενδυτών από την Ευρώπη. Ο αρχικός δισταγμός των τραπεζών για τη δραστηριοποίησή τους ως ξένοι εκδότες σε κατά τεκμήριο πιο αυστηρές, ελεγχόμενες και ακριβές αγορές δανεισμού εκτός Ευρώπης, κάμφθηκε όταν οι ευρωπαϊκές αγορές εμφάνισαν σημάδια κορεσμού οριοθετώντας τη δυνατότητα απορρόφησης ελληνικών κρατικών και τραπεζικών ομολόγων και διευρύνοντας τα πιστωτικά περιθώριά τους το δεύτερο εξάμηνο του 2007.

Οστόσο, το φθινόπωρο του 2007 με τη διάχυση των προβλημάτων της αγοράς των στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ στις κεφαλαιαγορές, οι αγορές χαρακτηρίστηκαν από εσωστρέφεια, καθώς επλήγη η εμπιστοσύνη των επενδυτών στα οικονομικά στοιχεία των τραπεζών διεθνώς, με αποτέλεσμα να αποφεύγουν την ανάληψη

πιστωτικού κινδύνου εκτός των συνόρων των χωρών τους. Συνέπεια της κατάρρευσης της αγοράς των δομημένων χρηματοδοτήσεων (structured finance), ιδιαίτερα για τις ελληνικές τράπεζες, ήταν η αναβολή όλων των τιτλοποιήσεων, με αποτέλεσμα την αποθάρρυνση της αυτοχρηματοδότησης των στοιχείων του ενεργητικού. Αυτή η εξέλιξη μεταφράστηκε άμεσα σε συγκράτηση της πιστωτικής επέκτασής τους κατά περίπου 5% σε ετήσια βάση.

Στις αρχές του 2008, στην προσπάθειά τους για επιστροφή στις παραδοσιακές αγορές χρηματοδότησης, οι ελληνικές τράπεζες βρέθηκαν προ νέων δεδομένων. Η εμπιστοσύνη μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων βρισκόταν στο ναδίρ, λόγω της αβεβαιότητας για την ευρωστία τους μετά τα απόνερα των τοξικών προϊόντων. Η διατραπεζική αγορά ήταν σχεδόν ανύπαρκτη και οι μόνες ζωντανές βραχυχρόνιες πηγές χρηματοδότησης ήταν ο δανεισμός τίτλων επί ενεχύρω (repos) και τα εμπορικά γραμμάτια (commercial paper). Τα repos παρείχαν ρευστότητα με περιθώρια περίπου 25 μ.β. άνω του Euribor για διαστήματα έως 1 έτος, ενώ τα εμπορικά γραμμάτια απευθύνονταν σε θεσμικούς επενδυτές που είχαν ως αποκλειστικό κριτήριο επένδυσης την τήρηση επενδυτικής διαβάθμισης (investment grade) στην πιστοληπτική αξιολόγηση. Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, οι ιδιωτικές τοποθετήσεις δεν είχαν τη δυναμική να αναπληρώσουν το χρηματοδοτικό κενό, με τις τράπεζες να στρέφονται σε εκδόσεις χρέους με τη μορφή δανείων (συνήθως κατά τα πρότυπα του γερμανικού 'Schuldschein'). Αυτός ο νεωτερισμός επικράτησε χάρις στο ότι οι επενδυτές τα κατέτασσαν λογιστικά στην κατηγορία «δάνεια και απαιτήσεις» ('loans and receivables') και, συνεπώς, απέφευγαν την αποτίμησή τους σε μια εποχή με αυξημένη μεταβλητότητα τιμών στα χρεόγραφα.

Εν μέσω αυτών των εξελίξεων, είναι αξιοσημείωτο ότι, η Ελλάδα και ειδικότερα οι ελληνικές τράπεζες συνέχιζαν να απολαμβάνουν τη στήριξη των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης που ανανέωναν τις θετικές εκθέσεις τους και μάλιστα αναβάθμιζαν τις προοπτικές τους το πρώτο τρίμηνο του 2008 (Γράφημα 6).



Αυτή η σταθερότητα διατηρούσε ζωντανό το ενδιαφέρον των επενδυτών για τα ελληνικά τραπεζικά ομόλογα, αλλά οι ελληνικές τράπεζες απέφυγαν την έκδοση μεσοπρόθεσμων ομολογιών λόγω του ιστορικά υψηλού τιμήματος σε όρους περιθωρίου (κατ' ελάχιστο 100 μ.β. για διαστήματα έως 3 έτη) και στηρίχθηκαν στα αποθέματα ρευστότητάς τους από το προηγούμενο διάστημα, προσφεύγοντας όλο και περισσότερο σε βραχυπρόθεσμες λύσεις, όπως τα εμπορικά γραμμάτια και τα repos. Αναμφίβολα, σε πρώτη ανάγνωση αποδείχθηκε λανθασμένη επιλογή η μη προσφυγή στις αγορές εκείνο το διάστημα, αν και η συνολική βελτίωση των μεγεθών θα ήταν οριακή σε σχέση με τις μετέπειτα εξελίξεις. Σε κάθε περίπτωση, οι ελληνικές τράπεζες διατηρούσαν την αισιοδοξία ότι οι αγορές θα ανακτούσαν την ηρεμία τους και θα επέτρεπαν καλύτερους όρους δανεισμού, ειδικά για τράπεζες που δεν είχαν πληγεί από απομειώσεις και ζημιές εξαιτίας

τοξικών προϊόντων. Η προσδοκία περί θετικών εκθέσεων και αναβαθμίσεων για τις ελληνικές τράπεζες θα εξαργυρωνόταν με μειωμένο κόστος πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές, τη στιγμή που ο λόγος δανείων προς καταθέσεις συνέχισε να καθιστά επιτακτική την ανάγκη προσφυγής σε χονδρική χρηματοδότηση (Γράφημα 7).

**ΓΡΑΦΗΜΑ 7** Εξέλιξη Λόγου Δανείων προς Καταθέσεις Ελληνικών Τραπεζών



ΠΗΓΗ: ΤτΕ, Alpha Bank

Η επεκτατική πολιτική των ελληνικών τραπεζών στη Νοτιοανατολική Ευρώπη συνεχιζόταν με αμείωτη ένταση και απορροφούσε ένα μεγάλο μέρος του αποθέματος ρευστών διαθεσίμων τους για την εξυπηρέτηση αναγκών όπως:

- ▼ η ανοικτή γραμμή χρηματοδότησης ενεργητικού των θυγατρικών τραπεζών και εκχώρησης υποχρεωτικών διαθεσίμων (minimum reserve requirements) στις τοπικές κεντρικές τράπεζες,
- ▼ η τακτική κεφαλαιακή ενίσχυση διαφόρων μορφών (πρωτογενή και δευτερογενή κεφάλαια), και
- ▼ η διαρκής κάλυψη λειτουργικών δαπανών.

Το τρίπτυχο αυτό ενίοτε συνοδευόταν από αναγκαστική μετατροπή ευρώ στο τοπικό νόμισμα της κάθε χώρας, με αποτέλεσμα τον εγκλωβισμό ρευστότητας σε χώρες με αρκετές αγκυλώσεις και προβλήματα στη λειτουργία των χρηματαγορών, αλλά και με σχεδόν ανύπαρκτες κεφαλαιαγορές. Ως εκ τούτου, το 65% των στοιχείων του ενεργητικού τους κατά μέσο όρο χρηματοδοτούσαν από τη μητρική τράπεζα στην Ελλάδα μέσω μιας πλήρως κεντροποιημένης διαδικασίας που εστίαζε στις παραδοσιακές δεξαμενές επενδυτών στην Ευρώπη.

Στο πλαίσιο μιας πιο αποτελεσματικής προσπάθειας αντιμετώπισης των προκλήσεων, οι ελληνικές τράπεζες προέβησαν σταδιακά εντός του έτους στις ακόλουθες ενέργειες:

- α. προώθηση νέων καταθετικών προϊόντων που επιβράβευαν την εμπιστοσύνη και σταθερότητα της καταθετικής τους βάσης,
- β. εξατομικευμένη διαχείριση των «ευαίσθητων», ευμετάβλητων και ευμεγεθών καταθέσεων χονδρικής φύσης,
- γ. υιοθέτηση πληρέστερων εσωτερικών δεικτών υπολογισμού ρευστότητας και πρόβλεψης χρηματοδοτικών ανοιγμάτων,
- δ. αναδόμηση των στοιχείων ενεργητικού (εκχώρηση συμβάσεων δανείων, τιτλοποίηση) για την αυτοχρηματοδότησή τους μέσω των πράξεων νομισματικής πολιτικής των κεντρικών τραπεζών.



Παρόλα αυτά, ήταν αναμενόμενο ο μέσος ορίζοντας δανεισμού τους να εγκλωβίζεται σε διαστήματα 6-9 μηνών έναντι 2-3 ετών προ της κρίσης, διογκώνοντας τις ανάγκες αναχρηματοδότησης προς το τέλος του 2008 και τις αρχές του 2009. Στο ζήτημα του κόστους, η αναπλήρωση ληξιπρόθεσμων ομολόγων υψηλού περιθωρίου που προέρχονταν από παλαιότερες μακροπρόθεσμες εκδόσεις (2003-2005) μέσω βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης, άμβλυσε παροδικά τις επιπτώσεις από τα νέα «ακριβά» περιθώρια. Επιπροσθέτως, με την έλευση του νόμου για τις καλυμμένες ομολογίες, οι ελληνικές τράπεζες έσπευσαν να δημιουργήσουν σχετικά προγράμματα έκδοσης τέτοιων ομολόγων, καθώς οι επενδυτές τα προτιμούσαν για την όσο το δυνατό μεγαλύτερη εξασφάλιση των χρημάτων τους.

Αναμφισβήτητα προοιωνίζονταν σημαντικά οφέλη για τις τράπεζες-εκδότες όπως:

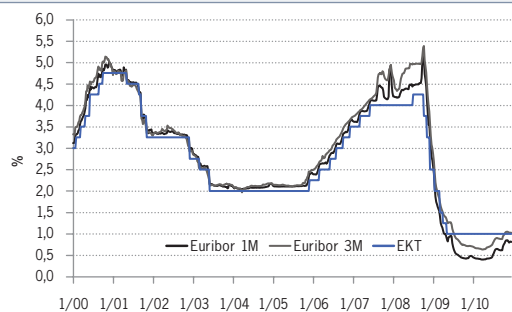
- α. σημαντική μείωση κόστους συγκριτικά με ισοδύναμες μορφές δανεισμού, με τις καλυμμένες ομολογίες να τιμολογούνται στο ήμισυ των περιθωρίων των κλασικών ομολόγων κύριας εξασφάλισης χωρίς εγγυήσεις (EMTN),
- β. αισθητά μεγαλύτερα δυνητικά ποσά έκδοσης (άνω του ευρώ 1 δισ. σε κάθε έκδοση) σε σχέση με άλλες μορφές έκδοσης χρέους και σε πιο μακροπρόθεσμα χρονικά διαστήματα (πέραν των 5 ετών συνήθως),
- γ. εναλλακτική μορφή δανεισμού με καλύτερη πιστοληπτική διαβάθμιση για την προσέλκυση διαφοροποιημένης επενδυτικής βάσης και με μικρότερη διακύμανση στις τιμές,
- δ. δυνατότητα αναγνώρισης των καλυμμένων ομολογίων ως ενέχυρο στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) για τη συμμετοχή σε μεσοπρόθεσμες πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης του τραπεζικού συστήματος.

Έτσι, το οπλοστάσιο των ελληνικών τραπεζών ενισχύθηκε με ένα ευρύ φάσμα χρηματοδοτικών εργαλείων σε μια φάση κορύφωσης των δυνατοτήτων τους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Πλην όμως, οι διατηρούμενες δυσμενείς συνθήκες στις αγορές, που περιορίσαν τη συναλλακτική δραστηριότητα και εν τέλει κατέστησαν ρηχή τη δευτερογενή αγορά ομολόγων, σε συνδυασμό με την αύξηση της πιθανότητας ζημίας λόγω πιστωτικών γεγονότων, δεν μετουσίωσαν την προσπάθεια προώθησης ομολόγων σε τελικούς επενδυτές. Μόνο τα ομόλογα που παρείχαν στους επενδυτές το δικαίωμα ρευστοποίησής τους (put option) σε τακτά χρονικά διαστήματα τριμήνου ή εξαμήνου επιβίωσαν το συγκεκριμένο διάστημα. Όμως, ο κίνδυνος απρόβλεπτης αφαίμαξης ρευστότητας από τις τράπεζες σε περίπτωση μαζικής εξόδου από τέτοια ομόλογα λόγω επιδείνωσης των δεδομένων στις αγορές ήταν έκδηλος.

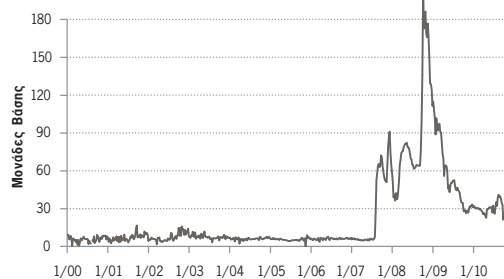
Διάχυτη ήταν η εκτίμηση ότι οι μικρότερες, αδύναμες και περιφερειακές αγορές θα πληγούν τελικά περισσότερο από την πιστωτική ασφυξία, καθώς επενδυτές έσπευδαν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε τίτλους με υψηλή πιστοληπτική διαβάθμιση ('AAA' ή 'AA'). Με την Ελλάδα να μην πληροί αυτές τις απαιτήσεις, καμία προσπάθεια έκδοσης ομολόγου δεν τελεσφόρησε, παρά την άμεση ανταπόκριση των ελληνικών τραπεζών στις αυξανόμενες απαιτήσεις των ενδιαφερομένων (επενδυτές, αναλυτές, οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης και εποπτικές αρχές) για απόδειξη της βιωσιμότητας και των προοπτικών τους.

#### 4. Δεύτερη φάση της κρίσης (Σεπ. 2008 – Ιαν. 2010): Η χρηματοδότηση καθίσταται ανέφικτη

Σε μια κρίσιμη καμπή για την παγκόσμια οικονομία επέρχεται η πτώχευση της Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008, ανατρέποντας όλα τα δεδομένα στις αγορές. Το δυσάρεστο αυτό γεγονός επιταχύνει τη λήψη μέτρων από τις εποπτικές αρχές, που έως το σημείο αυτό έδειχναν να πιστεύουν στη διαδικασία της αυτορρύθμισης και απέφευγαν ευθεία παρέμβαση στις κεφαλαιαγορές. Τα επιτόκια στις διατραπεζικές αγορές ενσωματώνουν τον πιστωτικό κίνδυνο του αντισυμβαλλομένου ακαριαία, αποκλίνοντας από το επιτόκιο αναφοράς της ΕΚΤ (Γραφήματα 8α, 8β). Σταδιακά η διατραπεζική αγορά καθίσταται ανενεργή, ενώ οι εκδόσεις ομολόγων αναβάλλονται επ' αόριστον.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 8α** Εξέλιξη Επιτοκίων ευρώ

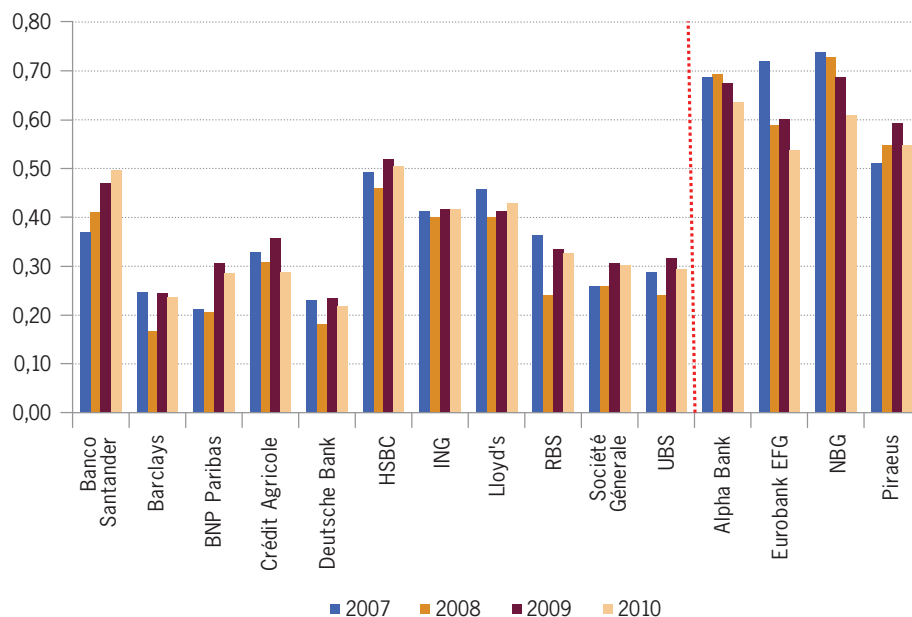
ΠΗΓΗ: Bloomberg

**ΓΡΑΦΗΜΑ 8β** Διαφορά 3μηνιαίου Euribor από το O/N Επιτόκιο Swap του ευρώ (OIS)

ΠΗΓΗ: Bloomberg

Οι ελληνικές τράπεζες αντιλαμβάνονται ότι απαιτείται ολική επαναφορά τους στο παραδοσιακό μοντέλο τραπεζικής, όπου η ραχοκοκαλιά της χρηματοδότησης είναι οι πελατειακές καταθέσεις και η χονδρική χρηματοδότηση θεωρείται είδος πολυτελείας. Η χρηματοδότηση του ενεργητικού τους κατά 68% από καταθέσεις πρέπει να προσεγγίσει το 100%, δηλαδή ζητείται η επιστροφή τους σε ισορροπίες του 2003 (Γράφημα 9).

Παράλληλα, οι εποπτικές αρχές επικροτούν τη διατήρηση μιας ευρείας δανειακής βάσης και απαιτούν ασκήσεις προσομοίωσης με ζητούμενα την ενίσχυση του δείκτη ρευστότητας και τον απογαλακτισμό του παθητικού των τραπεζών από τη χονδρική χρηματοδότηση. Οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης σπεύδουν να υποβαθμίσουν τις τράπεζες εκτιμώντας ότι –χωρίς κεφαλαιαγορές– η διάρκεια ζωής τους προτού προκύψει ζήτημα εξυπηρέτησης ληξιπρόθεσμου δανεισμού περιορίζεται σε 4-6 μήνες κατά μέσο όρο.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 9** Πελατειακές Καταθέσεις προς Συνολικές Υποχρεώσεις – Ευρωπαϊκές Τράπεζες

ΠΗΓΗ: Alpha Bank

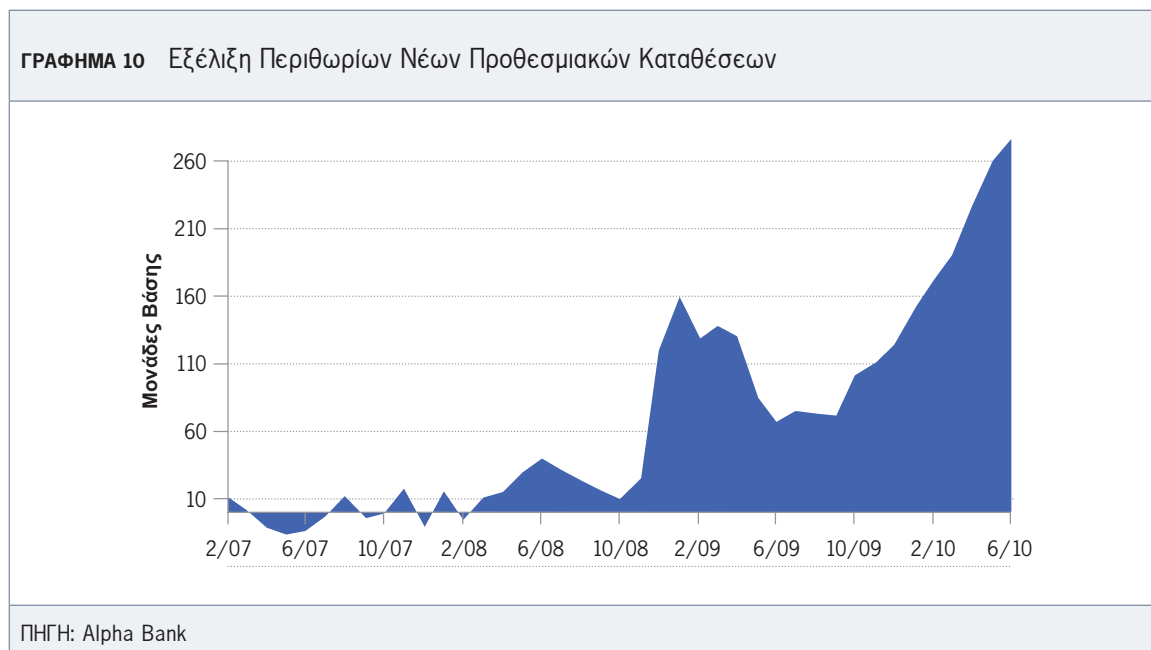
Εν μέσω αυτών των εξελίξεων οι συνήθως αδρανείς καταθέτες-επενδυτές χάνουν κάθε εμπιστοσύνη στο τραπεζικό σύστημα. Οι τράπεζες υπεραμύνονται των καταθέσεων με σημαντική αύξηση των περιθωρίων τους εν μέσω επαναλαμβανόμενων μειώσεων του βασικού επιτοκίου της ΕΚΤ (από 4,25% τον Οκτώβριο

2008 σε 1% τον Μάιο 2009), που στοχεύει στην ελάφρυνση των δανειζομένων από το βασικό κόστος χρηματοδότησης. Σε όλη την Ευρώπη αναζητούνται τρόποι για τη διασφάλιση των πελατειακών καταθέσεων λιανικής φύσης.

Αρχικά το πρόβλημα αντιμετωπίζεται με κρατικές εγγυήσεις ορισμένου ποσού ανά πελάτη-καταθέτη, προκειμένου να αποφευχθεί μαζική φυγή καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα. Τελικά το αντίδοτο είναι η θέσπιση προγραμμάτων στήριξης των οικονομιών και ενίσχυσης της ρευστότητας των τραπεζών από τις κυβερνήσεις όλων σχεδόν των ανεπτυγμένων χωρών, που λαμβάνουν τη μορφή κρατικών εγγυήσεων προς τις τράπεζες, τόσο σε επίπεδο κεφαλαίων όσο και χρηματοδότησης.

Οι τράπεζες σπεύδουν να ενσωματώσουν τις εγγυήσεις στις νέες εκδόσεις, προκειμένου να άρουν τις αμφιβολίες των επενδυτών και να μειώσουν το κόστος δανεισμού, χωρίς να είναι σε θέση να αναχαιτίσουν την άναρχη ανατιμολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Ως συνέπεια, οι αγορές δομημένων ομολόγων (τιτλοποιήσεις και καλυμμένες ομολογίες), οι αγορές ομολόγων χωρίς εγγύηση και οι αγορές ομολόγων υψηλού κινδύνου (δευτερογενή κεφάλαια μειωμένης εξασφάλισης) παραμένουν ερμητικά κλειστές έως το τέλος του πρώτου τριμήνου του 2009. Κατόπιν, με την επιτυχή έκβαση του κύκλου ανακοίνωσης των αποτελεσμάτων από τις τράπεζες σε παγκόσμιο επίπεδο, οι προσδοκίες για άρση της αβεβαιότητας και εξομάλυνση των συνθηκών αναπτερώνονται.

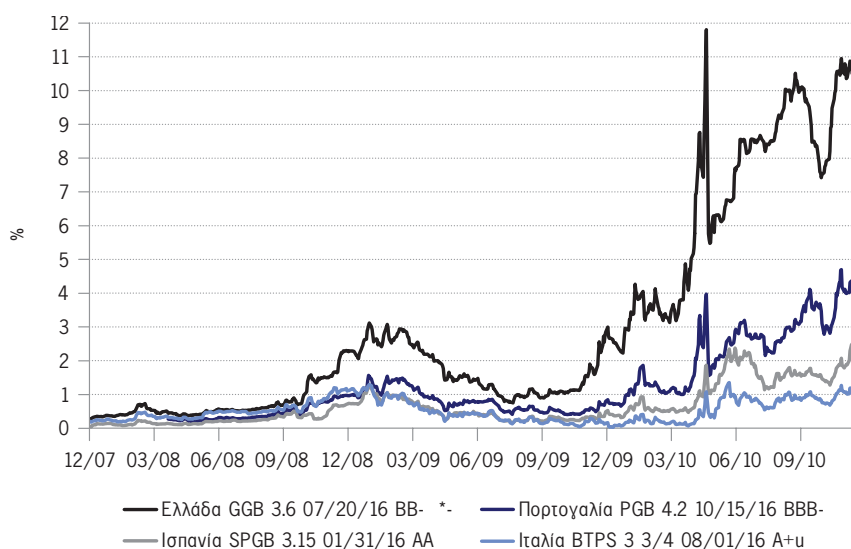
Οι ελληνικές τράπεζες εντείνουν ξανά τις προσπάθειές τους για την προσέλκυση καταθέσεων ως τη μοναδική αξιόπιστη πηγή χρηματοδότησης των εργασιών τους. Τα περιθώρια νέων καταθέσεων κυμαίνονται για πρώτη φορά σε επίπεδα άνω του 1,50% κατά μέσο όρο (Γράφημα 10). Συγχρόνως, επιταχύνουν και διευρύνουν τις τιτλοποιήσεις στοιχείων του ενεργητικού τους προκειμένου να τις προσκομίσουν ως ενέχυρα στην ΕΚΤ και παγώνουν οποιαδήποτε αναπτυξιακά και επενδυτικά πλάνα. Στον τομέα της χονδρικής χρηματοδότησης, σε μια επανάληψη του παρελθόντος, οι αγορές γίνονται αφιλόξενες για τις ελληνικές τράπεζες παρά τις εγγυήσεις του κράτους, εξαιτίας της χαμηλής πιστωτικής διαβάθμισης. Το σκηνικό των προηγούμενων ετών ανατρέπεται πλήρως, καθώς το κίνητρο υψηλότερων αποδόσεων που οδηγούσε επενδυτές στην Ελλάδα υπονομεύεται από τη δυσανάλογη αύξηση του πιστωτικού κινδύνου.



Πράγματι, τα περιθώρια χρηματοδότησης του Ελληνικού Δημοσίου και κατ' επέκταση των ελληνικών τραπεζών εκτοξεύονται στα επίπεδα των 300 μ.β. το πρώτο τρίμηνο του 2009 (Γράφημα 11). Μάλιστα, το εμπροσθοβαρές και ογκώδες πρόγραμμα δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου δεν επιτρέπει στις τράπεζες να αναζητήσουν χονδρική χρηματοδότηση από το εξωτερικό το πρώτο εξάμηνο του 2009. Κατά συνέπεια, μοναδική πηγή χρηματοδότησης είναι η ΕΚΤ, που ούτως ή άλλως προσφέρει άφθονη και φθηνή, πλην όμως βραχυπρόθεσμη, ρευστότητα. Αυτή

αποτελεί προσωρινή πανάκεια στα συρρικνούμενα περιθώρια εσόδου τόκων που οφείλονται στην ασύγχρονη ανατιμολόγηση ενεργητικού και παθητικού. Η ΕΚΤ είναι ο μοναδικός πάροχος ρευστότητας με ενιαίο επιτόκιο για όλα ανεξαιρέτως τα πιστωτικά ιδρύματα του ευρωσυστήματος ανεξαρτήτως πιστοληπτικής διαβάθμισης. Είναι συνεπώς αντιληπτό, ότι οι ελληνικές τράπεζες, που φέρουν εκ των πραγμάτων τη χαμηλότερη διαβάθμιση στην ευρωζώνη, ωφελούνται τα μέγιστα από αυτή την ισορροπία που ενίοτε ενεργεί και ως αντικίνητρο αναζήτησης εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 11** Πιστωτικά Περιθώρια Ομολόγων Αναφοράς Ευρωπαϊκών Χωρών



ΠΗΓΗ: Bloomberg

Εντούτοις, οι ελληνικές τράπεζες, αφενός γνωρίζοντας τις επιπτώσεις της μακροχρόνιας αποχής από τις κεφαλαιαγορές (παύση πιστωτικών γραμμών, διαγραφή τους από το «ραντάρ» των επενδυτών, απαξίωση των ομολόγων τους στη δευτερογενή αγορά, εκπνοή των προγραμμάτων χρηματοδότησης και αδυναμία απόσβεσης των βασικών εξόδων διατήρησης των πιστοληπτικών διαβαθμίσεων), και αφετέρου με αφορμή τη βελτίωση των συνθηκών στις αγορές που οφείλονται σε μεγάλο βαθμό στις επαναγορές ομολόγων είτε από κεντρικές τράπεζες και κρατικά κεφάλαια είτε από εκδότες-τράπεζες, επιχειρούν σχεδόν στο σύνολό τους την έξοδο στις αγορές στο τέλος του εξαμήνου του 2009 που συμπίπτει με την ολοκλήρωση της πρώτης φάσης δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου.

Συμβιβασόμενες με τα αυξημένα περιθώρια δανεισμού και έπειτα από σχεδόν 2 έτη απουσίας, επιτυγχάνουν να προωθήσουν ομόλογα κύριας εξασφάλισης χωρίς εγγύηση (senior unsecured) συνολικού ύψους ευρώ 4,8 δισ. Οι εκδόσεις συνοδεύονται από υψηλά ποσοστά υπερκάλυψης, καλή διασπορά επενδυτών και ικανοποιητικά περιθώρια αρχικά στην περιοχή των 300 μ.β. και μετέπειτα –τρίτο τρίμηνο 2009– στις 200 μ.β. για διάρκειες 2-3 ετών (Πίνακας 2).

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2** Μέσα Πιστωτικά Περιθώρια Ελληνικών Τραπεζών (σε μονάδες βάσης)

	1 έτος	2 έτη	3 έτη	5 έτη	7 έτη	8-10 έτη
<b>2007</b>	8	12	15	25	30	32
<b>2008</b>	65	100	120	95		
<b>2009</b>	200	220	250			

ΠΗΓΗ: Alpha Bank

Στις εν λόγω εκδόσεις επαναλαμβάνεται το πάγιο ενδιαφέρον τραπεζών για ομόλογα ελλήνων εκδοτών (περίπου 65% της κατανομής). Σημαντικό, όμως, μειονέκτημα είναι η αυξημένη συμμετοχή επενδυτών από Ελλάδα (περίπου 50% των εκδόσεων), που σημαίνει ότι η εκτός των συνόρων χρηματοδότηση γίνεται δυσεύρετη. Ενθαρρυντικό σημάδι είναι η ικανοποιητική συμπεριφορά των ομολόγων αυτών στη δευτερογενή αγορά, γεγονός που επιτρέπει τη σταδιακή αποκλιμάκωση των περιθωρίων και τη συγκράτηση του δανεισμού από την ΕΚΤ.

Εν τω μεταξύ η ΕΚΤ, στην προσπάθεια αναβίωσης της διατραπεζικής αγοράς, εγκαινιάζει μια περίοδο γενναιοδωρης παροχής ρευστότητας έως ένα έτος στα τέλη του πρώτου εξαμήνου του 2009. Παραδόξως, η εντυπωσιακή απήκησή της (συμμετοχή ύψους ευρώ 442 δισ.) επιβεβαιώνει τις απαισιόδοξες εκτιμήσεις για την προβληματική λειτουργία των χρηματαγορών και την προσδοκία ότι τα περιθώρια δε θα αποκλιμακωθούν σημαντικά περαιτέρω. Προκειμένου μάλιστα να διευκολυνθεί ο δανεισμός των τραπεζών, η ΕΚΤ προωθεί και άλλη καινοτομία: τη χαλάρωση των κριτηρίων καταλληλότητας των ενεχύρων προκειμένου να επιτρέψει ένα πλήθος από ενέχυρα χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης να γίνονται αποδεκτά στις δεξαμενές της.

Και σε αυτό τον τομέα οι ελληνικές τράπεζες ωφελούνται αρκετά, λόγω της αντικειμενικά χαμηλότερης πιστοληπτικής αξιολόγησης των στοιχείων του ενεργητικού τους σε σύγκριση με τις λοιπές ευρωπαϊκές τράπεζες. Ενδεικτικά, η μέση διαβάθμιση των ενεχύρων τους στην ΕΚΤ είναι επιπέδου 'Α' ενώ τα ενέχυρα που δε θα γίνονταν δεκτά (διαβάθμισης 'BBB') υπό το αυστηρότερο πλαίσιο εκτιμάται ότι ανέρχονται σε ευρώ 6,5 δισ. Με αυτές τις προϋποθέσεις και με δεδομένη την υποκατάσταση της χονδρικής χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ, η εγχώρια λειτουργία της ελληνικής αγοράς εξομαλύνεται, με τους καταθέτες (ιδιώτες και επιχειρήσεις) να αρκούνται σταδιακά σε πιο ορθολογικές αποδόσεις.

## 5. Τρίτη φάση της κρίσης (Φεβ. 2010 – Μαρ. 2011): Η χρηματοδότηση δέσμια των προβλημάτων ρευστότητας

Όλα τα ανωτέρω μέτρα δεν επιτρέπουν στις ελληνικές τράπεζες να ελπίζουν ότι τα χειρότερα έχουν παρέλθει, ειδικά όταν η εξάρτησή τους από την ΕΚΤ δε δύναται να μειωθεί άμεσα. Δεν είναι εφικτό για τις ελληνικές τράπεζες να στραφούν εν μέρει στις αγορές, αφού οι τελευταίες έχουν εξορθολογήσει τη διάθεσή τους για επενδύσεις υψηλού κινδύνου, με τους επενδυτές να έχουν περιστείλει τα όριά τους προς την Ελλάδα. Συνεπώς, ούτε τα ομόλογα που φέρουν την εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου δεν μπορούν να διοχετευθούν στις αγορές.

Σε αυτό το σημείο ξεκινά μια ανάδρομη πορεία για τις ελληνικές τράπεζες σε σχέση με την πλειονότητα των ευρωπαϊκών. Ο δανεισμός των τελευταίων από την ΕΚΤ βαίνει μειούμενος από το τέλος του 2009, καθώς το επιτόκιο δανεισμού της ΕΚΤ δεν είναι πλέον τόσο ελκυστικό σε σχέση με τα επιτόκια αναφοράς στη διατραπεζική αγορά, ενώ συγχρόνως, παρατηρείται ελάφρυνση των υποχρεώσεών τους λόγω της απομύχλευσης του ισολογισμού τους. Αντιθέτως, ο δανεισμός των ελληνικών τραπεζών βαίνει αυξανόμενος κυρίως λόγω ανάγκης αναχρηματοδότησης παλαιότερων σειρών ομολόγων που ωριμάζουν, καθώς και επενδυτικών επιλογών που προκύπτουν από την αυξημένη συμμετοχή τους στις εκδόσεις του Ελληνικού Δημοσίου, αλλά και μερικώς λόγω της αναχρηματοδότησης επιλεγμένων πελατών-εταιρειών.

Το γεγονός μάλιστα ότι η εξάρτηση των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ στις αρχές του 2010 υπερβαίνει τα ανεκτά όρια εν συγκρίσει με το μέγεθός τους (μέσος όρος 8,4% του ενεργητικού τους – μέσος όρος για τις ευρωπαϊκές τράπεζες 3,5%), στηλιτεύεται από αναλυτές, εποπτικές αρχές και οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Ταυτόχρονα, η ελληνική οικονομία εισέρχεται σε περιπέτειες με την αποκάλυψη ενός τεράστιου δημοσιονομικού προβλήματος που συμπαρασύρει τα πάντα στην απαξίωση.

Αυτή είναι η απαρχή μιας σειράς δυσμενών εξελίξεων για τις ελληνικές τράπεζες, υπαγορεύοντας καθολικό ανασχεδιασμό των προβλέψεων για την εξέλιξη της χονδρικής χρηματοδότησής τους εν όψει του νέου έτους. Η οριστική διακοπή παροχής ρευστότητας στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα ως απότοκο των κλυδωνισμών στην εμπιστοσύνη των επενδυτών, οδηγεί μοιραία για μία ακόμα φορά σε έντονο ανταγωνισμό για την προσέλκυση πελατειακών καταθέσεων. Τα περιθώριά τους εκτοξεύονται εκ νέου σε δυσθεώρητα ύψη, καταδεικνύοντας ότι το ασφάλιστρο που πρέπει να καταβάλλεται για την παραμονή των καταθέσεων στο σύστημα έχει οριστικά ανατιμολογηθεί υψηλότερα. Η πλειονότητα των προϊόντων του παθητικού των ελληνικών τραπεζών (υπόλοιπα λογαριασμών όψεως και ταμειωτηρίου, προθεσμιακές, *repos* και διατραπεζικός δανεισμός) επηρεάζεται δυσμενώς, αποδεικνύοντας ότι οι δεξαμενές δανεισμού είναι συγκοινωνούντα δοχεία. Οι τράπεζες του εξωτερικού κλείνουν τις γραμμές χρηματοδότησης, αλλά και τα πιστωτικά όρια για το σύνολο των χρηματοοικονομικών προϊόντων με ελληνικές τράπεζες και απαιτούν παράλογες εξασφαλίσεις-ενέχυρα για τη διατήρηση της έκθεσής τους στην Ελλάδα. Την ίδια στιγμή, τα δανειακά χαρτοφυλάκια είτε συνεχίζουν να αναπτύσσονται βραδέως λόγω κεκτημένης ταχύτητας από την εκπλήρωση δεσμεύσεων χρηματοδότησης (*financing commitments*) είτε εμφανίζουν αδυναμίες αποπληρωμής και επισφάλειες. Ακόμα και τα όποια αποθέματα ρευστότητας στη Νοτιοανατολική Ευρώπη δεν είναι εφικτό να επαναπαριστούν, λόγω δεσμεύσεων προς τις τοπικές κυβερνήσεις και το ΔΝΤ για μη αποεπένδυση από τις χώρες αυτές που αντιμετωπίζουν προβλήματα από το ντόμινο των εξελίξεων.

Εύλογα, η διεθνής κοινότητα ανησυχεί για τη βιωσιμότητα του τραπεζικού συστήματος στην Ελλάδα, όταν χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερα υψηλό κόστος χρηματοδοτικής πρώτης ύλης, όπως είναι οι καταθέσεις, και εγγενή αδυναμία απομόχλευσης. Αυτό το δεδομένο, σε συνδυασμό με έναν κατατρεγμένο υποβαθμίσαν από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (Γράφημα 6), τρέπει τους επενδυτές σε άτακτη φυγή από τη χώρα. Η πεποίθηση που καλλιεργείται στις αγορές ότι οι ευρωπαϊκές οικονομίες θα αντέξουν και χωρίς στήριξη από τη χαλαρή δημοσιονομική και νομισματική πολιτική είναι ανεδαφική για την Ελλάδα.

Όλα τα σχέδια των ελληνικών τραπεζών ανατρέπονται και οι εξελίξεις τις οδηγούν σε πλήρη εξάρτηση από την ΕΚΤ για το σύνολο της χρηματοδότησης με όχημα τις εγγυήσεις του Ελληνικού Δημοσίου για το οποίο υπάρχει ευνοϊκή μεταχείριση από την ΕΚΤ. Η ρευστοποίηση στοιχείων ενεργητικού είναι εφικτή μόνο σε χαρτοφυλάκια δανείων με μεγάλη διαφοροποίηση και εφόσον δεν έχουν συσχέτιση με Ελλάδα. Παραδοσιακά αυτά καταλαμβάνουν ελάχιστο χώρο στον ισολογισμό των ελληνικών τραπεζών (κάτω του 5%). Και ενώ οι στρατηγικές επιλογές είναι περιορισμένες, η κατάσταση ξεφεύγει από κάθε έλεγχο όταν τίθεται θέμα χρεοκοπίας ή αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους της χώρας, με αποτέλεσμα την οριστική φυγή διαφόρων ειδών καταθέσεων προς το εξωτερικό και την κάμψη των καταθέσεων στις θυγατρικές τράπεζες των ελληνικών ομίλων στη Νοτιοανατολική Ευρώπη. Πρόκειται για μια λαίλαπα αρνητικών εξελίξεων που δυναμιτίζει τη χρηματοδότηση των τραπεζών περαιτέρω, σε βαθμό που θέτει σε αμφιβολία τη δυνατότητα αποπληρωμής των χρεών τους. Από το σημείο αυτό και έπειτα η πορεία των ελληνικών τραπεζών είναι πλήρως συνυφασμένη με την εξέλιξη των οικονομικών και δημοσιονομικών θεμάτων που ταλανίζουν την Ελλάδα.

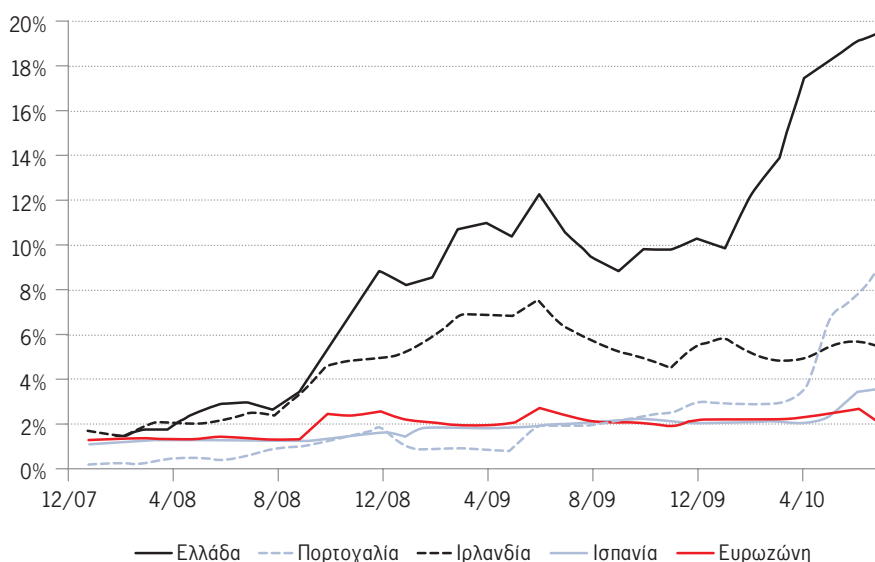
Μοναδικό καταφύγιο των ελληνικών τραπεζών είναι πλέον η ΕΚΤ, που επιβαρύνεται όλο και περισσότερο με τη χρηματοδότηση τραπεζών προερχόμενων από τις αδύναμες οικονομίες της Ευρώπης. Η υιοθέτηση μιας σειράς από μέτρα για τη σωτηρία των οικονομιών της Ευρώπης στα μέσα του 2010 επιβραδύνει το κύμα φυγής κεφαλαίων και ηρεμεί πρόσκαιρα τις αγορές. Ειδικά για την Ελλάδα, τα μέτρα θέτουν μεν τη χώρα σε έμμεση προστασία από τους πιστωτές, αλλά γεννούν ισχυρές αμφιβολίες για το αν η περίοδος χάριτος και τα υφειστικά δημοσιονομικά μέτρα μπορούν να ανατάξουν την ελληνική οικονομία και να προλειάνουν την επαναφορά της στις αγορές σύντομα.

Η κλιμάκωση των ανωτέρω μέτρων μέσω της αποδοχής των ελληνικών κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ ανεξαρτήτως πιστοληπτικής διαβάθμισης, εξασφαλίζει την επάρκεια των ενεχυρών του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Παρόλα αυτά, η αγορά αντιλαμβάνεται ότι το ρήγμα εμπιστοσύνης στην Ελλάδα βαθαίνει, οπότε οι τριγμοί στο τραπεζικό σύστημα εξαπλώνονται. Οι ελληνικές τράπεζες αυξάνουν εκ νέου την εξάρτησή τους από την ΕΚΤ και οι αρχικά δυσοίωνες προβλέψεις των αναλυτών για «παντελή αδυναμία χρηματοδότησης εκτός ΕΚΤ για μεγάλο χρονικό διάστημα» εξελίσσονται σε αυτοεκπληρούμενη προφητεία.



Η τάση αυτή επικρατεί έως σήμερα και δεν αναμένεται να διαφοροποιηθεί άμεσα. Ενδεικτικό είναι ότι το σύνολο του δανεισμού των ελληνικών τραπεζών από την ΕΚΤ αγγίζει τα ευρώ 95 δισ. στις αρχές του 2011 έναντι ευρώ 50 δισ. στο τέλος του 2009. Η εξάρτηση από την ΕΚΤ καλύπτει πλέον το 18% των στοιχείων του ενεργητικού των ελληνικών τραπεζών έναντι 3% για το σύνολο των τραπεζών στην Ευρώπη (Γράφημα 12). Βέβαια δεν πρέπει να παραγνωρίζεται το γεγονός ότι η εικόνα της Ελλάδας είναι σαφώς καλύτερη αν η χρηματοδότηση εκφραστεί ως ποσοστό του ΑΕΠ (Ελλάδα 41%, Ιρλανδία 84%).

**ΓΡΑΦΗΜΑ 12** Χρηματοδότηση από ΕΚΤ ως Ποσοστό Ενεργητικού των Τραπεζών



ΠΗΓΗ: Κεντρικές Τράπεζες Χωρών

Τη χαριστική βολή στις όποιες προσδοκίες αναβίωσης εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης δίνει η κατάταξη της Ελλάδας, και κατ' επέκταση των ελληνικών τραπεζών, στην κατηγορία μη διαβαθμισμένης επενδυτικής ικανότητας (non investment grade ή junk) από τους περισσότερους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Δεδομένου ότι τα μοντέλα διάρθρωσης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων παγκοσμίως είναι άρρηκτα συνδεδεμένα με τέτοιους δείκτες, τα ομόλογα ελλήνων εκδοτών υφίστανται ισχυρές πιέσεις ρευστοποίησης. Οι υποβαθμίσεις έχουν επίπτωση και στη χρηματοδότηση μέσω της ΕΚΤ με διττή μορφή: πρώτον, η αποτίμηση των ελληνικών ενεχύρων στην ΕΚΤ χειροτερεύει και δεύτερον, οι συντελεστές περικοπής (haircuts) κλιμακώνονται. Απόδειξη ότι οι ελληνικές τράπεζες δεσμεύουν ευρώ 128 δισ. σε ονομαστική αξία καλυμμάτων για να δανειστούν ευρώ 95 δισ. σε χρηματική αξία (δηλαδή υποχρηματοδότηση ενεχύρων κατά 26%). Μοιραία αυτή η πραγματικότητα πιέζει περαιτέρω τους ισολογισμούς τους, καθότι αφενός οδηγεί σε γιγαντιαίο έλλειμμα χρηματοδότησης, και αφετέρου, οξύνει το πρόβλημα τακτικής αναπλήρωσης του ύψους των ενεχύρων που απαιτείται να είναι δεσμευμένα για την επαρκή κάλυψη του ονομαστικού ύψους δανεισμού από την ΕΚΤ.

Δυσάρεστη έκπληξη είναι ότι, τόσο το ευρωπαϊκό πρόγραμμα επαναγορών κρατικών ομολόγων από την ΕΚΤ για την απορρόφηση της υπερηρσοφοράς από επενδυτές, όσο και η διενέργεια των περιφημών ασκήσεων προσημείωσης καταστάσεων κρίσης (stress tests) αδυνατούν να μεταπείσουν τις αγορές προκειμένου να δοθεί κάποια διέξοδος στο μείζον πρόβλημα έλλειψης εναλλακτικής χρηματοδότησης για τις ελληνικές τράπεζες. Αναμφίβολα, τέτοιες πρωτοβουλίες παρέχουν πίστωση χρόνου και θωρακίζουν τη ρευστότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος βραχυπρόθεσμα, αίροντας τον φόβο κατάρρευσής του, πλην όμως δεν εγγυώνται την κάλυψη των χρηματοδοτικών του αναγκών μεσοπρόθεσμα.

## 6. Η νέα πρόκληση στη χρηματοδότηση των ελληνικών τραπεζών

Εναπόκειται πλέον στην ελληνική οικονομία να πείσει τη διεθνή κοινότητα για τη μεταστροφή της, ώστε να ελπίζει σε αναβάθμιση της πιστοληπτικής της ικανότητας για να προσεγγίσει τις κεφαλαιαγορές. Μια τέτοια εξέλιξη θα έχει καταλυτική επίδραση καταρχήν στο μέτωπο των καταθέσεων, με την επάνοδο καταθετών και επενδυτών στη χώρα και τη συρρίκνωση των περιθωρίων. Όσο τα περιθώρια κυμαίνονται στην περιοχή των 1.000 μ.β. το μήνυμα που λαμβάνουν οι ελληνικές τράπεζες είναι ότι δεν είναι ευπρόσδεκτες στις αγορές. Αυτή η δυστοκία προσέλκυσης επενδυτών και οι δομικές ισορροπίες των ισολογισμών των ελληνικών τραπεζών εξηγούν πλήρως τον υψηλό δανεισμό από την ΕΚΤ. Πράγματι μια απλή αναδρομή στην εξέλιξη των μεγεθών τους στην τριετία 2008-2010 αποκαλύπτει συνολική αύξηση αναγκών σε ευρώ 99 δισ. ως ακολούθως:

- α. οι εκροές λόγω μεταβολής της καθαρής διατραπεζικής δραστηριότητας και της καθαρής μεταβολής των υποχρεώσεων από ομολογιακές εκδόσεις (αποπληρωμές μείον νέες εκδόσεις) προς το εξωτερικό από την αρχή της κρίσης ανέρχονται στο ύψος των ευρώ 26 δισ.,
- β. η αύξηση του χαρτοφυλακίου των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου παίρνοντας τη σκυτάλη από τους ξένους επενδυτές διαμορφώνεται σε ευρώ 18 δισ.,
- γ. η καθαρή μεταβολή του ενεργητικού από εμπορικές εργασίες (δάνεια και επενδύσεις μείον καταθέσεις) καταγράφει αύξηση κατά ευρώ 55 δισ.

Προκειμένου τα μεγέθη αυτά να επιστρέψουν σε βιώσιμα επίπεδα, απαιτείται δυναμική διαχείριση του παθητικού των τραπεζών, με τον άγνωστο  $x$  να είναι η χονδρική χρηματοδότηση. Έως ότου όμως οι επικρατούσες συνθήκες βελτιωθούν, οι ελληνικές τράπεζες διαθέτουν ελάχιστα εργαλεία για την κάλυψη των αναγκών με άλλους τρόπους πέραν της προσφυγής στην ΕΚΤ. Μάλιστα, η κατάσταση δυσχεραίνει σε περίπτωση που η ΕΚΤ διαφοροποιήσει τη νομισματική της πολιτική στην κατεύθυνση αυστηροποίησης των κριτηρίων καταλληλότητας ενεχύρων όπως έχει προαναγγείλει για το 2011, ή σε περίπτωση που οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης προβούν σε νέες υποβαθμίσεις της αξιολόγησης της χώρας, καθώς μετά τα τιτλοποιημένα δάνεια και τα μη κρατικά ομόλογα χαμηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (κάτω του «Α») και οι καλυμμένες ομολογίες δε θα γίνονται αποδεκτές με εύλογες συνέπειες για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Παρόλα αυτά, οι ελληνικές τράπεζες θα πρέπει να κερδίσουν το μεγάλο στοίχημα της επιστροφής τους στις αγορές. Η ανάγκη είναι επιτακτική ακόμα και αν υποθέσουμε, πρώτον, ότι τα βασικά μεγέθη των ελληνικών τραπεζών (καταθέσεις και χορηγήσεις) δε θα αποκλίνουν σημαντικά τα επόμενα τρία έτη, ώστε οι λήξεις των χορηγήσεων να συνεισφέρουν στην ομαλή μετάβαση του δείκτη δανείων προς καταθέσεις κοντά στο 100% και δεύτερον, ότι τα ομόλογα που διατηρούν οι ελληνικές τράπεζες στα χαρτοφυλάκιά τους είτε θα λήξουν, είτε θα ρευστοποιηθούν πρόωρα, είτε θα αυτοχρηματοδοτηθούν σταδιακά στις αγορές. Και με αυτές τις παραδοχές, οι ανάγκες χρηματοδότησης σε ορίζοντα τριετίας (2011-2013) θα αυξηθούν κατά ευρώ 13 δισ. περίπου, που αφορούν συνολικές λήξεις ομολόγων χονδρικής χρηματοδότησης στο εν λόγω διάστημα.

Προφανώς, το σωρευτικό ποσό χρηματοδότησης αυξάνεται όσο καθυστερεί η επάνοδος στις αγορές, κυρίως λόγω του αρνητικού χρηματοδοτικού ανοίγματος (negative funding gap) που χαρακτηρίζει τους ισολογισμούς των τραπεζών, δηλαδή τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις έναντι των μακροπρόθεσμων απαιτήσεων. Σημαντικό ρόλο στην έγκαιρη εξισορρόπηση των αναγκών αναμένεται να διαδραματίσει αφενός η εξέλιξη των καταθέσεων στον βαθμό που σταδιακά επιστρέφει στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα (ενδεικτικά η συνολική απώλεια καταθέσεων αγγίζει τα ευρώ 35 δισ. στο διάστημα Οκτ. 2009-Φεβ. 2011), και αφετέρου η αναβάθμιση της αξιολόγησης της Ελλάδας, που μπορεί να βελτιώσει τις αποτιμήσεις των ελληνικών μεγεθών γεφυρώνοντας το χρηματοδοτικό έλλειμμα αυτών στις αγορές και στην ΕΚΤ. Διαφορετικά, μια πιο εκτενής απομόχλευση του ενεργητικού κυρίως μέσω της εκποίησης-ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων θα είναι επιβεβλημένη, ενώ η έξοδος από το πρόγραμμα στήριξης της ελληνικής οικονομίας που σήμερα συνεισφέρει ευρώ 45 δισ. σε χρηματική αξία μέσω ΕΚΤ θα είναι ανέφικτη.



Αναμφίβολα, η προσπάθεια προσαρμογής πρέπει να συνοδεύεται και από την επίλυση των δομικών προβλημάτων που δημιουργεί η κρίση χρέους στην Ευρώπη, ώστε να μην αναγκαστεί ο ελληνικός τραπεζικός κλάδος να καταφύγει σε εναλλακτικές επιλογές, όπως η συρρίκνωση του ισολογισμού σε συνδυασμό με γενναίες κεφαλαιακές ενισχύσεις σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα και σε συγχωνεύσεις ή δυνητικά εξαγορές από ξένες τράπεζες σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.

Επί του παρόντος και προκειμένου να επιτευχθεί ο απώτερος στόχος της επανόδου σε πλήρεις χρηματοδοτικές επιλογές, θα πρέπει να επιδιωχθεί η συνολική αναμόρφωση του επιχειρηματικού μοντέλου των τραπεζών με γνώμονα τις ακόλουθες πτυχές:

- α. ισορροπία στην ανάπτυξη μεγεθών ενεργητικού-παθητικού με οριοθέτηση της χονδρικής χρηματοδότησης και αύξηση των ρευστών διαθεσίμων,
- β. έμφαση στη διεύρυνση της καταθετικής βάσης και των σταθερών πηγών χρηματοδότησης,
- γ. διατήρηση ισχυρής λειτουργικής και επαρκούς δυνητικής ρευστότητας,
- δ. ανάπτυξη εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης και άντλησης κεφαλαίων,
- ε. ενσωμάτωση κριτηρίων καταλληλότητας για την αυτοχρηματοδότηση-τιτλοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού,
- στ. πρόβλεψη χρηματοδοτικών αναγκών και γραμμική κατανομή τους χρονικά,
- ζ. εξωστρέφεια μέσω ενδυνάμωσης των επαφών τους με τους συμμετέχοντες στις αγορές και παροχή επαρκούς πληροφόρησης,
- η. επιμήκυνση ορίζοντα χονδρικής χρηματοδότησης με μικρή συγκέντρωση υποχρεώσεων σε μικρά χρονικά διαστήματα,
- θ. διενέργεια αυστηρών ασκήσεων προσημείωσης κρίσεων σε θέματα ρευστότητας.

Υπό αυτό το πρίσμα, οι ελληνικές τράπεζες θα έχουν ως παρακαταθήκη την έμπρακτη απόδειξη της βιωσιμότητάς τους υπό πολύ δυσμενείς συνθήκες που θα τους επιτρέψει να συμπληρώσουν εκ νέου το παζλ της χρηματοδότησής τους. Με αυτό τον τρόπο θα είναι σε θέση να αποκτήσουν τη δέουσα στρατηγική ευελιξία για την επαναφορά τους σε μοχλό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνόγλωσση

ΕΚΤ, Μηνιαίο Δελτίο, Σεπτέμβριος 2010.

ΕΚΤ, Ετήσια Έκθεση, Δεκέμβριος 2009.

ΕΚΤ, EU Banks' Funding Structures and Policies, Μάιος 2009.

Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Η Συμβολή του Τραπεζικού Συστήματος στην Ελληνική Οικονομία, Ιούλιος 2008.

ΤτΕ, Έκθεση για τη Χρηματοπιστωτική Σταθερότητα, Ιούλιος 2010.

ΤτΕ, Νομισματική Πολιτική, Μάρτιος 2010.

ΤτΕ, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Ιούνιος-Ιούλιος 2010.

ΤτΕ, Έκθεση του Διοικητή, Δεκέμβριος 2009.

### Ξενόγλωσση

BIS, Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision, June 2008.

CEBS, Second Part of CEBS's Technical Advice to the European Commission and on Liquidity Risk Management, June 2008.

CEBS, Guidelines on Liquidity Buffers & Survival Periods, December 2009.

Fitch Ratings, Global FIs Rating Criteria, August 2010.

Fitch Ratings, Sovereign Rating Methodology, August 2010.

Moody's, Calibrating Bank Ratings in the Context of the Global Financial Crisis, February 2009.

S&P, Liquidity Moves Up European Banks' Risk Management Agendas, June 2005.