

Κρίση και Προοπτικές Ανάκαμψης: Ανακεφαλαιοποίηση Τραπεζών και Χρηματοδότηση της Οικονομίας

Συντονιστής: Γιάννος Παπαντωνίου, Πρόεδρος ΚΕΠΠ

Συντάκτης: Χριστόφορος Σαρδελής

Συνοπτική παρουσίαση

Ιούλιος 2013

Τα τρία μέτωπα της κρίσης

Η ελληνική κρίση έχει τρεις αλληλένδετες εστίες, τη δημοσιονομική, τη μακροοικονομική και την τραπεζική, με κάθε μία να ενισχύει και να ανατροφοδοτεί τις άλλες δύο. Τα μέτρα που υιοθετήθηκαν το 2010 για την αντιμετώπιση του δημοσιονομικού προβλήματος αφαίρεσαν σημαντικά ποσά από την ενεργό ζήτηση, ενισχύοντας την ύφεση, η οποία είχε εκδηλωθεί ήδη από το 2008. Αυτό ανατροφοδότησε το δημοσιονομικό πρόβλημα, υποσκάπτοντας την φοροδοτική ικανότητα και αυξάνοντας την πίεση για κοινωνικές δαπάνες. Η απαξίωση των κρατικών ομολόγων μετέφερε την κρίση στο τραπεζικό σύστημα με τις απώλειες να κλειδώνονται οριστικά με το PSI και την «εθελοντική» επαναγορά. Παράλληλα, η ύφεση και η εσωτερική υποτίμηση οδήγησαν σε κλιμακούμενη αδυναμία του ιδιωτικού τομέα να εξυπηρετήσει τα δάνειά του και, προκειμένου να αποκατασταθεί η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, προστέθηκαν στο δημόσιο χρέος σχεδόν τριάντα μονάδες επί του ΑΕΠ. Ταυτόχρονα, η πιστωτική συρρίκνωση συνεχίζει να στραγγαλίζει τον ιδιωτικό τομέα, ενισχύοντας την αδυναμία εξυπηρέτησης των παλιών δανείων.

Πρόκειται επομένως για μια κλασσικού τύπου περιδίνηση της οικονομίας ανάμεσα στις τρεις αυτές εστίες, χωρίς ουσιαστικές παρεμβάσεις σταθεροποιητικού χαρακτήρα, προκαλώντας τεράστιο κοινωνικό κόστος και εμφανή ρήγματα στον ιστό της οικονομίας.

Η υποβαθμισμένη ποιότητα των ισολογισμών των τραπεζών και των επιχειρήσεων έχει υποσκάψει τις σχέσεις εμπιστοσύνης μεταξύ των βασικών συντελεστών της αλυσίδας παροχής ρευστότητας σε όλα σχεδόν τα επίπεδα, από τις νομισματικές αρχές μέχρι τον τελευταίο δανειολήπτη. Οι προβληματικές αυτές σχέσεις συνιστούν σήμερα το βασικό αίτιο της διαπιστωμένης αδυναμίας χρηματοδότησης της οικονομίας. Οι δυνατότητες άντλησης ρευστότητας από το Ευρωσύστημα έχουν μειωθεί λόγω της υποβαθμισμένης ποιότητας των διαθέσιμων ενεχύρων, δηλαδή των στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών, με αποτέλεσμα να έχει περιοριστεί ποσοτικά η ρευστότητα και, στο βαθμό που παρέχεται, να είναι ιδιαίτερα ακριβή. Για τον ίδιο λόγο, οι ελληνικές τράπεζες συνεχίζουν να είναι αποκομμένες από την διατραπεζική αγορά, με συνέπεια να παρεμποδίζεται η ροή της διαθέσιμης ρευστότητας σε επίπεδο Ευρωζώνης προς την ελληνική οικονομία. Τέλος, η σχέση μεταξύ τραπεζών και δανειοληπτών έχει καταστεί προβληματική. Επιχειρήσεις και νοικοκυριά έχουν αυξημένες ανάγκες χρηματοδότησης ενώ οι τράπεζες αμφισβητούν την ικανότητά τους να εξυπηρετήσουν τα δάνειά τους, πέραν του ότι έχει μειωθεί και η αξία των εγγυήσεων.

Η κατάσταση της οικονομίας και του τραπεζικού συστήματος

Η κατάσταση σε κάθε ένα από τα τρία μέτωπα περιγράφεται αναλυτικά στα δύο πρώτα κεφάλαια της μελέτης. Η ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ ήταν ένα θετικό σοκ, βασικά λόγω των χαμηλών επιτοκίων, το οποίο όμως οδήγησε σε υπεραισιόδοξες προσδοκίες και υπερβολική συσσώρευση χρέους, δημόσιου και ιδιωτικού, με ρυθμούς που υπερέβαιναν αυτούς της αύξησης του εθνικού ή του ιδιωτικού εισοδήματος. Ήταν επομένως θέμα χρόνου η εκδήλωση μιας κρίσης χρηματοδότησης και η διακοπή του ενάρτετου αυτού κύκλου. Δεν υπήρξε όμως κάτι που να προϋδεάζει για την καταστροφική διαχείριση αυτής της κρίσης, τόσο από τις ελληνικές όσο και από τις βορειοευρωπαϊκές κυβερνήσεις.

Βασικοί μακροοικονομικοί και δημοσιονομικοί δείκτες στοιχειοθετούν αξιοσημείωτη πρόοδο σε ορισμένα μέτωπα, όπως η ταχεία μείωση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών και ο δραστικός περιορισμός του πρωτογενούς δημοσιονομικού ελλείμματος. Οι επιτυχίες όμως αυτές συντελούνται με τεράστιο κοινωνικό κόστος, σε όρους απώλειας εισοδήματος, καταστροφής κεφαλαίου και ανεργίας. Ενδεικτικά, μεταξύ 2009 και 2013 το πρωτογενές έλλειμμα σαν ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να έχει μειωθεί κατά δέκα ποσοστιαίες μονάδες, ενώ το κυκλικά προσαρμοσμένο, δηλαδή το έλλειμμα που λαμβάνει υπόψη και την επίδραση της ύφεσης στα δημοσιονομικά μεγέθη, αναμένεται να έχει βελτιωθεί κατά 16,4 ποσοστιαίες μονάδες, σημειώνοντας μάλιστα το υψηλότερο πλεόνασμα της Ευρωζώνης (6,5%). Η τεράστια ύφεση προκάλεσε, όπως φαίνεται, από μόνη της ένα έλλειμμα 6,4% επί του ΑΕΠ, το οποίο όμως δεν δημιουργεί συνθήκες επιβράβευσης, ώστε να υπάρξει κάποια χαλάρωση για το σπάσιμο του φαύλου κύκλου.

Υπήρξαν βέβαια και αστοχίες στον σχεδιασμό του προγράμματος, οι οποίες αναδείχτηκαν με την κάπως προσχηματική συζήτηση γύρω από το δημοσιονομικό πολλαπλασιαστή. Η χώρα συμφώνησε να υλοποιήσει ένα αυστηρό πρόγραμμα λιτότητας όντας ήδη σε ύφεση, ενώ ήταν γνωστό ότι αυτό ενέχει σοβαρό κίνδυνο πλήρους μακροοικονομικού εκτροχιασμού και αποτυχίας, σε αντίθεση με προγράμματα που εισάγονται σε φάση ανάκαμψης. Επίσης, ένα μεγάλο μέρος της μείωσης των δαπανών προήλθε τελικά από τη δραστική μείωση του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων, όπου ο πολλαπλασιαστής είναι σημαντικά μεγαλύτερος από αυτόν των υπόλοιπων δημοσιονομικών μεταβλητών. Παράλληλα, τα προγράμματα προσαρμογής επεκτάθηκαν πέραν του δημοσιονομικού, περιλαμβάνοντας μέτρα βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας μέσω της εσωτερικής υποτίμησης, της μείωσης δηλαδή των ονομαστικών εισοδημάτων, βαθαίνοντας έτσι την ύφεση. Ταυτόχρονα όμως υπήρξαν περιστολές στη χρηματοδότηση ακόμη και τομέων υψηλής παραγωγικότητας, όπως η βιομηχανία, η οποία συνεχίζει να συρρικνώνεται και εξ αυτού του λόγου. Υπήρξε επομένως έλλειψη εσωτερικής συνοχής στα προγράμματα προσαρμογής, η οποία μοιραία υποσκάπτει το αποτέλεσμα.

Το νέο παραγωγικό πρότυπο

Πίσω από τη βίαιη αυτή προσαρμογή υποκρύπτεται η συγκαλυμμένη φιλοδοξία να καταστεί η Ευρωζώνη του Μάαστριχτ πιο λειτουργική, χωρίς δηλαδή υπερβολικά χρηματοοικονομικά ελλείμματα που δημιουργούν την ανάγκη αμοιβαιοποίησης χρεών. Στο πρώτο κεφάλαιο αναδεικνύονται οι εσωτερικές ανισορροπίες της Ευρωζώνης με προέλευση τα ισοζύγια τρεχουσών συναλλαγών, για τα οποία δεν υπήρχε καμία πρόβλεψη στην αρχική συνθήκη.

Για αρκετά χρόνια, τα πλεονάσματα χωρών του βορά κάλυπταν τα ελλείμματα του νότου μέσω των κεφαλαιαγορών και της διατραπεζικής αγοράς, υποεκτιμώντας τους κινδύνους επειδή, στη λογική της νομισματικής ένωσης, η διακοπή της ανακύκλωσης των πλεονασμάτων μέσω των κεφαλαιαγορών αυτόματα υποκαθίσταται με άνευ ορίων πιστώσεις και χρεώσεις μεταξύ των κεντρικών τραπεζών που συμμετέχουν στο Ευρωσύστημα. Αυτό συνέβη, σε μεγάλη έκταση, μετά το 2009, δημιουργώντας την εντύπωση ότι οι ελλειμματικές χώρες ήταν σε θέση να συσσωρεύουν απρόσκοπτα υποχρεώσεις έναντι των κεντρικών τραπεζών των πλεονασματικών χωρών, μέσω του συστήματος αυτόματων διακανονισμών ΕΚΤ, το TRAGET2. Επρόκειτο επομένως για ένα *de facto* αμοιβαιοποιημένο χρέος, το οποίο όμως είχε προκύψει χωρίς την παραβίαση κάποιας συνθήκης, αλλά λόγω της φυσιολογικής λειτουργίας της νομισματικής ένωσης. Το γεγονός ότι τα «δάνεια» αυτά είχαν χορηγηθεί χωρίς όρους, μνημόνια ή

χρονοδιαγράμματα προσαρμογής αποκάλυψε ρωγμές στην αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης, οδηγώντας τόσο σε αυστηροποίηση του δημοσιονομικού συμφώνου όσο και σε ένα διευρυμένο σύμφωνο για την εξάλειψη γενικότερων μακροοικονομικών ανισορροπιών, με ιδιαίτερη έμφαση σε θέματα ανταγωνιστικότητας και εξωτερικών ελλειμμάτων. Έτσι προέκυψε η ανάγκη μιας γενικότερης προσαρμογής της ελληνικής οικονομίας σε ένα νέο εξωστρεφές παραγωγικό πρότυπο, με την εσωτερική υποτίμηση να προσθέτει βαθμούς δυσκολίας στη δημοσιονομική προσαρμογή και στις δυνατότητες εξυπηρέτησης των ιδιωτικών δανείων.

Ο κίνδυνος αποτυχίας του προγράμματος έφερε στο προσκήνιο και το ενδεχόμενο εξόδου της χώρας από την Ευρωζώνη, προκαλώντας σημαντικές απώλειες καταθέσεων και κατάρρευση της πιστοληπτικής διαβάθμισης των τραπεζών, οι οποίες αποκόπηκαν από την διατραπεζική αγορά. Μοναδική εξωτερική πηγή ρευστότητας ήταν και παραμένει το Ευρωσύστημα, δηλαδή η ΕΚΤ και ο εφεδρικός μηχανισμός της Τράπεζας της Ελλάδος, ο ELA, με τον τελευταίο να εφαρμόζει πιο ελαστικά κριτήρια αποδοχής ενεχύρων αλλά και με σημαντικά υψηλότερο κόστος χρήματος (περίπου 4%). Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι από την ολοκλήρωση του PSI μέχρι τις αρχές του 2013, ο ELA ήταν η αποκλειστική πηγή ρευστότητας. Ταυτόχρονα, το PSI και η «εθελοντική» επαναγορά τίτλων του ελληνικού δημοσίου, περιόρισαν σημαντικά τη διαθεσιμότητα τίτλων κατάλληλων για χρήση ενεχύρων, ιδιαίτερα αυτών που είναι αποδεκτοί από την ΕΚΤ. Για όλους αυτούς τους λόγους, η μέγιστη διαθέσιμη ρευστότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος έχει περιοριστεί σημαντικά, ενώ έχει αυξηθεί το μέσο κόστος άντλησής της. Επομένως, το νέο παραγωγικό πρότυπο προωθείται χωρίς πρόβλεψη χρηματοδότησης και μέριμνα για συμμετρικές συνθήκες ανταγωνισμού εντός της Ευρωζώνης, τουλάχιστον όσον αφορά το κόστος της ρευστότητας.

Οι ελαττωματικοί μηχανισμοί μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος

Το τρίτο κεφάλαιο της μελέτης επικεντρώνεται στις δυνατότητες του ελληνικού τραπεζικού συστήματος να συνδράμει στην ανάταξη της ελληνικής οικονομίας, μετά την ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης. Σε πρώτο επίπεδο, στοιχειοθετείται με διάφορους δείκτες ότι, συνολικά, στην Ευρωζώνη αρχίζουν να διαμορφώνονται συνθήκες πλεονάζουσας ρευστότητας, με σημαντικό όμως πρόβλημα κατανομής της. Η Ευρωζώνη είναι νομισματικά κατακερματισμένη, με ζώνες χωρών που απολαμβάνουν πλήρως τις δυνατότητες που παρέχονται από τη νομισματική χαλάρωση, με άλλες να είναι εντελώς αποκομμένες, όπως η Ελλάδα, και με ενδιάμεσες περιπτώσεις, όπως π.χ. η Ισπανία. Υπάρχει επομένως μια διαστρωμάτωση σε προνομιούχες και μη νομισματικές ζώνες, η οποία φαίνεται να διαρθρώνεται σε αντιστοιχία με το αξιόχρεο των χωρών, με τις πιο αδύναμες (υψηλά spreads) να καταβάλλουν υψηλότερο κόστος χρήματος από το Ευρωσύστημα, το οποίο στη συνέχεια μετακυλύεται στα τραπεζικά επιτόκια καταθέσεων και δανεισμού.

Προβλήματα αυτού του είδους θα μπορούσαν θεωρητικά να ξεπεραστούν είτε με την έκδοση ευρωομολόγων είτε με επιλεκτικές μαζικές αγορές από την ΕΚΤ κρατικών ομολόγων των χωρών που τελούν υπό πίεση εκ μέρους των αγορών. Στην πρώτη περίπτωση ομοιογενοποιείται αυτόματα η ποιότητα των ενεχύρων, οπότε εξομοιώνεται το κόστος άντλησης ρευστότητας. Στη δεύτερη περίπτωση, η ΕΚΤ μπορεί να θέτει σαφή όρια στις διακυμάνσεις των επιτοκιακών περιθωρίων, αυξάνοντας ταυτόχρονα τη νομισματική βάση χωρών που απειλούνται από τις

αγορές. Αξίζει ίσως να σημειωθεί ότι, αν οι αγορές της ΕΚΤ είχαν γίνει στην έκταση της κεντρικής τράπεζας του Ηνωμένου Βασιλείου, αγοράζοντας δηλαδή περίπου το 25% του χρέους της Ευρωζώνης, το ποσό θα ήταν € 2,5 τρις, έναντι των € 210 δις που έχει τοποθετήσει συνολικά. Καμία όμως από αυτές τις επιλογές δεν είναι ορατή βραχυ-μεσοπρόθεσμα, λόγω κυρίως ενστάσεων της Γερμανίας.

Ο γόρδιος δεσμός της χρηματοδότησης

Υπάρχουν ενδείξεις ότι οι ελληνικές τράπεζες είναι περισσότερο προσανατολισμένες στην εξυγίανση του υπάρχοντος χαρτοφυλακίου παρά στην περαιτέρω διόγκωσή του. Οι χορηγήσεις συνεχίζουν να κινούνται με αρνητικό πρόσημο. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε συγκυριακούς λόγους, όπως η προσπάθεια ανακεφαλαιοποίησης, αλλά και σε δομικούς, δηλαδή στην εκτίμηση ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις των χορηγήσεων δεν κρίνονται επαρκείς, σταθμίζοντας τους κινδύνους απωλειών.

Ιδιαίτερα εκτεθειμένες είναι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ). Αυτό είναι εν μέρει ένα δομικό πρόβλημα που αφορά γενικότερα τις ΜΜΕ της Ευρώπης, και όχι μόνο, αλλά οι ελληνικές ΜΜΕ αντιμετωπίζουν επιπρόσθετα προβλήματα. Γενικά, μη έχοντας πρόσβαση σε εναλλακτικές πηγές κεφαλαίων, οι ΜΜΕ είναι απόλυτα εξαρτημένες από τον τραπεζικό δανεισμό, αντιμετωπίζουν προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης και η πιστοληπτική τους ικανότητα διαβρώνεται πολύ σύντομα στην καθοδική φάση του κύκλου, λόγω έλλειψης αποθεμάτων ασφαλείας όσον αφορά την ρευστότητα και την κεφαλαιακή τους επάρκεια. Εξάλλου, η βαθειά και παρατεταμένη ύφεση έχει επιδεινώσει τη θέση των ελληνικών ΜΜΕ σε σύγκριση με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες.

Αν στα παραπάνω προστεθούν και τα προβλήματα που σχετίζονται με τη γενικότερη αναδιάρθρωση της ελληνικής οικονομίας, η εικόνα για τις ελληνικές ΜΜΕ γίνεται ακόμα δυσμενέστερη. Η προσαρμογή στο νέο παραγωγικό πρότυπο καθιστά ολόκληρους κλάδους παρωχημένους και χαμηλής, πλέον, προτεραιότητας. Επιπλέον, η σαρωτική αναδιάρθρωση του ίδιου του τραπεζικού τομέα συνεπάγεται ανακατανομή του πελατολογίου, οξύνοντας τα προβλήματα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Τέλος, η τυποποίηση και αυστηροποίηση των κριτηρίων και των διαδικασιών για νέες πιστοδοτήσεις, με την εμπλοκή του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, επιβαρύνει ακόμα περισσότερο τα προβλήματα χρηματοδότησης.

Αναγκαίες παρεμβάσεις με μη συμβατικά μέτρα

Το πρόβλημα επομένως της χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας δεν μπορεί να επιλυθεί με συμβατικά μέσα νομισματικής ή άλλης πολιτικής, αλλά με επιλεκτικές και καλά στοχευμένες παρεμβάσεις στην καρδιά του προβλήματος, δηλαδή στους κινδύνους που συνδέονται με την ύφεση, την ποιότητα των ισολογισμών, και τις αστοχίες του προγράμματος προσαρμογής. Χωρίς ανάληψη μέρους των πιστοδοτικών κινδύνων από δημόσιους – εθνικούς και ευρωπαϊκούς – θεσμούς, μέσω ενός διευρυμένου προγράμματος εγγυήσεων, περιορίζονται δραστικά οι δυνατότητες χρηματοδότησης της ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας και επιδεινώνονται οι κοινωνικές και, ευρύτερα, εθνικές προοπτικές.

Καταρχήν, στο πλαίσιο μιας σταθεροποιητικής πολιτικής, η ΕΚΤ πρέπει να χαλαρώσει τους όρους χρηματοδότησης των ελληνικών τραπεζών, μειώνοντας το κόστος του χρήματος. Αυτό

σημαίνει χαλάρωση των κριτηρίων καταλληλότητας των ενεχύρων και μερική ανάληψη του κινδύνου που ενσωματώνεται στα στοιχεία ενεργητικού των τραπεζών της περιφέρειας. Μια τέτοια πρωτοβουλία θα διευκόλυνε την πλήρη μετάβαση από τον ΕΛΑ στην ΕΚΤ, αποκαθιστώντας τον πρώτο βασικό κρίκο της πιστωτικής αλυσίδας.

Ο κρίκος τράπεζες-επιχειρήσεις πρέπει να ενισχυθεί με μια ευρείας έκτασης πολιτική εγγυήσεων επιχειρηματικού κινδύνου. Στη μελέτη περιγράφονται αρκετές τέτοιες πρωτοβουλίες που είναι είτε στο στάδιο της διερεύνησης είτε στο στάδιο περιορισμένης ή δοκιμαστικής εφαρμογής. Συγκεκριμένα:

1. Μείωση των απαιτούμενων εποπτικών κεφαλαίων για δάνεια προς ΜΜΕ, με ταυτόχρονη κατάργηση της διαφοροποίησης ανάμεσα σε δάνεια προς αξιολογημένες και μη επιχειρήσεις από τους οίκους αξιολόγησης.
2. Τυποποίηση των διαδικασιών και διευκόλυνση των τιτλοποιήσεων δανείων προς ΜΜΕ με εγγυήσεις ευρωπαϊκού οργάνου, π.χ. της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ).
3. Αναβάθμιση των εγγυήσεων που έχουν εκδοθεί από το ελληνικό δημόσιο, κυρίως για τραπεζικές ή επιχειρηματικές ομολογίες, με προσθήκη δεύτερου επιπέδου κάλυψης από ευρωπαϊκό θεσμικό όργανο, π.χ. τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας.
4. Ουσιαστική επέκταση και ενίσχυση των δανείων της ΕΤΕπ προς τις ελληνικές τράπεζες, τα οποία εκδίδονται με εγγυήσεις του ελληνικού δημοσίου.
5. Δημιουργία Ταμείου Επιμερισμού Κινδύνων για χρηματοδοτήσεις έργων υποδομών, με εγγυήσεις πόρων του ΕΣΠΑ.
6. Χορήγηση βραχυπρόθεσμων δανείων από την ΕΤΕπ προς ελληνικές ΜΜΕ, μέσω της θυγατρικής της (Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων), προκειμένου να διευκολύνονται στην προμήθεια πρώτων υλών από το εξωτερικό.
7. Ενίσχυση του ΕΤΕΑΝ, με αναβαθμισμένες εγγυήσεις και διευρυμένη κλίμακα δανείων από τις ελληνικές τράπεζες.

Θα αποτελούσε ίσως πλεονασμό η επισήμανση ότι οποιαδήποτε αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας θα προσέδιδε υπεραξίες στις εγγυήσεις του ελληνικού δημοσίου, συμβάλλοντας στη σταθεροποίηση της οικονομίας.

Συμπερασματικά, παρά την πρόσφατη ολοκλήρωση της ανακεφαλαιοποίησης, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα δεν είναι σε θέση, λόγω των γενικότερων επιπτώσεων από την καταστροφή της εμπιστοσύνης, να εξασφαλίσει τη χρηματοδότηση της ελληνικής οικονομίας. Επιβάλλεται η άμεση λήψη θαρραλέων, μη συμβατικών, μέτρων νομισματικής κυρίως πολιτικής για τη δημιουργία προϋποθέσεων ανάκαμψης της οικονομίας. Η ελληνική κυβέρνηση και οι ευρωπαϊκές αρχές πρέπει να αναλάβουν τις ευθύνες τους.