

Πανεπιστήμιο Πειραιώς
Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής
Διοικητικής



ΘΕΜΑ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

Η επίδραση της αναδιάρθρωσης του εθνικού χρέους στην
καθαρή αξία των τραπεζών

Όνομα φοιτητή: Καραζάς Ευστάθιος
Επιβλέπων καθηγητής: Τσιριτάκης Μανώλης
Μέλη επιτροπής: Διακογιάννης Γεώργιος
Σταικούρας Παναγιώτης

Φεβρουάριος 2012

Περίληψη Διατριβής

Ως γνωστών, παραδοσιακά οι τράπεζες έχουν στο χαρτοφυλάκιο ομολόγων τους ένα μεγάλο, αν όχι το μεγαλύτερο, ποσοστό εγχώριων εθνικών ομολόγων. Μια κρίση χρέους και πιθανή αναδιάρθρωση των ομολόγων που απαρτίζουν το εθνικό χρέος μπορεί να αποφέρει μείωση στην καθαρή παρούσα αξία του χαρτοφυλακίου των τραπεζών και μέσω αυτού αύξηση του κόστους χρηματοδότησης με αντίκτυπο στην βιωσιμότητα των τραπεζών και του χρηματοπιστωτικού συστήματος γενικότερα.

Η παρούσα μελέτη έχει αντικείμενο τον προσδιορισμό της αλλαγής της καθαρής αξίας των τραπεζών σαν αποτέλεσμα της αναδιάρθρωσης του ελληνικού εθνικού χρέους. Για το σκοπό αυτόν έχουμε συλλέξει, από τους δημοσιευμένους ισολογισμούς επιλεγμένων ελληνικών τραπεζών, την έκθεση σε ελληνικά ομόλογα που έχει κάθε τράπεζα και πάνω σε αυτό έχουμε κάνει υποθετικά τεστ αναφορικά με τρεις πιθανές περιπτώσεις αναδιάρθρωσης, ήτοι κούρεμα 30%, 50% και 70%.

Κατόπιν υπολογίσαμε την τελική αξία του χαρτοφυλακίου ομολόγων κάθε τράπεζας καθώς και τις επιπτώσεις του κουρέματος στην κεφαλαιακή τους επάρκεια και ρευστότητα. Η έρευνα έδειξε ότι υπάρχει μεγάλη πιθανότητα κρατικοποίησης του ελληνικού τραπεζικού τομέα, απόρροια τόσο των συντηρητικότερων προσαγών της επιτροπής Βασιλείας για ελάχιστο δείκτη κεφαλαίων στο 9%, όσο και οι ζημίες που θα γράψουν από την απομείωση των ελληνικών ομολόγων οι οποίες θα επιφέρουν μεγάλο χτύπημα στα κεφάλαια τους.

Λέξεις Κλειδιά: Αναδιάρθρωση, Χρεοκοπία, Ομόλογα, Τράπεζες, Χρέος.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή.....	4
Ιστορική αναδρομή.....	11
Αργεντινή.....	13
Ρωσία.....	17
Συμβόλαια Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου (CDS).....	20
Ομόλογα Brady.....	27
Πρόγραμμα Ανταλλαγής Ομολόγων (PSI).....	29
Δεδομένα.....	33
Εθνική Τράπεζα.....	33
Alpha Bank.....	34
Eurobank.....	34
Τράπεζα Πειραιώς.....	35
Μεθοδολογία.....	36
Αποτελέσματα.....	37
Εθνική.....	43
Alpha Bank.....	44
Eurobank.....	46
Πειραιώς.....	47
Βιωσιμότητα Δημοσίου Χρέους.....	48
Επίλογος.....	51
Βιβλιογραφία.....	54
Παράρτημα Πινάκων.....	55

Ευρετήριο Πινάκων

Πίνακας 1 – Πιστωτικά Γεγονότα	24
Πίνακας 2 - Ορισμός Αναδιάρθρωσης	25
Πίνακας 3 - Διαφορετικές Εκδόσεις Ομολόγων Brady.....	29
Πίνακας 4 – Σύνοψη Όρων PSI	32
Πίνακας 5 – Μετοχική Σύνθεση Εθνικής Τράπεζας	33
Πίνακας 6 – Μετοχική Σύνθεση Alpha Bank	34
Πίνακας 7 – Μετοχική Σύνθεση Euro Bank	35
Πίνακας 8 – Μετοχική Σύνθεση Τράπεζας Πειραιώς.....	35
Πίνακας 9 – Σύνολο έκθεσης σε ελληνικά ομόλογα για κάθε τράπεζα.....	36
Πίνακας 10 – Αποτελέσματα PSI (30 Ιουνίου 2011)	38
Πίνακας 11 – Αποτελέσματα Stress Test με 30% απομείωση	39
Πίνακας 12 – Αποτελέσματα Stress Test με 50% απομείωση	40
Πίνακας 13 - Αποτελέσματα Stress Test με 70% απομείωση	41
Πίνακας 14 - Αποτελέσματα Stress Test Εθνικής Τράπεζας	44
Πίνακας 15 - Αποτελέσματα Stress Test Alpha Bank	45
Πίνακας 16 - Αποτελέσματα Stress Test Euro Bank.....	47
Πίνακας 17 - Αποτελέσματα Stress Test Τράπεζας Πειραιώς.....	48
Πίνακας 18 – Προϋπολογισμός 2012.....	49
Πίνακας 19 – Βιώσιμο Πρωτογενές Αποτέλεσμα σύμφωνα με τον προϋπολογισμό 2012 ...	50
Πίνακας 20 – Βιώσιμο Πρωτογενές Πλεόνασμα σύμφωνα με τον ρυθμό ανάπτυξης και την απομείωση	51

Ευρετήριο Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1 – CAR Τραπεζών μετά την απομείωση της αξίας των Ελληνικών ομολόγων τους	42
Διάγραμμα 2 – ανακεφαλαιοποίηση που θα χρειαστεί κάθε τράπεζα με στόχο CAD 9% σύμφωνα με την Βασιλεία III.....	43

Ευρετήριο Εξισώσεων

Εξίσωση 1 – Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας	7
Εξίσωση 2 - Δείκτης Σταθερής Ρευστότητας.....	7
Εξίσωση 3 - Βιώσιμο Πρωτογενές Πλεόνασμα.....	49

Ευρετήριο Σχημάτων

Σχήμα 1 – Κεφαλαιακή Επάρκεια ως Ποσοστό των Σταθμισμένων Στοιχείων Ενεργητικού	9
Σχήμα 2 – Κεφαλαιακή Διάρθρωση Τραπεζών	10
Σχήμα 3 – Περιγραφή Συμβολαίου Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου	21
Σχήμα 4 – Εξισορροπημένο χαρτοφυλάκιο από τον πιστωτικό κίνδυνο.....	26

Εισαγωγή

Το χρέος αποτελεί διαχρονικά αναπόσπαστο κομμάτι των κρατών, των επιχειρήσεων αλλά και των ιδιωτών στην καθημερινή λειτουργία τους. Τα κράτη δανείζονται για να καλύψουν τις εγχώριες ανάγκες τους σε εισαγωγές, πληρωμές μισθών και συντάξεων αλλά και σε αναπτυξιακά έργα. Οι επιχειρήσεις δανείζονται για να προσφέρουν αξία στους μετόχους μέσω των μοχλευμένων επενδύσεων που εξυπηρετούν τα δάνεια αλλά και για την ομαλή καθημερινή ταμειακή διαχείριση τους. Τέλος οι ιδιώτες δανείζονται για να καλύψουν τις καταναλωτικές τους ανάγκες αλλά και για την δημιουργία αξίας μέσω επενδύσεων και επιχειρήσεων. Είναι λοιπόν σαφές ότι το χρέος, όταν εξυπηρετείται σωστά, λειτουργεί ως μοχλός (εξ'ού και η μόχλευση, leverage) στην δημιουργία αξίας και ως αρωγός στην επιχειρηματική δραστηριότητα.

Συμφώνα με τους Miller και Modigliani (1985) το χρέος θα πρέπει να υπάρχει, ως ένα βαθμό, στον ισολογισμό μιας επιχείρησης ούτως ώστε να χρηματοδοτηθούν μεγαλύτερα έργα τα οποία θα επιφέρουν και μεγαλύτερη απόδοση στην επιχείρηση. Όπως είναι γνωστό, οι επιχειρήσεις έχουν τρεις κύριες πηγές χρηματοδότησης:

1. Την δημόσια εγγραφή, αν δεν είναι εισηγμένη εταιρεία στο χρηματιστήριο ή την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, αν είναι εισηγμένη. Αυτός ο τρόπος χρηματοδότησης, δηλαδή η έκδοση μετοχών, έχει το μεγαλύτερο χρηματικό κόστος για την εταιρεία αλλά δεν εμπεριέχει καθόλου ρίσκο αφού σε περίπτωση ταμειακής δυσκολίας ή πτώχευσης δεν είναι υποχρεωμένη να καλύψει τους μετόχους.
2. Το χρέος είτε με την μορφή απ'ευθείας δανεισμού είτε με την έκδοση ομολόγων. Ο συγκεκριμένος τρόπος χρηματοδότησης αποτελεί την «φθηνότερη» πηγή άντλησης ρευστότητας αλλά εμπεριέχει πιστωτικό κίνδυνο (credit risk) από την άποψη του ότι η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να εξυπηρετεί την καταβολή δόσεων ή τόκων/κουπονιών (σε κάποιες εκδόσεις

ομολόγων¹ τα κουπόνια μπορούν να μετατεθούν) και αδυναμία να το πράξει μπορεί να οδηγήσει σε χρεοκοπία και εκκαθάριση.

3. Την επανεπένδυση των παρακρατημένων κερδών (Retained Earnings) στο τέλος κάθε χρήσης. Τα παρακρατημένα κέρδη είναι ότι απομένει στην εταιρεία αφού έχει εκπληρώσει όλες τις υποχρεώσεις της (φόροι, τόκοι, μισθοί κλπ). Συνήθως μέρος των κερδών διαμοιράζονται στους μετόχους με την μορφή μερισμάτων (Dividends), εκτός αν η εταιρεία έχει μεγάλα αναπτυξιακά πλάνα² οπότε και χρησιμοποιεί τα κέρδη αυτά.

Η κάθε μια πηγή χρηματοδότησης έχει τα υπέρ και τα κατά της. Έτσι η άντληση ρευστότητας από μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή δημόσιας εγγραφής από την μια πλευρά είναι δαπανηφόρα³ μέθοδος χρηματοδότησης αλλά από την άλλη δεν δημιουργεί υποχρεώσεις στην επιχείρηση και δεν βαραίνει το παθητικό της εταιρείας. Ο άμεσος δανεισμός μέσω έκδοσης ομολογιακού δανείου είναι η φθηνότερη επιλογή άντλησης ρευστότητας όμως η εταιρεία είναι υποχρεωμένη να καταβάλει τόκους και κεφαλαίου και η αδυναμία της να το κάνει επιφέρει την χρεοκοπία. Επίσης το χρέος είναι στοιχείο παθητικού στον ισολογισμό της εταιρείας και η αύξηση του μειώνει την πιστοληπτική της ικανότητα το οποίο μπορεί να επιφέρει υποβάθμιση από τους οίκους αξιολόγησης και αύξηση του κόστους δανεισμού. Τέλος η περίπτωση αύξησης της ρευστότητας μέσω χρήσης των κερδών – εφόσον υπάρχουν - της εταιρείας επιφέρει σημαντικά μικρότερα επίπεδα ρευστότητας, σε σχέση με τους δυο προηγούμενους τρόπους, και μειώνει τα διανεμόμενα μερίσματα.

Είναι φανερό πως οι εταιρείες προτιμούν να εκδίδουν χρέος για να χρηματοδοτηθούν τόσο λόγω του χαμηλού κόστους όσο και για το γεγονός ότι δεν μειώνεται το ποσοστό των μετόχων στην εταιρεία (dilution). Αυτό δημιουργεί ένα αυξανόμενο πιστοληπτικό ρίσκο για την εταιρεία αλλά και για τους μετόχους αφού η αύξηση του χρέους μειώνει και την ικανότητα αποπληρωμής του. Ειδικά

¹ Τα λεγόμενα χρεόγραφα μειωμένης εξασφάλισης (Subordinated Debt) ο εκδότης δύναται να μεταθέσει τις επερχόμενες πληρωμές τόκων σε κάποια μελλοντική στιγμή.

² Η McDonalds, η οποία ιδρύθηκε το 1940, έδωσε το πρώτο μέρισμα το 1976.

³ Υπολογίζεται ότι τα κόστη που συνδέονται με μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή δημόσια προσφορά μπορούν να ανέλθουν στο 15% - 20% του ποσού της αντλούμενης ρευστότητας. (Ritter, 1998)

για τον τραπεζικό τομέα, τον οποίο θα αναλύσουμε, το προνόμιο του χρέους σε σχέση με τις μετοχές επιφέρει μεγάλο ρίσκο κατάρρευσης του τραπεζικού και κατ επέκταση του χρηματοοικονομικού κλάδου γενικά.

Για τον λόγο αυτόν η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία, η οποία συστάθηκε το 1974 και αποτελείται από μέλη των κεντρικών τραπεζών από την Αυστραλία, το Βέλγιο, τη Βραζιλία, τον Καναδά, την Κίνα, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ινδία, την Ιταλία, την Ιαπωνία, την Κορέα, το Λουξεμβούργο, το Μεξικό, την Ολλανδία, τη Ρωσία, την Ισπανία, τη Σουηδία, την Ελβετία, το Ηνωμένο Βασίλειο και τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, θέσπισε κανόνες διαχείρισης του ρίσκου που ελλοχεύει στην έκδοση χρέους. Οι κύριοι στόχοι της Επιτροπής Βασιλείας είναι τόσο η διασφάλιση της σταθερότητας του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος όσο και η διατήρηση του ανταγωνισμού και η τήρηση των όρων που τον διέπουν.

Το βασικότερο σημείο από αυτά που υπογραμμίζουν τα λεγόμενα Σύμφωνα της Βασιλείας είναι ότι για πρώτη τα ίδια κεφάλαια αποτιμούνται βάση του ύψους του πιστωτικού κινδύνου με τον οποίο συνδέονται. Έτσι θεσπίζεται ο δείκτης με το όνομα Συντελεστής Φερεγγυότητας (Capital Adequacy Ratio – CAD) ο οποίος δείχνει το ποσό των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας ως ποσοστό των σταθμισμένων προς το ρίσκο στοιχεία ενεργητικού της (Risk Weighted Assets – RWA). Κάθε στοιχείο του ενεργητικού μιας τράπεζας αντιστοιχεί σε διαφορετικό βαθμό πιστωτικού ρίσκου και έτσι απαιτεί διαφορετικό ύψος κεφαλαίου για να υποστηριχτεί. Έτσι οι καταθέσεις και τα κύρια ομόλογα (Senior Bonds) της τράπεζας έχουν μηδενικό ρίσκο, άρα δεν δεσμεύουν κεφάλαια, ενώ τα Ομόλογα Μειωμένης Εξασφάλισης (Subordinated Bonds) αλλά και τα Δομημένα Ομόλογα (Structured Bonds) και οι Τιτλοποιήσεις Απαιτήσεων Στεγαστικών Δανείων (Residential Mortgage Backed Securities), καταναλώνουν τα περισσότερα κεφάλαια ποσοστό των οποίων μπορεί και να φτάσει το 125% με υπερενεχυρέωση (Overcollateral), αποτυπώνοντας τον βαθμό του ρίσκου που έχουν τα συγκεκριμένα χρηματοοικονομικά εργαλεία.

Επίσης θεσπίστηκαν νέες δικλείδες προστασίας από ενδεχόμενη κρίση ρευστότητας με την μορφή του Δείκτη Ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio – LCR), ο οποίος δείχνει τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού (Liquid

Assets) της τράπεζας ως ποσοστό των υποχρεώσεων σε διάστημα τριάντα ημερών. Ο δείκτης αυτός πρέπει να είναι πάνω από 100% σε μόνιμη βάση όπως δείχνει η επόμενη εξίσωση:

Εξίσωση 1 – Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας

$$LCR = \frac{\text{Liquid Assets}}{\text{Liabilities up to 30 days}} \geq 100\%$$

Τέλος μια ακόμα προστατευτική δικλείδα ρευστότητας είναι ο δείκτης Σταθερής Ρευστότητας (Net Stable Funding Ratio – NSFR) ο οποίος μετράει τα μακροχρόνια στοιχεία ενεργητικού (Long Term Assets) ως ποσοστό των μακροχρόνιων στοιχείων παθητικού τα οποία τα χρηματοδοτούν (Long Term Stable Funding). Τα συγκεκριμένα στοιχεία παθητικού μπορεί να είναι με την μορφή καταθέσεων, μακροχρόνιων χρηματοδοτήσεων και μετοχικού κεφαλαίου. Όπως δείχνει η παρακάτω εξίσωση και αυτός ο δείκτης πρέπει να παραμένει πάνω από 100%.

Εξίσωση 2 - Δείκτης Σταθερής Ρευστότητας

$$NSFR = \frac{\text{Long Term Assets}}{\text{Long Term Stable Funding}} \geq 100\%$$

Γενικά τα κεφαλαιακά διαθέσιμα κάθε τράπεζας κατηγοριοποιούνται σύμφωνα με την πιστοληπτική τους «ποιότητα» σε βαθμίδες (Tiers) κάθε μια απ τις οποίες αντιστοιχεί σε διαφορετικό βαθμό ρίσκου. Έτσι χωρίζονται τα πρωτοβάθμια κεφάλαια από τα δευτεροβάθμια 4 όπως συνοπτικά παρουσιάζονται στην συνέχεια:

Κύρια Πρωτοβάθμια Κεφάλαια (Core Tier 1 Capital)

- Κοινές μετοχές (Common Equity).
- Προνομιούχες μετοχές (Preferred Stock).
- Μη διανεμόμενα κέρδη (Retained Earnings).

Άνω Δευτεροβάθμια Κεφάλαια (Upperr Tier 2 Capital)

- Χρεόγραφα μειωμένης εξασφάλισης στο διηνεκές (Perpetual Subordinated Securities).

Κάτω Δευτεροβάθμια Κεφάλαια (Lower Tier 2 Capital)

- Χρεόγραφα μειωμένης εξασφάλισης με ημερομηνία ωρίμανσης (Dated Subordinated Bonds).
- Η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007 έθεσε προ των πυλών την νέα αναθεώρηση της επιτροπής, με την σύσταση νέων πιο αυστηρών όρων για την τήρηση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας, με την Βασιλεία III. Τα κύρια σημεία των νέων κατευθυντήριων γραμμών παρατίθενται παρακάτω:

Κεφαλαιακή Επάρκεια

- Συντελεστής Φερεγγυότητας στο 8% από τον Ιανουάριο του 2015⁴.
- Ελάχιστο ποσοστό των κοινών μετοχών στα σταθμισμένα στο ρίσκο κεφάλαια το 4,5% από το 2015.
- Τα συνολικά Πρωτοβάθμια Κεφάλαια στο 6% των σταθμισμένων κεφαλαίων.
- Δημιουργία Κεφαλαίου Ρύθμισης Διατήρησης (Capital Conservation Buffer) το οποίο θα αντιστοιχεί στο 2,5% των σταθμισμένων κεφαλαίων από το 2019, και η μη τήρηση του θα επιφέρει κυρώσεις στα μερίσματα της τράπεζας.
- Επιπλέον δημιουργία Κυκλικού Ρυθμιστικού Κεφαλαίου ύψους 2,5% των σταθμισμένων στοιχείων ενεργητικού το οποίο θα ενεργοποιείται σε περιόδους ανάπτυξης και πιστωτικής επέκτασης.
- Τέλος τα σημαντικά πιστωτικά ιδρύματα (Systemically Important Financial Institutions – SIFI) θα πρέπει να κρατάνε επιπλέον 1%-3,5% κεφάλαια επί των σταθμισμένων στοιχείων ενεργητικού για να αποφευχθούν συστημικές κρίσεις.

⁴ Η νέα αναθεώρηση έθεσε στόχο το 9% από τον Ιούλιο του 2012.

Συνοπτικά τα βασικά σημεία παρουσιάζονται στο παρακάτω διάγραμμα.



Σχήμα 1 – Κεφαλαιακή Επάρκεια ως Ποσοστό των Σταθμισμένων Στοιχείων Ενεργητικού

Κεφαλαιακή Σύθεση

- Τα Κύρια Πρωτοβάθμια Κεφάλαια (Core Tier 1 Capital) θα αποτελούνται από κοινές μετοχές (Common Stock) και μη διανεμόμενα κέρδη (Retained Earnings).
- Τα Συμπληρωματικά Πρωτοβάθμια Κεφάλαια (Additional Tier 1 Capital) θα αποτελούνται από μη συναθροιστικές προνομιούχες μετοχές (Non-cumulative Preference Shares) και μη εξασφαλισμένα χρεόγραφα στο διηνεκές (Perpetual Subordinated Debt).
- Τα Τριτοβάθμια Κεφάλαια (Tier 3 Capital) καταργούνται.
- Οι μειώσεις κεφαλαίων θα διενεργούνται στα Κύρια Πρωτοβάθμια Κεφάλαια και όχι στα συνολικά.

Σχήμα 2 – Κεφαλαιακή Διάρθρωση Τραπεζών



Κύριοι Δείκτες

- Δείκτης Μόχλευσης (Leverage Ratio) στο 33:1.
- Δείκτης Βραχυχρόνιας Ρευστότητας (Liquidity Coverage Ratio) στο 100%.
- Δείκτης Μακροχρόνιας Ρευστότητας (Net Stable Funding Ratio) στο 100%.

Λοιπά Στοιχεία

- Τα σημαντικά, όσον αφορά το σύστημα, πιστωτικά ιδρύματα (Systemically Important Financial Institutions – SIFI's) ενδέχεται να πρέπει να δεσμεύουν επιπλέον κεφάλαια για την διατήρηση της σταθερότητας σε εποχές κρίσης.
- Ακόμα πιο αυστηρά κριτήρια όσον αφορά τον χειρισμό των τιτλοποιήσεων και δομημένων χρηματοοικονομικών εργαλείων.
- Υπολογισμός του VAR (Value at Risk) σύμφωνα με στοιχεία από περιόδους της κρίσης ώστε να είναι περισσότερο συνετός στην μέτρηση του ρίσκου.

Ανακεφαλαιώνοντας την εισαγωγή ξεκινήσαμε να δείξουμε τους τρόπους χρηματοδότησης των τραπεζών με τα υπέρ και τα κατά του κάθε τρόπου. Συνεχίσαμε στην ανάλυση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των τραπεζών αλλά και τον ρόλο που παίζει το κάθε στοιχείο στην ρευστότητα και κεφαλαιακή επάρκεια αυτών.

Τέλος παραθέσαμε τους κανόνες που θα πρέπει να ακολουθούν οι τράπεζες σύμφωνα με την Βασιλεία 3 και το αντίκτυπο που θα έχει κάθε ένας στους ισολογισμούς και την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Συνεχίζοντας θα κάνουμε μια ιστορική αναδρομή σε περιόδους οικονομικής στενότητας κρατών τα οποία αναγκάστηκαν να αναδιρθώσουν τα χρέη τους ή ακόμα και να χρεοκοπήσουν με σκληρό τρόπο.

Θα αναλύσουμε τις περιπτώσεις της αναδιάρθρωσης της Αργεντινής, της Ρωσίας και της Τουρκίας και θα προβούμε σε βιβλιογραφική αναδρομή σχετικά με περιπτώσεις αναδιρθώσεων και πιστωτικών γεγονότων. Αφού κάνουμε μια εισαγωγή στα Συμβόλαια Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου (Credit Default Swaps – CDS's) και στα ομόλογα Brady θα προβούμε σε τεστ κοπώσεως (Stress Tests) στις τέσσερις μεγαλύτερες ελληνικές τράπεζες (Εθνική, Άλφα, Eurobank, Πειραιώς) και θα προσπαθήσουμε να υπολογίσουμε το αντίκτυπο της απομείωσης (haircut) του ελληνικού χρέους στον ισολογισμό κάθε μιας αν αυτό φτάσει το 30%, το 50% ή το 70%.

Ιστορική αναδρομή

Οι χρεοκοπίες και οι αναδιρθώσεις κρατικών και μη χρεών, υπάρχουν σχεδόν από τότε που δημιουργήθηκε το χρέος καθεαυτό. Η ιστορία διδάσκει ότι η πρώτη καταγεγραμμένη μη εξυπηρέτηση χρέους προέκυψε στην Αθήνα, τον τέταρτο αιώνα π.Χ, όταν οι δέκα από τις δεκατρείς κοινοπολιτείες που απάρτιζαν την Ναυτική Ομοσπονδία της Αττικής, δεν κατάφεραν να εξυπηρετήσουν το χρέος τους απέναντι στον Ναό της Δήλου. Ανέκαθεν στον ρου της ιστορίας υπήρξαν αδυναμίες αποπληρωμής κρατικών χρεών οι οποίες αντιμετωπίζονταν από τις κυβερνήσεις είτε με άμεσο τρόπο είτε με άμεσο. Ο άμεσος τρόπος ήταν η μερική η ολική διαγραφή χρέους από τις κυβερνήσεις καθώς και η αναδιάρθρωση με την μορφή της επιμήκυνσης αποπληρωμής

καθώς και της μείωσης του τόκου. Ο άμεσος τρόπος ήταν η αντιμετώπιση του χρέους εσωτερικά με αύξηση έμμεσης και άμεσης φορολογίας με αυξητικές συνέπειες στα επίπεδα των τιμών και πληθωριστικές πιέσεις, αλλά και με την υποτίμηση του εγχωρίου νομίσματος κάνοντας τις εξαγωγές περισσότερο ανταγωνιστικές.

Στην νεότερη Ιστορία οι πιο σημαντικές κρατικές αναδιρθρώσεις χρεών συνέβησαν στην Γαλλία και την Ισπανία περίπου το 1650 μΧ. και ακλούθησε η πανίσχυρη μέχρι τότε Πρωσία το 1683 μΧ. Τα περισσότερα πιστωτικά γεγονότα όμως συνέβησαν κατά την διάρκεια του 19ου αιώνα, όταν αυξήθηκαν σε μεγάλο βαθμό τα διασυνοριακά δάνεια μεταξύ των χωρών, απόρροια της ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών αγορών στην Ευρώπη, αλλά και λόγω γεωπολιτικών διαφορών, πολέμων και εμφυλίων. Κατά την διάρκεια του Πρώτου Παγκοσμίου Πολέμου η Τουρκία και η Βουλγαρία, μαζί με την τότε Αυστροουγγαρία πάγωσαν τις πληρωμές τους απέναντι στα αντίπαλα κράτη απ τα οποία είχαν δανειστεί. Το ίδιο και η Ιταλία και η Ιαπωνία στις αρχές του Δευτέρου Παγκοσμίου Πολέμου.

Επίσης αρκετά κράτη αναδιάρθρωσαν το χρέος τους μετά από επιτυχημένες επαναστάσεις και εξεγέρσεις οι οποίες επέφεραν αλλαγές στα κυβερνητικά σχήματα. Αυτό συνέβη στο Μεξικό το 1914 όταν ο Κάραντσα πήρε με πραξικόπημα (και την βοήθεια της Αμερικής) την εξουσία από τον Χουέρτα μετά από μακροσκελή πόλεμο ο οποίος γονάτισε οικονομικά την χώρα με αναπόφευκτο αποτέλεσμα την αναδιάρθρωση του χρέους της. Η Ρωσία με την ρωσική επανάσταση του 1917 η οποία κατέλυσε την τσαροκρατία και δημιούργησε την Σοβιετική Ένωση έκανε στάση πληρωμών. Ο κινέζικος εμφύλιος του 1949 άφησε πίσω του μια χρεοκοπημένη και διχασμένη Κίνα, όπως και οι αντίστοιχοι εμφύλιοι της Τσεχοσλοβακίας (1952) και της Κούβας το 1960. Γενικότερα για τις χρεοκοπίες από το 1980 και έπειτα παρατίθεται αναλυτικός πίνακας στο Παράρτημα Πινάκων.

Αργεντινή

Η Αργεντινή είναι η δεύτερη μεγαλύτερη χώρα της Λατινικής Αμερικής, μετά την Βραζιλία, και η όγδοη μεγαλύτερη στον κόσμο. Από το 2011 είναι η τρίτη μεγαλύτερη οικονομία της Λατινικής Αμερικής και έχει το μεγαλύτερο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν ανά κάτοικο (GDP per capita) σε Όρους αγοραστικής ισοδυναμίας 5. Επίσης είναι μέλος του G-20 έχοντας το 22ο μεγαλύτερο Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, σε λόγους αγοραστικής δύναμης και πλέον είναι κατηγοριοποιημένη από την Παγκόσμια Τράπεζα ως αναδυόμενη οικονομία. Ιστορικά η Αργεντινή ήταν ανέκαθεν μια ισχυρή οικονομία, με αποκορύφωμα την περίοδο 1875 – 1930 κατά την οποία ήταν ένα από τα δέκα πλουσιότερα κράτη στον κόσμο όντας η μεγαλύτερη εξαγωγής χώρα σε αγροτικά και κτηνοτροφικά προϊόντα. Αλλά τα πράγματα δεν θα ήταν πάντα έτσι.

Η φθίνουσα πορεία που είχε πάρει η Αργεντινή από το 1930 και έπειτα ενισχύθηκε από την επιβολή της δικτατορίας του 1976, η οποία για 8 χρόνια κατασπαταλούσε τον δημόσιο πλούτο έχοντας εκδώσει τεράστια ποσά χρέους για να χρηματοδοτήσει, κυρίως, τον πόλεμο στις νήσους Falkland. Αποτέλεσμα ήταν, μετά την πτώση της Χούντας το 1983, η Αργεντινή να είναι γονατισμένη οικονομικά, με τεράστια προβλήματα στις επιχειρήσεις της και μεγάλη ανεργία. Το ποσοστό φτώχειας έμοιαζε περισσότερο με αυτό αφρικανικής χώρας φτάνοντας το 47% το 1989. Μετά την πτώση της Χούντας, το πλάνο της νέας δημοκρατικής κυβέρνησης του Raul Alfonsin ήταν να σταθεροποιήσει την οικονομία της Αργεντινής και να επαναφέρει την ανάπτυξη.

Για να το κάνει αυτό δημιούργησε νέο νόμισμα, το Austral, σε αντικατάσταση του πέσο και εξέδωσε ομόλογα σε αυτό το νόμισμα. Το γεγονός ότι η Αργεντινή δεν κατάφερε να αποπληρώσει τους τόκους σε αυτά τα ομόλογα έκανε το Austral να χάσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών και να ακολουθήσει μια πορεία προς την κατάρρευση. Αποτέλεσμα αυτού του γεγονότος ήταν η αύξηση του πληθωρισμού σε δυσθεώρητα ύψη. Ενδεικτικό είναι το ύψος του πληθωρισμού στο τέλος του 1989 που έφθασε 5000%!

⁵ Σύμφωνα με τελευταίες μελέτες του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου και της Παγκόσμιας Τράπεζας.

Η νέα κυβέρνηση η οποία αντικατέστησε τον Raul Alfonsin πήρε μέτρα για την καταπολέμηση του πληθωρισμού και την ανάκτηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, συνδέοντας το Austral με το δολάριο Αμερικής σε ισοτιμία 10.000 Austral προς ένα δολάριο Αμερικής. Επίσης με τον νόμο γνωστό ως Ley de Convertibilidad del Austral επανακαταστάθηκε το πέσο ως εθνικό νόμισμα της Αργεντινής και καταστάθηκε εφικτό για τους επενδυτές οποιαδήποτε στιγμή να μπορούν να αλλάξουν τα πέσο τους για δολάρια Αμερικής σε αυτήν την ισοτιμία. Το γεγονός αυτό οδήγησε σε μια ραγδαία πτώση του πληθωρισμού και σταθεροποίηση του επιπέδου των τιμών.

Παρ όλα αυτά το εξωτερικό χρέος παρέμεινε σε υψηλή επίπεδα και συνεχίστηκε να αυξάνει απόρροια της κυβερνητικής σπατάλης και της μεγάλης διαφθοράς που ταλάνιζε το οικονομικό σύστημα. Επίσης το δημοσιονομικό έλλειμμα ήταν αρκετά υψηλό, φτάνοντας το 10%, και μπορούσε να χρηματοδοτηθεί μόνο από παύση πληρωμών τόκων, αφού ακόμα η Αργεντινή δεν είχε πρόσβαση στις διεθνείς αγορές λόγω του μεγάλου πιστωτικού κινδύνου που ενέπνεε. Οι εγχώριες τράπεζες ήταν στο μάτι του κυκλώνα της μεγάλης κρίσης του 1989 και το γεγονός ότι η Κεντρική Τράπεζα της Αργεντινής κατάσχεσε τις καταθέσεις τους για να τονώσει την εγχώρια ρευστότητα, ανταλλάσσοντας διατραπεζικές καταθέσεις με τα λεγόμενα ομόλογα BONEX δείχνει τον βαθμό της κρίσης ρευστότητας που επικρατούσε στα τέλη της δεκαετίας του 1980.

Η δεκαετία του 1990 άρχισε όπως τελείωσε και αυτή του 1980. Τεράστιο εξωτερικό χρέος, υψηλότερος πληθωρισμός και έλλειψη ρευστότητας συνυπήρχαν σε ένα περιβάλλον διαφθοράς και φτώχειας. Ο νέος κυβερνήτης της Αργεντινής, Carlos Menem, πήρε δραστικά μέτρα προσπαθώντας να ανατρέψει την κατάσταση σύμφωνα με τις γραφές του νεοφιλελευθερισμού. Ιδιωτικοποίησε αρκετές δημόσιες επιχειρήσεις και απελευθέρωσε πολλά επαγγέλματα κάνοντας έτσι τις ξένες επενδύσεις να βλέπουν την Αργεντινή σαν μια ελκυστική επενδυτική ευκαιρία.

Επίσης με την δημιουργία της Επιτροπής Συναλλάγματος (Currency Board) και του κλειδώματος του Αργεντινικού Πέσο με το Αμερικανικό Δολάριο, η νέα

κυβέρνηση στόχευε στην σταθεροποίηση των τιμών και την μείωση του πληθωρισμού. Αυτό το κατάφερε πανηγυρικά μειώνοντας τον πληθωρισμό από 5.000% το 1989 σε 3,4% το 1994. Την περίοδο αυτή η Αργεντινή κάλπαζε στις διεθνείς αγορές με ρυθμούς ανάπτυξης της τάξεως του 8% μέχρι το 1995, και την μεγάλη κρίση στο Μεξικό, και 6% μέχρι το 1998. Οι εξαγωγές σχεδόν τριπλασιάστηκαν την δεκαετία του 1990 φθάνοντας από 11 δισεκατομμύρια δολάρια Αμερικής, το 1991, σε περισσότερα από τριάντα στο τέλος του 2000. Υπήρχαν όμως και παράπλευρες επιπτώσεις, τόσο στην οικονομία όσο και στην κοινωνία.

Το γεγονός της συναλλαγματικής καθήλωσης στο δολάριο Αμερικής αφαίρεσε από την Αργεντινή το όπλο της αυξομείωσης της αξίας του νομίσματος της και αύξησε τον ξένο ανταγωνισμό καθιστώντας ανάγκη την σύγκλιση της εγχώριας επιχειρηματικής δραστηριότητας με την ξένη. Πολλές εγχώριες επιχειρήσεις, στα πλαίσια του αυξημένου διεθνούς ανταγωνισμού λόγω της σταθερής ισοτιμίας με το δολάριο, ανέπτυξαν νέες τεχνολογίες οι οποίες αντικαθιστούσαν το εργατικό δυναμικό για να μπορέσουν να ανταγωνιστούν τις ξένες.

Επίσης το γεγονός ότι τώρα οι εισαγωγές ήταν φθηνές, απόρροια της σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας, οδηγούσε σε μεγάλη εκροή συναλλάγματος από την χώρα και σταδιακή στροφή από την εγχώρια παραγωγή η οποία μειωνόταν δραματικά. Η ανεργία κάλπαζε, από 6% το 1991 σε πάνω από 15% το 2000, οι μισθοί έπεφταν σε εξευτελιστικά επίπεδα και η μισθολογική ψαλίδα άνοιγε περισσότερο, δημιουργώντας μεγάλες κοινωνικές ανισότητες. Το εξωτερικό χρέος συνέχισε να παραμένει μεγάλο σε συνδυασμό με το αυξημένο κυβερνητικό χρέος τροφοδοτούμενο από ένα περιβάλλον διαφθοράς. Μέσα σε αυτό το κλίμα η κυβέρνηση, έχοντας χάσει το όπλο του τυπώματος χρήματος, και μην μπορώντας να επιβάλλει νέους φόρους σε μια ήδη φτωχή χώρα αναγκάστηκε να χρηματοδοτείται από τις διεθνείς αγορές, σαν την μοναδική πηγή ρευστότητας, εκδίδοντας χρεόγραφα σε δολάριο. Το δημόσιο χρέος, ως ποσοστό του Ακαθάριστου εγχωρίου Προϊόντος, εκτοξεύτηκε σε αυτήν την περίοδο από 30% το 1993 σε 50% το 1999.

Εξωτερικοί παράγοντες επηρέασαν εξίσου την Αργεντινική οικονομία. Η μεγάλη κρίση του Μεξικό το 1994, η ασιατική κρίση το 1997 και η χρεωκοπία της Ρωσίας το 1998 ανέτρεψαν το εύφορο κλίμα στις αγορές αυξάνοντας το κόστος δανεισμού λόγω της αβεβαιότητας. Περισσότερο από όλα όμως τα εξωτερικά γεγονότα, ένα έβλαψε περισσότερο την Αργεντινή. Η κρίση του 1999 στον μεγαλύτερο εμπορικό εταίρο της Αργεντινής, την Βραζιλία.

Το γεγονός αυτό μαζί με την ανατίμηση του αμερικανικού δολαρίου αλλά και τις διεθνείς τιμές προϊόντων σε πτώση έφερε την Αργεντινή προ των πυλών της χρεοκοπίας, δικαιώνοντας τους αντιφρονούντες της σταθερής ισοτιμίας με το δολάριο οι οποίοι υποστήριζαν ότι πιο σωστό είναι να μείνει σταθερή με ένα καλάθι νομισμάτων παρά να εκτεθεί στον κίνδυνο ενός μόνο νομίσματος. Έτσι, το 2001, υπήρξαν έντονες αντιπαραθέσεις και πιέσεις για την εγκατάλειψη της σταθερής ισοτιμίας με το δολάριο Αμερικής και την υιοθέτηση κυμαινόμενης συναλλαγματικής ισοτιμίας κάνοντας τις εξαγωγές περισσότερο ανταγωνιστικές. Όμως αυτό δεν θα ήταν εύκολο αφού το περισσότερο χρέος της Αργεντινής ήταν σε δολάρια Αμερικής κάνοντας το σχέδιο εγκατάλειψης πολύ κοστοβόρο και υιοθετώντας απόψεις μέχρι και δολαριοποίησης του Πέσο.

Η αρχή είχε γίνει. Οι επενδυτές έχασαν γρήγορα την εμπιστοσύνη τους σε μια χώρα όπου ήδη βρισκόταν σε βαθιά ύφεση, της τάξης του 4%, και η αβεβαιότητα αυξανόταν μέρα με την μέρα με τους πολίτες της Αργεντινής να σπεύδουν στις τράπεζες για να πάρουν τις καταθέσεις τους. Τον Δεκέμβριο του 2001 η κυβέρνηση έθεσε ανώτατο όριο στις αναλήψεις χρημάτων από τις τράπεζες το ποσό των 1.000 Πέσο ή δολαρίων τον μήνα σαν μέρος του σχεδίου γνωστού ως Corallito για την προστασία του τραπεζικού συστήματος. Αυτό που επακολούθησε ήταν οι ορδές εξεγερμένων πολιτών σε διαρκή μάχη με τα μέσα καταστολής να είναι καθημερινό φαινόμενο, το οποίο είχε σαν αποτέλεσμα την παραίτηση της κυβέρνησης de la Rúa στις 21 Δεκεμβρίου του 2001. Στο πολιτικό χάος που ακολούθησε η Αργεντινή ανακοίνωσε στάση πληρωμών τον Ιανουάριο του 2002.

Ήταν αναμενόμενη, μετά την ανακοίνωση αδυναμίας πληρωμής του εξωτερικού χρέους, η απαγκίστρωση της συναλλαγματικής ισοτιμίας από το δολάριο και έτσι αμέσως μετά την ανακοίνωση η ισοτιμία αφέθηκε ελεύθερη και

έφτασε στα 4 Πέσο το δολάριο κάνοντας το Πέσο να υποτιμηθεί γρήγορα και να δημιουργήσει πληθωρισμό. Τα φώτα της διεθνούς οικονομικής κοινότητας ήταν στραμμένα πάνω στην Αργεντινή, η οποία χρειαζόταν βαθιάς διαρθρωτικές αλλαγές στο χρέος της προκειμένου αυτό να καταστεί εξυπηρετήσιμο. Μετά από τέσσερα δύσκολα χρόνια απομόνωσης από τις διεθνείς αγορές, η Αργεντινή διαπραγματεύτηκε, το 2005, την ανταλλαγή του 76% του χρέους της με ομόλογα αξίας στο 25% με 35% της ονομαστικής, δηλαδή απομείωση περίπου 70%. Υπολογίζεται⁶ ότι η αναδιάρθρωση της Αργεντινής κόστισε στην διεθνή κοινότητα περίπου 74 δισεκατομμύρια δολάρια Αμερικής και αλλά 63 δισεκατομμύρια εμμέσως στους ιδιώτες και μετόχους εταιρειών που χτυπήθηκαν από το πιστωτικό γεγονός.

Ρωσία

Η Ρωσία είναι η δέκατη μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο και η έκτη δεδομένου της αγοραστικής ισοδυναμίας. Κατέχει τεράστιο αριθμό φυσικών πόρων με σημαντικότερους το πετρέλαιο (όγδοη στα παγκόσμια αποθέματα) και το φυσικό αέριο (πρώτη στον κόσμο), όπου μαζί με τα μέταλλα (χρυσό, άργυρο, σίδηρο, ψευδάργυρο κλπ) και την ξυλεία αποτελούν το 80% των εξαγωγών της.

Μετά την χρεοκοπία του 1998 η οικονομία της Ρωσίας αναπτύχθηκε με γρήγορους ρυθμούς, κυρίως την περίοδο διακυβέρνησης Πούτιν, και έφτασε σήμερα να παράγει ΑΕΠ ίσο με περίπου 2,3 τρισεκατομμύρια δολάρια Αμερικής⁷. Το πώς έφτασε στην χρεοκοπία ένα έθνος το οποίο ανέκαθεν διαδραμάτιζε σημαντικό ρόλο στα παγκόσμια τεκταινόμενα και μετά από εποχές δόξας και πλούτου, όπως την τσαρική και αυτοκρατορική εποχή, αλλά και εποχές μεγάλου επεκτατισμού, όπως η σοβιετική εποχή και η Σοβιετική Ένωση, θα αναλύσουμε παρακάτω.

Μετά την Οκτωβριανή Επανάσταση του 1917 από τους Μπολσεβίκους, η οποία ουσιαστικά επέφερε την ίδρυση της Ένωσης Σοβιετικών Σοσιαλιστικών

⁶ Shapiro and Pham (2006), "The Impact of Argentina's Sovereign Debt Default and Debt Restructuring on U.S. Taxpayers and Investors"

⁷ Σύμφωνα με δημοσιεύσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.

Δημοκρατιών (ΕΣΣΔ) υπό τον Λένιν, η Ρωσία καθιερώθηκε στον παγκόσμιο χάρτη. Μετά τον θάνατο του Λένιν το 1924 και την εκλογή του Στάλιν η ΕΣΣΔ μπήκε σε μια εποχή έντονων πολιτικών και κοινωνικών αντιπαραθέσεων μέσα σε ένα κλίμα ισχυροποίησης του κομμουνισμού, όπου εκατοντάδες χιλιάδες ανθρώπων εκτελέστηκαν ή εξορίστηκαν. Οι ενεργοποίηση των υπηρεσιών στην Ρωσία αλλά και οι κοινωνικοοικονομικές μεταρρυθμίσεις (περεστρόικα) επέφεραν πολλά δεινά στην οικονομία της ΕΣΣΔ με αποκορύφωμα τον μεγάλο λιμό του 1932.

Μετά τον θάνατο του Στάλιν και την εκλογή του Nikita Khrushchev, η ΕΣΣΔ μπήκε σε μια εποχή αλλαγής από το καθεστώς του Στάλιν. Οι εργασιακές μεταρρυθμίσεις, με την κατάργηση των Gulags (εργασιακά στρατόπεδα στα οποία δούλευαν κάτω από άθλιες συνθήκες πολιτικοί και στρατιωτικοί κρατούμενοι), έφεραν μια ανάσα ελευθερίας στην ΕΣΣΔ ανοίγοντας τα σύνορα του εμπορίου και ελευθερώνοντας την ελευθερία της πληροφορίας λειαινώντας το τοπίο για την δυτικοποίηση της ΕΣΣΔ.

Ο τελευταίος πρόεδρος της ΕΣΣΔ, Μιχαήλ Γκορμπατσόφ, άρχισε από το 1985 μια σειρά μεταρρυθμίσεων (perestroika) οι οποίες στόχευαν στην σταθερή αλλαγή της οικονομίας στα δυτικά καπιταλιστικά πρότυπα. Παρά τις έντονες πιέσεις που δέχτηκε από τα αντίπαλα στρατόπεδα, η ΕΣΣΔ ήταν η δεύτερη μεγαλύτερη οικονομία του κόσμου το 1991 αλλά παρότι διενεργήθηκε δημοψήφισμα, με θετική κατάληξη ως προς την διατήρηση της ΕΣΣΔ, η ανεπιτυχής προσπάθεια πραξικοπήματος αλλά και η έντονη δυσφορία των δημοκρατιών της ΕΣΣΔ, ανάγκασαν τον Γκορμπατσόφ να κηρύξει την πτώχευση και την διάσπαση της ΕΣΣΔ στις 25 Δεκεμβρίου 1991, αφήνοντας πίσω της μια σαφώς αποδυναμωμένη Ρωσία όντας το 60% του ακαθάριστου εγχωρίου προϊόντος της ΕΣΣΔ. Μην έχοντας την δύναμη του παρελθόντος, η Ρωσία στράφηκε στα δυτικά πρότυπα της αγοράς υιοθετώντας καπιταλιστική οικονομία μέσω της οποίας αφαιρέθηκαν τα εμπόδια ιδιωτικής πρωτοβουλίας, μειώθηκαν οι επιδοτήσεις στα δημόσια μονοπώλια και ενισχύθηκαν οι εισαγωγές με σκοπό σταδιακής μείωσης της δύναμης των κρατικών μονοπωλίων.

Οι άμεσες παρενέργειες της πολιτικής αυτής επέφεραν τεράστια αύξηση στον πληθωρισμό, αφού η Ρωσία τύπωνε χρήμα για να χρηματοδοτήσει το χρέος της. Τα επιτόκια είχαν φτάσει σε δυσθεώρητα ύψη και πολλές επιχειρήσεις χρεοκόπησαν.

Η Ρωσία είχε μπει σε βαθιά ύφεση και σαν να μην έφτανε αυτό το 1994 ξεκίνησε ο πόλεμος στην Τσετσενία στοιχίζοντας στα ήδη βαλλόμενα ρωσικά ταμεία. Με την συνθηκολόγηση και την λήξη του πολέμου στα μέσα του 1997 η Ρωσία ήταν ήδη σε άσχημη οικονομική κατάσταση αλλά οι ελπίδες για ανάκαμψη έσβησαν με την έναρξη της μεγάλης Ασιατικής κρίσης το καλοκαίρι του ίδιου έτους και την μεγάλη πτώση των τιμών του πετρελαίου και των πολύτιμων μετάλλων (την μεγαλύτερη πηγή εσόδων της Ρωσίας).

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Παγκόσμια Τράπεζα συμφώνησαν στην παροχή βοήθειας, ύψους 22.6 δις δολαρίων Αμερικής ανταλλάσσοντας μεγάλο μέρος των βραχυχρόνιων ρωσικών ομολόγων (GKO) τα οποία πλησίαζαν στην ωρίμανση τους, με μακροχρόνια Ευρωμόλογα, επεκτείνοντας την διάρκεια του ρωσικού χρέους δίνοντας πίστωση χρόνου σε μια ήδη χρεοκοπημένη χώρα η οποία ήδη δεν μπορούσε να πληρώσει τους εργάτες της⁸.

Η εμμονή της κεντρικής τράπεζας να ενισχύσει το ρούβλι υιοθετώντας μια σταθερή προς το δολάριο νομισματική πολιτική άδειαζε τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας⁹. Την 17^η Αυγούστου 1998 η Ρωσία υποτίμησε το ρούβλι και κήρυξε πτώχευση ανακοινώνοντας δικαιοστάσιο (moratorium) στους πιστωτές της.

Αναλυτικά¹⁰:

1. Η ισοτιμία RUB/USD θα διαπραγματεύεται εντός του εύρους 6.0 με 9.0, από 5.3-7.1
2. Το εσωτερικό χρέος της Ρωσίας θα αναδιαρθρωνόταν με όρους οι οποίοι θα ανακοινώνονταν αργότερα, προστατεύοντας έτσι τις τράπεζες από την κατάρρευση.

⁸ Σύμφωνα με στοιχεία του IMF, την 1^η Αυγούστου 1998 η Ρωσία χρωστούσε 12.5 δις δολάρια Αμερικής στους εργάτες της.

⁹ Μεταξύ της 1^{ης} Οκτωβρίου 1997 και 17^{ης} Αυγούστου 1998 η κεντρική τράπεζα της Ρωσίας δαπάνησε περίπου 27 δις δολάρια Αμερικής για να ενισχύσει το ρούβλι, IMF και World Bank.

¹⁰ Πηγή: Chiodo, Owyang (2002), A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998

3. Δικαιοστάσιο διάρκειας τριών μηνών στις πληρωμές τόκων και κεφαλαίων σε τράπεζες.

Οι επιπτώσεις ήταν ραγδαίες. Ο πληθωρισμός έφτασε στο 85%, οι τιμές των κυριότερων τροφίμων διπλασιάστηκαν και σε συνδυασμό με την ανικανότητα του κράτους να πληρώσει μισθούς κι συντάξεις, ο αριθμός των ανθρώπων οι οποίοι ζούσαν στα όρια της φτώχειας ολοένα και αυξανόταν. Πολλές τράπεζες χρεοκόπησαν παίρνοντας μαζί τους τις αποταμιεύσεις των καταθετών τους οδηγώντας σε μεγάλες κοινωνικές εντάσεις. Τελικά η Ρωσία κατάφερε να ορθοποδήσει με εφιαλτήριο τις κατακόρυφες αυξήσεις στις τιμές των ενεργειακών πόρων (πετρέλαιο, φυσικό αέριο κλπ) στις αρχές του αιώνα (1999-2000) πετυχαίνοντας μεγάλους ρυθμούς ανάπτυξης.

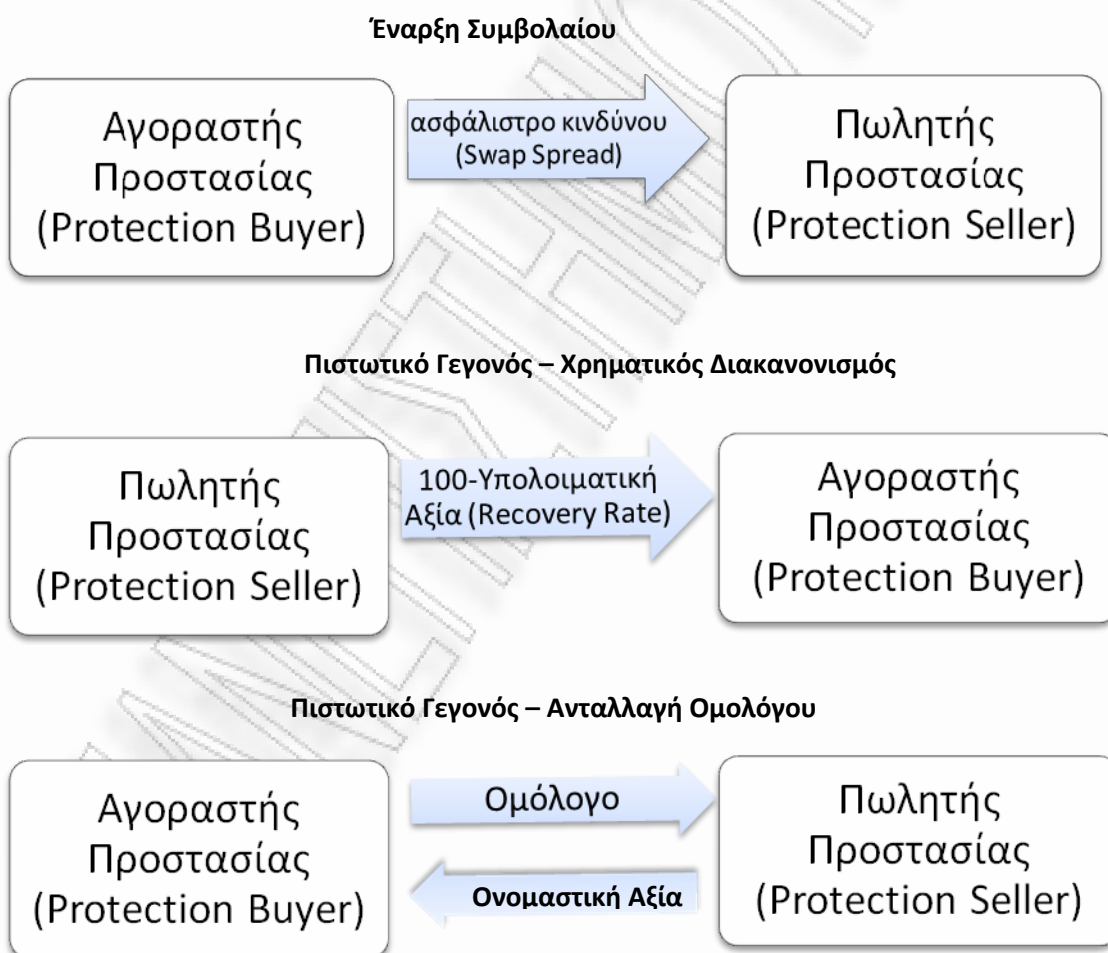
Συμβόλαια Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου (CDS)

Η αγορά των πιστωτικών παραγώγων (credit derivatives) έχει παρουσιάσει ραγδαία ανάπτυξη από την γένεση της, στα μέσα της δεκαετίας του 1990, κυρίως λόγω των δυνατοτήτων που προσφέρουν στην αντιστάθμιση του πιστωτικού κινδύνου, και όχι μόνο. Οι επενδυτές μπορούν πλέον να αναλάβουν πιστωτικό κίνδυνο που δεν είχαν, χωρίς να χρησιμοποιήσουν την αγορά μετρητοίς (cash market), και οι αντισταθμιστές μπορούν να αντισταθμίσουν την έκθεση τους σε πιστωτικό κίνδυνο με απλό τρόπο, αγοράζοντας ένα συμβόλαιο ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου (CDS).

Ο πρωταρχικός σκοπός των πιστωτικών παραγώγων είναι η αποτελεσματική μετακύλιση του πιστωτικού κινδύνου, μεταξύ των επενδυτών, η οποία δεν ήταν δυνατόν να πραγματοποιηθεί με τα απλά προϊόντα της αγοράς μετρητοίς. Το πιο διαδεδομένο παράγωγο πιστωτικού κινδύνου είναι το Συμβόλαιο Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου ή απλά CDS (Credit Default Swap). Το συμβόλαιο αυτό αποτελεί το πιο σημαντικό προϊόν της αγοράς πιστωτικών παραγώγων, τόσο σαν οντότητα όσο και σαν το θεμέλιο για άλλα πιο εξωτικά παράγωγα. Επίσημως, το Συμβόλαιο Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου αποτελεί μια διμερή συμφωνία για την ανταλλαγή του πιστωτικού κινδύνου μιας υποκείμενης οντότητας (reference entity), η οποία μπορεί να είναι ένα εταιρικό η

κρατικό ομόλογο, από τον αγοραστή του συμβολαίου (protection buyer) προς τον πωλητή του συμβολαίου (protection seller). Σ ένα απλό συμβόλαιο ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου, ο αγοραστής προστασίας πληρώνει ένα ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium) στον πωλητή για την εξασφάλιση της ονομαστικής αξίας στην λήξη του υποκείμενου τίτλου, σε περίπτωση πιστωτικού γεγονότος (credit event). Από οικονομικής άποψης η αγορά προστασίας είναι ταυτόσημη με την «πώληση» πιστωτικού κινδύνου (short risk) ενώ αντίθετα η πώληση προστασίας είναι ταυτόσημη με την «αγορά» πιστωτικού κινδύνου (long risk). Ο μηχανισμός των συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου φαίνεται στο παρακάτω σχήμα.

Σχήμα 3 – Περιγραφή Συμβολαίου Ανταλλαγής Πιστωτικού Κινδύνου



Ο αγοραστής προστασίας πληρώνει τον πωλητή το ασφάλιστρο κινδύνου σε περιοδική βάση (τρίμηνο ή εξάμηνο συνήθως). Αυτές οι πληρωμές διαρκούν μέχρι την λήξη της προστασίας (maturity, συνήθως η λήξη του

υποκείμενου τίτλου) ή στην περίπτωση πιστωτικού γεγονότος και αποτελούν το σκέλος ασφαλίστρου της ανταλλαγής (premium leg). Σε αντάλλαγμα ο αγοραστής λαμβάνει προστασία έναντι πιστωτικού γεγονότος από τον πωλητή στο λεγόμενο σκέλος προστασίας (protection leg).

Στην περίπτωση που ένα πιστωτικό γεγονός συμβεί κατά την διάρκεια της προστασίας, ο πωλητής πληρώνει την διαφορά από το 100 του φθηνότερου ομολόγου προς ανταλλαγή (cheapest to deliver), αποζημιώνοντας έτσι τον αγοραστή για την απώλεια της ονομαστικής αξίας στην λήξη.

Η εκκαθάριση σε περίπτωση πιστωτικού γεγονότος μπορεί να γίνει είτε με φυσική παράδοση του υποκείμενου τίτλου (physical settlement) ή με χρηματικό διακανονισμό (cash settlement). Στην πρώτη περίπτωση ο αγοραστής προστασίας παραδίδει τον υποκείμενο τίτλο στον πωλητή και λαμβάνει την ονομαστική αξία (par) σε μετρητά. Σε περίπτωση αναδιάρθρωσης, ο αγοραστής προστασίας μπορεί να διαλέξει, ανάμεσα σε επιλεγμένο αριθμό υποκείμενων τίτλων, σχετικών με την υποκείμενη οντότητα (reference entity), τον φθηνότερο τίτλο προς παράδοση. Άρα μπορούμε να πούμε ότι ο αγοραστής προστασίας είναι αγοραστής ενός δικαιώματος ως προς τον φθηνότερο προς παράδοση τίτλο (cheapest to deliver option). Στην περίπτωση του χρηματικού διακανονισμού, ο πωλητής προστασίας πληρώνει την διαφορά του άρτιου μείον την υπολειμματική τιμή (par minus recovery price) του φθηνότερου προς παράδοση τίτλου, στον αγοραστή.

Το συμβόλαιο ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου απέκτησε μεγάλο μερίδιο στην αγορά πιστωτικών παραγώγων λόγω των διαφορετικών λειτουργιών που προσφέρει σε κάθε επενδύτη. Μερικές από τις δημοφιλέστερες χρήσεις του συμβολαίου παρατίθενται παρακάτω:

1. Με την χρήση των συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου, ο επενδυτής έχει στα χέρια του έναν εύκολο τρόπο να «πουλήσει» πιστωτικό κίνδυνο για μεγάλες χρονικές περιόδους χωρίς να αναλάβει κίνδυνο αντισυμβαλλόμενου, αφού το συμβόλαιο αποτιμάται καθημερινά (mark to market). Έτσι δίνεται η δυνατότητα σε επενδυτές που θέλουν να αντισταθμίσουν έκθεση σε πιστωτικό κίνδυνο αλλά και σε εκείνους που θέλουν να τοποθετηθούν σε ενδεχόμενη κατεύθυνση της αγοράς.

2. Τα συμβόλαια ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου συνάπτονται χωρίς αρχική καταβολή μετρητών, αν και στα πλαίσια της καθημερινής αποτίμησης ενδέχεται να πληρώσει ή να λάβει περιθώριο (margin). Έτσι δίνουν την δυνατότητα της μόχλευσης στον επενδύτη αλλά και επιτρέπει στους επενδυτές με μεγάλο κόστος χρηματοδότησης (funding cost) να επωφεληθούν.
3. Τα συμβόλαια ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου δεν είναι τυποποιημένα αλλά μπορούν να προσαρμοστούν στις ανάγκες του επενδύτη, όσον αφορά την λήξη (maturity), την προτεραιότητα (seniority) και το νόμισμα αναφοράς (currency), αλλά υπόκεινται σε κόστος εμπορευσιμότητας (liquidity premium) όσο απομακρύνονται από τα δεδομένα της αγοράς (market standards).
4. Η εμπορευσιμότητα των συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου είναι κατά πολύ μεγαλύτερη της αγοράς μετρητοίς λόγω του ότι δεν χρειάζονται μετρητά κατά την σύναψη της συμφωνίας. Έτσι μπορούμε να πούμε ότι η αγορά αυτή προηγείται της αγοράς μετρητοίς αφού ένα νέο, που θεωρητικά επηρεάζει την αγορά, θα προεξοφληθεί γρηγορότερα στην αγορά των συμβολαίων ανταλλαγής παρά στην αγορά μετρητοίς.

Η οργανωμένη αγορά που διέπει τις συναλλαγές επί συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου υποστηρίζεται από το νομικό πλαίσιο της Διεθνούς Ένωσης Ανταλλαγών και Παραγώγων (International Swap and Derivatives Association, ISDA).

Η ISDA είναι ένας εμπορικός οργανισμός ο οποίος ιδρύθηκε το 1985 στην Νέα Υόρκη με σκοπό την τυποποίηση και παρακολούθηση των παραγώγων προϊόντων, δημιουργώντας τους κανόνες και τα πρότυπα τα οποία διέπουν την αγορά παραγώγων. Σήμερα η ISDA έχει περισσότερα από 800 μέλη, σχετιζόμενα με την διαπραγμάτευση παραγώγων (τράπεζες, επενδυτικοί οίκοι κλπ), σε 57 χώρες

Ο ακριβής προσδιορισμός του πιστωτικού γεγονότος περιγράφεται αναλυτικά στις οδηγίες που έχει εκδώσει η ISDA και έχει υπογράψει από τους αντισυμβαλλόμενους κάθε συναλλαγής (master agreement).

Στον παρακάτω πίνακα παραθέτουμε τις οδηγίες της ISDA για τον ορισμό του πιστωτικού γεγονότος.

Πίνακας 1 – Πιστωτικά Γεγονότα

Πιστωτικό Γεγονός	Περιγραφή
Χρεοκοπία (Bankruptcy)	Αδυναμία των επιχειρήσεων να αποπληρώσουν το χρέος τους με αποτέλεσμα την χρεοκοπία και κατόπιν την εκκαθάριση. Αυτό δεν ισχύει στα κρατικά χρέη αφού τα κράτη δεν υπόκεινται σε εκκαθάριση.
Αδυναμία Πληρωμής (Failure to Pay)	Αδυναμία πληρωμής τόκων, τοκομεριδίων ή δόσεων μετά το πέρας της περιόδου χάριτος.
Αναδιάρθρωση (Restructuring)	Αλλαγές στην διάρθρωση του χρέους (ωρίμανση, τόκος κλπ) λόγω αδυναμίας πληρωμής. Εξαιρούνται οι περιπτώσεις οικιοθελούς επαναδιαπραγμάτευσης.
Αποκήρυξη (Repudiation)	Ο εκδότης του χρέους αποκηρύσσει και δεν αναγνωρίζει το χρέος του.
Δικαιοστάσιο (Moratorium)	Ο εκδότης δεν αναγνωρίζει την νομιμότητα των υποχρεώσεων του.

Οι δυο πρώτοι όροι (χρεοκοπία, αδυναμία αποπληρωμής) ονομάζονται και «σκληρά» πιστωτικά γεγονότα (hard credit events) υπό την έννοια ότι το χρέος διαγράφεται και δεν διαπραγματεύεται στις δευτερογενείς αγορές.

Αντίθετα, μετά από κάποια αναδιάρθρωση, το χρέος συνεχίζει να διαπραγματεύεται στην δευτερογενή αγορά κάνοντας την αναδιάρθρωση ένα «μαλακό» πιστωτικό γεγονός (soft credit event).

Πίνακας 2 - Ορισμός Αναδιάρθρωσης

Όρος	Περιγραφή
Old-Restructuring (OR)	Είναι ο πρωταρχικός όρος των συμβολαίων με μέγιστη ωρίμανση τα 30 έτη.
Modified- Restructuring (MR)	Είναι το στάνταρ της αμερικανικής αγοράς.
Modified-Modified- Restructuring (MMR)	Είναι το στάνταρ της ευρωπαϊκής αγοράς.
No-Restructuring (NR)	Αφαιρεί την αναδιάρθρωση από τα πιστωτικά γεγονότα.

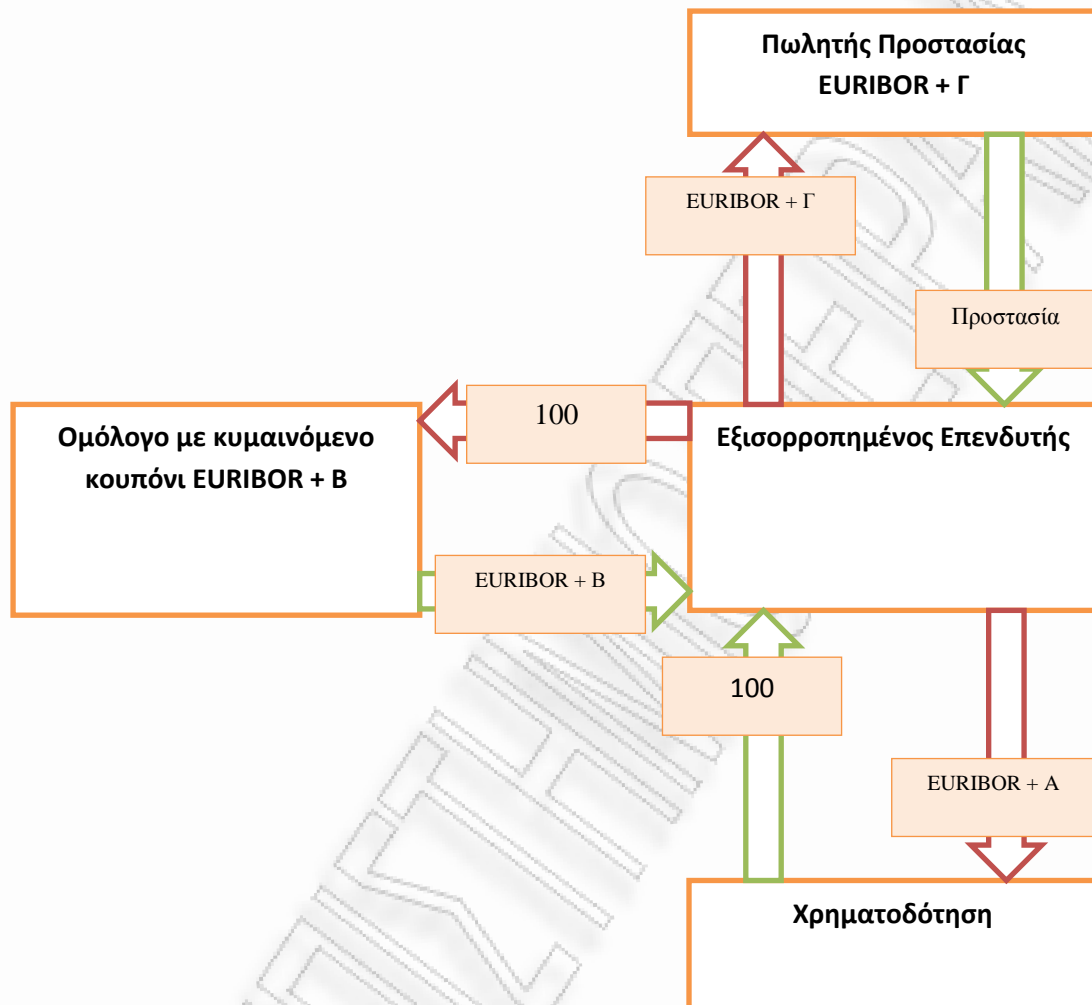
Περιθώριο Πιστωτικού Κινδύνου - CDS Spread

Το περιθώριο των συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου είναι ουσιαστικά το ασφάλιστρο που πληρώνει ο αγοραστής προστασίας στον πωλητή.

Για να προσδιορίσουμε το ύψος του ασφάλιστρου θα χρησιμοποιήσουμε έναν χαρτοφυλάκιο το οποίο αποτελείται από ένα ομόλογο, του οποίου η αγορά χρηματοδοτήθηκε μέσω της διατραπεζικής αγοράς, και ενός CDS.

Οι χρηματοδότες που προκύπτουν από τα χρηματοοικονομικά εργαλεία του χαρτοφυλακίου φαίνονται στο παρακάτω σχήμα (με κόκκινο οι αρνητικές χρηματοδότες και με πράσινο οι θετικές χρηματοδότες):

Σχήμα 4 – Εξισορροπημένο χαρτοφυλάκιο από τον πιστωτικό κίνδυνο.



Ένας επενδυτής ο οποίος θέλει να εξισορροπήσει πλήρως τον πιστωτικό κίνδυνο που απορρέει από την αγορά ενός ομολόγου ενδεχομένως θα έκανε τις ακόλουθες κινήσεις:

- Δανεισμός της ονομαστικής αξίας¹¹ για την αγορά του ομολόγου με επιτόκιο EURIBOR + A.
- Αγορά του ομολόγου με κουπόνι EURIBOR + B.
- Είσοδος σε συμβόλαιο ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου με ασφάλιστρο κινδύνου EURIBOR + Γ.

¹¹ Θεωρούμε ότι το ομόλογο διαπραγματεύεται στο άρτιο, άρα η αγοραία αξία του είναι ίση με την ονομαστική, και ότι η αγορά γίνεται μετά την αποκοπή του κουπονιού άρα δεν προκύπτουν δεδουλευμένοι τόκοι.

Αν δεν συμβεί πιστωτικό γεγονός μέχρι την ωρίμανση του ομολόγου, ο επενδυτής - ο οποίος λαμβάνει το κουπόνι από το ομόλογο και πληρώνει τους τόκους δανείου και το ασφάλιστρο κινδύνου στο CDS (B - A - Γ) – λαμβάνει την ονομαστική αξία του ομολόγου και αποπληρώνει το δάνειο. Σε περίπτωση πιστωτικού γεγονότος, ο επενδυτής παραδίδει το ομόλογο στον πωλητή προστασίας και λαμβάνει την ονομαστική αξία με την οποία αποπληρώνει το δάνειο.

Όπως φαίνεται, η στρατηγική εφόσον δεν έχει αρχικό κόστος και δεν αποδίδει τίποτα τόσο σε περίπτωση πιστωτικού γεγονότος ή όχι, το περιθώριο κινδύνου (CDS spread) το οποίο είναι διατιθέμενος να πληρώσει ένας επενδυτής για να καλύψει τον πιστωτικό κίνδυνο πρέπει να είναι τέτοιο ώστε οι χρηματοδότες πριν την ωρίμανση του ομολόγου ή το πιστωτικό γεγονός να είναι μηδέν, δηλαδή $\Gamma = B - A$.

Στην πράξη βέβαια η αλήθεια είναι κάπως διαφορετική αφού το θεωρητικό μοντέλο δεν λαμβάνει υπ' όψιν σημαντικούς παράγοντες όπως αναφέρονται παρακάτω:

1. Το μοντέλο προϋποθέτει την ύπαρξη αρκετής ρευστότητας στο χρηματοοικονομικό σύστημα ώστε να μην πιέζονται τα επιτόκια από την ζήτηση. Η ιστορία έχει δείξει πως αυτό δεν συμβαίνει πάντα.
2. Το μοντέλο προϋποθέτει την εμπορευσιμότητα του CDS αλλά και του ομολόγου ώστε να μην επηρεάζει την τιμή του το περιθώριο των τιμών αγοράς και πώλησης (Bid-Ask spread). Στην πράξη η έλλειψη ικανής εμπορευσιμότητας ανοίγει το περιθώριο των τιμών αγοράς και πώλησης.
3. Το μοντέλο δεν λαμβάνει υπ' όψιν τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης οι οποίες επηρεάζουν τις τιμές των χρηματοοικονομικών προϊόντων.
4. Επίσης το μοντέλο δεν λαμβάνει υπ' όψιν τον κίνδυνο αντισυμβαλλόμενου, ο οποίος μπορεί να τιμολογηθεί επιπλέον στο περιθώριο δανεισμού από τις τράπεζες.

Ομόλογα Brady

Τα ομόλογα Brady πήραν το όνομα τους από τον Γενικό Γραμματέα του Υπουργείου Οικονομικών της Αμερικής, Nicholas Brady, τον Μάρτιο του 1989.

Το πρόγραμμα που εισηγήθηκε, ονομαζόμενο Brady Plan, περιελάμβανε εγγυήσεις του αμερικανικού δημοσίου σε συνεργασία με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και την Παγκόσμια Τράπεζα προκειμένου να αναδιαρθρωθεί το χρέος των αναδυόμενων χωρών της Λατινικής, κυρίως, Αμερικής.

Το έναυσμα του σχεδίου Brady έδωσε η κυβέρνηση του Μεξικό ένα χρόνο νωρίτερα, το Μάρτιο του 1988, εκδίδοντας τα λεγόμενα ομόλογα Aztec για να χρηματοδοτήσει της χρεοκοπημένες τράπεζες του. Αυτά τα ομόλογα δόθηκαν στις τράπεζες σε αντάλλαγμα των μη εξυπηρετούμενων στοιχείων ενεργητικού (ομόλογα, δάνεια κλπ) και είχαν εγγυημένη αποπληρωμή με την έννοια ότι η κυβέρνηση του Μεξικό αγόρασε αμερικάνικα ομόλογα μηδενικού τοκομεριδίου τα οποία και κατέθεσε επί της Federal Reserve Bank. Μέχρι τον Ιούλιο του 1999, δεκαεπτά χώρες - μεταξύ των οποίων η Αργεντινή, η Βραζιλία, το Μεξικό και η Ουρουγουάη -, είχαν αναδιαρθρώσει τα δάνεια των τραπεζών τους ακολουθώντας το σχέδιο Brady.

Αλλά τι ακριβώς είναι τα ομόλογα Brady; Τα ομόλογα αυτά εκδίδονται από την κυβέρνηση της χώρας της οποίας οι τράπεζες αντιμετωπίζουν πρόβλημα. Ο σκοπός τους είναι να αντικαταστήσουν μη εξυπηρετούμενα στοιχεία ενεργητικού, τα οποία δεν επιφέρουν εισόδημα και είναι βάρος στον ισολογισμό κάθε τράπεζας, με εγγυημένα στοιχεία ενεργητικού υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας, όπως τα ομόλογα Brady. Έτσι οι τράπεζες αποβάλλουν ένα τοξικό, θα λέγαμε, στοιχείο ενεργητικού με ένα ομόλογο το οποίο αποφέρει εισόδημα με την μορφή των τόκων.

Οι πρώτες εκδόσεις ομολόγων Brady είχαν την μορφή ενός δομημένου ομολόγου το οποίο περιελάμβανε ένα ομόλογο μηδενικού τοκομεριδίου (zero coupon bond), το οποίο πληρώνει την ονομαστική αξία στην λήξη του ομολόγου Brady και ήταν εκδιδόμενο από το αμερικανικό δημόσιο, και ένα ομόλογο κυμαινόμενου τοκομεριδίου (floating coupon bond), το οποίο πλήρωνε τα τοκομερίδια του ομολόγου Brady και ήταν εκδιδόμενο από την εκάστοτε χώρα.

Η μεγάλη πιστοληπτική ικανότητα του ομολόγου Brady προέκυπτε από τις εγγυήσεις του αμερικανικού δημοσίου, για την ονομαστική αξία στην λήξη, και από χρηματικές εγγυήσεις της εκάστοτε χώρας οι οποίες εξασφάλιζαν τις

πληρωμές των τοκομεριδίων του ομολόγου Brady. Έπειτα κυκλοφόρησαν αρκετές παραλλαγές της αρχικής έκδοσης οι οποίες αναφέρονται ονομαστικά στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 3 - Διαφορετικές Εκδόσεις Ομολόγων Brady

	Coupon	Interest	Face Value
Par	Fixed, Step-up	Cash Collateral	Bullet, Collateralized
Discount	Floating	Cash Collateral	Bullet, Collateralized
DCB¹²	Fixed, Floating, Step-up	No Collateral	Amortizing, No Collateral
FLIRB¹³	Step-up then Floating	Collateralized	Amortizing, No Collateral
Capitalization	Fixed	No Collateral	Amortizing, No Collateral
New Money	Floating	No Collateral	Amortizing, No Collateral
EI¹⁴	Floating	No Collateral	Amortizing, No Collateral
FRB¹⁵	Floating	No Collateral	Amortizing, No Collateral

Πρόγραμμα Ανταλλαγής Ομολόγων (PSI)

Στις 21 Ιουνίου του 2011, η ελληνική κυβέρνηση στα πλαίσια της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους, πρότεινε την εθελοντική συμμετοχή των ιδιωτών σ ένα πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων τα οποία διακατείχαν στα

¹² Debt Conversion Bond

¹³ Front-Loaded Interest Reduction Bond

¹⁴ Eligible Interest

¹⁵ Floating-Rate Bonds

χαρτοφυλάκια τους την 30^η Ιουνίου 2011 και με ημερομηνία ωρίμανσης έως τον Δεκέμβριο του 2020. Το λεγόμενο Πρόγραμμα Ανταλλαγής Ομολόγων (ή αλλιώς Private Sector Involvement - PSI) προέβλεπε την εθελοντική συμμετοχή των ιδιωτών σε μια συμφωνία επιλογής μεταξύ τεσσάρων εναλλακτικών επιλογών οι οποίες θα αναλυθούν παρακάτω. Σκοπός του προγράμματος είναι ελάφρυνση του δημοσίου χρέους προκειμένου να καταστεί βιώσιμο αλλά και η τόνωση στην εμπιστοσύνη των επενδυτών μέσω της μείωσης της αβεβαιότητας.

Ο εθελοντικός χαρακτήρας του προγράμματος (ο στόχος τοποθετήθηκε στο 90%) είναι σημαντικός παράγοντας αφού η αναδιάρθρωση πρώτον, δεν θα αποτελέσει πιστωτικό γεγονός και δεύτερον, η πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας δεν θα πέσει κάτω από διαβάθμιση επιλεκτικής χρεοκοπίας (Selective Default – SD) αποτρέποντας την ολοκληρωτική καταστροφή.

Οι τράπεζες παραδοσιακά είναι οι μεγαλύτεροι κάτοχοι κρατικού χρέους υπολογιζόμενο γύρω στα 40 δισεκατομμύρια ευρώ το 2011, ποσό το οποίο φτάνει τα 70 δισεκατομμύρια αν συνυπολογίσουμε και τα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά ιδρύματα και ασφαλιστικά ταμεία τα οποία δήλωσαν συμμετοχή στο Πρόγραμμα Ανταλλαγής Ομολόγων¹⁶. Το ποσό αυτό δηλώνει μια συμμετοχή της τάξεως του 50%, αν και οι αναλυτές υποστηρίζουν ότι η συμμετοχή θα φτάσει κοντά στον στόχο ο οποίος είναι 90%¹⁷.

Σύμφωνα με τα κριτήρια του προγράμματος, υπάρχουν 81 εκδόσεις ελληνικών ομολόγων, οι οποίες ωριμάζουν μέχρι το 2020 και είναι επιλέξιμες για το πρόγραμμα, με συνολική ονομαστική αξία περίπου 200 δισεκατομμυρίων ευρώ, εκ των οποίων τα 97,9 δισεκατομμύρια λήγουν τον Αύγουστο του 2014. Αν υποθέσουμε ότι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα διακατέχει περίπου 50 δισεκατομμύρια ελληνικό χρέος τότε τα επιλέξιμα ομόλογα για το πρόγραμμα είναι περίπου 150 δισεκατομμύρια ή περίπου 135 δισεκατομμύρια αν λάβουμε υπ όψιν την κάλυψη του στόχου συμμετοχής στο 90%. Οι προτεινόμενες επιλογές είναι οι εξής:

¹⁶ Με στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος, Σεπτέμβριος 2011.

¹⁷ Με την απόφαση της 27^{ης} Οκτωβρίου 2011 το PSI αντικαταστάθηκε από το PSI2.

Επιλογή - 1

Ανταλλαγή σήμερα με νέα 30ετη ομόλογα στο άρτιο (New Par Bonds)

Σύμφωνα με αυτήν την επιλογή, οι επενδυτές καλούνται να ανταλλάξουν τα υπάρχοντα ομόλογα τους με νέα τριακονταετής λήξης στο άρτιο με αναπροσαρμοζόμενο κουπόνι (Step-up Bonds). Το κουπόνι των νέων ομολόγων θα ξεκινά στο 4% και θα καταλήγει στο 5% μέσω αύξησης της τάξεως του 0,5% τον έκτο και ενδέκατο χρόνο. Το κεφάλαιο στην λήξη είναι εγγυημένο από το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (European Financial Stability Facility - EFSF) αλλά οι καταβολές τόκων έχουν ελληνικό ρίσκο. Το Ινστιτούτο Διεθνών Οικονομικών (Institute of International Finance – IIF) προεξοφλεί τις χρηματοροές που αναφέρθηκαν με προεξοφλητικό επιτόκιο 9% το οποίο δημιουργεί μια παρούσα αξία της τάξεως του 79% ή αλλιώς υποθέτει απομείωση της τάξεως του 21%. Τέλος τα νέα ομόλογα θα εκδοθούν, όπως και τα υπόλοιπα, υπό το βρετανικό δίκαιο και θα περιλαμβάνουν τις λεγόμενες ρήτρες συλλογικής δράσης (Collective Action Clauses – CAC's) οι οποίες δεσμεύουν τους επενδυτές να αναλάβουν ενδεχόμενη απομείωση στα ομόλογα τους μετά από συμμετοχή σε ψηφοφορία ακόμα και αν έχουν ψηφίσει κατά.

Επιλογή - 2

Ανταλλαγή με 30ετη ομόλογα στο άρτιο κατά την ημερομηνία ωρίμανσης των υφισταμένων.

Η επιλογή 2 δεν έχει καμία απολύτως διαφορά με την επιλογή 1 παρά μόνο στην χρονική στιγμή της ανταλλαγής και το κουπόνι. Πάλι και εδώ τα νέα ομόλογα θα έχουν τριακονταετή ωρίμανση και το κεφάλαιο στην λήξη θα εγγυάται από το EFSF. Το γεγονός όμως ότι η ανταλλαγή θα γίνεται μόλις λήγει κάποιο παλιό ομόλογο φέρνει τον επενδυτή αντιμέτωπο με αυξημένο ρίσκο ως την στιγμή της ανταλλαγής. Το κουπόνι κάθε νέας έκδοσης θα υπολογίζεται κατά την στιγμή της έκδοσης έτσι ώστε η παρούσα αξία να είναι και αυτή στο 79% (με προεξοφλητικό επιτόκιο 9%), και θα αυξάνει κατά 0,5% τον έκτο και ενδέκατο χρόνο.

Επιλογή - 3

Ανταλλαγή με 30ετη ομόλογα υπό το άρτιο (discount).

Πάλι εδώ η επιλογή 3 δεν διαφέρει κατά πολύ με τις προηγούμενες επιλογές από την άποψη ότι πάλι η ανταλλαγή θα γίνει με νέα τριακονταετή ομόλογα. Η βασική διαφορά είναι ότι τα νέα ομόλογα θα εκδοθούν υπό το άρτιο, στο 80%, και θα πληρώνουν μεγαλύτερο κουπόνι – το οποίο θα αυξάνεται κατά 0,5% κατά το έκτο και ενδέκατο έτος - έτσι ώστε η παρούσα αξία των χρηματοδοτών τους να είναι και αυτή στο 79% (με 9% προεξοφλητικό επιτόκιο).

Επιλογή - 4

Ανταλλαγή με 17ετη απομειούμενα υπό το άρτιο ομόλογα (New Amortizing Discount Bonds).

Αυτή είναι και η πιο πολύπλοκη επιλογή σε σύγκριση με τις προηγούμενες. Οι επενδυτές οι οποίοι θα αποφασίσουν να δεχθούν αυτήν την επιλογή θα μπορούν να ανταλλάξουν τα ομόλογα τους με νέα ελληνικά ομόλογα αξίας ίσης με το 80% της υφιστάμενης αξίας και ωρίμανση στα 17 έτη με απόσβεση σε πέντε δόσεις (από 20%) με την πρώτη να γίνεται το 2013. Το 40% της ονομαστικής αξίας θα εγγυάται από AAA ομόλογα τα οποία θα αγοραστούν από το ελληνικό δημόσιο και θα κατατεθούν ως εγγύηση. Το κουπόνι του νέου ομολόγου θα προσαρμοστεί ώστε η καθαρή παρούσα αξία να είναι 79%¹⁸. Παρακάτω παρατίθενται συνοπτικά οι όροι του PSI:

Πίνακας 4 – Σύνοψη Όρων PSI

	Απομείωση	Αξία Νέων	Χρονική Στιγμή Ανταλλαγής	Διάρκεια (έτη)	Εγγύηση Κεφαλαίου	Κουπόνι
Επιλογή 1	21%	100%	Τώρα	30	EFSF (το 100%)	Αναπροσαρμοζόμενο (Step-up)
Επιλογή 2	21%	100%	Στην λήξη	30	EFSF (το 100%)	Αναπροσαρμοζόμενο (Step-up)
Επιλογή 3	21%	80%	Τώρα	30	EFSF (το 100%)	Μεγαλύτερο κουπόνι
Επιλογή 4	21%	80%	Τώρα	17	EFSF (το 40%)	Μεγαλύτερο κουπόνι

¹⁸ Με προεξοφλητικό επιτόκιο (Discount Rate) 9%.

Δεδομένα

Τα δεδομένα που θα χρησιμοποιήσουμε στην ανάλυση των ελληνικών τραπεζών αντλήθηκαν από τα τριμηνιαία οικονομικά στοιχεία δημοσιευμένα στις ιστοσελίδες των αντιστοίχων τραπεζών, στην ιστοσελίδα της Τράπεζας της Ελλάδος και του Οργανισμού Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (ΟΔΗΧ), καθώς και από τα EBA Stress Tests της European Banking Authority (EBA). Η EBA είναι ένας οργανισμός ο οποίος ιδρύθηκε από το ευρωπαϊκό κοινοβούλιο και ουσιαστικά αντικατέστησε την Επιτροπή Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (Committee of European Banking Supervisors – CEBS) έχοντας σαν κύριο μέλημα της την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Εθνική Τράπεζα

Η Εθνική Τράπεζα κατείχε, σύμφωνα με την οικονομική έκθεση που δημοσίευσε για το πρώτο τρίμηνο του 2011, κρατικά ομόλογα ονομαστικής αξίας 14.772 δισεκατομμυρίων ευρώ εκ των οποίων τα 9.988 δισεκατομμύρια ήταν μέσα σε αυτά που όριζε η Εθελοντική Ανταλλαγή Ομολόγων. Σύμφωνα με τα EBA stress tests, η Εθνική υπολογίστηκε ότι κατείχε 12.8 δις Ευρώ σε ελληνικά ομόλογα. Τα RWA που δημοσίευσε κατά το ίδιο διάστημα ανέρχονται σε 66 δις Ευρώ με κύρια κεφάλαια 6.6 δις Ευρώ. Παρακάτω παραθέτουμε την μετοχική σύνθεση της Εθνικής στην οποία φαίνεται και η μεγάλη παρουσία του Δημοσίου με 12.1%.

Πίνακας 5 – Μετοχική Σύνθεση Εθνικής Τράπεζας

Μετοχική Σύνθεση	
Ιδιώτες	44,10%
Θεσμικοί Επενδυτές	33,90%
Ελληνικό Δημόσιο	12,10%
Επιχειρήσεις	3,60%
Ιδρύματα	3,20%
Εκκλησία της Ελλάδος	1,50%
Λοιποί	1,60%
Σύνολο	22,00%

Alpha Bank

Η Alpha Bank δημοσίευσε το πρώτο τρίμηνο του 2011 ότι κατείχε 3.904 δισεκατομμύρια ευρώ σε κρατικό χρέος, εκ των οποίων τα 3.740 περνάνε στο Πρόγραμμα Εθελοντικής Ανταλλαγής Ομολόγων. Σύμφωνα με τα EBA stress tests, η Alpha υπολογίστηκε ότι κατείχε 5.5 δις Ευρώ σε ελληνικά ομόλογα. Κατά το ίδιο διάστημα τα RWA της τράπεζας ανήλθαν σε 47.5 δις Ευρώ περίπου με κεφάλαια της τάξεως των 4 δις Ευρώ περίπου. Παρακάτω παραθέτουμε την μετοχική σύνθεση της Alpha Bank στην οποία διαφαίνεται η μεγάλη ιδιωτική παρουσία η οποία αποτυπώνεται στο 9% της παρουσίας Κωστόπουλου.

Πίνακας 6 – Μετοχική Σύνθεση Alpha Bank

Μετοχική Σύνθεση	
Ιδιώτες	54,00%
Θεσμικοί Επενδυτές	37,00%
Κωστόπουλος	9,00%
Σύνολο	100,00%

Eurobank

Η Eurobank στην τριμηνιαία οικονομική έκθεση της για το πρώτο τρίμηνο του 2011, δημοσίευσε ότι κατείχε κρατικά ομόλογα ύψους 6.800 δισεκατομμυρίων ευρώ, εκ των οποίων τα 4.982 περνάνε στο Πρόγραμμα Εθελοντικής Ανταλλαγής Ομολόγων. Σύμφωνα με τα EBA stress tests, η Eurobank υπολογίστηκε ότι κατείχε 8.7 δις Ευρώ σε ελληνικά ομόλογα. Τα RWA ήταν της τάξεως των 45 περίπου δις Ευρώ εκ των οποίων κύρια κεφάλαια της τάξεως των 2.7 δις Ευρώ περίπου. Η μετοχική σύνθεση της Eurobank δείχνει την ισχυρή παρουσία του EFG Group Fund, στο οποίο ανήκει περίπου η μισή Eurobank, και στο οποίο και θα στηριχτεί για περαιτέρω ενίσχυση, όπως επίσης και στους ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές οι οποίοι κατέχουν περίπου το άλλο μισό της πύλας.

Πίνακας 7 – Μετοχική Σύνθεση Euro Bank

Μετοχική Σύνθεση	
EFG Group	44,80%
Ιδιώτες	24,20%
Θεσμικοί Επενδυτές	23,30%
Λοιποί	7,70%
Σύνολο	100,00%

Τράπεζα Πειραιώς

Σύμφωνα με την δημοσιευμένη οικονομική έκθεση για το πρώτο τρίμηνο του 2011, η τράπεζα Πειραιώς διακατείχε κρατικό χρέος ύψους 6.862 δισεκατομμυρίων με τα 6.800 από αυτά να περνάνε στο Πρόγραμμα Εθελοντικής Ανταλλαγής Ομολόγων. Σύμφωνα με τα EBA stress tests, η Πειραιώς υπολογίστηκε ότι κατείχε 8.18 δις Ευρώ σε ελληνικά ομόλογα. Κατά την ίδια περίοδο, τα RWA της τράπεζας ανήλθαν σε 36.6 δις Ευρώ περίπου με κεφάλαια ύψους 1.2 δις Ευρώ. Η μεγάλη ιδιωτική παρουσία στην μετοχική σύνθεση της Πειραιώς δείχνει αδύναμη να υποστηρίξει κεφαλαιακά την τράπεζα σύμφωνα με τις παρούσες οικονομικές συνθήκες και πιθανώς η τράπεζα να στηριχθεί από το Δημόσιο, αυξάνοντας το ποσοστό παρουσίας του.

Πίνακας 8 – Μετοχική Σύνθεση Τράπεζας Πειραιώς

Μετοχική Σύνθεση	
Ιδιώτες	33,20%
Θεσμικοί Επενδυτές	36,70%
Εταιρείες	28,80%
Δημόσιο	1,30%
Σύνολο	100,00%

Συνοψίζοντας, παρουσιάζουμε στον επόμενο πίνακα την συνολική έκθεση της κάθε τράπεζας σε ελληνικά ομόλογα με στοιχεία που αντλήσαμε από την ιστοσελίδα της European Banking Authority και αφορούν το οικονομικό έτος 2010. Το σύνολο των ελληνικών ομολόγων, σύμφωνα με τα στοιχεία της

ΕΒΑ τα οποία αφορούν τις τέσσερις τράπεζες του δείγματος μας, ανέρχεται σε λίγο περισσότερο από 35 δις Ευρώ. Στον παρακάτω πίνακα παραθέτουμε τόσο το ύψος των ομολόγων σε κάθε τράπεζα, όσο και το ύψος αυτών ως ποσοστό του συνόλου της έκθεσης στο δείγμα μας:

Πίνακας 9 – Σύνολο έκθεσης σε ελληνικά ομόλογα για κάθε τράπεζα

(εκατ. Ευρώ)	Εθνική	Alpha	Eurobank	Πειραιώς	Σύνολο
Ελληνικά Ομόλογα	12.883 €	5.475 €	8.740 €	8.114 €	35.212 €
Ως ποσοστό της συνολικής έκθεσης	36,59%	15,55%	24,82%	23,04%	100,00%

πηγή: EBA Stress Tests 2011

Η Εθνική, όπως αναμενόταν, κατέχει το 36.6% των ομολόγων του δείγματος ύψους 12.8 δις Ευρώ. Στον αντίποδα, η Alpha Bank κατέχει μόλις το 15.5% των ομολόγων του δείγματος, ύψους περίπου 5.5 δις Ευρώ, και δείχνει σε καλύτερη μοίρα από τις υπόλοιπες. Η Eurobank και η Πειραιώς κατέχουν σχεδόν το μισό ελληνικό χρέος του συνόλου των τεσσάρων τραπεζών κατέχοντας από περίπου 25% η κάθε μια, με την Πειραιώς να βρίσκεται σε χειρότερη μοίρα λόγω του μικρότερου μεγέθους της.

Μεθοδολογία

Η μέθοδος που θα χρησιμοποιήσουμε για να δούμε το αντίκτυπο της ελληνικής αναδιάρθρωσης στα χαρτοφυλάκια ομολόγων των ελληνικών τραπεζών, και κατ'επέκταση στην καθαρή αξία τους περιλαμβάνει συνοπτικά:

1. Τον υπολογισμό της έκθεσης κάθε τράπεζας σε κρατικά ομόλογα καθώς και ποσά από αυτά θα ενταθούν στο Πρόγραμμα Εθελοντικής Ανταλλαγής Ομολόγων.
2. Τον υπολογισμό του ύψους της εγγραφής ζημιών που θα προκύψουν από την απομείωση της παρούσας αξίας των ομολόγων προς ανταλλαγή.
3. Την επίδραση που θα έχει η απομείωση στα κύρια κεφάλαια της τράπεζας, καθώς και η ανακεφαλαιοποίηση που θα χρειαστεί προκειμένου να

συμβαδίσει με τις εντολές της Βασιλείας III (9% δείκτης πρωτογενών κεφαλαίων ή Tier 1 Capital).

Για τον σκοπό αυτόν θα χρησιμοποιήσουμε, μαζί με το υπαρκτό σενάριο του PSI για 21% απομείωση, τρία υποθετικά σενάρια απομείωσης του ελληνικού χρέους. Αυτά θα υποδηλώνουν απομείωση στο 30%, 50% και 70% του συνόλου των ελληνικών ομολόγων (και όχι μόνο σε αυτά που συμφωνήθηκαν στο PSI) αντίστοιχα και βάσει των αποτελεσμάτων θα προσπαθήσουμε να εκτιμήσουμε την επίδραση της απομείωσης στην καθαρή αξία των τραπεζών σε κάθε μια από αυτές τις υποθετικές περιπτώσεις. Τα βήματα υπολογισμού που θα ακολουθήσουμε θα είναι τα εξής:

1. Με δεδομένο το ύψος των ελληνικών ομολόγων που διακατέχει η κάθε τράπεζα όπως είναι δημοσιευμένο στα stress tests της EBA.
2. Με δεδομένα τα κύρια κεφάλαια που έχει δημοσιεύσει κάθε τράπεζα και αφαιρώντας το ποσό της απομείωσης που υπολογίσαμε στο προηγούμενο στάδιο, υπολογίζουμε τα νέα κεφάλαια που θα προκύψουν μετά την απομείωση σε κάθε περίπτωση.
3. Με δεδομένα τα Risk Weighted Assets (RWA) της κάθε τράπεζας όπως δημοσιεύτηκαν στις εξαμηνιαίες καταστάσεις της, υπολογίζουμε το νέο Capital Adequacy Ratio (CAR) διαιρώντας τα νέα κεφάλαια που υπολογίσαμε στο προηγούμενο βήμα, με τα RWA.
4. Τέλος, με δεδομένο το νέο κριτήριο της επιτροπής Βασιλείας III για ελάχιστο δείκτη κεφαλαίων στο 9%, υπολογίσαμε τα κεφάλαια που θα χρειαστεί κάθε τράπεζα για να μπορέσει να πιάσει τον στόχο αυτό.

Αποτελέσματα

PSI – Απομείωση 21% σε επιλεγμένα ομόλογα

Παρακάτω παρατίθενται τα αποτελέσματα της έρευνας μετά το πρόγραμμα εθελοντικής ανταλλαγής ομολόγων (PSI), το οποίο ανακοινώθηκε στις 30 Ιουλίου 2011. Υπογραμμίζεται ότι το πρόγραμμα περιλαμβάνει τα ομόλογα μέχρι λήξης του 2020, πάνω στα οποία υπολογίζεται η απομείωση (haircut). Το σύνολο της έκθεσης σε ελληνικά ομόλογα των τεσσάρων τραπεζών, όπως προκύπτει από τις καταστάσεις του EBA, ανέρχεται σε 35.2 δις Ευρώ εκ των οποίων τα 25.5 δις περιλαμβάνονται στο PSI. Η συνολική ζημία των τεσσάρων τραπεζών ανέρχεται σε 5.35 δις Ευρώ, με αποτέλεσμα το

σύνολο των κύριων κεφαλαίων να πέσει από 17.8 δις Ευρώ σε 12.4 δις. Δεδομένου τις νέες οδηγίες της επιτροπής Βασιλείας για ελάχιστο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας το 9%, οι τέσσερις τράπεζες μαζί θα χρειαστούν περίπου 5 δις Ευρώ νέα κεφάλαια. Ο σταθμισμένος δείκτης, ως προς την έκθεση σε ελληνικά ομόλογα, του συνόλου των τεσσάρων τραπεζών ανέρχεται σε 6,2% από 9,14% πριν την απομείωση.

Πίνακας 10 – Αποτελέσματα PSI (30 Ιουνίου 2011)

(εκατ. Ευρώ)	Εθνική	Alpha	Eurobank	Πειραιώς	Σύνολο
Ελληνικά Ομόλογα	12.883 €	5.475 €	8.740 €	8.114 €	35.212 €
PSI	9.998 €	3.740 €	4.982 €	6.800 €	25.520 €
Απομείωση 21% (30/06)	2.100 €	785 €	1.046 €	1.428 €	5.359 €
Κύρια Κεφάλαια (1Η2011)	6.643 €	4.732 €	3.813 €	2.635 €	17.823 €
Κύρια Κεφάλαια (- 21%)	4.543 €	3.947 €	2.767 €	1.207 €	12.464 €
RWA (1Η2011)	66.071 €	47.500 €	44.858 €	36.675 €	195.104 €
CAR (1Η2011)	10,05%	9,96%	8,50%	7,18%	8,99%
CAR (-21%)	6,88%	8,31%	6,17%	3,29%	6,10%
Κεφάλαια για 9% CAR	1.403 €	328 €	1.270 €	2.094 €	5.096 €

Απομείωση 30% σε όλα τα Ελληνικά ομόλογα

Στο εν λόγω τεστ υπολογίσαμε το αντίκτυπο που θα είχε στα κύρια κεφάλαια και στους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των επιλεγμένων τραπεζών, το γεγονός της απομείωσης της αξίας των ελληνικών ομολόγων κατά 30%. Υπογραμμίζουμε ότι η απομείωση αφορά στο σύνολο των ελληνικών ομολόγων και όχι μόνο σε αυτά που υπολογίζει το PSI. Το συγκεκριμένο σενάριο αποτελεί το Βέλτιστο (η αισιόδοξο) σενάριο σύμφωνα με το οποίο η Ελλάδα θα κάνει 30% απομείωση.

Πιστεύουμε ότι κάτι τέτοιο είναι εξαιρετικά απίθανο αφού σκοπός της απομείωσης είναι η βιωσιμότητα του χρέους, κάτι το οποίο δεν είναι εφικτό με απομείωση σε αυτά τα επίπεδα. Το σύνολο της απομείωσης θα επέφερε ζημία της τάξεως των 10,5 δις Ευρώ στις επιλεγμένες τράπεζες και θα τις άφηνε με κεφάλαια της τάξεως των 7,2 δις Ευρώ από 17.8 δις πριν την απομείωση. Τα νέα κεφάλαια που θα χρειαστούν οι εν λόγω τράπεζες για να καλύψουν τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας προκείμενου να συμβαδίζουν με αυτούς που προβλέπει η επιτροπή Βασιλείας ανέρχονται σε περίπου 10 δις Ευρώ. Ο σταθμισμένος δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας, ως προς το ύψος της έκθεσης σε ελληνικά ομόλογα κάθε τράπεζας, ανέρχεται σε 3.33% για το δείγμα των τεσσάρων τραπεζών, πολύ κάτω από τον στόχο του 9%.

Πίνακας 11 – Αποτελέσματα Stress Test με 30% απομείωση

(εκατ. Ευρώ)	Εθνική	Alpha	Eurobank	Πειραιώς	Σύνολο
Ελληνικά Ομόλογα	12.883 €	5.475 €	8.740 €	8.114 €	35.212 €
Απομείωση 30%	3.865 €	1.643 €	2.622 €	2.434 €	10.564 €
Κύρια Κεφάλαια (1H2011)	6.643 €	4.732 €	3.813 €	2.635 €	17.823 €
Κύρια Κεφάλαια (- 30%)	2.778 €	3.090 €	1.191 €	201 €	7.259 €
RWA (1H2011)	66.071 €	47.500 €	44.858 €	36.675 €	195.104 €
CAR (1H2011)	10,05%	9,96%	8,50%	7,18%	8,99%
CAR (- 30%)	4,20%	6,50%	2,66%	0,55%	3,33%
Κεφάλαια για 9% CAR	3.168 €	1.186 €	2.846 €	3.100 €	10.300 €

Απομείωση 50% σε όλα τα Ελληνικά ομόλογα

Το συγκεκριμένο σενάριο, το οποίο αποτελεί και το βασικό σενάριο της έρευνας¹⁹, υποθέσαμε απομείωση 50% σε όλο το ελληνικό χρέος. Το γεγονός

¹⁹ Κατά την πορεία της εργασίας και μετά την νέα συμφωνία της 26^{ης} Οκτωβρίου, το βασικό μας σενάριο επαληθεύτηκε και πλέον είναι το πιο πιθανό σενάριο για την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους.

ότι αποτελεί και το Βασικό μας σενάριο, ενισχύει και η απόφαση της 26^{ης} Οκτωβρίου για απομείωση 50% σε όλα τα ελληνικά ομόλογα. Θεωρούμε ότι αυτή είναι και η πιο πιθανή περίπτωση, σύμφωνα με τα τωρινά δεδομένα. Σε αυτήν την περίπτωση οι τράπεζες του δείγματος θα χάσουν περίπου 17.6 δις Ευρώ, θα μείνουν με κεφάλαια συνολικού ύψους μόλις 217 εκατομμύρια ευρώ και θα χρειαστούν άμεση αναχρηματοδότηση για να αποφύγουν την χρεοκοπία. Ο σταθμισμένος, κατά την έκθεση κάθε τράπεζας σε ελληνικά ομόλογα, δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας γίνεται αρνητικός σε -0.44%. σε αυτήν την περίπτωση οι τράπεζες θα χρειαστούν περίπου 17 δις Ευρώ για να συμβαδίσουν με την νέα οδηγία της επιτροπής Βασιλείας για δείκτη κεφαλαιακής επαρκείας στο 9%.

Πίνακας 12 – Αποτελέσματα Stress Test με 50% απομείωση

(εκατ. Ευρώ)	Εθνική	Alpha	Eurobank	Πειραιώς	Σύνολο
Ελληνικά Ομόλογα	12.883 €	5.475 €	8.740 €	8.114 €	35.212 €
Απομείωση 50%	6.442 €	2.738 €	4.370 €	4.057 €	17.606 €
Κύρια Κεφάλαια (1Η2011)	6.643 €	4.732 €	3.813 €	2.635 €	17.823 €
Κύρια Κεφάλαια (- 50%)	202 €	1.995 €	- 557 €	- 1.422 €	217 €
RWA (1Η2011)	66.071 €	47.500 €	44.858 €	36.675 €	195.104 €
CAR (1Η2011)	10,05%	9,96%	8,50%	7,18%	8,99%
CAR (- 50%)	0,30%	4,20%	-1,24%	-3,88%	-0,44%
Κεφάλαια για 9% CAR	5.745 €	2.281 €	4.594 €	4.723 €	17.342 €

Απομείωση 70% σε όλα τα Ελληνικά ομόλογα.

Σε αυτό το ακραίο σενάριο, θέλαμε να πιέσουμε περισσότερο τους ισολογισμούς των τραπεζών για να δούμε τον βαθμό της ετοιμότητας του τραπεζικού συστήματος να αντέξει περισσότερες πιέσεις και να διαπιστώσουμε τον βαθμό θωράκισης του σε ακραία σενάρια. Επίσης, σύμφωνα με την μελέτη για την βιωσιμότητα του Ελληνικού χρέους που παραθέτουμε στο σχετικό

κεφάλαιο, το 70% φαντάζει το ιδανικό κούρεμα του χρέους προκείμενου, και σύμφωνα με τις τωρινές προβλέψεις για ανάπτυξη και πρωτογενές πλεόνασμα, το χρέος να καταστεί βιώσιμο. Σε αυτήν την περίπτωση οι τράπεζες του δείγματος θα γράψουν ζημίες της τάξεως των 24.6 δις Ευρώ και θα χρειαστούν περί τα 24 δις Ευρώ για να συμβαδίσουν με την Βασιλεία III φτάνοντας τον δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας σε 9%. Σημειώνεται ότι σε αυτό το ακραίο σενάριο, μόνο η Alpha Bank παραμένει με θετικά κεφάλαια, ύψους 900 εκατομμυρίων Ευρώ, ενώ όλες οι άλλες τράπεζες καταλήγουν με αρνητικά κεφάλαια φτάνοντας στο σύνολο των τεσσάρων τραπεζών τα 6.8 δις Ευρώ, με τον σταθμισμένο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας στο -4.21%.

Πίνακας 13 - Αποτελέσματα Stress Test με 70% απομείωση

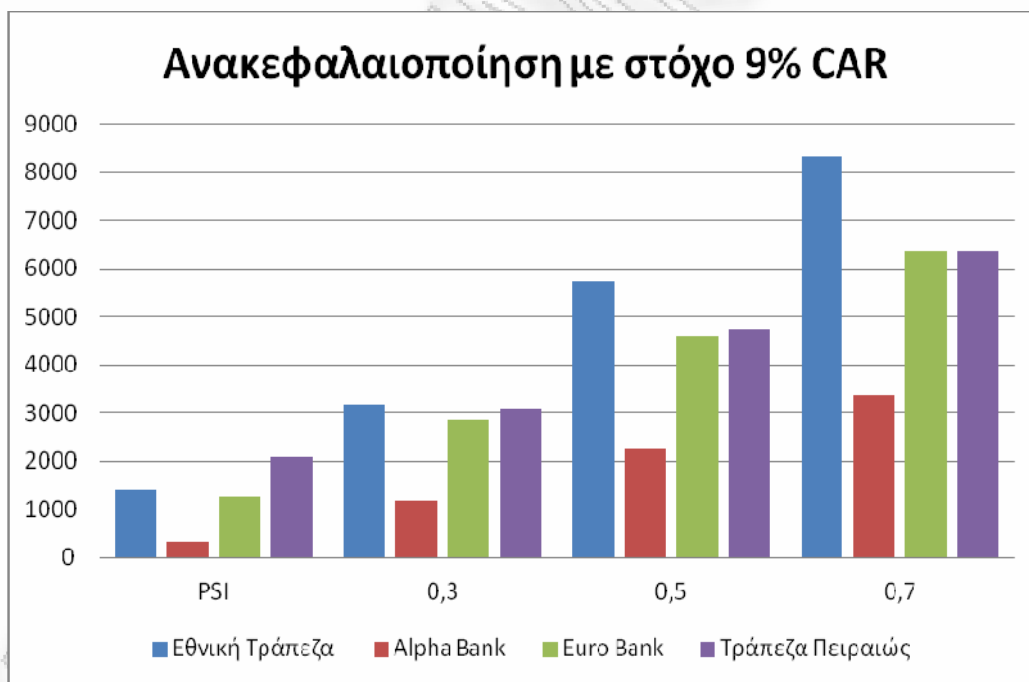
(εκατ. Ευρώ)	Εθνική	Alpha	Eurobank	Πειραιώς	Σύνολο
Ελληνικά Ομόλογα	12.883 €	5.475 €	8.740 €	8.114 €	35.212 €
Απομείωση 70%	9.018 €	3.833 €	6.118 €	5.680 €	24.648 €
Κύρια Κεφάλαια (1H2011)	6.643 €	4.732 €	3.813 €	2.635 €	17.823 €
Κύρια Κεφάλαια (- 70%)	- 2.375 €	900 €	- 2.305 €	- 3.045 €	- 6.825 €
RWA (1H2011)	66.071 €	47.500 €	44.858 €	36.675 €	195.104 €
CAR (1H2011)	10,05%	9,96%	8,50%	7,18%	8,99%
CAR (- 70%)	-3,59%	1,89%	-5,14%	-8,30%	-4,21%
Κεφάλαια για 9% CAR	8.321 €	3.376 €	6.342 €	6.346 €	24.385 €

Συνοψίζοντας, υπογραμμίζουμε την μεγάλη πιθανότητα κρατικοποίησης των ελληνικών τραπεζών, απόρροια της απώλειας κεφαλαίων από την απομείωση του χαρτοφυλακίου των ελληνικών ομολόγων τους. Στην περίπτωση που υλοποιηθεί το PSI²⁰, οι τράπεζες του δείγματος μας θα χρειαστούν περίπου 5

²⁰ Την στιγμή που γράφεται η παρούσα εργασία, το πιθανότερο σενάριο είναι η απομείωση στο 50%.

δισ Ευρώ για ανακεφαλαιοποίηση, ποσό το οποίο μπορούν να αντλήσουν από πώληση περιουσιακών στοιχείων, αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και ίσως μικρή κρατική βοήθεια. Όσον αφορά την περίπτωση του 50%, οι τράπεζες θα χρειαστούν περίπου 17 δισ Ευρώ και δύσκολα θα αποφύγουν την κρατικοποίηση. Στα παρακάτω διαγράμματα φαίνεται το πιθανό ύψος ανακεφαλαιοποίηση καθώς και η διαμόρφωση του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας για κάθε τράπεζα σύμφωνα με τα υποθετικά σενάρια, αντίστοιχα. Από το παρακάτω διάγραμμα φαίνεται ξεκάθαρα η καλύτερη θέση στην οποία βρίσκεται η Alpha Bank καθώς και οι τεράστιες ζημίες που προβλέπεται να γράψει η Εθνική. Επίσης φαίνεται και το γεγονός ότι όσο αυξάνεται η απομείωση, η Eurobank αν και ξεκινά με μικρότερες ζημίες από την Πειραιώς, καταλήγει να έχει οριακά περισσότερες στο σενάριο του 70%, λόγω της χειρότερης ποιότητας του χαρτοφυλακίου της και το ύψος των RWA's της.

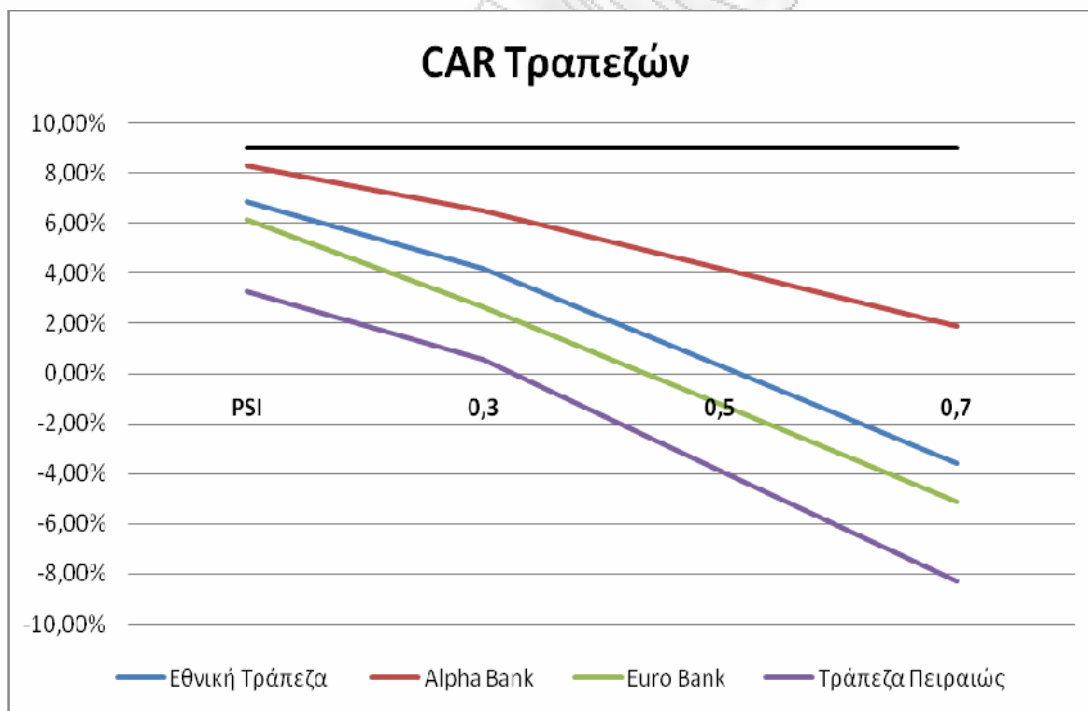
Διάγραμμα 1 – Απαιτούμενη Ανακεφαλαιοποίηση Τραπεζών με στόχο τις διαταγές της Βασιλείας III



Στο παρακάτω διάγραμμα φαίνεται η εξέλιξη του δείκτη κεφαλαίων κάθε τράπεζας μεταξύ των υποθετικών σεναρίων. Είναι ξεκάθαρο πως η Τράπεζα Πειραιώς βρίσκεται στην χειρότερη μοίρα από το δείγμα των τεσσάρων τραπεζών το οποίο αναλύσαμε. Από κει και πέρα είναι ξεκάθαρη και η καλύτερη θέση στην οποία βρίσκεται η Alpha Bank, τόσο σε σχέση με την Eurobank , όσο

και των υπολοίπων τραπεζών του δείγματος. Είναι η μόνη τράπεζα από το σύνολο του δείγματος η οποία σε καμία περίπτωση δεν μένει με αρνητικά κεφάλαια και κατά συνέπεια αρνητικό δείκτη κεφαλαίων, σε αντίθεση με τις άλλες τράπεζες οι οποίες είναι αρνητικές στο βασικό μας σενάριο του 50%(εκτός από την εθνική που ναι οριακά θετική). Με μια πρόχειρη ματιά στο διάγραμμα, και χωρίς να συνυπολογίσουμε τα αποτελέσματα της συγχώνευσης Alpha – Eurobank και τις συνέργειες κόστους που θα προκύψουν, το ενοποιημένο χαρτοφυλάκιο των δυο τραπεζών δημιουργεί μια τράπεζα με χειρότερο δείκτη από αυτόν που είχε η Alpha πριν την συγχώνευση. Αυτό κρίνει αναγκαία την επίσπευση των διαδικασιών συγχώνευσης, μέσα στο 2012, με σκοπό την απολαβή των συνεργειών κόστους και την χρήση αυτών για την ενίσχυση των κεφαλαίων της.

Διάγραμμα 2 – CAR Τραπεζών σύμφωνα με τα υποθετικά σενάρια απομείωσης των ελληνικών ομολόγων.



Εθνική

Η Εθνική Τράπεζα, μετά το PSI και την απομείωση των ελληνικών ομολόγων κατά 21%, θα παραμείνει με κεφάλαια ύψους 4,54 δις Ευρώ. Ο νέος δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας θα διαμορφωθεί στο 6,88% και θα χρειαστεί περίπου 1,4 δις Ευρώ νέα κεφάλαια για να συμβαδίσει με τις οδηγίες της Βασιλείας III. Ο

στόχος των 1,4 δις είναι αρκετά εφικτός αφού μπορεί να γίνει με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου αλλά και με ενδεχόμενη πώληση της Finansbank, χωρίς να χρειαστεί σημαντική κρατική βοήθεια. Αντιθέτως σε ενδεχόμενη απομείωση 30% στο σύνολο των ελληνικών ομολόγων της, η Εθνική θα παραμείνει με περίπου 2.7 δις Ευρώ κεφάλαια και θα χρειαστεί περίπου 3 δις Ευρώ νέα κεφάλαια, αυξάνοντας τον δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας από 4.2% σε 9%.

Ο στόχος αυτός είναι αρκετά δύσκολος να επιτευχθεί χωρίς κρατική βοήθεια, αφού λαμβάνοντας υπ όψιν την δύσκολη οικονομική κατάσταση που επικρατεί στην Ελλάδα αλλά και το υποτονικό χρηματιστηριακό κλίμα, η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου είναι δύσκολο να επιτευχθεί και η κρατικοποίηση της τράπεζας είναι αρκετά πιθανή.

Όσον αφορά το βασικό μας σενάριο του 50% η τράπεζα θα χρειαστεί άμεσα ανακεφαλαιοποίηση, αφού θα έχει νέα κεφάλαια μόλις 202 εκατομμύρια Ευρώ και θα χρειαστεί άμεσα περίπου 6 δις Ευρώ για να φτάσει τον δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας στο 9%, όπως προστάζει η οδηγία της Βασιλείας III. Τέλος, σύμφωνα με το σενάριο του 70% τα πράγματα είναι ακόμα χειρότερα, αφού η τράπεζα θα χρειαστεί άμεσα περίπου 2,5 δις Ευρώ και συνολικά περί τα 8.5 δις Ευρώ για να συμβαδίσει με τις οδηγίες της Βασιλείας III.

Πίνακας 14 - Αποτελέσματα Stress Test Εθνικής Τράπεζας

(εκατ. Ευρώ)	PSI	30%	50%	70%
Απομείωση	2.100 €	3.865 €	6.442 €	9.018 €
Νέα Κεφάλαια	4.543 €	2.778 €	202 €	- 2.375 €
Νέο CAR	6,88%	4,20%	0,30%	-3,59%
Κεφάλαια για 9% CAR	1.403 €	3.168 €	5.745 €	8.321 €

Alpha Bank

Η Alpha Bank είναι η τράπεζα με την μικρότερη έκθεση σε ελληνικά ομόλογα, από τις τέσσερις τράπεζες του δείγματος μας, και έτσι αντιμετωπίζει μικρότερα, πλην σοβαρά, προβλήματα. Αν ισχύσει η συμφωνία της 30ης Ιουνίου, η Alpha

Bank θα γράψει ζημίες μόλις 785 εκατομμύρια Ευρώ και θα χρειαστεί περίπου 330 εκατομμύρια Ευρώ για να προσαρμόσει τους δείκτες κεφαλαίων της με τις προσαγές της Βασιλείας III. Στο υποθετικό σενάριο του 30%, η Alpha θα χάσει περίπου 1.6 εκατομμύρια Ευρώ και θα χρειαστεί περίπου 1.1 δις για να φτάσει το 9%, πράγμα το οποίο δεν είναι πολύ δύσκολο αναλογιζόμενοι το μέγεθος της τράπεζας. Στην περίπτωση του 50%, η οποία είναι και η πιο πιθανή κατά την στιγμή που γράφεται το παρόν, η Alpha αρχίζει να έχει σοβαρότερα προβλήματα αφού θα εγγράψει ζημίες της τάξεως των 2 δις Ευρώ περίπου και θα πρέπει να αντλήσει 2.2 δις Ευρώ μέχρι το καλοκαίρι του 2012.

Δεδομένης και της επερχόμενης συγχώνευσης με την Eurobank, η οποία είναι και στην χειρότερη θέση αφού πέρα του ύψους των ελληνικών ομολόγων που διακατέχει πλήττεται και από μεγάλες καθυστερήσεις στο μεγάλο δανειακό της χαρτοφυλάκιο, η Alpha θα πρέπει γρήγορα να απολάβει τις συνέργειες κόστους που θα δημιουργήσει η συγχώνευση (μείωση προσωπικού, κλείσιμο καταστημάτων, ενοποιήσεις κεντρικών υπηρεσιών κλπ) για να υπερκαλύψει το αδύναμο χαρτοφυλάκιο της Eurobank, αφού είναι δεδομένο πως χωρίς τις συνέργειες κόστους που δημιουργεί αυτή η συγχώνευση, το ενοποιημένο χαρτοφυλάκιο των δυο τραπεζών έχει χαμηλότερο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας από το χαρτοφυλάκιο της Alpha μόνο. Τέλος όσον αφορά το σενάριο του 70%, το οποίο σύμφωνα με την έρευνα που παραθέτουμε στο κεφάλαιο για την βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους είναι και το βέλτιστο για την Ελλάδα, η Alpha Bank γραφεί ζημίες ύψους 3.8 δις Ευρώ περίπου και θα χρειαστεί άμεσα κεφάλαια για την συνέχιση της λειτουργίας της, αφού θα παραμείνει με μόλις 900 εκατομμύρια Ευρώ κεφάλαια. Το σύνολο των κεφαλαίων που θα πρέπει να αντλήσει, για να συμβαδίσει με το ελάχιστο 9% της Βασιλείας III, ανέρχεται σε περίπου 3.5 δις Ευρώ.

Πίνακας 15 - Αποτελέσματα Stress Test Alpha Bank

(εκατ. Ευρώ)	PSI	30%	50%	70%
Απομείωση	785 €	1.643 €	2.738 €	3.833 €
Νέα Κεφάλαια	3.947 €	3.090 €	1.995 €	900 €
Νέο CAR	8,31%	6,50%	4,20%	1,89%
Κεφάλαια για 9% CAR	328 €	1.186 €	2.281 €	3.376 €

Eurobank

Η Eurobank είναι σε πολύ άσχημη θέση, τόσο λόγω της μεγάλης έκθεσης σε ελληνικά ομόλογα αλλά και λόγω του γεγονότος της χαμηλής ποιότητας του δανειακού της χαρτοφυλακίου, απόρροια της επιθετικής της φύσης και του δείκτη μόχλευσης που είχε. Δικαίως χαρακτηρίζεται «αναγκαστική» η συγχώνευση με την Alpha Bank αφού μόνη της η Eurobank δεν θα μπορούσε να χρηματοδοτήσει το παθητικό της.

Εκ φύσεως επιθετική τράπεζα, η Eurobank φημίζεται για το ύψος των χρηματοδοτήσεων της, πολλές φορές χωρίς εξασφαλίσεις, απολαμβάνοντας μεγαλύτερα επιτόκια από χαμηλότερης πιστοληπτικής ικανότητας δανειολήπτες. Είναι φυσικό τέτοιου είδους δανειακά χαρτοφυλάκια να αντιμετωπίζουν δυσκολίες σε περιόδους εκτεταμένης ύφεσης και η Eurobank έχει μεγάλη έκθεση. Όσον αφορά τα ελληνικά ομόλογα, η Eurobank έχει περίπου 8.7 δις Ευρώ, εκ των οποίων περίπου 5 δις υπάγονται στο PSI. Αν ισχύσει τελικά το PSI η Eurobank θα γράψει περίπου 1 δις Ευρώ ζημίες και θα χρειαστεί 1.2 δις Ευρώ νέα κεφάλαια. Στην περίπτωση του 30% οι ζημίες θα φτάσουν τα 2.6 δις Ευρώ με το CAR να διαμορφώνεται σε 2.6%, πολύ κάτω από το 9% της Βασιλείας III, το οποίο για να φτάσει θα χρειαστεί 2.8 δις Ευρώ νέα κεφάλαια. Όσον αφορά το σενάριο του 50%, η Eurobank θα γράψει πάνω από 4 δις Ευρώ ζημίες και θα χρειαστεί άμεσα κεφάλαια για να συνεχίσει την λειτουργία της αφού θα μείνει με αρνητικά κεφάλαια ύψους περίπου 550 εκατομμύρια Ευρώ και CAR -1.24%. Σε αυτήν την περίπτωση η Eurobank θα χρειαστεί περίπου 4.5 δις για να συμβαδίσει με τις επιταγές της Βασιλείας III.

Σε αυτήν την περίπτωση, και χωρίς να συνυπολογίσουμε την συγχώνευση με την Alpha Bank, φαίνεται βέβαιο το γεγονός της ρευστοποίησης στοιχείων ενεργητικού μέσω πώλησης των θυγατρικών της, αφού τα 4.5 δις φαντάζουν πολλά χρήματα για να αντληθούν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Τέλος όσον αφορά το σενάριο του 70%, η Eurobank θα γράψει περισσότερα από 6 δις Ευρώ ζημίες και θα καταλήξει με αρνητικά κεφάλαια ύψους 2.3 δις Ευρώ με CAR -5.14%. Θα χρειαστεί άμεσα κεφάλαια για να συνεχίσει τις δραστηριότητες της και δεδομένου ότι δεν θα μπορέσει να αντλήσει σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα το ποσό των περίπου 3 δις Ευρώ που θα χρειαστούν, το πιθανότερο

σενάριο είναι η κρατικοποίηση της μέσω έκδοση κοινών μετοχών. Σημειώνεται ότι σε αυτήν την περίπτωση η Eurobank θα χρειαστεί περισσότερα από 6 δις Ευρώ για να συμβαδίσει με τις επιταγές της Βασιλείας III.

Πίνακας 16 - Αποτελέσματα Stress Test Euro Bank

(εκατ. Ευρώ)	PSI	30%	50%	70%
Απομείωση	1.046 €	2.622 €	4.370 €	6.118 €
Νέα Κεφάλαια	2.767 €	1.191 €	- 557 €	-2.305 €
Νέο CAR	6,17%	2,66%	-1,24%	-5,14%
Κεφάλαια για 9% CAR	1.270 €	2.846 €	4.594 €	6.342 €

Πειραιώς

Όσον αφορά την Τράπεζα Πειραιώς τα αποτελέσματα είναι πολύ άσχημα σε σύγκριση με τις υπόλοιπες τράπεζες του δείγματος μας. Η μεγάλη έκθεση της Πειραιώς (περίπου το ένα τέταρτο του συνόλου του δείγματος μας) αναλογικά με το μέγεθος της προκαλεί αρκετά μεγάλες ζημιές και εντείνει την ανάγκη εξεύρεσης νέων κεφαλαίων. Η ζημιά που προβλέπεται να γράψει, αν ισχύσει το PSI, είναι περίπου 1.5 δις Ευρώ με το νέο CAR να διαμορφώνεται στο 3.3%.

Σε αυτήν την περίπτωση θα απομείνει με 1.2 δις Ευρώ κεφάλαια και θα χρειαστεί ανακεφαλαιοποίηση της τάξεως των 2 δις Ευρώ περίπου. Στην περίπτωση του 30% τα κεφάλαια της τράπεζας δέχονται ισχυρό χτύπημα και διαμορφώνονται σε μόλις 200 εκατομμύρια Ευρώ με δείκτη CAR μόλις στο 0.5%. ήδη η τράπεζα έχει πρόβλημα βιωσιμότητας αφού θα χρειαστεί περίπου 3 δις Ευρώ για να συμβαδίσει με τις επιταγές της Βασιλείας III.

Όσον αφορά το βασικό μας σενάριο του 50% τα πράγματα γίνονται πραγματικά πολύ δύσκολα αφού για να συνεχίσει τις λειτουργίες της, η Τράπεζα Πειραιώς, θα πρέπει να αντλήσει περίπου 1.5 δις Ευρώ άμεσα και συνολικά περίπου 4.7 δις για να πιάσει τον ελάχιστο στόχο του 9%. Τέλος, σύμφωνα με το «κακό» σενάριο του 70% , η τράπεζα θα χρειαστεί συνολικά 6.3 δις Ευρώ, εκ

των οποίων τα 3.5 δις άμεσα, για να συμβαδίσει με τις διαταγές της επιτροπής Βασιλείας. Παίρνοντας υπ όψιν την μετοχική σύνθεση της Πειραιώς, η οποία σε μεγάλο βαθμό απαρτίζεται από ιδιώτες, θεωρούμε πολύ δύσκολη την εξεύρεση κεφαλαίων λόγω της δεινής οικονομικής κατάστασης και της έλλειψης ρευστότητας στο ιδιωτικό τομέα, και κατ επέκταση πιστεύουμε ότι η Τράπεζα Πειραιώς είναι πιο κοντά στην κρατικοποίηση από τις υπόλοιπες τέσσερις τράπεζες του δείγματος μας.

Πίνακας 17 - Αποτελέσματα Stress Test Τράπεζας Πειραιώς

(εκατ. Ευρώ)	PSI	30%	50%	70%
Απομείωση	1.428 €	2.434 €	4.057 €	5.680 €
Νέα Κεφάλαια	1.207 €	201 €	-1.422 €	-3.045 €
Νέο CAR	3,29%	0,55%	-3,88%	-8,30%
Κεφάλαια για 9% CAR	2.094 €	3.100 €	4.723 €	6.346 €

Βιωσιμότητα Δημοσίου Χρέους

Παρακάτω θα εξετάσουμε την επίδραση των σεναρίων, που αναλύσαμε ανωτέρω, στην βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους. Βιώσιμο χαρακτηρίζεται το χρέος το οποίο μπορεί να εξυπηρετηθεί από το πρωτογενές πλεόνασμα μιας χώρας, δηλαδή το συνολικό πλεόνασμα μείον τους τόκους. Σύμφωνα με τον προϋπολογισμό που κατατέθηκε στην βουλή, το ύψος του δημοσίου ελλείμματος για το 2011 προϋπολογίστηκε στα Ευρώ 22,958 δις, συμπεριλαμβανομένων τόκων Ευρώ 16,38 δις, διαμορφώνοντας το πρωτογενές αποτέλεσμα στα Ευρώ -6,478 δις ή 2.97% ως ποσοστό του ΑΕΠ (πρωτογενές έλλειμμα). Οι προϋπολογισμένοι τόκοι που πρέπει να πληρωθούν ανέρχονται στο 7.52% του ΑΕΠ, για το 2011, με καθοδική πρόβλεψη για τα επόμενα έτη, φθάνοντας στο 5.82% το 2015²¹. Με πρόβλεψη για θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2013, και δεδομένης της απομείωσης του PSI, η χώρα

²¹ Στις προϋπολογισμένες προβλέψεις έχει ληφθεί υπ όψιν η απομείωση 21% του PSI, όπως συμφωνήθηκε στις 30 Ιουνίου 2011.

προβλέπεται να δημιουργήσει πρωτογενές πλεόνασμα το 2014, για πρώτη φορά μετά από 5 χρόνια. Παρατηρούμε ότι το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώνεται σημαντικά, μετά την απομείωση 21% σύμφωνα με το PSI τα επόμενα έτη, φθάνοντας το 2015 στο 125,59%.

Πίνακας 18 – Προϋπολογισμός 2012

(εκατ. Ευρώ)	2011	2012	2013	2014	2015
ΑΕΠ	217.771 €	212.544 €	214.724 €	220.294 €	227.563 €
Ρυθμός Ανάπτυξης	-5,40%	-2,40%	1,03%	2,59%	3,30%
Πρωτογενές Αποτέλεσμα	-6.478 €	-624 €	-2.454 €	1.417 €	857 €
Ως ποσοστό του ΑΕΠ	-2,97%	-0,29%	-1,14%	0,64%	0,38%
Τόκοι	16.380 €	12.750 €	13.600 €	14.450 €	13.250 €
ως ποσοστό του ΑΕΠ	7,52%	6,00%	6,33%	6,56%	5,82%
Χρέος	353.693 €	309.300 € ²²	314.900 €	306.700 €	285.800 €
Ως ποσοστό του ΑΕΠ	162,42%	145,52%	146,65%	139,22%	125,59%

Ένας απλός τρόπος να μελετήσουμε την βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους είναι να υπολογίσουμε, με δεδομένο το ύψος του χρέους και τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας, πόσο θα πρέπει να είναι το πρωτογενές πλεόνασμα, ως ποσοστό του ΑΕΠ, ώστε να μπορούν να καλύπτονται οι τόκοι του χρέους. Αν δηλώσουμε ως ΠΑ το πρωτογενές αποτέλεσμα, g τον ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ, r το μέσο σταθμικό επιτόκιο του χρέους και D/GDP το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, τότε το πρωτογενές αποτέλεσμα που θα πρέπει να έχει η χώρα ώστε να μπορεί να εξυπηρετεί το ύψος του δανεισμού προκύπτει απ την επόμενη εξίσωση:

Εξίσωση 3 – Βιώσιμο Πρωτογενές Αποτέλεσμα

$$ΠΑ = (r-g)*D/GDP$$

Από την παραπάνω εξίσωση μπορούμε να δούμε ότι όταν ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας είναι μικρότερος από το μέσο σταθμικό επιτόκιο του χρέους, τότε για να μπορεί να είναι βιώσιμο το χρέος η χώρα θα πρέπει να παράγει πρωτογενές πλεόνασμα. Αντιθέτως όταν η οικονομία αυξάνεται περισσότερο από το μέσο επιτόκιο δανεισμού της, τότε μπορεί να έχει και

αρνητικό πρωτογενές αποτέλεσμα. Παρακάτω παρουσιάζουμε το ελάχιστο πρωτογενές πλεόνασμα σύμφωνα με τα προϋπολογισμένα μεγέθη του χρέους ανά ΑΕΠ και ρυθμού ανάπτυξης.

Πίνακας 19 – Βιώσιμο Πρωτογενές Αποτέλεσμα σύμφωνα με τον προϋπολογισμό 2012

		Ρυθμός Ανάπτυξης ΑΕΠ				
		<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015</u>
Χρέος/ΑΕΠ		-5,40%	-2,40%	1,03%	2,59%	3,30%
	162,42%	16,08%				
	145,52%		10,04%			
	146,65%			5,10%		
	139,22%				2,65%	
	125,59%					1,51%

Παρατηρούμε ότι το ελάχιστο πρωτογενές αποτέλεσμα που θα πρέπει να έχει η χώρα ώστε να μπορεί να εξυπηρετεί 162,42% χρέος ανά ΑΕΠ το οποίο θα μειώνεται κατά 5,40% κάθε χρόνο, είναι 16,08%, ένα αποτέλεσμα εξαιρετικά μεγάλο και ανέφικτο²³. Μετά το PSI, τα αποτελέσματα του οποίου έχουν προϋπολογιστεί για τα επόμενα έτη, το απαιτούμενο βιώσιμο πρωτογενές πλεόνασμα μειώνεται και φτάνει σε εφικτά επίπεδα το 2015, καθώς αυξάνεται ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ, σε 1,51%²⁴.

Παρακάτω παραθέτουμε τα αποτελέσματα για την βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους σύμφωνα με υποθετικά σενάρια για τον ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ και της απομείωσης στο δημόσιο χρέος. Ως δημόσιο χρέος εδώ θεωρούμε το σύνολο ομολόγων και δανείων, όπως αναφέρονται στην σελίδα του ΥΠΟΙΚ, ύψους περίπου Ευρώ 353 δις το οποίο αναλύεται σε ομόλογα ύψους Ευρώ 282 δις και δάνεια ύψους Ευρώ 71 δις. Θεωρώντας ότι η απομείωση θα γίνει μόνο στα ομόλογα, το βιώσιμο πρωτογενές πλεόνασμα φτάνει σε εφικτά επίπεδα,

²³ Το ιστορικό πρωτογενές πλεόνασμα της ευρωζώνης είναι της τάξης του 1%-3%.

²⁴ Το πρωτογενές πλεόνασμα όπως έχει προϋπολογιστεί φτάνει μόλις το 0,38%.

σύμφωνα με το σενάριο για 21% απομείωση των ομολόγων, όταν ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ παίρνει το 3%. Αν θεωρήσουμε σαν ρυθμό ανάπτυξης το – πιθανότερο ίσως – σενάριο του -1% βλέπουμε ότι για να καταστεί βιώσιμο το δημόσιο χρέος θα πρέπει να απογειωθεί (μόνο στα ομόλογα) κατά 70% τουλάχιστον.

Πίνακας 20 – Βιώσιμο Πρωτογενές Πλεόνασμα σύμφωνα με τον ρυθμό ανάπτυξης και την απομείωση.

		Ρυθμός Ανάπτυξης ΑΕΠ						
		-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
Απομείωση	21,00%	7,41%	6,06%	4,72%	3,37%	2,02%	0,67%	-0,67%
	30,00%	5,73%	4,68%	3,64%	2,60%	1,56%	0,52%	-0,52%
	50,00%	3,76%	3,08%	2,39%	1,71%	1,03%	0,34%	-0,34%
	70,00%	2,38%	1,95%	1,52%	1,08%	0,65%	0,22%	-0,22%

Επίλογος

Στην παρούσα εργασία αναλύσαμε την επίδραση που θα είχε, στο χαρτοφυλάκιο – και κατ'επέκταση στα κεφάλαια - τεσσάρων μεγάλων ελληνικών τραπεζών, το ενδεχόμενο απομείωσης (haircut) της αξίας των ελληνικών ομολόγων. Τα σενάρια περιελάμβαναν το PSI, όπως ανακοινώθηκε στις 30 Ιουνίου 2011, και τρία ακόμη, το αισιόδοξο σενάριο (30% απομείωση), το βασικό σενάριο (50% απομείωση) και το απαισιόδοξο σενάριο (70% απομείωση).

Το ύψος της απομείωσης σε κάθε σενάριο δεν πάρθηκε τυχαία και αντικατοπτρίζει πολύ πιθανές καταλήξεις στην λύση του Ελληνικού χρέους. Το 30% είναι λίγο μεγαλύτερο από το 21% του PSI και λαμβάνει υπ όψιν όλα τα ομόλογα, και όχι μόνο μέχρι λήξης 2020 όπως προβλέπει το PSI. Το 50% είναι και το πιο πιθανό σενάριο αφού μετά την απόφαση της 26 Οκτωβρίου αποφασίστηκε να ισχύσει σε όλα τα ελληνικά ομόλογα που διακατέχονται από ιδιώτες. Τέλος, και σύμφωνα με την ανάλυση που παραθέσαμε σχετικά με την

βιωσιμότητα του κρατικού χρέους, το 70% αντικατοπτρίζει το ύψος της απομείωσης για να μπορέσει να καταστεί βιώσιμο το ελληνικό χρέος, σύμφωνα με τις προβλέψεις για τους ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας. Σε κάθε περίπτωση τα αποτελέσματα είναι άσχημα για τις τράπεζες αφού θα χρειαστούν από 5 έως 25 δις Ευρώ σε οποιοδήποτε σενάριο.

Μέχρι και το σενάριο του 30%, φαίνεται ότι στο σύνολο τους οι τράπεζες θα τα καταφέρουν, σε μεγάλο βαθμό τουλάχιστον, από μόνες τους μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και ίσως πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων. Από κει και πέρα όμως, στα σενάρια του 50% και 70%, τα πράγματα δυσκολεύουν και δεν διαφαίνεται τρόπος να αποφύγουν την κρατικοποίηση αφού θα χρειαστούν 17 με 25 δις Ευρώ, ποσό αρκετά μεγάλο για τις τωρινές οικονομικές συνθήκες.

Όσον αφορά την βιωσιμότητα του δημοσίου χρέους, βρήκαμε ότι σύμφωνα με τις προβλέψεις για τους ρυθμούς ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και του πρωτογενούς πλεονάσματος, το ύψος του χρέους (στο σύνολο του) που πρέπει να απομειωθεί, ώστε η εξυπηρέτηση του να καταστεί βιώσιμη, είναι της τάξεως του 70%. Συνδυάζοντας τα δυο αυτά σενάρια, τα οποία είναι αρκετά πιθανά να συμβούν, καταλήγουμε ότι οι ελληνικές τράπεζες δύσκολα θα αποφύγουν την κρατικοποίηση μέσα στο 2012, με το κράτος να γίνεται κύριος μέτοχος σε πολλές από αυτές.

Αν δεχθούμε την εγγύηση του κράτους, από το στόμα του Υπουργού Οικονομικών, ότι η περίπτωση της Πρότον ήταν μεμονωμένη και δεν θα ξανασυμβεί²⁵, οι μέτοχοι των ελληνικών τραπεζών βρίσκονται σε πολύ δύσκολη θέση αφού θα πρέπει να ακολουθήσουν τις τεράστιες αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου για να μην χάσουν αξία μέσω της αύξηση των μετοχών σε κυκλοφορία (dilution). Η ιστορία σε αυτές τις περιπτώσεις δείχνει ότι στο μακροχρόνιο διάστημα η συμμετοχή στις αυξήσεις κεφαλαίου, που προκύπτουν σε κρατικοποίηση, αποδίδει με τρανό παράδειγμα στην σύγχρονη ιστορία την κρατικοποίηση της Citigroup.

²⁵ Θυμίζουμε ότι στην περίπτωση της Πρότον οι μέτοχοι έχασαν τα χρήματά τους αφού η εταιρεία χρεοκόπησε και επαναγοράστηκε εξ ολοκλήρου από το δημόσιο, αφήνοντας τους παλαιούς μετόχους με χαρτιά χωρίς αξία.

Σε όλες τις περιπτώσεις πάντως, η εισαγωγή των προσαγών της Βασιλείας III για 9% ελάχιστα κεφαλαιακά αποθέματα μέχρι το καλοκαίρι του 2012, η επιδείνωση της ευρωπαϊκής οικονομίας, ο αυξανόμενος ρυθμός των καθυστερήσεων στα δανειακά χαρτοφυλάκια καθώς και η διαφαινόμενη απομείωση της αξίας των ελληνικών ομολόγων έχουν φέρει τις τράπεζες σε δεινή θέση. Το 2012 θα είναι το έτος όπου θα όχι μόνο θα κρίνει μεγάλο μέρος της διαμόρφωσης του ελληνικού τραπεζικού χάρτη για τα επερχόμενα έτη, αλλά και του ευρωπαϊκού γενικότερα με ολοένα και μεγαλύτερες φοβίες για διάσπαση της ευρωζώνης, κατάργησης του Ευρώ και επερχόμενου οικονομικού μεσαίωνα.

Βιβλιογραφία

Andritzky, J. R. (2000).	Default and Recovery Rates of Sovereign Bonds: A Case Study of the Argentine Crisis. <i>University of California</i> .
Bianca De Paoli, G. H. (2006).	Costs of sovereign default. <i>Financial Stability Paper no. 1</i> .
Brutti, F. (2010).	Sovereign Defaults and Liquidity Crises. <i>University of Zurich, Working Paper Series</i> .
Dodd, R. (2002).	Sovereign Debt Restructuring. <i>The Financier VOL. 9</i> .
Hornbeck, J. F. (2004).	Argentina's Sovereign Debt Restructuring. <i>The Library of Congress</i> .
J. C. Hatchondo, L.M. 2007	The Economics of Sovereign. <i>Economic Quarterly—Volume 93</i> .
Mayer, D. G. (2010).	How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now! <i>CEPS Policy Briefs</i> .
Moody's. (2008).	Sovereign Defaults and Interference: Perspectives on Government Risks. <i>Sovereign Analytics</i> .
Nicola Gennaioli, A. M. (2011).	Sovereign Default, Domestic Banks and Financial Institutions. <i>NBER</i> .
Owyang, A. J. (2002).	A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998. <i>The Federal Reserve Bank of St. Louis</i> .
Paniz, E. L.-Y. (2006).	The Elusive Costs of Sovereign Defaults. <i>Inter-American Development Bank, Working Paper #581</i> .
Panizza, E. B. (2008).	The Costs of Sovereign Default. <i>IMF Working Paper</i> .
Rebecca M. Nelson, P. B. (2011).	Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responses, and Implications. <i>Congressional Research Service</i> .
Salomon Smith Barney. (2000).	A Primer on Brady Bonds. <i>Emerging Markets Fixed Income</i> .
Udaibir S. Das, M. G. (2009).	Sovereign Default Risk and Private Sector Access to Capital in Emerging Markets. <i>IMF Working Paper</i> .
Zettelmeyer, F. S. (2007).	Sovereign Defaults and Debt Restructurings: Historical Overview. <i>Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises</i> (σσ. 3-31, 91-115, 165-203).
Zsolt DARVAS, B. (2011).	Debt restructuring in the euro area: a necessary but manageable evil? <i>Policy Department Economic and Scientific Policies</i> .
Ηλεκτρονικές Πηγές.	European Banking Authority - http://www.eba.europa.eu

Παράρτημα Πινάκων

Πίνακας 1 – Ιστορικές Αναδιαρθρώσεις Χωρών (1824 – 2004)²⁶

²⁶ Πηγή Zettelmeyer, F. S. (2007). Sovereign Defaults and Debt Restructurings: Historical Overview. Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises

	1824– 1834	1867– 1882	1890– 1900	1911– 1921	1931– 1940	1976– 1989	1998– 2004
<i>Europe</i>							
Austria		1868		1914	1932		
Bulgaria				1915	1932		
Greece	1824		1893				
Germany					1932		
Hungary					1931		
Italy					1940		
Moldova							2002
Poland					1936	1981	
Portugal	1834		1892				
Romania				1915	1933	1981	
Russia*				1917			1998
Serbia/ Yugoslavia			1895		1933	1983	
Spain*	1831	1867, 1882					
Turkey		1876		1915	1940	1978	
Ukraine							1998, 2000
<i>Latin America and Caribbean</i>							
Argentina	1830		1890	1915 ^b	1930 ^s ^b	1982	2001
Bolivia		1874			1931	1980	
Brazil	1826		1898	1914	1931	1983	
Chile	1826	1880			1931	1983	
Colombia	1826	1879	1900		1932		
Costa Rica	1827	1874	1895		1937	1983	
Cuba					1933	1982	
Dominica							2003
Dominican Republic		1869	1899		1931	1982	
Ecuador	1832	1868		1911, 1914	1931	1982	1999
El Salvador	1827			1921	1931		
Grenada							2004
Guatemala	1828	1876	1894		1933		

(συνέχεια)

	1824– 1834	1867– 1882	1890– 1900	1911– 1921	1931– 1940	1976– 1989	1998– 2004
Honduras	1827	1873		1914		1981	
Mexico*	1827	1867		1914		1982	
Nicaragua	1828		1894	1911	1932	1980	
Panama					1932	1982	
Paraguay	1827	1874	1892	1920	1932	1986	2003
Peru	1826	1876			1931	1978, 1983	
Uruguay		1876	1891	1915	1933	1983	2003
Venezuela*	1832	1878	1892, 1898			1982	
<i>Africa</i>							
Angola						1988	
Cameroon						1989	
Congo						1986	
Côte d'Ivoire						1984	2001
Egypt		1876				1984	
Gabon						1986	1999, 2002
Gambia						1986	
Liberia		1874		1912		1980	
Madagascar						1981	
Malawi						1982	
Morocco						1983	
Mozambique						1984	
Niger						1983	
Nigeria						1983	
Senegal						1981	
Seychelles							2002
Sierra Leone						1977	
South Africa						1985	
Sudan						1979	
Tanzania						1984	
Togo						1979	
Uganda						1981	
Zaire						1976	
Zambia						1983	
<i>Asia and Middle East</i>							
Indonesia							1999
Jordan						1989	
Philippines						1983	
Pakistan						1981	1999
Vietnam						1985	