



ΑΝΑΛΥΣΕΙΣ ΕΠΙΚΑΙΡΟΤΗΤΑΣ

4/2023

Η «αθέατη» πλευρά του φεγγαριού: Οι αρνητικές επιπτώσεις της αποεπένδυσης του ΤΧΣ από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα

Το ΚΕΠΕ, το μεγαλύτερο Κέντρο Οικονομικών Ερευνών της Ελλάδας, πραγματοποιεί στη σειρά «Αναλύσεις Επικαιρότητας» σύντομες και τεκμηριωμένες αναλύσεις σε οικονομικά ζητήματα που απασχολούν τον δημόσιο βίο της χώρας, με στόχο την υπεύθυνη ενημέρωση της Κοινωνίας και της Πολιτείας.

Καθ. Παναγιώτης Λιαργκόβας, Πρόεδρος Δ.Σ. ΚΕΠΕ & Επιστημονικός Διευθυντής

Εισαγωγή

Πρόσφατα δόθηκε το εναρκτήριο λάκτισμα, σχετικά με την αποεπένδυση του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΤΧΣ) από τις ελληνικές τράπεζες, με την πώληση μεριδίου συμμετοχής στην Eurobank. Η πρωτοβουλία της διάσωσης των τραπεζών μέσω κρατικών ενισχύσεων έχει απασχολήσει ποικιλοτρόπως τη βιβλιογραφία, η οποία εστιάζει σε ζητήματα όπως οι μακροοικονομικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία, οι επιπτώσεις στη χρηματοοικονομική υγεία και τις επιδόσεις των τραπεζών, συμπεριλαμβανομένης της πιστωτικής τους δραστηριότητας, η αναγκαιότητα της κρατικής παρέμβασης για τη διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στο πλαίσιο των Ευρωπαϊκών Οδηγιών αλλά και το δημοσιονομικό κόστος αυτής της παρέμβασης.¹ Στη βάση της παραπάνω βιβλιογραφίας και με αφορμή την έναρξη υλοποίησης της Στρατηγικής Αποεπένδυσης 2023-2025 του Ταμείου (ΤΧΣ, 2023), η παρούσα ανάλυση επικαιρότητας αποσκοπεί στη σφαιρική επισκόπηση της έκθεσης του ΤΧΣ στις ελληνικές τράπεζες, όπως προκύπτει από τα τρέχοντα στοιχεία και τις πιθανές επιπτώσεις από την αποεπένδυσή του από αυτές. Πιο συγκεκριμένα, γίνεται λόγος τόσο για το συνολικό ποσό επένδυσης του ΤΧΣ στις ελληνικές τράπεζες από την περίοδο των μνημονίων, ώστε να διασωθούν και να διατηρηθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα στην Ελλάδα εκείνα τα χρόνια, όσο και για τη σημερινή χρηματιστηριακή αξία των υποβοηθηθεισών από το ΤΧΣ ελληνικών τραπεζών.

Για την ανάλυση εργάστηκαν οι Ερευνητές του ΚΕΠΕ Γεώργιος Μπερτσάτος (μέλος του εργαστηρίου Gulf One Lab for Computational & Economic Research του Lancaster University) και Κωνσταντίνος Λοΐζος.

Email: info-press@kepe.gr
<https://www.kepe.gr/>

¹ Βλ. σχετικά Barucci, Colozza & Milani (2019), Gerhardt & Vander Venet (2017), Hüttl & Schoenmaker (2016), Iwanicz-Drozdzowska, Malinowska-Misiąg & Witkowski (2016), Henderson (2015), Dewatripont (2014), Kollmann, Roeger & Veld (2012), Boudghene & Maes (2012), Hoggarth, Reidhill & Sinclair (2004), Honohan & Klingebiel (2003).

Η έκθεση του ΤΧΣ στις ελληνικές τράπεζες

Με βάση το δημοσιευμένο υλικό στην ιστοσελίδα του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (εφεξής ΤΧΣ), προκύπτει ότι το ΤΧΣ έχει ενισχύσει σωρευτικά τις ελληνικές τράπεζες με **€46 δισεκ.** από το 2011², καθώς επισημαίνεται ότι σκοπός είναι η διατήρηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας στη χώρα, προς χάριν του δημοσίου συμφέροντος.³ Το μεγαλύτερο μέρος αυτού του ως άνω ποσού αφορά άμεσα ή έμμεσα τις τέσσερις συστημικές τράπεζες. Έμμεσα, διότι έχουν διοχετευτεί κονδύλια μέσω άλλων μη συστημικών τραπεζών, οι οποίες μετέπειτα εξαγοράστηκαν από, ή συγχωνεύθηκαν με τις τέσσερις συστημικές.

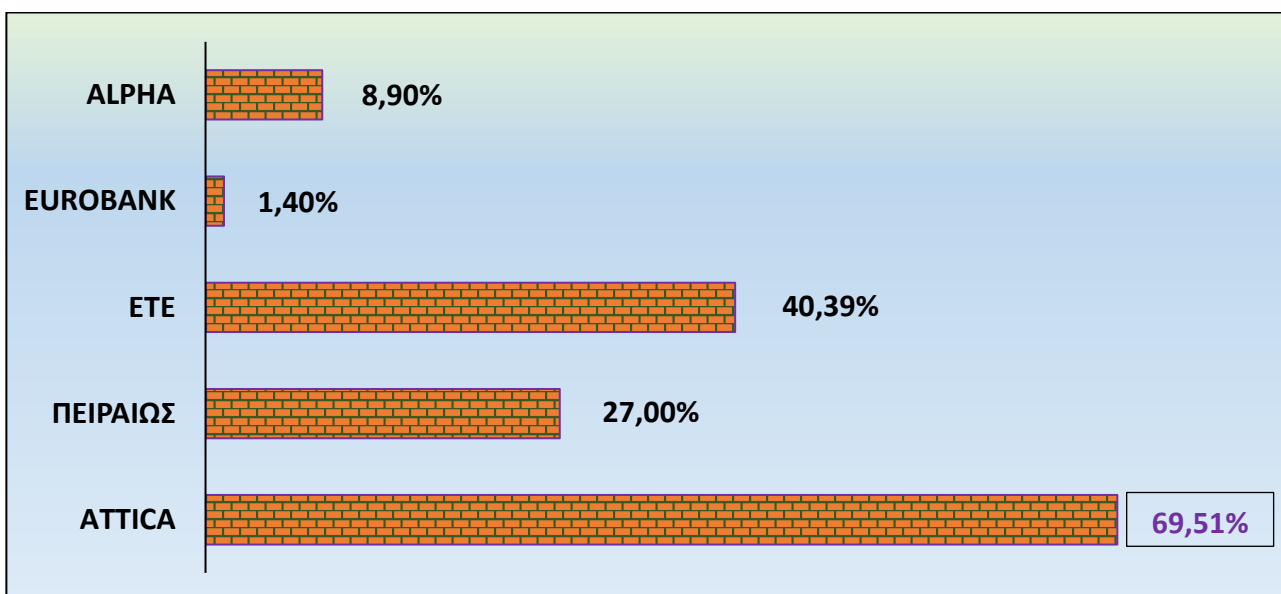
Σύμφωνα με τα συγκεντρωτικά δεδομένα στις 31/12/2022 του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, που αναφέρονται στην Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας Μαΐου 2023 της Τράπεζας της Ελλάδος, τα €46 δισεκ. ισοδυναμούν με το 170,2% και 14,1%, αντίστοιχα, της λογιστικής αξίας ιδίων κεφαλαίων και της λογιστικής αξίας ενεργητικού του τραπεζικού συστήματος.

Αναλυτικά, τα ποσοστά συμμετοχής του ΤΧΣ στις τέσσερις συστημικές τράπεζες είναι:⁴

- 8,9% στην Alpha Bank,
- 1,4% στην Eurobank,
- 40,39% στην Εθνική Τράπεζα Ελλάδος, και
- 27% στην Τράπεζα Πειραιώς.

Επιπλέον, το χαρτοφυλάκιο του ΤΧΣ εμπεριέχει και ποσοστό συμμετοχής ίσο με 69,51% στην Attica Bank. Το Διάγραμμα 1 απεικονίζει τα προαναφερθέντα ποσοστά.

Διάγραμμα 1: Χαρτοφυλάκιο ΤΧΣ (6/10/2023) – Ποσοστά συμμετοχής στις τράπεζες



² Πηγή: <https://hfsf.gr/history/> . Προσπέλαση στις 6/10/2023.

³ Για περισσότερες λεπτομέρειες, στον σύνδεσμο [εδώ](#).

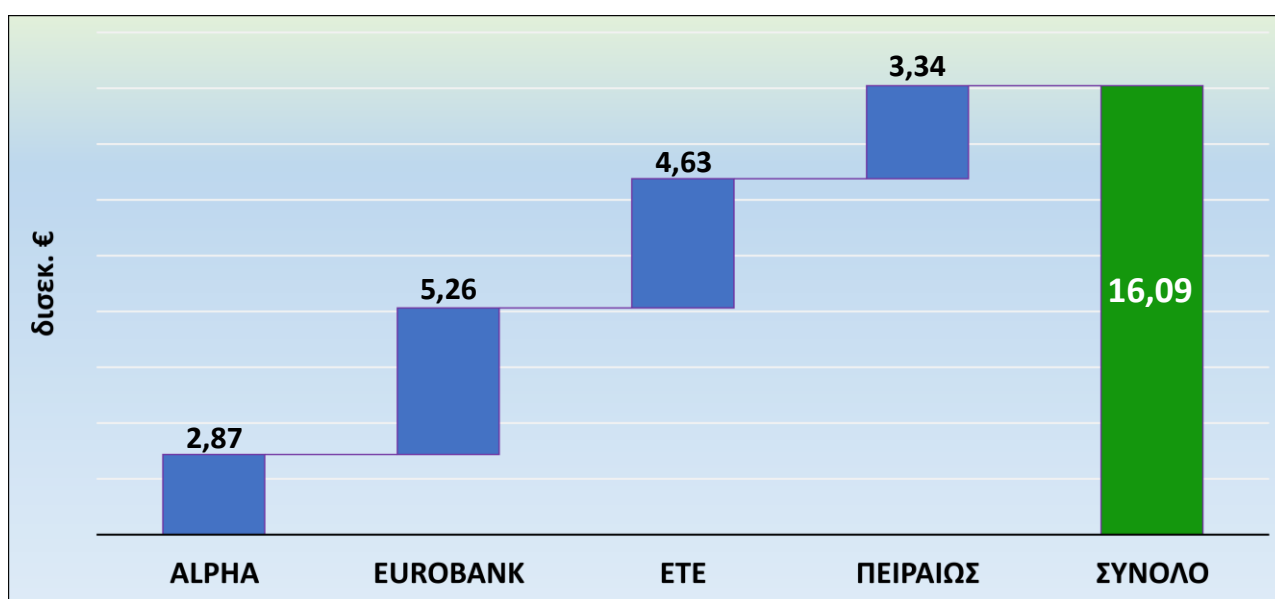
⁴ Πηγή: <https://hfsf.gr/our-portfolio/our-policy/> «Το χαρτοφυλάκιο μας». Προσπέλαση στις 6/10/2023.

Η κεφαλαιοποίηση (market cap) στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών των τεσσάρων συστημικών τραπεζών στο κλείσιμο της συνεδρίασης της 6/10/2023 ήταν ως κάτωθι:⁵

- Alpha Bank: €2,87 δισεκ.,
- Eurobank: €5,26 δισεκ.,
- Εθνική Τράπεζα Ελλάδος: €4,63 δισεκ., και
- Τράπεζα Πειραιώς: €3,34 δισεκ.

Το συνολικό άθροισμα των ως άνω ποσών είναι περίπου **€16,09 δισεκ.** Το Διάγραμμα 2 απεικονίζει τα προαναφερθέντα ποσά κεφαλαιοποίησης των συστημικών τραπεζών.

Διάγραμμα 2: Κεφαλαιοποίηση (σε δισεκ. €) στις 6/10/2023 των συστημικών τραπεζών



Επιπροσθέτως την ίδια ημερομηνία, να σημειωθεί ότι η Attica Bank είχε περίπου μισό δισεκατομμύριο ευρώ χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση.

Οι αρνητικές επιπτώσεις της αποεπένδυσης του ΤΧΣ

Από τη συνολική έκθεση του ΤΧΣ στις ελληνικές τράπεζες των €46 δισεκ. και τα παραπάνω στοιχεία κεφαλαιοποίησης σε αγοραίες τιμές προκύπτει ότι, ακόμα και αν το ΤΧΣ κατείχε το 100% των τεσσάρων συστημικών τραπεζών, οι ζημιές που θα κατέγραφε από την πώληση των μετοχών θα άγγιζαν το ύψος σχεδόν των **€30 δισεκ.** Αυτό συνεπάγεται μία απόδοση κατά προσέγγιση ίση με **-65%**. Εναλλακτικά, για να υπήρχε απόσβεση των €46 δισεκ., τότε θα έπρεπε η κεφαλαιοποίηση των τεσσάρων συστημικών τραπεζών να ήταν τουλάχιστον **186%** μεγαλύτερη από αυτή στις 6/10/2023.

Να σημειώσουμε ότι, για την ευκολία της παρουσίασης, δεν συνυπολογίζουμε τη διαχρονική αξία του χρήματος στα €46 δισεκ. (δηλαδή, δεν χρησιμοποιούμε τη μελλοντική αξία των €46

⁵ Πηγή: <https://www.athexgroup.gr/el/web/guest/stocks> . Προσπέλαση στις 6/10/2023.

δισεκ. που έχουν διοχετευθεί σταδιακά από το 2011) για τη σύγκριση με τα σημερινά €16,09 δισεκ. Εάν όμως υπολογίζαμε τη μελλοντική αξία των €46 δισεκ. με κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο (π.χ. το μεσοσταθμισμένο επιτόκιο καταθέσεων με βάση τα στατιστικά στοιχεία που παρέχονται από την Τράπεζα της Ελλάδος), τότε αυτά θα άξιζαν περισσότερο σήμερα και, άρα, οι ζημιές θα ήταν μεγαλύτερες από €30 δισεκ.⁶

Υπολογίζοντας τα μέσα δυνητικά έσοδα από την αποεπένδυση από τις τέσσερις συστημικές τράπεζες, σταθμισμένα με βάση τα παραπάνω ποσοστά συμμετοχής και τις αντίστοιχες κεφαλαιοποιήσεις, προκύπτει ότι με μηδενικό *premium* τα δυνητικά έσοδα αγγίζουν το ποσό των **€3,10 δισεκ.** Στη δε εξεζητημένη περίπτωση με υποθετικό 80% *premium*⁷, αυτά ανέρχονται σε **€5,58 δισεκ.** Παρατηρούμε ότι ακόμη και με 80% *premium* και χωρίς να ληφθεί υπ' όψιν η διαχρονική αξία του χρήματος (βλ. παραπάνω σχετικά με μελλοντική αξία), οι ζημιές ανέρχονται σε πάνω από **€40 δισεκ.**, δηλαδή προκύπτει μία απόδοση σχεδόν **-88%**. Εναλλακτικά, για να υπήρχε απόσβεση των €46 δισεκ. τότε, θα έπρεπε η κεφαλαιοποίηση των τεσσάρων συστημικών τραπεζών να ήταν τουλάχιστον **1383%** μεγαλύτερη από αυτή στις 6/10/2023. Δηλαδή, περίπου 14,83 φορές μεγαλύτερη αυτής στις 6/10/2023.

Σημειωτέον ότι ο οίκος αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας **Moody's**, σε ανακοίνωσή του στις 10 Οκτωβρίου 2023, αναφέρει ότι τα αναμενόμενα έσοδα του ΤΧΣ από την αποεπένδυση των ελληνικών τραπεζών είναι **€3 δισεκ.** με **€4 δισεκ.**⁸ Ως εκ τούτου, με βάση το ποσό της συνολικής επένδυσης **€46 δισεκ.** από το ΤΧΣ, οι υπαινισσόμενες ζημιές (implied losses) ανέρχονται σε **€42 δισεκ.** με **€43 δισεκ.** ή, εναλλακτικά, η υπαινισσόμενη απόδοση (implied return) κυμαίνεται μεταξύ **-91,3%** και **-93,5%**.

Συμπεράσματα

Η παραπάνω ανάλυση, η οποία ανέδειξε τη μεγάλη έκταση των ζημιών από την αποεπένδυση του ΤΧΣ, καθιστά αναγκαία την επισήμανση τριών αξόνων, οι οποίοι θα πρέπει να συνοδεύσουν μία αποτίμηση της παρέμβασης του ελληνικού Δημοσίου στη διάσωση των συστημικών κυρίως τραπεζών:

- Καθίσταται αναγκαίος ο λεπτομερής απολογισμός του έργου του ΤΧΣ σε όρους πλήρους διαφάνειας, όπως προτείνεται και από τη διεθνή βιβλιογραφία. Συγκεκριμένα,

⁶ Ενδεικτικά αναφέρουμε μία απλή περίπτωση με ετήσιο τοκισμό στα €46 δισεκ. την εντεκαετή περίοδο 2011-2022, όπου χρησιμοποιείται ως προεξοφλητικό επιτόκιο ο μέσος όρος των μηνιαίων μεσοσταθμισμένων επιτοκίων για νέες καταθέσεις (σύμφωνα με τα μηνιαία στοιχεία από την Τράπεζα της Ελλάδος) της περιόδου 2011-2022. Οι ζημιές σε αυτή την περίπτωση θα ανέρχονταν κοντά στα €35 δισεκ. Στη δε περίπτωση χρήσης των μεσοσταθμισμένων επιτοκίων για υφιστάμενες καταθέσεις, οι ζημιές θα ήταν €35,2 δισεκ.

⁷ Στις 9/10/2023 το ΤΧΣ ανακοίνωσε την ολοκλήρωση πώλησης του μεριδίου του στην Eurobank με τιμή €1,80 ανά μετοχή, η οποία τιμή συνεπάγεται *premium* ίσο με 18,4% και 27,3% σε σχέση με τις χρηματιστηριακές τιμές κλεισίματος της μετοχής στις 22/9/2023 και 6/10/2023, αντίστοιχα.

Πηγή: https://hfsf.gr/wp-content/uploads/2023/10/Pricing-Press-Release-in-Greek_09.10.2023.pdf

⁸ Πηγή: https://www.moody.com/research/Banks-Greece-HFSF-sells-its-14-stake-in-Eurobank-a--PBC_1384636 και *εδώ*.

συνιστάται, μεταξύ άλλων, να ανακοινωθούν τα ακριβή κονδύλια ενίσχυσης για κάθε μία τράπεζα από την οποία απεμπλέκεται το ΤΧΣ, ώστε να είναι δυνατό να υπολογισθεί το καθαρό αποτέλεσμα μετά και την πώληση του αντίστοιχου μεριδίου λαμβάνοντας υπ' όψιν τυχόν άλλα σχετικά έσοδα.^{9, 10}

- Οι ενδιαφερόμενοι φορείς του Δημοσίου, καθώς και η ακαδημαϊκή – ερευνητική κοινότητα, οφείλουν να αξιολογήσουν τις πρακτικές που υιοθετήθηκαν από το ΤΧΣ στο πλαίσιο της διεθνούς εμπειρίας.
- Ο κεντρικός στόχος της παραπάνω αξιολόγησης πρέπει να είναι πρακτικός και να καταλήγει σε προτάσεις πολιτικής σχετικά με το τι πρωτοβουλίες θα μπορούσαν να είχαν ληφθεί, δεδομένων των περιορισμών που επέβαλε η οικονομική συγκυρία, ούτως ώστε να αποφευχθούν παρόμοιες ζημιογόνες ενέργειες στο μέλλον για το ελληνικό Δημόσιο.

Τα παραπάνω έχουν ιδιαίτερη σημασία, καθώς και επείγοντα χαρακτήρα, ιδίως δε, αν λάβουμε υπ' όψιν:

- [1] τον υπερβολικό βαθμό κάλυψης των ιδίων κεφαλαίων του ελληνικού τραπεζικού συστήματος¹¹ από αναβαλλόμενες φορολογικές πιστώσεις (deferred tax credits, DTCs), οι οποίες είναι εν δυνάμει κρατική κεφαλαιακή ενίσχυση και το καθιστούν *οιονεί δημόσιο (quasi-public)*: στις 31.12.2019 τα DTCs αποτελούσαν το 54% της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων, στις 30.6.2021 κορυφώθηκαν στο 61,1%, και έκτοτε υπάρχει μείωση, με το ποσοστό να αγγίζει το 50,7% ή €13,7 δισεκ. στις 31.12.2022, και
- [2] ότι σε άλλες χώρες, παρόμοιοι κρατικοί μηχανισμοί ύστερα από την αποεπένδυση κατέγραψαν είτε κέρδη είτε μικρότερες ζημίες. Παραδείγματος χάρη, στις ΗΠΑ προέκυψαν κέρδη για το Δημόσιο τόσο από τις συνολικές επενδύσεις του προγράμματος TARP¹² (κέρδη \$15,3 δισεκ. επί της αρχικής επένδυσης \$426,4 δισεκ., ή απόδοση +3,6%), όσο και από τις επενδύσεις του TARP στον τραπεζικό τομέα¹³ (κέρδη \$30,4 δισεκ. επί της αρχικής επένδυσης \$245,5 δισεκ., ή απόδοση +12,4%), ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο

⁹ Όπως για παράδειγμα στις ΗΠΑ με το πρόγραμμα Trouble Asset Relief Program (TARP). Στις ανακοινώσεις του αναφέρονται τόσο το αρχικό ύψος της επένδυσης όσο και το ποσό που ανακτήθηκε από την αποεπένδυση σε κάθε μία τράπεζα που είχε διασώσει, όπως και το καθαρό αποτέλεσμα. Ενδεικτικά, παρατίθενται οι ανακοινώσεις <https://home.treasury.gov/news/press-releases/tg1000> για την Citigroup Inc., καθώς και <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jl2553> για την Popular Inc.

¹⁰ Στην περίπτωση του Ηνωμένου Βασιλείου (Mor, 2018) αναφέρονται τόσο τα μεμονωμένα όσο και τα συγκεντρωτικά ποσά (έσοδα, έξοδα, καθαρό αποτέλεσμα).

¹¹ Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί για τις ελληνικές τράπεζες [1] ότι καταγράφουν ιστορικά υψηλά στο επιτοκιακό περιθώριο (interest rate spread) και χαρακτηρίζονται από υψηλή συγκέντρωση και χαμηλό ανταγωνισμό (Μπερτσάτος, 2023), και [2] ότι το καθαρό περιθώριο επιτοκίου (net interest margin) είναι ένα από τα υψηλότερα στην Ευρώπη, με τις αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων (return on equity) και ενεργητικού (return on assets) να κυμαίνονται χαμηλότερα από τους αντίστοιχους ευρωπαϊκούς μέσους όρους (ECB, 2023).

¹² Πηγή: <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jl9728>

¹³ Πηγή: <https://home.treasury.gov/data/troubled-assets-relief-program/bank-investment-programs>

προέκυψαν σχετικά μικρές ζημιές (Mor, 2018) από την επένδυση – στήριξη στον τραπεζικό τομέα (ζημιές £23,2 δισεκ. επί της αρχικής επένδυσης £136,6 δισεκ., ή εναλλακτικά απόδοση -17%).

Βιβλιογραφία

- Barucci, E., Colozza, T., & Milani, C. (2019). The effect of bank bail-outs in the EU. *Journal of International Money and Finance*, 95, 14-26.
- Boudghene, Y. & Maes, S. (2012). Relieving banks from toxic or impaired assets: the EU state aid policy framework. *Journal of European Competition Law & Practice*, 3(6), 562-577.
- Dewatripont, M. (2014). European banking: Bailout, bail-in and state aid control. *International Journal of Industrial Organization*, 34, 37-43.
- European Central Bank (2023). Supervisory Banking Statistics for significant institutions. Banking Supervision. Second quarter 2023, p. 123.
- Gerhardt, M. & Vander Vennet, R. (2017). Bank bailouts in Europe and bank performance. *Finance Research Letters*, 22, 74-80.
- Henderson, E. (2015). Quasi-Nationalisation in the UK Banking Crisis: A Problematic Policy Option. *Financial Accountability & Management*, 31(4), 463-481.
- Hoggarth, G., Reidhill, J., & Sinclair, P. (2004). On the resolution of banking crises: theory and evidence. *Working Paper No 229*, Bank of England.
- Honohan, P. & Klingebiel, D. (2003). The fiscal cost implications of an accommodating approach to banking crises. *Journal of Banking & Finance*, 27(8), 1539-1560.
- Hüttl, P. & Schoenmaker, D. (2016). Fiscal capacity to support large banks (No. 2016/17). *Bruegel Policy Contribution*.
- Iwanicz-Drozdowska, M., Malinowska-Misiąg, E., & Witkowski, B. (2016). State Aid and Fiscal Costs. Στο: *European Bank Restructuring During the Global Financial Crisis*. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions. Palgrave Macmillan, London.
- Kollmann, R., Roeger, W., & Veld, J. I. T. (2012). Fiscal policy in a financial crisis: Standard policy versus bank rescue measures. *American Economic Review*, 102(3), 77-81.
- Mor, F. (2018). Bank rescues of 2007-2009: outcomes and cost. *House of Commons Library*, Briefing Paper No. 5748, p. 19.

Μπερτσάτος, Γ. (2023). Διεθνείς εξελίξεις στο μέτωπο της ακρίβειας και των τραπεζών – Βαθμός συγκέντρωσης και επιτοκιακή πολιτική του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. *Οικονομικές Εξελίξεις*, 51, σελ. 93-106.

Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, (2023). Στρατηγική Αποεπένδυσης – Κύρια σημεία της πολιτικής, 11 Ιανουαρίου, σελ. 11. Ηλεκτρονικός σύνδεσμος: https://hfsf.gr/wp-content/uploads/2023/01/Divestment-Strategy-23_25-GR.pdf

Τράπεζα της Ελλάδος, (2023). Έκθεση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Μάιος 2023, σελ. 176.

ΚΕΝΤΡΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ (ΚΕΠΕ)
Αμερικής 11, Αθήνα 10672
Τηλέφωνο: (+30) 210 3676400