

# Χρηματοπιστωτικό σύστημα '08

Του Γκίκα Α. Χαρδούβελη\*



\* Ο κ. Γκίκας Α. Χαρδούβελης είναι Καθηγητής στο τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς και Οικονομικός Σύμβουλος του Ομίλου Eurobank EFG.

**Τ**α τελευταία 15 χρόνια το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί τον πιο δυναμικά αναπτυσσόμενο κλάδο της ελληνικής οικονομίας. Τη δεκαετία του 1990 με τη σταδιακή απελευθέρωση και μέσα από μια σειρά συγχωνεύσεων, εξαγορών και αποκρατικοποιήσεων αναδείχθηκε ως η ατμομηχανή της ελληνικής οικονομίας. Την πρώτη δεκαετία του 21ου αιώνα η πορεία αυτή συνεχίστηκε με την εντονότερη επέκταση των ελληνικών τραπεζών στις χώρες της Νέας Ευρώπης. Έτσι, σήμερα, το μέλλον του χρηματοπιστωτικού κλάδου εξαρτάται περισσότερο από ποτέ και από τις εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία και κυρίως στη Νέα Ευρώπη. Ταυτόχρονα, πολλοί από τους παλαιότερους προβληματισμούς παραμένουν εν ισχύ. Οι προκλήσεις και τα ερωτήματα για την πορεία του χρηματοπιστωτικού κλάδου το 2008 αλλά και στο μέλλον είναι σημαντικά:

- Θα υπάρξει νέος κύκλος εξαγορών και συγχωνεύσεων στην ελληνική αγορά ώστε να αυξηθεί το μέγεθος των ελληνικών χρηματοπιστωτικών ομίλων και να αναδειχθούν σε ισχυρούς περιφερειακούς ομίλους;
- Ποιες οι επιπτώσεις της κρίσης των δανείων subprime στην ελληνική αγορά, κυρίως όσον αφορά στο κόστος χρηματοδότησης;
- Υπάρχουν κίνδυνοι στις χώρες της Νέας Ευρώπης;
- Οι ασφαλιστικές εταιρείες θα συνεχίσουν τον εκσυγχρονισμό και την εξογίανσή τους ώστε να εκμεταλλευτούν τις τερστικές ευκαιρίες ανάπτυξης που τους παρουσιάζονται;

- Το ελληνικό χρηματιστήριο θα καταφέρει να ενισχύσει τη θέση του στο διεθνοποιημένο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ανταποκρινόμενο και στην πρόκληση της εφαρμογής της οδηγίας MiFID;
- Τα ελληνικά ομοίβια κεφάλαια θα καταφέρουν να κερδίσουν ξανά την εμπιστοσύνη των επενδυτών;

## Τράπεζες

Κυρίαρχο του ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος αποτελούν οι τράπεζες. Οι μεγαλύτερες εξ αυτών, οργανωμένες σε ομίλους, παρέχουν ένα πλήρες φάσμα χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Το ενεργητικό των εμπορικών τραπεζών ανήλθε το 2006 σε 352 δισ. ευρώ ή 164% του ΑΕΠ. Μια σειρά από συγχωνεύσεις, εξαγορές και ιδιωτικοποιήσεις (το διάστημα 1995-2006 πραγματοποιήθηκαν 37 εξαγορές και συγχωνεύσεις τραπεζών), ουσιαστικά απελευθέρωσε την εγχώρια τραπεζική αγορά και αύξησε τον ανταγωνισμό προς όφελος καταναλωτών και επιχειρήσεων. Ο βαθμός συγκέντρωσης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος παραμένει από τους υψηλότερους στην Ευρωζώνη. Οι 5 μεγαλύτερες τράπεζες κατείχαν το 66,3% του συνολικού ενεργητικού το 2006 (ΕΕ-12: 42,8%).

Το 2007 δεν είχαμε κάποια σημαντική εξέλιξη όσον αφορά στην εγχώρια αγορά, ενώ το 2008 αναμένονται με ενδιαφέρον οι αποφάσεις για το μέλλον της Τράπεζας Αττικής και του ΤΤ. Το 2007-2008 οι σημαντικότερες εξελίξεις που επηρεάζουν άμεσα το μέλλον των ελληνικών τραπεζών δεν αφορούν την ελληνική αγορά αλλά τις διεθνείς και κυρίως τις αγορές της Νέας Ευρώπης. Η κρίση που ξεκίνησε στην αγορά

των στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου ή χαμηλής εξασφάλισης (subprime) των ΗΠΑ και η επέκταση των ελληνικών τραπεζών στη Νέα Ευρώπη αποτελούν το μεγαλύτερο κίνδυνο και τη μεγαλύτερη ευκαιρία αντίστοιχα για τις ελληνικές τράπεζες το 2008.

### Κρίση στεγαστικών δανείων subprime στις ΗΠΑ

Η κρίση που ξεκίνησε στην αγορά των στεγαστικών δανείων subprime των ΗΠΑ εκτιμάται ότι θα προκαλέσει άμεσες απώλειες άμους 200-400 δισ. δολάρια στο ενεργητικό των τραπεζών διεθνώς. Οι ελληνικές τράπεζες (πλην του Ταχυδρομικού Ταμιευτηρίου) έχουν ουσιαστικά μηδενικές επενδύσεις σε επενδυτικά προϊόντα που βασίζονται σε στεγαστικά δάνεια subprime και δεν αναμένεται να έχουν άμεσες απώλειες. Το πρόβλημα για τις ελληνικές, όπως και για όλες τις τράπεζες οι οποίες δεν έχουν άμεση έκθεση σε τέτοια προϊόντα, δημιουργείται εμμέσως από την έλλειψη διαφάνειας. Ουσιαστικά, κανείς στην αγορά δεν είναι σίγουρος για το ύψος των πιθανών απωλειών της κάθε τράπεζας, κάτι που οδηγεί σε καθυστέρηση και διαταγμό δανεισμού στη διατραπεζική αγορά, αυξάνοντας έτσι το κόστος δανεισμού πέραν της μιας ημέρας για όλες τις τράπεζες τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη. Η αύξηση αυτή επηρεάζει άμεσα τους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις, προσθέτοντας μία πενήντα ποσοστιαία μονάδα στο κόστος δανεισμού, καθώς οι τράπεζες συνδέουν πλέον το επιτόκιο των δανείων κομινόμενου επιτοκίου, όχι με το επιτόκιο παρέμβασης της ΕΚΤ ή των κεντρικών βραχυπρόθεσμων εντόσιων γραμματίων, αλλά με το επιτόκιο της διατραπεζικής αγοράς που είναι υψηλότερο και αντικατάκει καλύτερα τον πιστωτικό κίνδυνο και το πραγματικό βραχυχρόνιο κόστος χρήματος.

### Η επίπτωση της κρίσης των subprime στη διατραπεζική αγορά

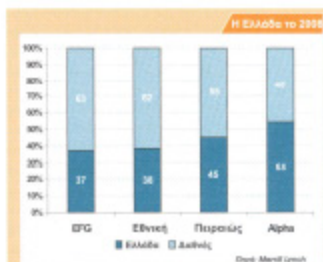
Οι ελληνικές τράπεζες δεν αντιμετωπίζουν πρόβλημα βραχυχρόνιας ρευστότητας,

όπως πολλές τράπεζες στο εξωτερικό. Ο λόγος δανείων προς καταθέσεις στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα είναι περίπου 100% και έτσι η πίεση για ρευστότητα δεν είναι τόσο μεγάλη. Επιπλέον, οι επιμέρους τράπεζες με το μεγαλύτερο λόγο δανείων προς καταθέσεις έχουν ήδη εξασφαλίσει την απαραίτητη ρευστότητα έως το τέλος του πρώτου τριμήνου του 2008. Τελευταία μάλιστα προστέθηκε και μία νέα δυνατότητα άντλησης βραχυχρόνιας ρευστότητας μέσω της αγοράς τερμα με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, χρησιμοποιώντας καλυμμένες ομολογίες (covered bonds). Η Τράπεζα της Ελλάδος επέτρεψε την έκδοση καλυμμένων ομολογιών με εγγύηση στοιχεία του ενεργητικού των τραπεζών, όπως στεγαστικά δάνεια, ομόλογα του δημοσίου, κτλ. Η έκδοση αυτών των ομολόγων θα γίνεται κάτω από αυστηρούς κανόνες, καθώς για παράδειγμα σε περίπτωση που ένα δάνειο, από αυτά που έχουν χρησιμοποιηθεί ως εγγύηση, σημειώσει καθυστέρηση στην αποπληρωμή του, θα αντικαθίσταται από κάποιο άλλο, γνήσιο.

### Επέκταση στις χώρες της Νέας Ευρώπης

Η παρουσία των ελληνικών τραπεζών στη Νέα Ευρώπη εντατικοποιήθηκε τα τελευταία τρία χρόνια.

Οι εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν από ελληνικές τράπεζες στην Τουρκία, τη Βουλγαρία, τη Σερβία, την Ουκρανία, αλ-



Κατανομή δικτύου 4 μεγαλύτερων ελληνικών τραπεζών (3ο τρίμηνο 2007)

λά και η επέκτασή στην Πολωνία και χώρες της Βαλτικής, ενίσχυσαν την παρουσία τους στην περιοχή. Ενδιαφέρον έχει εκδηλωθεί και για την επέκταση στις αραβικές αγορές. Ήδη, η Τράπεζα Πειραιώς έχει επεκταθεί στην Αίγυπτο.

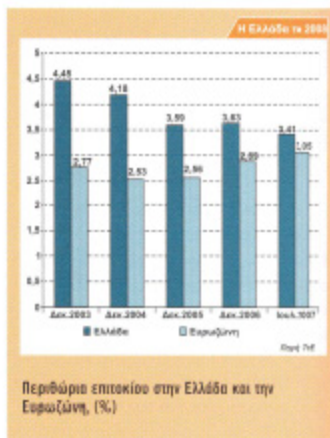
Τα πρώτα αποτελέσματα όσον αφορά στη συνεισφορά στην κερδοφορία των τραπεζών από τις δραστηριότητες στη Νέα Ευρώπη είναι ορατά και οι προσδοκίες πλέον είναι μεγάλες. Ακόμα και σε τράπεζες, όπως τη Eurobank, που δείχνουν χαμηλά ποσοστά κερδοφορίας από το εξωτερικό, αυτό οφείλεται στη ραγδαία επέκτασή τους στις χώρες αυτές, γεγονός που κοστίζει και απορροφά μέρος των εσόδων τους από το εξωτερικό. Βεβαίως, η επέκταση αυτή σημαίνει ότι οι ελληνικές τράπεζες εκτίθενται και σε κινδύνους που μέχρι πρόσφατα δεν τις απασχολούσαν ιδιαίτερα.

Οι μακροοικονομικές εξελίξεις στις χώρες αυτές αποκτούν ολόφανα και μεγαλύτερη σημασία για την κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών.

### Εξελίξεις στην Ελλάδα

Η εγχώρια αγορά, παρά το μικρό μέγεθός της, είναι αυτή που τροφοδοτεί κατά κύριο λόγο σήμερα την κερδοφορία των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Η πιστωτική επέκταση προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις εξακολουθεί να



τρέχει με ρυθμούς πολύ υψηλότερους της Ευρωζώνης. Έτσι, το Σεπτέμβριο του 2007 τα στεγαστικά δάνεια στην Ελλάδα αυξάνονταν με ρυθμό διπλάσιο από αυτόν της Ευρωζώνης (22,3% έναντι 7,8% αντίστοιχα σε ετήσια βάση). Τα καταναλωτικά δάνεια αυξάνονταν κατά 20,8% (4,1% στην Ευρωζώνη), ενώ τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις σημείωναν ρυθμό αύξησης 12,1% (13,4% στην Ευρωζώνη). Συγχρόνως, τα τελευταία δύο χρόνια παρατηρείται αύξηση του ρυθμού των δανείων προς τις επιχειρήσεις και μείωση προς τα νοικοκυριά.

Οι ρυθμοί αυτοί αναμένεται να παραμείνουν σε υψηλά επίπεδα και το 2008, αφού η ωρίμανση του ελληνικού τραπεζικού συστήματος είναι μεν μεγάλη (δάνεια/ΑΕΠ=115% εκτίμηση 3ο τρίμηνο 2007), αλλά δεν έχει ακόμα φτάσει το μέσο όρο της ΕΕ-15 (150%).

**Ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς ελληνικά νοικοκυριά και επιχειρήσεις**  
Σημαντική εξέλιξη αποτελεί η εντατικοποίηση του ανταγωνισμού, η οποία έχει οδηγήσει σε μείωση του περιθωρίου επιτοκίου μεταξύ δανείων και καταθέσεων, αλλά και σε μείωση της διαφοράς από την Ευρωζώνη.



Συγχρόνως, η ραγδαία πιστωτική επέκταση απαιτεί και αδιάκοπη επιβλεψη του πιστωτικού κινδύνου. Τα δάνεια σε καθυστέρηση, μπορεί να παρουσιάζουν πτωτική πορεία από τα επίπεδα των 7% του συνόλου των δανείων το 2003 (5,1% του συνόλου τον Ιούλιο του 2007) ή να είναι επικεντρωμένα σε ορισμένες τράπεζες, όπως η Αγροτική, παραμένουν όμως σε υψηλά επίπεδα.

Συνεχίζουν να είναι υψηλότερα σε σχέση με την ΕΕ-25 (Τράπεζα της Ελλάδος, Νομισματική Πολιτική, Ενδιάμεση Εκθεση 2007).

### Ασφαλιστικές εταιρείες

Οι ασφαλιστικές εταιρείες εξακολουθούν να έχουν μικρό ειδικό βάρος στο ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Ο ελληνικός ασφαλιστικός κλάδος παραμένει στις τελευταίες θέσεις στην Ευρώπη, παρά τη σημαντική αύξηση στην παραγωγή ασφαλιστών το 2006 κατά 10,5% έναντι αύξησης 6,7% στην Ευρωζώνη. Το ύψος τους ανήλθε στο 2,03% του ΑΕΠ το 2006 έναντι 8,16% στην Ευρωζώνη.

Υπάρχουν μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης, καθώς η ελληνική αγορά παραμένει υπο-ασφαλισμένη. Εντονότερη είναι η διαφορά στο ύψος των επενδύσεων, όπου και πάλι παρά τη σημαντική αύξηση κατά 11,7% το 2006 έναντι 5,8% στην Ευρωζώνη, οι επενδύσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ελλάδα ανερχονται μόλις στο 1/10 των επενδύσεων στην Ευρωζώνη (4,9% του ΑΕΠ στην Ελλάδα, έναντι 49% του ΑΕΠ στην Ευρωζώνη) γεγονός που δημιουργεί ερωτηματικά για τη διαχείριση του ενεργητικού των ασφαλιστικών εταιρειών στο παρελθόν.

Τα τελευταία χρόνια γίνονται μεγάλες προσπάθειες για την αύξηση της διαφάνειας και την αποκατάσταση της αξιοπιστίας των ασφαλιστικών εταιρειών και τη γενικότερη αναβάθμιση του ασφαλιστικού τομέα. Η ανάθεση της εποπτείας της ασφαλιστικής αγοράς σε ειδική επιτροπή

του υπουργείου Οικονομίας (Επιτροπή Εποπτείας Ιδιωτικής Ασφάλισης - ΕΠΕΙΑ) αποτέλεσε σημαντικό βήμα προς αυτή την κατεύθυνση. Ο αριθμός των ασφαλιστικών εταιρειών στο τέλος του 2006 μειώθηκε σε 90 από 110 το 2000. Από αυτές ουσιαστικά λειτουργούσαν οι 77 (63 ελληνικές και 14 αλλοδαπές) με τις περισσότερες να ασχολούνται με τον κλάδο ζημιών.

### Χρηματιστήριο

Το χρηματιστήριο μετά την άνοδο που γνώρισε στη δεκαετία του 1990 και το μαρσισμό που ακολούθησε τις υπερβολές του 1999, ακολούθησε μια πορεία ανάκαμψης από το 2003 και μετά, οδηγούμενο από την είσοδο ξένων θεσμικών επενδυτών και την αυξανόμενη κερδοφορία των εισηγμένων επιχειρήσεων.

Από τις αρχές του 2003 ο Γενικός Δείκτης εμφανίζει απόδοση 193%, και από τις αρχές του 2007 16,8% (κλείσιμο 7/12/2007), υπέρ-αποδίδοντας σε σχέση με τους κυριότερους διεθνείς χρηματιστηριακούς δείκτες.

Η κεφαλαιοποίηση της αγοράς στις 31/10/2007 έφτασε στο υψηλότερο σημείο όλων των εποχών στα 202 δισ. ευρώ (το ΑΕΠ της Ελλάδας το 2006 ήταν 214 δισ. ευρώ) ενώ στις αρχές Δεκεμβρίου 2007 βρισκόταν στα επίπεδα των 196 δισ. ευρώ. Η ανάκαμψη των τιμών και το ενδιαφέρον ξένων κυρίως επενδυτών αναζωογόνησε και το ενδιαφέρον για την άντληση κεφαλαίων μέσω του ΧΑ.

Η άντληση κεφαλαίων έφτασε τους πρώτους εννιά μήνες του 2007 τα 9,1 δισ. ευρώ στα υψηλότερα επίπεδα της εξαετίας (2006: 4,1 δισ. ευρώ, 2005: 4 δισ. ευρώ). Κύριο χαρακτηριστικό του ανοδικού κύκλου του ελληνικού χρηματιστηρίου είναι η συνεχώς αυξανόμενη συμμετοχή ξένων επενδυτών στην κεφαλαιοποίηση του ΧΑ. Τον Οκτώβριο του 2007, η συμμετοχή των ξένων επενδυτών ανήλθε στο 57,2%, επικεντρωμένη κυρίως στις μετοχές υψηλής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης,



έναντι 36,4% το Δεκέμβριο 2004.

Το ελληνικό χρηματιστήριο και οι ελληνικές χρηματιστηριακές εταιρείες καλούνται να προσαρμοστούν με επιτυχία στις συνθήκες που διαμορφώνονται από τη δημιουργία μίας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Η ενσωμάτωση των ευρωπαϊκών οδηγιών για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID) στο ελληνικό δίκαιο ανοίγουν το δρόμο για την παροχή πρόσβασης σε όλες τις αγορές της ΕΕ υπό ένα κοινό θεσμικό πλαίσιο, κάτι που αναμένεται να αυξήσει τον ανταγωνισμό προς όφελος τόσο των χρηματοοικονομικών εταιρειών όσο και των καταναλωτών.

**Αμοιβαία κεφάλαια & ΑΕΕΧ**

Το 2007, όπως και το 2006, τα ελληνικά αμοιβαία κεφάλαια (ανοικτού τύπου, Α/Κ) και οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφελακίων (ΑΕΕΧ) δεν ακολούθησαν την πορεία ανάκαμψης που 1999 είχαν ενεργητικό ύψους 35 δισ. ευρώ, ενώ στα τέλη 2006 είχαν μειωμένο ενεργητικό ύψους 23,9 δισ. ευρώ. Τους πρώτους 6 μήνες του 2007 σημειώθηκε μία περαιτέρω μικρή μείωση του ενεργητικού τους στα 23,6 δισ. ευρώ.

Στο διάγραμμα παρουσιάζεται η αξία του ενεργητικού των αμοιβαίων κεφαλαίων στο πρώτο εξάμηνο του 2007 σε μία σειρά από ευρωπαϊκές χώρες. Η ανάκαμψη της αγοράς των Α/Κ είναι εφικτή μόνο με την εφαρμογή των απαραίτητων μεταρρυθμίσεων (φορολογικές τροποποιήσεις, νομικό πλαίσιο λειτουργίας hedge funds, κτλ). Την ίδια πτωτική εικόνα παρουσιάζει και η αξία ενεργητικού των ΑΕΕΧ, που μειωτοποιήθηκε το 1999 (4,2 δισ. ευρώ) ενώ στις αρχές Δεκεμβρίου 2007 βρίσκονταν στα επίπεδα των 0,25 δισ. ευρώ. Ταυτόχρονα αυτά τα χρόνια μειώθηκε δραστικά και ο αριθμός τους, καθώς πολλές απορροφήθηκαν από τις μητρικές τους τράπεζες.

Οι ελληνικές τράπεζες είναι γριές, α-

πολαμβάνουν υψηλή κερδοφορία και λειτουργούν σε ένα διεθνές περιβάλλον έντονου ανταγωνισμού. Το περιθώριο επιτοκίων χορηγήσεων - καταθέσεων μειώνεται, χωρίς να μειώνεται ο ρυθμός αύξησης της κερδοφορίας τους.

Η κρίση της αγοράς στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης στις ΗΠΑ, επίσης, δεν τις επηρεάζει άμεσα. Εμμεσο κόστος αποτελεί η αύξηση του κόστους χρήματος κατά περίπου μία ποσοστιαία μονάδα, το οποίο όμως μετακλιείται στις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

Η μελλοντική πορεία των ελληνικών τραπεζών εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό και από την επιτυχία της προσπάθειάς τους για διεθνή επέκταση, κυρίως προς τις χώρες της Νέας Ευρώπης. Τα πρώτα θετικά αποτελέσματα, όσον αφορά στην κερδοφορία, είναι ήδη ορατά στα αποτελέσματα εννιαμήνου του 2007. Βεβαίως, η επέκταση αυτή απαιτεί προσεκτικές κινήσεις και παρακολούθηση των κινδύνων. Οι υπόλοιποι κλάδοι του χρηματοπιστωτικού μας συστήματος, κλυδώνιται να λύσουν μια σειρά από χρονίζοντα προβλήματα και αδυναμίες ώστε να επιτύχουν γρήγ και δυναμική ανάπτυξη.

