



## Αναταραχή στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και οι κυπριακές τράπεζες

### Description

#### Ιωάννης Τιρκίδης\*

Σίγουρα, η κατάρρευση των τραπεζών της Silicon Valley και της Signature στις Ηνωμένες Πολιτείες, ακόμη και η εξαγορά της Credit Suisse από την UBS, έχουν ιδιοσυγκρασιακά στοιχεία που οδήγησαν στην απώλεια εμπιστοσύνης προς τα ιδρύματα αυτά και τελικά στην κατάρρευσή τους. Η Silicon και η Signature έκαναν κάποια πολύ στοιχειώδη λάθη, και η Credit Suisse έκανε κάποιες σοβαρές γκάφες που κόστισαν πολλά χρήματα. Σε όλες τις περιπτώσεις, υπήρξε φυγή ρευστότητας στις τράπεζες και αποκαλύφθηκαν ορισμένες αδυναμίες στη ρυθμιστική εποπτεία. Μετά από μια μακρά περίοδο υπερβολικά χαμηλών επιτοκίων, πολλά επιχειρηματικά μοντέλα, τόσο εντός όσο και εκτός του τραπεζικού συστήματος, εξαρτώνται από το φθηνό χρήμα. Δεν εκπλήσσει το γεγονός ότι η ομαλοποίηση των επιτοκίων είναι βέβαιο ότι θα προκαλέσει κάποια χρηματοπιστωτική δυσπραγία, και ίσως να μην έχουμε δει ακόμη το τέλος της. Σε αυτό το άρθρο, συζητάμε την πολυπλοκότητα αυτών των αποτυχιών, τις επιπτώσεις για τον πληθωρισμό και τη στόχευση του πληθωρισμού, καθώς και τις αντισταθμίσεις με τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Συζητάμε επίσης εν συντομία τον κυπριακό τραπεζικό τομέα. Καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι, ενώ ο συστημικός τραπεζικός τομέας παραμένει εύρωστος, ο ρυθμός της νομισματικής σκλήρυνσης θα επιβραδυνθεί από εδώ και πέρα και η πιστωτική επέκταση ενδέχεται να περιοριστεί, καθώς οι τράπεζες θα επιδιώκουν να αποσύρουν τα πιο επικίνδυνα ανοίγματά τους και να ενισχύσουν περαιτέρω τους ισολογισμούς τους.

#### Αλλά πρώτα, η Silicon Valley Bank

Η Silicon δεν ήταν μια πολύ μεγάλη τράπεζα, και σίγουρα όχι συστημική από μόνη της.

---

Ήταν όμως μια πολύ ιδιαίτερη τράπεζα στην καρδιά του σημαντικού τομέα των νεοφυών επιχειρήσεων. Οι πελάτες της ήταν μια ειδική κατηγορία εκατομμυριούχων, οι οποίοι, περιέργως, αποτελούσαν και τις δύο πλευρές του ισολογισμού της, ενεργητικό και παθητικό. Εξηγούμε.

Οι νεοφυείς επιχειρήσεις, και ιδίως οι τεχνολογικές νεοφυείς επιχειρήσεις, δεν βγάζουν χρήματα στα πρώτα στάδια. Ορισμένες δεν βγάζουν ποτέ. Τα μετρητά που έβαλαν στη Silicon προήλθαν από επενδυτές υψηλού ρίσκου με αντάλλαγμα μετοχικό κεφάλαιο. Ήταν, στην πραγματικότητα, ζεστό χρήμα από το οποίο οι νεοφυείς θα αντλούσαν για να λειτουργήσουν τις επιχειρήσεις τους. Στη συνέχεια, οι διαχειριστές της Silicon Valley αποφάσισαν να επενδύσουν αυτό το ζεστό χρήμα σε ομόλογα της αμερικανικής κυβέρνησης. Αλλά εάν επρόκειτο να αντιστοιχίσετε τις καταθέσεις ζεστού χρήματος με κρατικά ομόλογα, θα έπρεπε να το κάνετε σε ομόλογα βραχυπρόθεσμης διάρκειας. Αντ' αυτού, οι διαχειριστές της Silicon Valley επένδυσαν σε μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία όταν τα επιτόκια ήταν πολύ χαμηλά.

### **Όταν ένα ασφαλές ομόλογο δεν είναι ασφαλές**

Αλλά τα μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα είναι ευάλωτα στις μεταβολές των επιτοκίων. Ένα ομόλογο είναι μια υπόσχεση της κυβέρνησης να καταβάλλει ένα συγκεκριμένο σταθερό επιτόκιο κάθε χρόνο για όλη τη διάρκεια του ομολόγου και να αποπληρώσει το κεφάλαιο στη λήξη, όλα ακέραια. Η διακράτηση του ομολόγου μέχρι τη λήξη του είναι αρκετά ασφαλής, ανεξάρτητα από το τι συμβαίνει με τα επιτόκια στο μεταξύ. Ωστόσο, αυτό δεν ισχύει στην περίπτωση που πρέπει να πωληθεί το ομόλογο πριν από τη λήξη του σε μια περίοδο που τα επιτόκια της αγοράς έχουν αυξηθεί. Η αξία του αρχικού ομολόγου θα μειωθεί σε σχέση με το νέο επίπεδο επιτοκίου, οπότε ο αγοραστής θα έχει την ίδια απόδοση για την υπόλοιπη διάρκεια του ομολόγου με αυτήν που θα είχε αγοράζοντας ένα νέο ομόλογο με το υψηλότερο επιτόκιο.

---

Αυτό ακριβώς συνέβη στην Silicon Valley Bank. Είχε ένα κύμα καταθέσεων ζεστού χρήματος το 2021, όταν τα επιτόκια ήταν χαμηλά. Επένδυσαν αυτές τις καταθέσεις σε μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα. Αυτό εξέθεσε την τράπεζα, χωρίς αντιστάθμιση κινδύνου, σε έναν μεγάλο κίνδυνο ρευστότητας που θα πραγματοποιούνταν, εάν τα επιτόκια αυξάνονταν, πράγμα που συνέβη. Αντιμέτωπη με τις αναλήψεις καταθέσεων, η Silicon Valley αναγκάστηκε να ρευστοποιήσει τους μακροπρόθεσμους τίτλους της με μεγάλη ζημιά, καθώς τα επιτόκια αυξήθηκαν. Φοβούμενοι προβλήματα φερεγγυότητας, οι πελάτες άρχισαν να αποσύρουν τις καταθέσεις τους σε μεγάλο αριθμό, οδηγώντας σε φυγή από την τράπεζα και αναγκάζοντας τις ρυθμιστικές αρχές να παρέμβουν.

## **Η αμφιλεγόμενη διάσωση**

Η Silicon Valley Bank δεν ήταν μια μεγάλη τράπεζα και σίγουρα δεν ήταν πολύ μεγάλη για να αποτύχει. Έτσι, η κανονική πορεία δράσης θα ήταν η εκκαθάρισή της και η διάσωση των ανασφάλιστων καταθετών. Αντ' αυτού, η FDIC ανακοίνωσε μια μαζική διάσωση με απεριόριστη εγγύηση όλων των καταθέσεων, ασφαλισμένων και ανασφάλιστων.

Ως μέτρο, αυτό δεν είναι πρωτοφανές. Συνέβη ξανά το 2008, αμέσως μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers. Αλλά η σημερινή κρίση δεν είναι ίδια με το 2008. Τότε, το χρηματοπιστωτικό σύστημα ήταν πιο εύθραυστο και η κρίση ήταν συστημική. Σήμερα, το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι πιο ανθεκτικό και δεν υπήρξε πραγματική απειλή για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα.

Αυτό που ανακόπτει η απεριόριστη εγγύηση των καταθέσεων είναι μια πιθανή κρίση εμπιστοσύνης των καταθέσεων που θα εξέθετε πολλές μεσαίου μεγέθους τράπεζες στον κίνδυνο τραπεζικής φυγής (bank-run).

## **Πληθωρισμός**

Η αύξηση των επιτοκίων για την καταπολέμηση του πληθωρισμού οδηγεί σε οικονομική λιτότητα και πιθανόν ύφεση. Οι εταιρείες μειώνουν τις δραστηριότητές τους, ορισμένες χρεοκοπούν και η ανεργία αυξάνεται. Θεσμοί όπως οι τράπεζες δέχονται πιέσεις.

Με την αγορά εργασίας να μην υποχωρεί αρκετά γρήγορα, η σκέψη ήταν ότι η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ θα μπορούσε να γίνει πιο επιθετική, προβαίνοντας σε μια σειρά μεγάλων αυξήσεων των επιτοκίων κατά 50 μονάδες βάσης, και ίσως ανεβάζοντας το επιτόκιο της πολύ υψηλότερα. Όμως, στη συνεδρίασή της την Τετάρτη 22 Μαρτίου, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα προχώρησε μόνο σε αύξηση 25 μονάδων βάσης, σηματοδοτώντας περισσότερη επιφυλακτικότητα. Η EKT είχε αυξήσει το βασικό της

---

επιτόκιο κατά 50 μονάδες βάσης λίγες ημέρες νωρίτερα.

Πρόβλημα προκύπτει αν το επιτόκιο που απαιτείται για πληθωρισμό στο 2% μπορεί να είναι υψηλότερο από αυτό που θα μπορούσε να αντέξει το τραπεζικό σύστημα και, κάτι που προϋποθέτει υψηλότερες πληθωριστικές πιέσεις μακροπρόθεσμα. Αν είναι έτσι, μπορεί να χρειαστεί αναθεώρηση του στόχου για τον πληθωρισμό.

## **Credit Suisse**

Η Credit Suisse αντιμετώπιζε προβλήματα εδώ και αρκετά χρόνια, μαστιζόμενη από παραλήψεις και σκάνδαλα, καθώς και μεγάλες οικονομικές απώλειες από ορισμένες πολύ κακές επενδύσεις. Το έτος πριν από την κατάρρευσή της, υπήρξαν μαζικές αποσύρσεις πολύ μεγάλων καταθέσεων λόγω της απώλειας εμπιστοσύνης προς την τράπεζα εν μέσω αυτών των προβλημάτων. Αλλά όταν αντιμετωπίζεις μια τέτοια φυγή ρευστότητας, πρέπει να πουλήσεις περιουσιακά στοιχεία για μετρητά και να υποστείς ζημιές.

Τότε η Εθνική Τράπεζα της Ελβετίας έκανε ότι έκαναν η Ομοσπονδιακή Τράπεζα και το Υπουργείο Οικονομικών στις Ηνωμένες Πολιτείες. Έριξε στην τράπεζα μια σανίδα σωτηρίας ύψους περίπου €50 δισεκατομμυρίων για να ενισχύσει τη ρευστότητα της, έναντι τίτλων σταθερού εισοδήματος στην ονομαστική της αξία, και όχι στην αποτίμηση της αγοράς. Αλλά οι επενδυτές παρέμειναν επιφυλακτικοί και η Credit Suisse διασώθηκε τελικά με την εξαγορά της από την UBS. Η ελβετική κυβέρνηση προσέφερε υπό αίρεση πιστωτικές εγγυήσεις και η Εθνική Τράπεζα της Ελβετίας παρείχε σημαντική στήριξη ρευστότητας.

## **Οι κυπριακές τράπεζες**

Καμία από αυτές τις ιδιοσυγκρασιακές αιτίες της χρηματοπιστωτικής αναταραχής δεν υπάρχει στο κυπριακό τραπεζικό σύστημα. Δεν είναι μόνο θέμα καλύτερης ρύθμισης και αξιοπιστίας της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Ούτε είναι ότι οι κυπριακές τράπεζες είναι πολύ καλά κεφαλαιοποιημένες. Αντιθέτως, είναι η φύση των ισολογισμών τους και οι αλλαγές που έχουν συντελεστεί στην ιδιωτική οικονομία μετά την κρίση του 2012-14 που είναι πλέον θεμελιώδεις. Οι κυπριακές τράπεζες έχουν πολύ μέτρια έκθεση σε μακροπρόθεσμους τίτλους σταθερού εισοδήματος και ταυτόχρονα διαθέτουν μεγάλη ρευστότητα. Δεύτερον, το συνολικό ιδιωτικό χρέος της οικονομίας έχει μειωθεί σημαντικά την τελευταία δεκαετία και είναι τώρα κάτω από το 80% του ΑΕΠ, σε σύγκριση με 270% του ΑΕΠ στο τέλος του 2012. Επομένως, ο τραπεζικός δανεισμός είναι σχετικά χαμηλός συγκριτικά, ενώ τα κεφαλαιακά αποθέματα ασφαλείας είναι άνετα υψηλά. Το χαμηλότερο ιδιωτικό χρέος σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις εξαρτώνται λιγότερο

---

από τον τραπεζικό δανεισμό και οι δαπάνες τους για τόκους αντιπροσωπεύουν πολύ μικρότερο ποσοστό του κύκλου εργασιών τους.

Ένας τρίτος λόγος έχει να κάνει με τη διαφορά μεταξύ πραγματικών και ονομαστικών επιτοκίων. Αυτό που έχει πραγματικά σημασία είναι το πραγματικό επιτόκιο, το οποίο είναι το ονομαστικό επιτόκιο μείον τον πληθωρισμό. Παρά τη σημαντική αύξηση των ονομαστικών επιτοκίων, τα πραγματικά επιτόκια εξακολουθούν να είναι χαμηλά, μάλλον αρνητικά.

Όπως είναι κατανοητό, ένα περιβάλλον υψηλότερων επιτοκίων δημιουργεί άγχος στο ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα, αλλά τα θεμελιώδη στοιχεία του κυπριακού τραπεζικού συστήματος δεν είναι συγκρίσιμα με τα προβλήματα που ταλαιπώρησαν τις τράπεζες στις Ηνωμένες Πολιτείες ή ακόμη και την Credit Suisse.

### **Διδάγματα και συμπεράσματα**

Υπάρχουν ορισμένα διδάγματα και συμπεράσματα που μπορούν να εξαχθούν από αυτό το επεισόδιο χρηματοοικονομικής αναταραχής. Πρώτον, η ομαλοποίηση των επιτοκίων μετά από μια πολύ μακρά περίοδο εξαιρετικά χαμηλών επιτοκίων που ακολούθησε την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, είναι μια ολισθηρή πορεία, καθώς είναι βέβαιο ότι θα αποκαλύψει αδυναμίες στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Δεύτερον, σε αντίθεση με το 2008, δεν πρόκειται για πιστωτική κρίση και ο κίνδυνος μετάδοσης είναι ευκολότερο να περιοριστεί. Η οικονομική ανάκαμψη μετά την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση στηρίχθηκε σε δημοσιονομικά και νομισματικά μέτρα τόνωσης, ενώ οι τραπεζικές πιστώσεις παρέμεναν αδύναμες. Ως εκ τούτου, οι τράπεζες επένδυσαν την πλεονάζουσα ρευστότητά τους σε μακροπρόθεσμους τίτλους. Ενώ τα υψηλότερα και αυξανόμενα επιτόκια μειώνουν την υποκείμενη αξία αυτών των τίτλων, δεν είναι απαραίτητο να πραγματοποιηθούν και να λογισθούν ως ζημιές, εκτός εάν υπάρξει απώλεια εμπιστοσύνης που θα προκαλέσει φυγή ρευστότητας και θα αναγκάσει τις τράπεζες σε πωλήσεις τίτλων.

Τρίτον, το ευάλωτο τμήμα του χρηματοπιστωτικού συστήματος είναι οι λιγότερο ρυθμιζόμενες, μεσαίου μεγέθους περιφερειακές τράπεζες, ιδίως στις ΗΠΑ. Οι σημερινές συνθήκες θα οδηγήσουν σε αυστηρότερες ρυθμίσεις αυτού του τομέα τραπεζών, κα ενδεχομένως σε ενοποιήσεις. Οι μεγαλύτερες και πιο συστημικά σημαντικές τράπεζες δεν διατρέχουν ιδιαίτερο κίνδυνο. Οι επιπτώσεις σε επίπεδο συστήματος θα πρέπει να είναι διαχειρίσιμες ακόμη και στην πιθανή περίπτωση που οι ισολογισμοί των μεσαίων τραπεζών βρεθούν υπό αυξημένη πίεση.

---

Ένα άλλο σημαντικό μάθημα είναι ότι η έγκαιρη και αποφασιστική παρέμβαση κατά την έναρξη μιας πιθανής τραπεζικής ή χρηματοπιστωτικής κρίσης είναι ζωτικής σημασίας, όπως έπραξαν σε μεγάλο βαθμό οι αρχές στις ΗΠΑ και την Ελβετία. Μια εκτεταμένη φυγή καταθέσεων θα μπορούσε δυνητικά να προκαλέσει ένα ντόμινο περαιτέρω τραπεζικών χρεοκοπιών, το οποίο θα επηρέαζε επίσης την προθυμία των τραπεζών να δανείζουν.

Τέλος, τα τραπεζικά προβλήματα που αποκαλύπτονται από την τρέχουσα αναταραχή υποδεικνύουν όρια στη νομισματική σκλήρυνση και μπορεί να ωθήσουν τόσο την Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ όσο και την ΕΚΤ να τερματίσουν την αύξηση των επιτοκίων τους μάλλον νωρίτερα παρά αργότερα. Εάν τα θεμελιώδη μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας παραπέμπουν σε υψηλότερο μακροπρόθεσμο πληθωρισμό, η στόχευση ενός χαμηλότερου πληθωρισμού θα απαιτήσει υψηλότερα επιτόκια, τα οποία θα αποτελέσουν τροχοπέδη στην οικονομική ανάπτυξη. Στο τέλος, η αναθεώρηση της νομισματικής στόχευσης για υψηλότερο επίπεδο πληθωρισμού μπορεί να καταστεί αναπόφευκτη. Κάτι τέτοιο δεν θα είναι απαραίτητα κακό.

*\*Ο Ιωάννης Τιρκίδης είναι Διευθυντής Οικονομικών Ερευνών στην Τράπεζα Κύπρου και Πρόεδρος της Εταιρείας Κυπριακών Οικονομικών Μελετών (Cyprus Economic Society). Οι απόψεις που εκφράζονται είναι προσωπικές.*