

Η Καταστροφή της Κυπριακής Οικονομίας: από την έλλειψη ευθυκρισίας στην ελλειμματική διαχείριση

Σταύρος Α. Ζένιος
Καθηγητής χρηματοοικονομικών, Πανεπιστήμιο Κύπρου
Senior Fellow, The Wharton Financial Institutions Center, USA

26/9/13 v.2 (χωρίς παραρτήματα)

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	2
ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΚΡΙΣΗ –ΜΕΧΡΙ ΤΟ 2008	4
Η ΚΡΙΣΗ ΞΕΣΠΑ –2008 ΜΕ 2011	5
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΗΣ ΚΡΙΣΗΣ –2012 ΜΕ 2013	6
ΑΠΟΚΟΡΥΦΩΣΗ –ΜΑΡΤΙΟΣ 2013	7
ΕΥΘΥΝΕΣ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ	9
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι. ΟΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΚΡΙΣΗ –ΜΕΧΡΙ ΤΟ 2008.	12
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ. ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑΘΕΣΗΣ ΧΑΡΙΛΑΟΥ ΣΤΑΥΡΑΚΗ ΑΝΑΦΟΡΙΚΑ ΜΕ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ, ΔΗΜΟΣΙΟ ΕΛΛΕΙΜΜΑ ΚΑΙ ΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥΣ.	20
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΟΜΟΛΟΓΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΑΠΟ ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ: ΕΛΛΕΙΨΗ ΕΥΘΥΚΡΙΣΙΑΣ, ΑΠΟΤΥΧΙΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ Η ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΕΓΚΛΗΜΑ;	32
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙV. Η ΠΑΡΑΧΩΡΗΣΗ ΕΛΑ ΑΠΟ ΚΕΝΤΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ: ΕΛΛΕΙΨΗ ΕΥΘΥΚΡΙΣΙΑΣ, ΟΛΙΓΩΡΙΑ Η ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΣΚΟΠΙΜΟΤΗΤΕΣ;	56
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ V. DUE DILIGENCE BY PIMCO AND COLLAPSE OF THE CYPRUS ECONOMY.	57

Εισαγωγή

Στις 4 Οκτωβρίου 2010 η εφημερίδα ***Khaleej Times*** των Ηνωμένων Αραβικών Εμιράτων εξέδιδε ειδικό αφιέρωμα για την Κύπρο με τίτλο «Γιορτάζοντας 50 χρόνια ανθεκτικότητας και ανάπτυξης». Η περηφάνια του τότε Προέδρου της Κυπριακής Δημοκρατίας Δημήτρη Χριστόφια ήταν διάχυτη στο πρωτοσέλιδο μήνυμά του: «το νησί διαθέτει σίγουρο οικονομικό περιβάλλον που προσφέρει εμπιστοσύνη και ασφάλεια». Και όμως! Σε έξη μήνες η χώρα κυοφόρησε μια από τις πλέον σύνθετες οικονομικές κρίσεις της ευροζώνης. Τον Μάιο του 2011 αποκλείεται από τις χρηματαγορές. Τον Οκτώβρη 2011 οι κυπριακές τράπεζες υπόκεινται ζημιές 4.6 δις από την απομείωση ομολόγων ελληνικού δημοσίου. Τον Μάρτιο του 2013 το ασφαλές «εφαλτήριο για ευρωπαϊκές επενδύσεις στην Μέση Ανατολή, Αφρική και Ασία» βλέπει τις καταθέσεις των ταμείων σύνταξης σε τράπεζες να υφαρπάζονται από το κράτος και τις «ευρωπαϊκές επενδύσεις» να υπόκεινται σε περιορισμούς διακίνησης κεφαλαίων. Η Κύπρος μετατρέπεται σε πειραματόζωο για πρωτοφανείς μεθόδους διαχείρισης κρίσεων χρέους και γίνεται πρωτοσέλιδο παράδειγμα προς αποφυγή στα διεθνή μέσα ενημέρωσης. Αυτή είναι η μεγαλύτερη κρίση που αντιμετωπίζει η κυπριακή οικονομία από την ανακήρυξη της Δημοκρατίας -και, με οικονομικά κριτήρια, της ίδιας τάξης μεγέθους όπως το 1974.

Τι συνέβη? Η απάντηση είναι σύνθετη. Πολύπλοκα συστήματα –όπως αυτό μιας εθνικής οικονομίας- καταρρέουν με σύνθετους τρόπους. Συστημικές κρίσεις οφείλονται συνήθως σε ένα συνδυασμό κακοδιαχείρισης και κακής τύχης και προϋποθέτουν πολλαπλές και ταυτόχρονες θεσμικές και ατομικές αστοχίες. Η ευθύνη δεν μπορεί να εντοπιστεί αποκλειστικά σε ένα μόνο σημείο του συστήματος αφού αν οποιοσδήποτε από τους πρωταγωνιστές είχε συμπεριφερθεί διαφορετικά θα είχε αποφευχθεί η κρίση.

Η Κύπρος εντάχθηκε στην Ευρωπαϊκή Ένωση το 2004 και στην ευροζώνη το 2008. Αυτά τα σημαντικά επιτεύγματα δημιούργησαν μεγάλες ευκαιρίες για την χώρα και την οικονομία της. Έκρυσαν όμως και τεράστιες παγίδες. Η ασφάλεια της ΕΕ και το ενιαίο νόμισμα προσέλκυσαν υπέρογκα ποσά στην Κύπρο τα οποία η χώρα δεν ήταν σε θέση να διαχειριστεί.

Οι παράγοντες που επέδρασαν στις κρίσεις άλλων χωρών φαίνεται να ίσχυαν και στην Κύπρο:

- a. προϋποθέσεις για κρίση
- b. μεταδοτικότητα
- c. αγελαία συμπεριφορά
- d. ελαττωματικός δανεισμός
- e. σιωπηροί ελεγκτές
- f. ελλιπής εποπτεία
- g. σπάταλο Κράτος
- h. ρηχή πολιτική κρατικών εγγυήσεων.

Παρατηρητής όλων αυτών ένα πολιτικό σύστημα αδύναμο ή ανίκανο ή απρόθυμο να δράσει.

Οι φάσεις της Κυπριακής κρίσης

Για να δώσουμε μια ολοκληρωμένη αφήγηση για το «τι συνέβη» είναι χρήσιμο να δούμε την εξέλιξη της κρίσης σε τρεις διακριτές φάσεις:

1. Η κατάσταση της Κυπριακής οικονομίας μέχρι το 2008 που ξέσπασε η διεθνής οικονομική κρίση.

Στην περίοδο αυτή είχε συσσωρευθεί ανησυχητικά ψηλό χρέος νοικοκυριών, επιχειρήσεων και δημοσίου. Η οικονομία έχασε την ανταγωνιστικότητα της και εμφάνιζε σημαντικές ανισορροπίες οι οποίες καλύπτονταν από ένα υπερμεγέθη τραπεζικό τομέα. Είχαν δημιουργηθεί έτσι οι προϋποθέσεις για να πληγεί καίρια η κυπριακή οικονομία από την διεθνή κρίση.

Σε αυτή την περίοδο τα εμφανιζόμενα προβλήματα δεν είχαν γίνει αντιληπτά.

2. Η περίοδος 2008--2011 όταν η Κύπρος αποκλείστηκε από τις διεθνείς χρηματαγορές και οι τράπεζες υπέστησαν ζημιές 4.6 δις. από την απομείωση των ομολόγων ελληνικού δημοσίου,.

Η επιδείνωση των δημόσιων οικονομικών και οι αρνητικές επιπτώσεις στον τραπεζικό τομέα από την απομείωση των ομολόγων ελληνικού δημοσίου ενεργοποίησαν ένα φαύλο κύκλο αλληλεξάρτησης τραπεζών-δημόσιων οικονομικών. Χωρίς την λήψη μέτρων η Κύπρος οδηγείτο με μαθηματική ακρίβεια στον αποκλεισμό από τις χρηματαγορές και μόνο η χρονική στιγμή του αποκλεισμού δεν ήταν προδιαγεγραμμένη. Αξιοσημείωτο ότι ο αποκλεισμός προηγήθηκε της καταστροφής του ηλεκτροπαραγωγικού σταθμού στο Μαρί από την έκρηξη της 11^{ης} Ιουλίου 2011.

Αυτή η περίοδος χαρακτηρίζεται από έλλειψη ευθυκρισίας *-bad judgment-* που οδηγεί στην συσσώρευση μεγάλων προβλημάτων.

3. Η περίοδος μέχρι τον Μάρτιο 2013 όταν η Κύπρος εξασφάλισε βοήθεια από διεθνείς οργανισμούς εκχωρώντας σημαντικά κυριαρχικά δικαιώματα στους δανειστές.

Ατολμία, ολιγωρία και αμέλεια, ερασιτεχνισμοί, τακτικισμοί και πολιτικές σκοπιμότητες οδηγούν ένα μεγάλο αρχικό πρόβλημα ύψους 4.6 δις, δηλαδή 25% του ΑΕΠ, σε υποτροπιασμό. Η κυπριακή οικονομία αντιμετωπίζει σταδιακά ένα τεράστιο δυσεπίλυτο πρόβλημα 17 δις -σχεδόν 100% του ΑΕΠ- και η εφαρμογή πρωτοφανών λύσεων καθίσταται αναπόφευκτη.

Αυτή είναι η περίοδος κακοδιαχείρισης που προκάλεσε την τελική κατάρρευση.

4. Το αποκορύφωμα της τραγωδίας ήταν τα γεγονότα του Μαρτίου 2013 στον eurogroup όπου γράφτηκε το τέλος της πρώτης φάσης της νέας Κυπριακής τραγωδίας. Η χώρα περνά στην εποχή του Μνημονίου και τίθεται υπό την επιτήρηση διεθνών δανειστών.

Προϋποθέσεις για την κυπριακή κρίση –μέχρι το 2008

Οι προϋποθέσεις για να ξεσπάσει η κρίση είχαν δημιουργηθεί πολύ πριν τον Μάιο 2011. Το βιβλίο [Δημιουργική Κύπρος](#) αναλύει γιατί μετά από πενήντα χρόνια ανεξαρτησίας «η Κυπριακή οικονομία έχασε τον προσανατολισμό της»¹. Παραθέτοντας εκτενή στοιχεία χαρακτηρίζει μεταιχμιακή την κατάσταση της Κυπριακής οικονομίας με την ένταξη στην ΕΕ και επισημαίνει:

«Προφανώς δεν φαίνεται να έχουμε αντιληφθεί την πραγματική κατάσταση. Αντί να εντεινουμε τις προσπάθειες μας για να αξιοποιήσουμε το νέο περιβάλλον -- ενεργοποιώντας το κυπριακό επιχειρηματικό πνεύμα που έκτισε την Δημοκρατία το '60 και αναγέννησε την κατεστραμμένη οικονομία μετά το '74— αυξήσαμε τους μισθούς μας, πήραμε επιδόματα και φύγαμε για ψώνια. Αντί να αυξηθούν οι αποταμιεύσεις και οι επενδυτικές δαπάνες, αυξήθηκαν τα δημόσια επιδόματα. Αυτά μόνο πρόσκαιρα οφέλη φέρνουν σε μια κοινωνία --και πρόσκαιρο κέρδος σε εκείνες τις πολιτικές δυνάμεις που τα υποστηρίζουν.»

Όταν ξεσπούσε η διεθνής οικονομική κρίση το 2008 το δημόσιο χρέος δεν υπερέβαινε αποδεκτά όρια. Ωστόσο δύο χαρακτηριστικά δημιουργούσαν προϋποθέσεις για να επηρεαστεί αρνητικά η Κύπρος από την διεθνή κρίση. Πρώτον, από το 2001 το δημόσιο χρέος υπερβαίνει το όριο 60% του Μάαστριχ με μοναδική εξαίρεση την τριετία πριν την ένταξη στην ευροζώνη. Δεύτερο, στις περισσότερες αναπτυγμένες οικονομίες το δημόσιο χρέος είχε σταθεροποιηθεί ή και μειωνόταν πριν ξεσπάσει η διεθνής κρίση. Στην περίπτωση της Κύπρου οι δημόσιες δαπάνες αυξάνονταν καθώς ερχόταν η κρίση και δεν άφηνε περιθώρια για κρατική παρέμβαση όταν η κρίση κτύπησε την Κυπριακή οικονομία. Χαρακτηριστικά, το 2007 το δημόσιο χρέος Ιρλανδίας, Ισπανίας και Κύπρου βρισκόταν, αντίστοιχα, στο 25%, 36% και 59% του ΑΕΠ.

Ταυτόχρονα το ενεργητικό των Κυπριακών τραπεζών ανερχόταν σε 700% του ΑΕΠ και ήταν συγκεντρωμένο σε δύο συστημικές τράπεζες. Τίποτα από τα χαρακτηριστικά του τραπεζικού συστήματος δεν αποτελούσε πρόβλημα εφ' εαυτού. Ωστόσο χωρίς την κατάλληλη διαχείριση δημιούργησαν προϋποθέσεις για να αναφούν σημαντικά προβλήματα. Στις προϋποθέσεις για την μετέπειτα κρίση του τραπεζικού συστήματος έχουμε και το γεγονός ότι οι τράπεζες στην Κύπρο ήταν ως επί το πλείστον Κυπριακές και αυτό επιβάρυνε το κυπριακό δημόσιο με εγγυήσεις στις οποίες δεν μπορούσε με αξιοπιστία να ανταποκριθεί. Επί πλέον το κυπριακό τραπεζικό σύστημα χαρακτηριζόταν από εσωστρέφεια και πολιτικοποίηση. Είχε ανάγκη από «ανανέωση με καινούργια πρόσωπα, νέες ιδέες και διεθνείς συμβουλές». Από αυτή την άποψη η αποχώρηση της HSBC από την Λαϊκή Τράπεζα και η αλλαγή ιδιοκτησίας με ιδιωτικές και «αυστηρά εμπιστευτικές» συμφωνίες μεταξύ της τότε διεύθυνσης και των νέων μετόχων με την ανοχή των εποπτικών αρχών δημιούργησαν προϋποθέσεις για τη μελλοντική κατάρρευση της Τράπεζας. Οι προϋποθέσεις για την κρίση αναλύονται στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι. Οι προϋποθέσεις για την κυπριακή κρίση –μέχρι το 2008.

¹ Ζένιος, Σ.Α. (2011), *Δημιουργική Κύπρος. Πολιτική μεταρρύθμιση για την Κύπρο του 21^{ου} αιώνα*, Αθήνα: ΠΑΠΑΖΗΣΗΣ, σελ. 60-63.

Η κρίση ξεσπά –2008 με 2011

Στην περίοδο αυτή ενεργοποιείται ο φαύλος κύκλος αλληλεξάρτησης τραπεζών-δημόσιων οικονομικών ο οποίος είναι τεκμηριωμένος στην βιβλιογραφία. Κακώς στην Κύπρο η συζήτηση περιστρέφεται γύρω από το ποιός από τους δύο φέρει αποκλειστική ευθύνη. Κράτος και δημόσια οικονομικά είναι συνδεδεμένα ως σιαμαία δίδυμα και προσπάθεια να επιρριφθούν ευθύνες αποκλειστικά στο ένα μέρος αγνοούν την αλληλεξάρτηση των δύο.

Το μέγεθος του τραπεζικού τομέα αντιστοιχούσε σε 700% ΑΕΠ. Από την στιγμή που το δημόσιο δεν μπορεί να εγγυηθεί αξιόπιστα την σταθερότητα των τραπεζών, ενεργοποιείται ένας φαύλος κύκλος υποβάθμισης των τραπεζών που οδηγεί σε υποβάθμιση της οικονομίας. Αυτός ο φαύλος κύκλος οδήγησε την χώρα σε αποκλεισμό από τις αγορές σε δύο βήματα:

1. Σημαντική επιδείνωση των δημόσιων οικονομικών στα πρώτα τρία χρόνια της διακυβέρνησης Χριστόφια με άστοχες ενέργειες όπως αναλύονται στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ II. *Ανάλυση κατάθεσης Χαρίλαου Σταυράκη αναφορικά με δημόσιο χρέος, δημόσιο έλλειμμα και τη διαχείριση τους.*
2. Η ύβρις των κυπριακών τραπεζών να συγκεντρώσουν σημαντικούς κινδύνους του αποθεματικού τους σε ομόλογα του Ελληνικού δημοσίου που, αν και εμφανίστηκαν στις οθόνες των Εποπτικών Αρχών και των Διοικητικών Συμβουλίων, έτυχαν ανεπαρκούς αντιμετώπισης. Αυτά αναλύονται στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ III. *Επενδύσεις σε Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου από Τράπεζα Κύπρου: έλλειψη ευθυκρισίας, αποτυχία εταιρικής διακυβέρνησης ή οικονομικό έγκλημα;*

Ένα τρίτο βήμα έδωσε το αποφασιστικό κτύπημα στις συστημικές τράπεζες οδηγώντας τις στα πρόθυρα κατάρρευσης και το κράτος να εμφανίζεται αδύναμο να τις στηρίξει προκαλώντας την κατάρρευση της οικονομίας:

3. Η πολιτική απόφαση των αρχηγών της ΕΕ για αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους με το PSI όπως αποφασίστηκε στις 21 Ιουλίου 2011 με απομείωση της παρούσας αξίας των ομολόγων κατά 21%, και PSI+ της 26^{ης} Οκτωβρίου 2011 που προνοούσε διαγραφή 50% της ονομαστικής αξίας των ομολόγων. Ο σημαντικός αντίκτυπος αυτής της απόφασης στις τράπεζες αναλύεται στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ III. *Επενδύσεις σε Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου από Τράπεζα Κύπρου: έλλειψη ευθυκρισίας, αποτυχία εταιρικής διακυβέρνησης ή οικονομικό έγκλημα;*

Οι Τράπεζες διακινδύνεψαν την ύπαρξη τους στην αβάσιμη άποψη ότι δεν θα γινόταν αθέτηση πληρωμών ομολόγων χώρας της ευροζώνης. Η Κυβέρνηση προκάλεσε το πρόβλημα συμφωνώντας στην απομείωση των ΟΕΔ χωρίς να εξασφαλίσει επαρκή υποστήριξη για τις Τράπεζες. Η Εποπτική Αρχή είχε περιορισμένα εργαλεία για να αποτρέψει την καταστροφή αλλά δεν τα χρησιμοποίησε αποφασιστικά ούτε κατάφερε να ασκήσει την δέουσα επιρροή.

Τόσο η διαχείριση των δημόσιων οικονομικών όσο και των τραπεζών χαρακτηρίζεται από έλλειψη ευθυκρισίας -bad judgment- στην αντιμετώπιση μεγάλων προβλημάτων που συσσωρεύονταν. Όλοι έπαιξαν και έχασαν.

Διαχείριση της κρίσης –2012 με 2013

Με τον αποκλεισμό της Κύπρου από τις χρηματαγορές τον Μάιο 2012 και απώλειες των τραπεζών ύψους 4.6 δις ως αποτέλεσμα της απομείωσης των ΟΕΔ τον Οκτώβρη του ίδιου έτους η χώρα βρίσκεται πλέον σε καθεστώς πτώχευσης. Ούτε το κράτος μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του ούτε η μια μεγάλη συστηματική τράπεζα –η Λαϊκή- να παραμείνει σε λειτουργία χωρίς κρατική στήριξη. Και αντί άμεσης αντιμετώπισης του προβλήματος μπαίνουμε σε μια περίοδο ατολμίας, ολιγωρίας και αμέλειας, ερασιτεχνισμών, τακτικισμών και πολιτικών σκοπιμοτήτων που οδηγούν ένα μεγάλο αρχικό πρόβλημα ύψους 25% του ΑΕΠ σε υποτροπιασμό. Η κρίση της κυπριακής οικονομίας σταδιακά γίνεται ένα τεράστιο δυσεπίλυτο πρόβλημα 17 δις -σχεδόν 100% του ΑΕΠ.

Αυτή είναι η περίοδος ασύγγνωστης αμέλειας, αδράνειας, και ατολμίας στην αντιμετώπιση σαφών και προβλεπτών κινδύνων που προκάλεσε την τελική κατάρρευση. Πρόκειται για μια θλιβερή ιστορία ανευθυνότητας και κακοδιαχείρισης.

Τρία χαρακτηριστικά συνθέτουν το σκηνικό της τελικής φάσης της τραγωδίας:

1. Αδικαιολόγητη καθυστέρηση στο να ζητηθεί και συμφωνηθεί πρόγραμμα βοήθειας με τους διεθνείς οργανισμούς. Όλες οι χώρες της ευρωζώνης που αντιμετώπιζαν προβλήματα ζήτησαν βοήθεια όταν τα spreads των CDS (credit default swaps) πενταετούς διάρκειας ήταν γύρω στα 600, ενώ η Κυπριακή κυβέρνηση δεν ζήτησε βοήθεια μέχρι που τα spreads ξεπέρασαν τα 1500. Επιπρόσθετα οι άλλες χώρες κατέληξαν σε συμφωνία εντός ενός περίπου μήνα ενώ η Κυπριακή Δημοκρατία δεν είχε συμφωνημένο μνημόνιο για πάνω από οκτώ μήνες. Υπαιτιότητα για την καθυστέρηση βαρύνει την Κυβέρνηση, όπως αναλύεται στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ IV. *Η παραχώρηση ELA από Κεντρική Τράπεζα Κύπρου: έλλειψη ευθυκρισίας, ολιγωρία ή πολιτικές σκοπιμότητες;*
2. Η Λαϊκή τράπεζα μπαίνει «στον αναπνευστήρα μέχρι τις εκλογές», απορροφά κρατική στήριξη €1.8 δις και συσσωρεύει ELA 9.2 δις, δηλαδή 51% του ΑΕΠ, σε αντίθεση με τις καλές πρακτικές διαχείρισης ELA και με διαφορετική άποψη της ΕΚΤ όσο αφορά την διάσωσή της. Ανάλυση περιέχεται στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ IV. *Η παραχώρηση ELA από Κεντρική Τράπεζα Κύπρου: έλλειψη ευθυκρισίας, ολιγωρία ή πολιτικές σκοπιμότητες;*
3. Οι απώλειες των τραπεζών υπολογίζονται με βάση την μελέτη της PIMCO σε €8.867 δις και οι ανάγκες τους σε €5.7 δις. Το ποσό αυτό προστίθεται στις ανάγκες του δημοσίου και ως αποτέλεσμα το συνολικό χρέος της χώρας θεωρείται πλέον μη βιώσιμο και επιβάλλονται λύσεις διάσωσης με ίδια μέσα –bail-in. Ωστόσο η ανάλυση στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ V. *Due Diligence by PIMCO and collapse of the Cyprus economy* αποκαλύπτει ότι οι ανάγκες του Κυπριακού τραπεζικού συστήματος κυμαίνονται μεταξύ €648 εκατ. και €2,4 δις αντί €5,7 δις. Η διαφορά έχει τεράστιο αντίκτυπο τόσο στην λύση κουρέματος που τελικά επεβλήθη όσο και στην ικανότητα της οικονομίας να ανακάμψει.

Αποκορύφωση –Μάρτιος 2013

Τα Μάρτιο 2013 ήρθε η αποκορύφωση της κρίσης με την λήψη των αποφάσεων του eurogroup στις 15-16 και 25 Μαρτίου 2013.

Μέχρι τότε το πρόβλημα είχε καταστεί δυσεπίλυτο τόσο από πλευράς αριθμών όσο και από πλευράς διεθνών πολιτικών συγκυριών. Ακόμη και μεταξύ ΔΝΤ και Ευρωπαϊκών θεσμών εμφανίστηκαν σοβαρές διαφωνίες και η Τρόικα εμφανιζόταν διχασμένη για το πρόγραμμα βοήθειας προς την Κύπρο². Επομένως είναι πολύ δύσκολο να βγουν ασφαλή συμπεράσματα για τους χειρισμούς της Κυβέρνησης. Υπό τις περιστάσεις το bail-in των καταθετών ήταν μάλλον αναπόφευκτο.

Ωστόσο και σε αυτή τη φάση έγιναν λάθη που θα μπορούσαν να είχαν αποφευχθεί και τα οποία θα άμβλυναν σημαντικά τα προβλήματα που ακολούθησαν.

1. Η Κυβέρνηση όφειλε να ήταν προετοιμασμένη για το ενδεχόμενο κούρέματος καταθέσεων. Δεν θα μπορούσε να το αποφύγει αλλά θα μπορούσε να είχε επιτύχει καλύτερο αποτέλεσμα. Η μέθοδος του bail-in ήδη συζητείτο στην Ευρώπη και υπάρχουν ενδείξεις ότι η απερχόμενη κυβέρνηση γνώριζε γι' αυτό το ενδεχόμενο. Παρά τις διαψεύσεις διαφόρων αξιωματούχων και την άποψη του υπουργού Οικονομικών Μιχάλη Σαρρή ότι το κούρεμα των καταθέσεων θα ήταν «ανοησία», υπήρχαν σαφείς προειδοποιήσεις ότι η μέθοδος αυτή ήταν μια από τις εναλλακτικές επιλογές που τέθηκε στο eurogroup ήδη από την συνεδρία της 11^{ης} Φεβρουαρίου 2013³.

Τι θα μπορούσε να είχε γίνει διαφορετικά; Οπωσδήποτε δεν έπρεπε να επηρεαστούν οι καταθέτες κάτω των €100,000, αφού αυτά τα χρήματα είναι εγγυημένα από τα κράτη. Τυχόν επιβάρυνση αυτών των ποσών καταστρέφει την έννοια της ασφάλισης καταθέσεων (deposit insurance), επηρέαζε αρνητικά μελλοντικές προοπτικές της χώρας και είχε προκαλέσει διεθνή κατακραυγή. Ήταν ενδεχομένως και ο κύριος λόγος που η Κυπριακή Βουλή απέρριψε αυτή τη λύση, τόσο ως θέμα αρχής αλλά και ως θέμα πολιτικής αφού επηρέαζε σχεδόν όλο το εκλογικό σώμα. Τα 5,8δισ που ζητούσαν οι δανειστές θα μπορούσαν να εξασφαλιστούν με σχετικά ήπιο κούρεμα γύρω στο 15.5% από ολόκληρο το τραπεζικό σύστημα εξαιρουμένων των εγγυημένων. Δηλαδή, μεταξύ της αρχικής λύσης για 6% κούρεμα μέχρι τις 100,000 και 9.9% για τις μη εγγυημένες καταθέσεις, και της λύσης κούρέματος 80% με 90% (για μη εγγυημένες

² Spiegel Online, 21 Jan. 2013, Troika Travails: Split Emerges Over Cyprus Bailout Package <http://www.spiegel.de/international/europe/imf-and-europe-disagreement-could-delay-cyprus-bailout-package-a-878773.html> και http://www.democraticunderground.com/?com=view_post&forum=1116&pid=29420

³ Financial Times, February 10, 2013, Radical Rescue Proposed for Cyprus, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1d17a320-736f-11e2-9e92-00144feabdc0.html?siteedition=intl#axzz2fjpLQIcA>

καταθέσεις της Λαϊκής) και 47.5% για τις μη εγγυημένες της Τράπεζας Κύπρου υπήρχε η ενδιάμεση λύση του 15,5% για ολόκληρο το σύστημα. Η λύση αυτή είχε προταθεί εν μέσω της κρίσης από ομάδα κύπριων οικονομολόγων⁴. Με ικανή προετοιμασία θα μπορούσε να είχε γίνει αποδεκτή στις διαπραγματεύσεις αφού θα εξασφάλιζε με ίδια μέσα τα 5,8δισ όπως ζητούσαν οι δανειστές.

2. Η αποξένωση των δραστηριοτήτων των Τραπεζών Κύπρου και Λαϊκής στην Ελλάδα φαίνεται να έγινε με μη ευνοϊκούς όρους. Στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ IV. *Η παραχώρηση ELA από Κεντρική Τράπεζα Κύπρου: έλλειψη ευθυκρισίας, ολιγωρία ή πολιτικές σκοπιμότητες;* αναλύεται ένα μόνο μέρος αυτής της πράξης και αναδεικνύει χρηματοδοτικό κενό €3.8 δισ. Αυτό αποτελεί απώλεια πλούτου για την χώρα. Ωστόσο δεν υπήρχε χρόνος για να διερευνηθούν αυτές οι πτυχές της νέα κυπριακής τραγωδίας.
3. Σημαντική ρόλο σε αυτή τη φάση διαδραμάτισε και η Κυριακή Βουλή η οποία απέρριψε την αρχική συμφωνία χωρίς να προτείνει εναλλακτική λύση -όπως για παράδειγμα το ήπιο κούρεμα 15.5%. Το ΟΧΙ της Κυπριακής Βουλής διέσωσε μεν τις εγγυημένες καταθέσεις αλλά επέφερα πολύ βαρύ πλήγμα στην οικονομία με την δημιουργία μιας μέγα-τράπεζας στην απορρόφηση της Λαϊκής από την Τράπεζα Κύπρου και το συνεπακόλουθο κούρεμα καταθέσεων.

⁴ Κλιμακωτή φορολογία καταθέσεων και άθικτες οι εγγυημένες, <http://www.eleftheria-cy.org/node/28>

Ευθύνες και ο Ρόλος της Επιτροπής

Η Επιτροπή έχει διπλό ρόλο: να εντοπίσει τους παράγοντες και τις συνθήκες που οδήγησαν στην κρίση, και να αποδώσει ευθύνες. Δυστυχώς οι δύο αυτοί στόχοι βρίσκονται σε εγγενή σύγκρουση για δύο λόγους:

- a. Άτομα που θα μπορούσαν να δώσουν χρήσιμες πληροφορίες μάλλον θα διστάζουν αν θεωρούν ότι μπορεί να βρεθούν τελικά υπεύθυνοι.
- b. Ευθύνες δεν σημαίνει κατ' ανάγκη κακή πρόθεση ή δόλο, αλλά μπορεί να οφείλονται σε ελλιπείς γνώσεις και πληροφορίες, έλλειψη διορατικότητας, ανεπαρκή ανάλυση ή, απλά, το να παραμένει κάποιος σιωπηλός για θέματα που τον ανησυχούν.

Η απόδοση ευθυνών σε συγκεκριμένα άτομα είναι δύσκολη αν όχι αδύνατη. Αφενός τα άτομα αντικαθίστανται κατά την διάρκεια της κρίσης έτσι ευθύνες που ανήκουν θεσμικά σε ένα όργανο (π.χ. Υπουργείο Οικονομικών ή Κεντρική Τράπεζα) δεν μπορεί πάντοτε να αποδοθούν σε συγκεκριμένο Υπουργό ή Κεντρικό Τραπεζίτη. Ακόμη πιο σημαντικό, η φύση των συστημικών κρίσεων όπως έχουμε πει προϋποθέτει μια σειρά ατομικών και θεσμικών αστοχιών που συνυπάρχουν.

Άτομα σε θέση να λάβουν αποφάσεις είναι τελικά υπεύθυνα για τις αποφάσεις τους ανεξάρτητα από τις συμβουλές ή γνώμες που έλαβαν. Και όσο πιο ψηλή η θέση και όσο μεγαλύτερη η επιρροή τόσο πιο αυξημένες οι ευθύνες. Όσοι κατέχουν δημόσια αξιώματα έχουν ευθύνη να επηρεάσουν, άμεσα ή έμμεσα, τις αποφάσεις και τις συμπεριφορές άλλων εντός του, συνήθως μεγάλου, κύκλου επιρροής τους.

Το να απομονώσει κάποιος την ευθύνη ενός μόνο παράγοντα θα ήταν έλλειψη ισορροπίας.

Μια συστημική κρίση αποκαλύπτει ελλιπή κατανόηση της κατάστασης, κακή κρίση και ανεπαρκή δημόσια συζήτηση από ένα μεγάλο μέρος της κοινωνίας. Οπωσδήποτε όμως άτομα σε υπεύθυνες θέσεις σε τραπεζικούς οργανισμούς και τις δημόσιες αρχές αναμένεται να είχαν δράσει για να ανταποκριθούν στις ευθύνες που η κοινωνία τους είχε εμπιστευθεί.

Εμπειρίες από τις διερευνήσεις των οικονομικών κρίσεων στις ΗΠΑ, Ιρλανδία και Ισλανδία προσφέρουν καθοδήγηση για το ποιο ρόλο θα μπορούσε να διαδραματίσει η Διερευνητική Επιτροπή για την Κυπριακή κρίση. Οι διερευνητικές Επιτροπές και στις τρεις χώρες αποτελούνταν από ένα συνδυασμό εμπειρογνομόνων και δικαστών.

- a. Η Διερευνητική Επιτροπή των ΗΠΑ ήταν 10μελής. Πρόεδρος ήταν απόφοιτος της Σχολής Δημόσιας Διοίκησης του Πανεπιστημίου Χάρβαρντ και πρώην Treasurer στην πολιτεία της Καλιφόρνιας⁵.

⁵ <http://fcic.law.stanford.edu/>

- b. Στην Ισλανδία της τριμελούς επιτροπής Προέδρευε μέλος του ανωτάτου Δικαστηρίου και μέλη ήταν ο Επίτροπος Διοικήσεως και ένας Καθηγητής χρηματοοικονομικών του πανεπιστημίου Yale⁶.
- c. Ο Πρόεδρος της Ιρλανδικής Διερευνητικής Επιτροπής είχε διδακτορικό τίτλο στα Οικονομικά και τα άλλα δύο μέλη ειδικότητα σε Ευρωπαϊκά θέματα και χρηματοοικονομικά⁷.

Δυστυχώς η Διερευνητική Επιτροπή για την κρίση της κυπριακής οικονομίας έδρασε ως οιονεί δικαστήριο. Οι όροι περιέχουν 27 σημεία. Τα 26 είναι παρόμοια με τους όρους εντολής διεθνών επιτροπών, με επίμαχο το (xxv) το οποίο αναφέρεται στην απόδοση ευθυνών. Αυτό προκάλεσε και την ενδιάμεση απόφαση της πλειοψηφίας να μην ασχοληθεί με σημαντικά θέματα που αφορούσαν την Λαϊκή Τράπεζα που ήταν στο επίκεντρο της κρίσης. Πιστεύω ότι ήταν μέγα σφάλμα να θεωρήσουμε τη Διερευνητική Επιτροπή ως «οιονεί δικαστήριο» και να στερηθεί η Κύπρος της εις βάθος διερεύνησης των υπολοίπων 26 πτυχών της κρίσης όπως κατάφεραν οι άλλες χώρες. Χωρίς αυτή την διερεύνηση χάνουμε μεγάλο μέρος της Αλήθειας για το τι πράγματι συνέβη, ιδιαίτερα όταν η ενδιάμεση απόφαση αφήνει εκτός διερεύνησης γεγονότα που αφορούν την κατάρρευση της Λαϊκής Τράπεζας.

Ως αποτέλεσμα τόσο της ενδιάμεσης απόφασης αλλά και της γενικότερης προσέγγισης που εκφράζεται από την απόφαση της πλειοψηφίας, σημαντικά θέματα έχουν μείνει χωρίς διερεύνηση. Συγκεκριμένα διαπιστώνονται οι εξής ελλείψεις (με αναφορά στα συγκεκριμένα εδάφια από το διάταγμα του Υπουργικού Συμβουλίου για διορισμό της επιτροπής):

- a) Διερεύνηση για τη διάθεση του μεριδίου της HSBC στην MIG και στο Tosca Fund χωρίς να επιβεβαιωθεί ότι οι δύο οργανισμοί είναι ανεξάρτητοι μεταξύ τους, καθώς και οι «άκρως εμπιστευτικές» συμφωνίες μεταξύ διεύθυνσης και των νέων μετόχων. Όλες οι έρευνες που έγιναν ήταν υποτυπώδεις και δεν οδήγησαν σε σαφή συμπεράσματα (εδάφιο iii).
- b) Διερεύνηση για την παροχή δανείων σε συνδεδεμένα πρόσωπα ή εταιρείες και ιδιαίτερα η διεθνώς διατυπωμένη άποψη από τους Reuters σε άρθρο ημερομηνίας 16 Ιουλίου 2012 για μετοχοδάνεια μεταξύ Τράπεζας Πειραιώς (οικογένεια Σάλα) και Μαρφίν-Λαϊκή (Α. Βγενόπουλος)⁸ καθώς και προβληματικά δάνεια με ελλειμματικές εξασφαλίσεις περίπου 1δισ που συνδέονται κυρίως με την Marfin Investment Group⁹ (εδάφιο xiv).
- c) Τις συνθήκες αποξένωσης των δραστηριοτήτων των κυπριακών τραπεζών στην Ελλάδα η οποία φαίνεται από την ανάλυση διαθέσιμων

⁶ <http://www.rna.is/eldri-nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/skyrsla-nefndarinnar/english/>

⁷ <http://www.bankinginquiry.gov.ie/>

⁸ Special Report: Clandestine loans were used to fortify Greek bank, αναρτημένο στο διαδίκτυο <http://www.reuters.com/article/2012/07/16/us-greece-banks-idUSBRE86FOCL20120716>

⁹ Επιστολή Σπ. Γ. Σταυρινάκη προς Πρόεδρο Διοικητικού Συμβουλίου Cyprus Popular Bank, 28 Σεπτ. 2012.

στοιχείων ότι ισοδυναμούσε με μεταφορά πλούτου αρκετών δισεκατομμυρίων (εδάφια xiii και xxi).

- d) Την διαφυγή κεφαλαίων αμέσως πριν τις αποφάσεις του eurogroup για κούρεμα καταθέσεων καθώς και κατά την τραπεζική αργία που ακολούθησε (εδάφια ii και xvii).
- e) Την διάθεση ρευστότητας από τις κυπριακές τράπεζες στα υποκαταστήματα τους στην Ελλάδα χωρίς επαρκείς εξασφαλίσεις πριν την αποξένωση τους στην Τράπεζα Πειραιώς (εδάφιο xvii).

Καταληκτικά, θεωρώ ότι ο στόχος της διερεύνησης δεν είναι πρωτίστως η απόδοση ευθυνών -αυτό είναι έργο της δικαιοσύνης- αλλά η καταγραφή γεγονότων, ο εντοπισμός των υπευθύνων, η αποδόμηση μύθων και η ανάδειξη άγνωστων πτυχών που θα μας βοηθήσουν να αντιληφθούμε πώς η κρίση θα μπορούσε να είχε αποφευχθεί. Στόχος πρέπει να είναι η καταγραφή της ιστορίας της κρίσης με διαφάνεια και τεκμηρίωση γεγονότων που να επιτρέπουν στους πολίτες να βγάλουν τα δικά τους συμπεράσματα.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι. Οι προϋποθέσεις για την κυπριακή κρίση –μέχρι το 2008.

Προϋποθέσεις για την κυπριακή κρίση

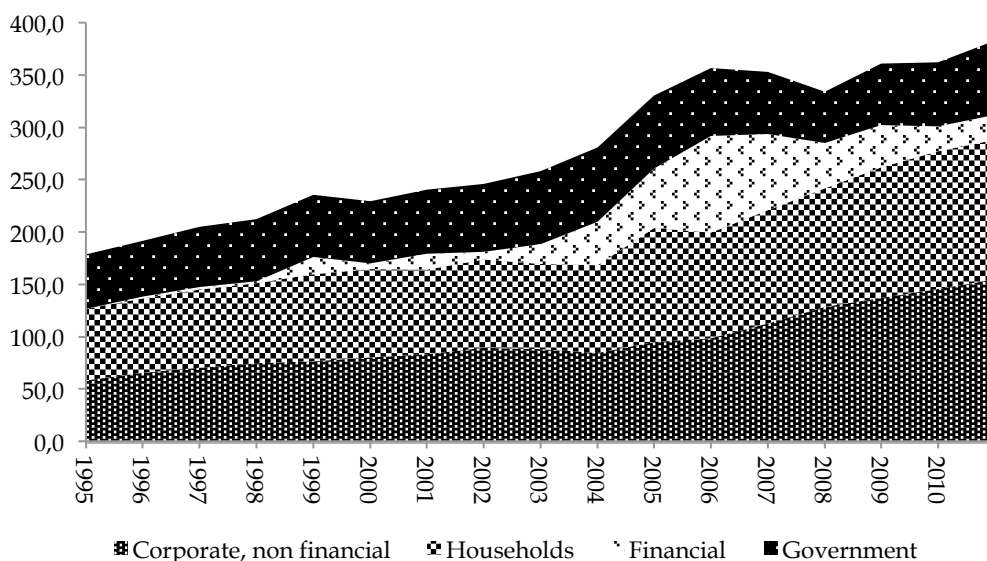
Ανάλυση από Σταύρο Α. Ζένιο για χρήση από Διερευνητική Επιτροπή, στηριζόμενη σε στοιχεία από βιβλίο και άρθρο του συγγραφέα *Δημιουργική Κύπρος. Πολιτική μεταρρύθμιση για την Κύπρο του 21^{ου} αιώνα, 2011*, Αθήνα: ΠΑΠΑΖΗΣΗΣ, σελ. 56—64 και “The Cyprus Debt: Perfect crisis and a way forward”, *Cyprus Economic Policy Review*, Vol. 7, No. 1, pp. 3-45 (2013).

Αν και πολλοί αποδίδουν τα προβλήματα της κυπριακής οικονομίας στην διεθνή οικονομική κρίση, η προσεκτική μελέτη των στοιχείων αποκαλύπτει κάτι άλλο: ότι τα χρόνια που προηγήθηκαν της κρίσης η οικονομία είχε συσσωρεύσει υπερβολικά ψηλό δανεισμό και έχασε τον δυναμισμό της. Το χρέος όλων των παραγόντων της οικονομίας –νοικοκυριών, επιχειρήσεων και κράτους– αυξανόταν σε επίπεδα πέραν της ικανότητάς τους να το εξυπηρετήσουν.

Στο Διάγραμμα 1 φαίνεται η συσσώρευση χρέους της κυπριακής οικονομίας. Η επιστημονική βιβλιογραφία –αλλά και η κοινή λογική—μας λένε ότι υπερβολικά ψηλό χρέος είναι συνταγή για καταστροφή: το χρέος είναι μια εύθραυστη κατάσταση. Ωστόσο δεν γνωρίζουμε τι αποτελεί “υπερβολικά ψηλό” χρέος, και αυτό διαφέρει από χώρα σε χώρα. Μελέτες της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών της Βασιλείας βρίσκουν ότι για τις χώρες του ΟΟΣΑ, συνολικό χρέος -εξαιρουμένων των χρηματοοικονομικών οργανισμών- πέραν του 250% του ΑΕΠ αποτελεί βαρίδι στην εθνική οικονομία. Ο διάμεσος χρέους κρατών-μελών του ΟΟΣΑ για το 2010 ήταν 322% του ΑΕΠ. Από το Διάγραμμα 1 βλέπουμε ότι το συνολικό χρέος της Κυπριακής οικονομίας ξεπέρασε τα όρια από το 2003. Όταν η Κύπρος αποκλείστηκε από τις χρηματαγορές το συνολικό χρέος ήταν 359% του ΑΕΠ, κατά 37 ποσοστιαίες μονάδες ψηλότερο από τον ενδιάμεσο χωρών του ΟΟΣΑ. Ιστορικά η αύξηση χρέους κατ’ αναλογία του ΑΕΠ ήταν σχεδόν ταυτόσημη με τον διεθνή μέσο όρο στο 5%. Με την ένταξη στο ευρώ το 2008 το χρέος αυξήθηκε πολύ πιο γρήγορα, κατά 69 ποσοστιαίες μονάδες περιλαμβανομένων και 22 ποσοστιαίων μονάδων για το δημόσιο χρέος.

Ιδιαίτερα αξιοπρόσεκτη είναι η δυναμική του χρέους με την ένταξη στην ευροζώνη: απότομη αύξηση χρέους χρηματοοικονομικών οργανισμών και νοικοκυριών οδήγησε στην μείωση του δημόσιου χρέους, ικανοποιώντας έτσι τα κριτήρια του Μάαστριχ για ένταξη στην ευροζώνη. Αυτό ήταν αποτέλεσμα της αύξησης των δημόσιων εσόδων λόγω της φούσκας των ακινήτων. Με την ένταξη στην ΕΕ είχαμε μια ελαφρά μείωση των δημόσιων δαπανών που σταθεροποιήθηκαν γύρω στο 42% του ΑΕΠ ενώ υπήρξε σημαντική αύξηση των εσόδων κατά 5 ποσοστιαίες μονάδες. Εφόσον όμως οι αυξήσεις των εσόδων δεν ήταν μόνιμη κατάσταση, τότε ούτε και η κατάσταση των δημόσιων οικονομικών ήταν διατηρήσιμη. Η κατάσταση επιδεινώθηκε ραγδαία μετά το 2008.

Διάγραμμα 1 Η συσσώρευση χρέους της Κυπριακής οικονομίας

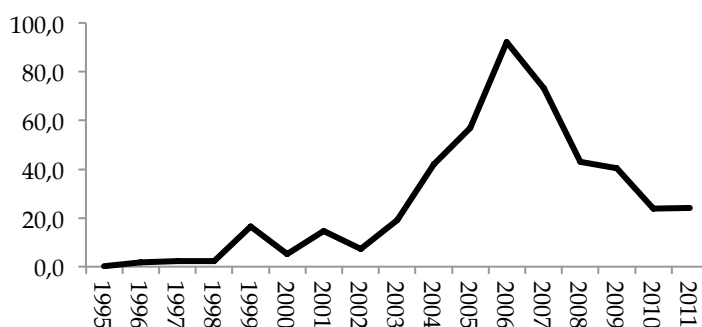


Όταν ξεσπούσε η διεθνής οικονομική κρίση το 2008 το δημόσιο χρέος δεν υπερέβαινε τα αποδεκτά όρια. Ωστόσο δύο χαρακτηριστικά δημιουργούσαν προϋποθέσεις για να επηρεαστεί αρνητικά η Κύπρος από την διεθνή κρίση:

1. Από το 2001 το δημόσιο χρέος υπερβαίνει το όριο 60% του Μάαστριχ με μοναδική εξαίρεση την τριετία πριν την ένταξη στην ευροζώνη.
2. Στις περισσότερες αναπτυγμένες οικονομίες το δημόσιο χρέος είχε σταθεροποιηθεί ή και μειωνόταν πριν ξεσπάσει η διεθνής κρίση και αυτό επέτρεπε την άσκηση επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής για αντιμετώπιση της κρίσης. Στην περίπτωση της Κύπρου οι δημόσιες δαπάνες αυξάνονταν καθώς ερχόταν η κρίση και δεν άφηνε περιθώρια για κρατική παρέμβαση όταν η κρίση κτύπησε την Κυπριακή οικονομία. Χαρακτηριστικά, το 2007 το δημόσιο χρέος Ιρλανδίας, Ισπανίας και Κύπρου βρισκόταν, αντίστοιχα, στο 25%, 36% και 59% του ΑΕΠ.

Η διεθνής οικονομική κρίση βρήκε τον τραπεζικό τομέα της Κύπρου σε γερές βάσεις. Δεν υπήρχαν επενδύσεις σε τοξικά προϊόντα και το χρέος των χρηματοοικονομικών οργανισμών ήταν 24.1% του ΑΕΠ, πολύ κοντά στον μέσο όρο αναπτυγμένων οικονομιών (23.6%) και πολύ χαμηλότερο από το αντίστοιχο της Ιρλανδίας ή Ισπανίας (259% και 50.7%).

Διάγραμμα 2. Χρέος χρηματοοικονομικών οργανισμών



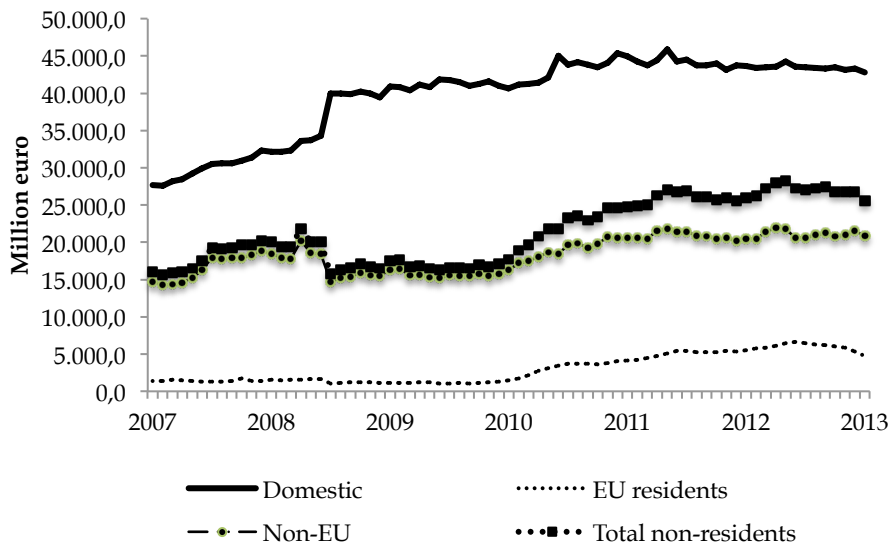
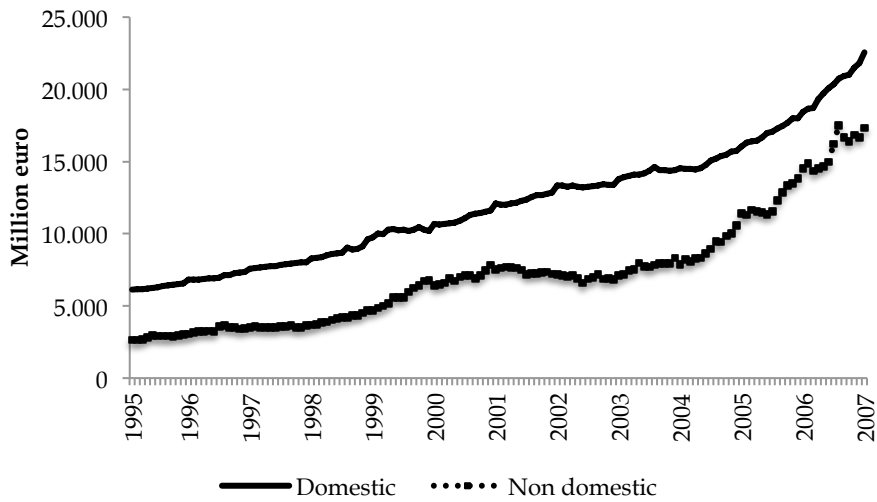
Source: Eurostat

Τα δάνεια χρηματοδοτούνταν από καταθέσεις και η αναλογία δάνεια-προς-καταθέσεις (ΔΠΚ) ήταν περίπου 1. Ωστόσο αν υπολογίσουμε την αναλογία ΔΠΚ για τους μόνιμους κατοίκους Κύπρου βλέπουμε σημαντική αύξηση από 1.4 το 2006 σε 2.1 μέχρι το 2013. Δηλαδή, υπήρχε σημαντική χρηματοδότηση με ξένες καταθέσεις. Στο Διάγραμμα 3 φαίνεται η μεγάλη εισροή ξένων καταθέσεων στην Κύπρο με την ένταξη στην ΕΕ. Περίπου το 1/3 των συνολικών καταθέσεων στις κυπριακές τράπεζες ήταν από μη-κάτοικους Κύπρου και αυτό αντιστοιχούσε σε 150% του ΑΕΠ της χώρας.

Το ενεργητικό των Κυπριακών τραπεζών ανερχόταν σε 700% του ΑΕΠ και ήταν συγκεντρωμένο σε δύο συστημικές τράπεζες -Κύπρου και Λαϊκή. Οι τράπεζες είχαν μεγαλώσει πολύ για να αφεθούν να καταρρεύσουν σε περίπτωση προβλημάτων αλλά ήταν και πολύ μεγάλες για να διασωθούν από το κράτος. Ήταν too-big-to-fail και too-big-to-save. Τίποτα από αυτά τα χαρακτηριστικά του τραπεζικού συστήματος δεν αποτελούσε πρόβλημα εφ' εαυτού. Ωστόσο χωρίς την κατάλληλη διαχείριση δημιούργησαν προϋποθέσεις για να αναφούν σημαντικά προβλήματα.

Στις προϋποθέσεις για την μετέπειτα κρίση του τραπεζικού συστήματος έχουμε και το γεγονός ότι οι τράπεζες στην Κύπρο ήταν ως επί το πλείστον Κυπριακές και αυτό επιβάρυνε το κυπριακό δημόσιο με εγγυήσεις στις οποίες δεν μπορούσε με αξιοπιστία να ανταποκριθεί καθώς ο τραπεζικός τομέας μεγεθυνόταν. Επί πλέον, όπως σχολιάζει και η Επιτροπή Lascelles, το κυπριακό τραπεζικό σύστημα χαρακτηριζόταν από εσωστρέφεια και πολιτικοποίηση. Είχε ανάγκη από «ανανέωση με καινούργια πρόσωπα, νέες ιδέες και διεθνείς συμβουλές». Από αυτή την άποψη η αποχώρηση της HSBC από την Λαϊκή Τράπεζα το 2006 και η αλλαγή ιδιοκτησίας με ιδιωτικές και «αυστηρά εμπιστευτικές» - strictly confidential- συμφωνίες μεταξύ της τότε διεύθυνσης και των νέων μετόχων δημιούργησαν προϋποθέσεις για τη μελλοντική κατάρρευση της Τράπεζας.

Διάγραμμα 3 Οι καταθέσεις σε κυπριακούς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς



Note: Top and bottom figures refer to different time periods and the classification of domestic and non-domestic is not identical during these periods so some discontinuity is present. Nevertheless the trends are clear.

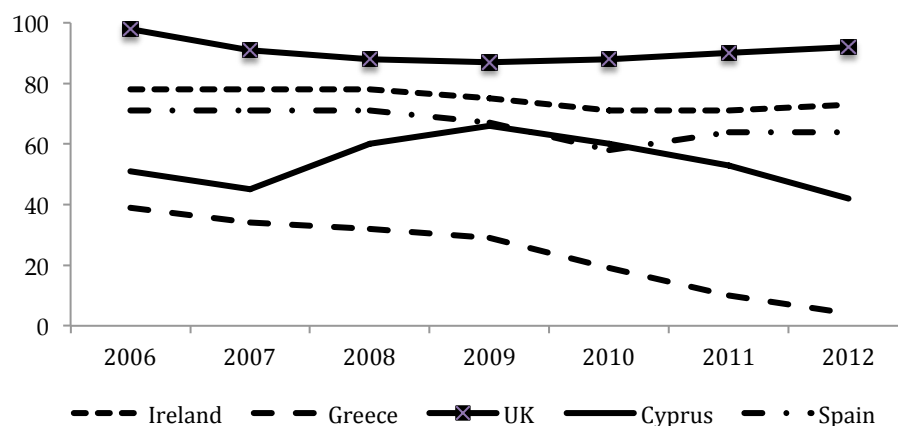
Με το ξέσπασμα της διεθνούς κρίσης το 2008 θα δούμε πως μια σειρά ενεργειών ή παραλείψεων Κυβέρνησης, Τραπεζών και Εποπτικών Αρχών μετέτρεψαν τις προϋποθέσεις σε πραγματικά προβλήματα.

Ορισμένοι βρήκαν εύκολη διέξοδο στο να αποδίδουν τα προβλήματα σε εξωγενείς παράγοντες της διεθνούς κρίσης, εκτός του δικού μας ελέγχου ή ακόμη και να θεωρούν ότι η κρίση θα μας «αφήσει αλώβητους». Αυτή ήταν συνταγή για αυτοκαταστροφή. Τα άτομα, οι οργανισμοί, οι κοινωνίες που επιτυγχάνουν είναι αυτοί που ψάχνουν να εντοπίσουν τι θα μπορούσαν οι ίδιοι να βελτιώσουν, αναλαμβάνουν τις δικές τους ευθύνες σε κάθε πρόβλημα.

Τι έλειπε από την Κυπριακή οικονομία; Πρώτα η ανταγωνιστικότητα.

Ο Δείκτης Ανταγωνιστικότητας που δημοσιεύει το World Economic Forum στο Νταβός δείχνει την Κύπρο να ακολουθεί καθοδική πορεία, βλ. Διάγραμμα 4. Όταν ενταχθήκαμε στην ΕΕ η Κύπρος κατείχε την 6^η πλέον ανταγωνιστική θέση μεταξύ των 27 νέων περιφερειών (regions). Μεταξύ όμως 118 περιφερειών όλων των κρατών-μελών βρισκόμαστε στην 92^η θέση!

Διάγραμμα 4 Η φθίνουσα ανταγωνιστικότητα της Κυπριακής οικονομίας

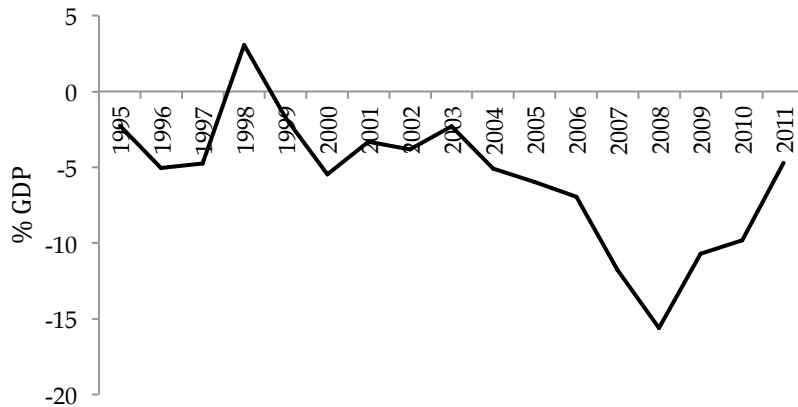


Επιπλέον, από το 2000 μέχρι το 2011 τα εργατικά κόστη στην Κύπρο αυξήθηκαν 65% σε σχέση με 40% στην ΕΕ των 17. Αυξήθηκαν περισσότερο από ό,τι στην Ελλάδα, Ισπανία, Πορτογαλία και Ιταλία. Ο πληθωρισμός στην χώρα μας κινήθηκε στα ίδια επίπεδα με την ΕΕ-17, επομένως το πραγματικό εργατικό κόστος ανέβηκε 25% περισσότερο από τους εταίρους μας. Συνυπολογίστε την χαμηλή παραγωγικότητα εργασίας και καταλήγουμε σε ένα δυσάρεστο συμπέρασμα: δεν δικαιολογούμε τους μισθούς μας.

Ως αποτέλεσμα της μειωμένης ανταγωνιστικότητας η χώρα είχε αρνητικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών για πάνω από μια δεκαετία, βλ. Διάγραμμα 5. Ο μέσος όρος ήταν -5.7% του ΑΕΠ από το 1995 και -10.5% για την πενταετία που προηγήθηκε της κρίσης. Με την ένταξη μας στην ΕΕ και ακολούθως στην ευροζώνη η κατάσταση σαφώς επιδεινώθηκε ως αποτέλεσμα της ελεύθερης διακίνησης προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαίων. Το σωρευτικό έλλειμμα -68% από το 2000- είναι χαμηλότερο μόνο της Ελλάδας από άλλες χώρες που αντιμετωπίζουν κρίσεις. Η Ισπανία έχει καλύτερες επιδόσεις και η Ιρλανδία σημαντικά καλύτερες. Ανησυχητική είναι και η σύγκριση με χώρες που αντιμετώπισαν τραπεζικές κρίσεις διεθνώς για την πενταετία που προηγήθηκε της δικής τους κρίσης:

- Αναπτυγμένες οικονομίες: -2% έως -3% του ΑΕΠ.
- ΗΠΑ για την πενταετία που προηγήθηκε της κρίσης του 2008: -5% έως -6% του ΑΕΠ.

Διάγραμμα 5 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών



Δεύτερο, η οικονομία έχασε τον προσανατολισμό της. Η χώρα δεν κατάφερε να εντοπίσει τους κρίσιμους παράγοντες που καθορίζουν το μέλλον μιας οικονομίας και να τους λάβει υπόψη στους σχεδιασμούς. Το κόστος ενέργειας, οι περιβαλλοντικοί κίνδυνοι, η ικανότητα για καινοτομία, η αξιοποίηση της γνώσης και των τεχνολογιών: αυτοί είναι οι κύριοι μοχλοί της οικονομίας. Όταν δεν κατανοούμε την επιρροή τους οι πολιτικοί σχεδιασμοί αστοχούν.

Για παράδειγμα, έχουμε τον ψηλότερο δείκτη εξάρτησης από εισαγόμενη ενέργεια στην Ευρώπη. Αυτό αποτελεί βαρίδι στην οικονομία. Οι ανακαλύψεις δικών μας κοιτασμάτων φυσικού αερίου προσφέρουν μια ελπιδοφόρα προοπτική. Ωστόσο δεν αποτελούν απάντηση για απεξάρτηση. Βαρίδι σε μια οικονομία είναι και το κόστος της ανεξέλεγκτης εκμετάλλευσης του φυσικού περιβάλλοντος. Η ΕΕ θέτει σημαντικούς περιορισμούς και η κυπριακή οικονομία αντιμετώπιζε τις επιπτώσεις. Τα τελευταία χρόνια η τιμή του ηλεκτρικού ρεύματος στην Κύπρο υπήρξε αυξημένη κατά 3%, λόγω ακριβώς του κόστους εκπομπής αέριων ρύπων. Το κόστος δεν φαίνεται μόνο στον μηνιαίο λογαριασμό των νοικοκυριών αλλά και στην ανταγωνιστικότητα της βιομηχανίας. Μετά την καταστροφή του ηλεκτροπαραγωγού σταθμού στο Βασιλικό η κατάσταση επιδεινώθηκε.

Κρίσιμος παράγοντας για την πρόοδο της οικονομίας είναι η διασύνδεση με την γνώση και τις τεχνολογίες και οι επιδόσεις της Κύπρου έχουν μεγάλο περιθώριο βελτίωσης. Όσο αφορά τις επενδύσεις στην έρευνα και την τεχνολογική ανάπτυξη βρισκόμαστε στην τελευταία θέση με διαφορά μεταξύ των ευρωπαϊκών χωρών. Ο μέσος όρος επενδύσεων στην ΕΕ είναι 2% του ΑΕΠ, ενώ στην Κύπρο επενδύουμε μόλις 0.4%. Στην ΕΕ το 55% των επενδύσεων προέρχεται από τον ιδιωτικό τομέα ενώ στην Κύπρο το ποσοστό είναι 20%.

Τέλος, αντιμετωπίζουμε την ελλειμματική χρηματοδότηση των ταμείων σύνταξης και του ταμείου κοινωνικών ασφαλίσεων. Οι κυβερνήσεις της Δημοκρατίας, διαχρονικά, δανείζονταν με ευνοϊκούς όρους από το ταμείο κοινωνικών ασφαλίσεων. Μέχρι πρόσφατα η κυβέρνηση είχε δανειστεί γύρω στα €7 δις από το Ταμείο, δηλαδή περίπου 40% του ΑΕΠ. Η ανάπτυξη και ο εργαζόμενος πληθυσμός επαρκούσαν για να καλύψουν τις οφειλές του κράτους.

Τα πράγματα όμως έχουν αλλάξει. Οι δημογραφικές αλλαγές μας λένε ότι το όριο αφυπηρέτησης στα 65 δεν είναι βιώσιμο. Όταν οι εργαζόμενοι έμπαιναν στην αγορά εργασίας χωρίς να φοιτήσουν σε πανεπιστήμιο και το προσδόκιμο βίου ήταν 69 χρόνια, τότε αφυπηρέτηση στα 65 σήμαινε 45 χρόνια εργασίας και τέσσερα χρόνια σύνταξης. Σήμερα πληρωνόμαστε 20 χρόνια σύνταξης μετά από 35 χρόνια δουλειάς. Μέχρι το 2030 το ταμείο κοινωνικών ασφαλίσεων θα παύσει να βρίσκεται σε ισορροπία και οι εισφορές των εργαζομένων θα είναι λιγότερες από τις πληρωμές στους δικαιούχους. Μέχρι το 2050 το ταμείο δεν θα είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις δεσμεύσεις του και όσο καθυστερεί η αντιμετώπιση του προβλήματος τόσο πιο οξύ και δυσεπίλυτο γίνεται.

Όλα αυτά τα προβλήματα δεν είχαν αντιμετωπιστεί κατά την πορεία ένταξης μας στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στην ευροζώνη. Μάλιστα η πρόσκαιρη βελτίωση των δεικτών στην πορεία προς την ευροζώνη δημιούργησε μια ευφορία ότι όλα έβαιναν καλώς. Ο Κίκης Καζαμίας, υπουργός οικονομικών την περίοδο Αυγούστου 2011-Μαρτίου 2012 αναγνώρισε αυτό το πρόβλημα στην κατάθεση του στην Επιτροπή: *«οι προϋπολογισμοί μας από καταβολή της Κυπριακής Δημοκρατίας είναι ελλειμματικοί αν εξαιρέσουμε εκείνη τη παρένθεση που σας είπα για το 2007 και το 2008 που ήταν ευκαιριακό το περίσσευμα»*

Αυτή η κατάσταση δεν ήταν απαραίτητο να οδηγήσει σε κρίση αλλά δημιουργούσε επικίνδυνες προϋποθέσεις όπως αναγνώρισε και ο Μιχάλης Σαρρής, υπουργός οικονομικών κατά την διαδικασία ένταξης στο ευρώ, στην κατάθεση του: *“Ναι, ξέραμε ότι παρ’ όλα τα φαινομενικά καλά σημάδια του καιρού υπήρχαν προβλήματα [...] παρόλο που είναι επίμαχο θέμα εγώ σαν Υπουργός έθεσα το θέμα και μάλιστα είπα στον αείμνηστο Τάσσο Παπαδόπουλο ότι αν είχε δεύτερη θητεία στο τέλος της ίσως να αναγκαζόταν να πάει στην Ευρώπη και να ζητήσει βοήθεια [...] Δυστυχώς όμως έχω αναφερθεί στους περιορισμούς συγκυβέρνησης, ο σκοπός μας ήταν να μπούμε στο ευρώ όχι να δημιουργήσουμε προβλήματα. Πιστεύω ήταν λάθος, ότι αν λύναμε τότε αυτά τα προβλήματα θα είχαμε πολύ μικρότερους πονοκεφάλους τώρα.”*

Βλέπουμε στην κατάσταση χρέους της Κυπριακής οικονομίας, στο μέγεθος των τραπεζών και στα δημόσια οικονομικά τις προϋποθέσεις για εξέλιξη μιας μεγάλης κρίσης: υπέρμετρος δανεισμός, τραπεζικός τομέας υπερμεγέθης για τις ικανότητες της οικονομίας και ασθενή δημόσια οικονομικά.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ. Ανάλυση κατάθεσης Χαρίλαου Σταυράκη αναφορικά με δημόσιο χρέος, δημόσιο έλλειμμα και τη διαχείριση τους.

Ανάλυση κατάθεσης Χαρίλαου Σταυράκη αναφορικά με δημόσιο χρέος, δημόσιο έλλειμμα και την διαχείριση τους

Ανάλυση από Σταύρο Α. Ζένιο για χρήση από Διερευνητική Επιτροπή. Τα στοιχεία που παρατίθενται να επανελεγχθούν πριν τυχόν χρησιμοποιηθούν στο τελικό πόρισμα.

11/6/2013

Ο τ. Υπουργός ισχυρίζεται ότι η εικόνα για τα δημόσια οικονομικά ήταν «πολύ-πολύ-πολύ καλύτερη» από την «υπόλοιπη Ευρώπη» επί Υπουργίας του και παρουσίασε «ένδειξη [για το] πόσο καλύτερα τύγχανε χειρισμού το δημόσιο χρέος». Αναλύονται πιο κάτω στοιχεία που αφορούν (1) δημόσιο έλλειμμα, (2) το δημόσιο χρέος και (3) την διαχείριση του δημόσιου χρέους. Η κατάθεση του τ. Υπουργού αντιπαραβάλλεται με στοιχεία από την Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία-Eurostat.

1.	Υποθέσεις	22
2.	Δημόσιο έλλειμμα	23
3.	Δημόσιο Χρέος.....	25
4.	Διαχείριση Δημόσιου Χρέους.....	30

1. Υποθέσεις

Πρώτον κάποιες διευκρινήσεις για τις υποθέσεις της ανάλυσης που ακολουθεί.

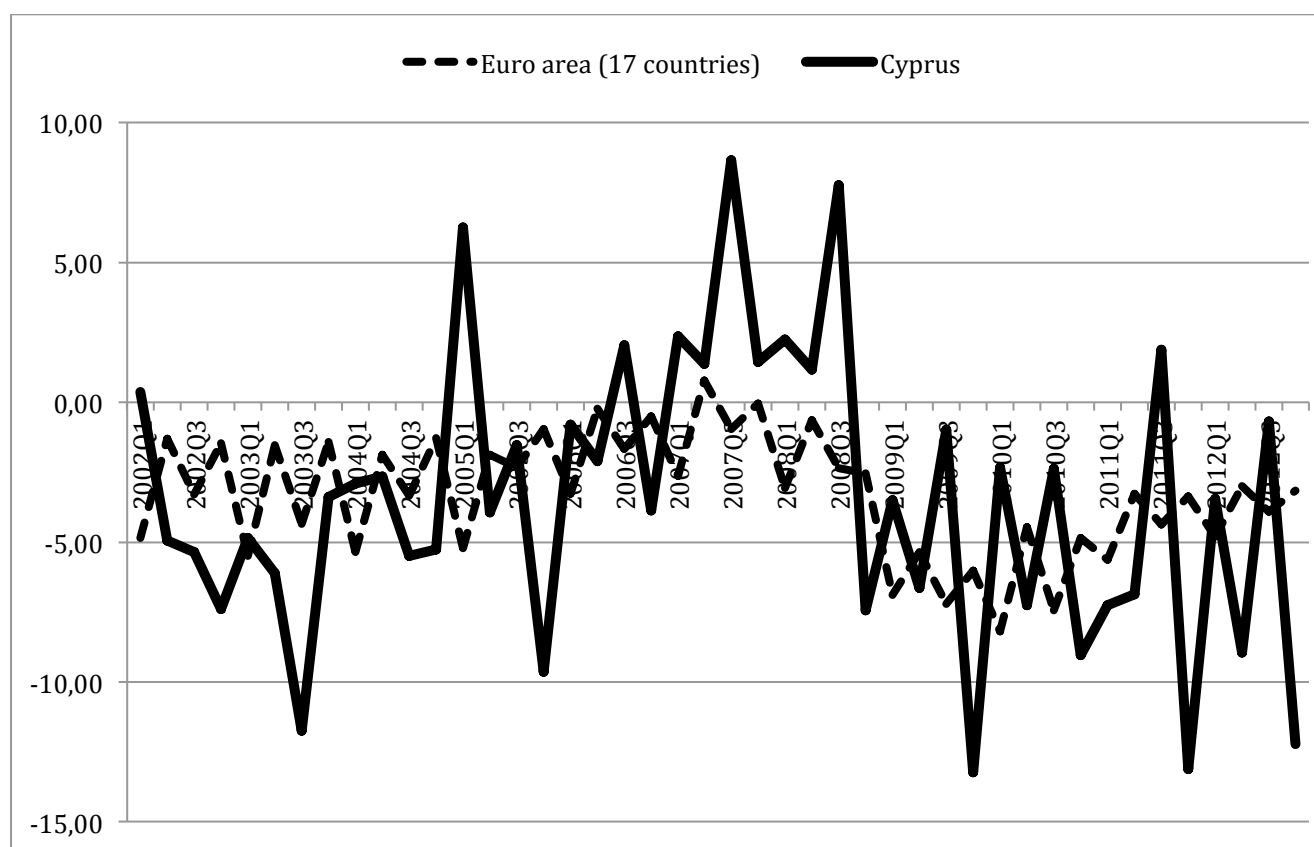
- 1.1. Ως «υπόλοιπη Ευρώπη» παίρνω τις χώρες της ευροζώνης.
- 1.2. Για την χρονική περίοδο της ανάλυσης ο τ. Υπουργός δήλωσε ότι «για ευκολία παίρνοντας το '08 με το '10, διότι 10 μήνες ήταν η θητεία μου, το μέσο έλλειμμα, ο μέσος όρος του ελλείμματος ήταν 3.46 ενώ ο μέσος όρος ελλείμματος στην ευροζώνη ήταν 4.9%.»
 - 1.2.1. Η επιλογή της περιόδου «'08 με το '10» είναι, επιεικώς, παραπλανητική αφού εξαιρεί το 2011 για το οποίο ήταν Υπουργός για 8 μήνες. Επί πλέον οι επιπτώσεις φαίνονται για κάποιους μήνες μετά την αποχώρηση ενός υπουργού. Η ανάλυση πρέπει να περιλάβει το 2011.
 - 1.2.2. Χρησιμοποιώ την περίοδο δεύτερου τετραμήνου 2008 με τέλος 2011 που περιλαμβάνει ένα τετράμηνο μετά τον προκάτοχό του και ένα τετράμηνο του διαδόχου του. Ο Υπουργός φέρει μόνο μέρος της ευθύνης για ό'τι συμβαίνει μόλις αναλάβει αλλά φέρει και μέρος της ευθύνη για το τι συμβαίνει αμέσως μόλις φύγει.
 - 1.2.3. Τα στοιχεία είναι διαθέσιμα στο Eurostat σε τετραμηνιαία βάση, επομένως δεν δικαιολογείται η τοποθέτηση «συνήθως τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Στατιστικής Υπηρεσίας είναι τέλος του χρόνου» και ότι ορισμένα στοιχεία «ήταν μετά που αποχώρησα».

Με βάση τα πιο πάνω προχωράμε στην ανάλυση.

2. Δημόσιο έλλειμμα

- 2.1. Χρησιμοποιώντας την περίοδο 2008Q2--2011Q4 στους υπολογισμούς φαίνεται ότι (i) πράγματι ο μέσος όρος ελλείμματος της Κυπριακής Δημοκρατίας ήταν μικρότερος από τον μέσο όρο της ευροζώνης, (ii) η διαφορά είναι οριακή 0.2% και όχι 1.44% όπως κατατέθηκε.
- 2.2. Αυτό που δεν ανησύχησε τον τ. Υπουργό –ή αν τον ανησύχησε δεν το ανέφερα στην Επιτροπή- είναι ότι η διακύμανση του κυπριακού ελλείμματος ήταν 7 φορές ψηλότερη από τον μέσο όρο της ευροζώνης (30.1 με 4.3, αντίστοιχα). Η διακύμανση είναι ένδειξη κινδύνου και οι διαφορές είναι εμφανείς στο διάγραμμα Figure 1.
- 2.3. Σημειώνεται από το διάγραμμα ότι τα δύο ψηλότερα ελλείμματα της δεκαετίας 2002-2012, και οι δύο μεγαλύτερες αυξήσεις στο έλλειμμα παρατηρούνται επί της υπό εξέταση περίοδο.

Figure 1 General government deficit (-) and surplus (+) - quarterly data in %GDP (Source: Eurostat)



- 2.4. Στην κατάθεση του στις 11 Ιουνίου 2013 και απαντώντας σε ερώτηση της Επιτροπής αναφορικά με τα σημεία (e) και (f) ανωτέρω, ο τ. Υπουργός ισχυρίστηκε ότι «δεν είναι αυτός ο συνήθης τρόπος που

αξιολογείς το δημοσιονομικό έλλειμμα, γι' αυτό και η Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία δεν το παρουσιάζει με τέτοιο τρόπο».

Αυτοί οι ισχυρισμοί του δεν ευσταθούν. Τα στοιχεία προέρχονται από την Στατιστική Υπηρεσία της ΕΕ και αναφέρονται στους λογαριασμούς της γενικής κυβέρνησης με μονάδα μέτρησης το % του ΑΕΠ όπως φαίνεται στο πιο κάτω απόσπασμα από Eurostat:

Quarterly non-financial accounts for general government [gov_q_ggnfa]

Last update	04.06.13
Extracted on	04.06.13
Source of data	Eurostat
Short Description	Short Description is not available
UNIT	Percentage of GDP
S_ADJ	Not seasonally adjusted data
INDIC_NA	Net lending (+) /net borrowing (-)

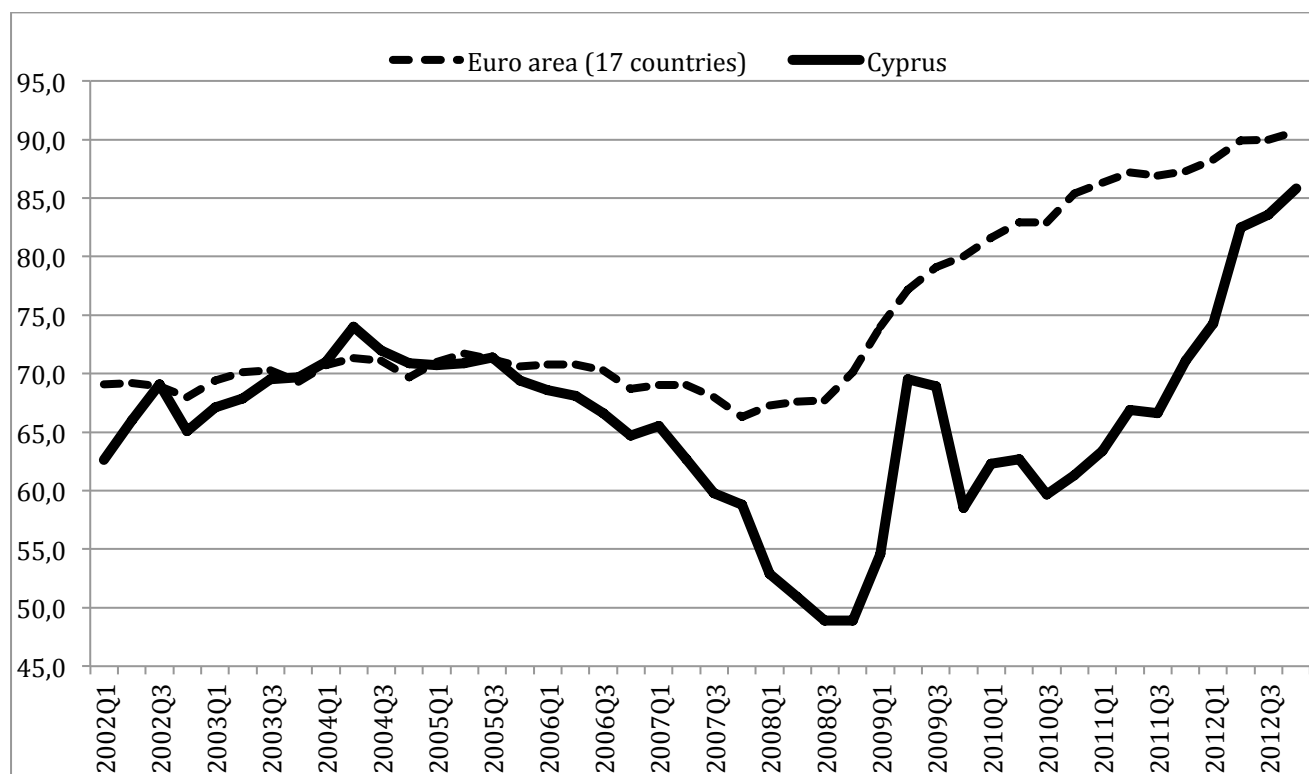
3. Δημόσιο Χρέος

3.1. Κατά την υπό εξέταση περίοδο το δημόσιο χρέος της ευροζώνης αυξήθηκε από 67.6% του ΑΕΠ σε 87.3% του ΑΕΠ, δηλαδή αυξήθηκε κατά 29.1 ποσοστιαίες μονάδες, παρουσιάζοντας αύξηση 26%. Το δημόσιο χρέος της Κυπριακής Δημοκρατίας αυξήθηκε από 50.9% του ΑΕΠ σε 71.1% του ΑΕΠ, δηλαδή αυξήθηκε κατά 20.2 ποσοστιαίες μονάδες, αλλαγή 39.6%. Οι τάσεις είναι εμφανείς από το διάγραμμα Figure 2.

Επομένως η άποψη ότι για το δημόσιο χρέος «και πάλι η σύγκριση είναι «πολύ-πολύ καλύτερη από την υπόλοιπη Ευρώπη» δεν φαίνεται να στηρίζεται στα πραγματικά γεγονότα.

Figure 2 Quarterly government debt as % of GDP

(Source: Eurostat)



- 3.2. Ο τ. Υπουργός υπέδειξε ότι «για πρώτη φορά αλλάξαμε μέρος του δημοσίου χρέους από σταθερό επιτόκιο σε κυμαινόμενο επιτόκιο, για να εκμεταλλευτούμε τις ευκαιρίες της αγοράς και αυτό έφερε ένα κέρδος που έχει πραγματοποιηθεί για την Κυπριακή Δημοκρατία, ύψους 29 εκατομμύρια ευρώ. Ήταν ακόμα μια ένδειξη πόσο καλύτερα τύγχανε χειρισμού το δημόσιο χρέος». Αυτή η δήλωση χρήζει σχολιασμού:
- 3.2.1. Η μείωση επιτοκίων ήταν αποτέλεσμα βραχυπρόθεσμου δανεισμού.
- 3.2.2. Βραχυπρόθεσμος δανεισμό συνοδεύεται από αύξηση των κινδύνων ανανέωσης του χρέους (rollover risk).
- 3.2.3. Δεν υπάρχει ανάλυση που να δείχνει ότι το κέρδος δικαιολογούσε τον αυξημένο κίνδυνο.
- 3.2.4. Στην κατάθεση του ο κος Φ. Καλοζώης ισχυρίζεται τα αντίθετα από ότι ο τ. Υπουργός. Ανάλυση της σύνθεσης του δημόσιου δανεισμού κατά την υπό εξέταση περίοδο πράγματι δείχνει σημαντική αύξηση στον βραχυπρόθεσμο δανεισμό, βλ. Πίνακας 1.

Πίνακας 1. Η δομή της διάρκειας δημόσιου δανεισμού

	Συνολικός Δανεισμός (εκατ.)	Διάρκεια (% συνολικού δανεισμού)			
		<12 μήνες	1-4 χρόνια	5-10 χρόνια	>10 χρόνια
2012	3146	33%	61%	0	6%
2011	3293	46%	22%	26%	6%
2010	2658	18%	4%	75%	2%
2009	2768	33%	54%	11%	1%
2008	520	92%	0	0	8%

- 3.2.5. Ως αποτέλεσμα η δομή του δημόσιου χρέους παρουσιάζει μια αυξητική τάση σε βραχυπρόθεσμο χρέος, βλ. Πίνακας 2.

Πίνακας 2. Η δομή της διάρκειας του δημόσιου χρέους

Βραχυπρόθεσμο χρέος
(% συνολικού χρέους)

6

12

5

9

6

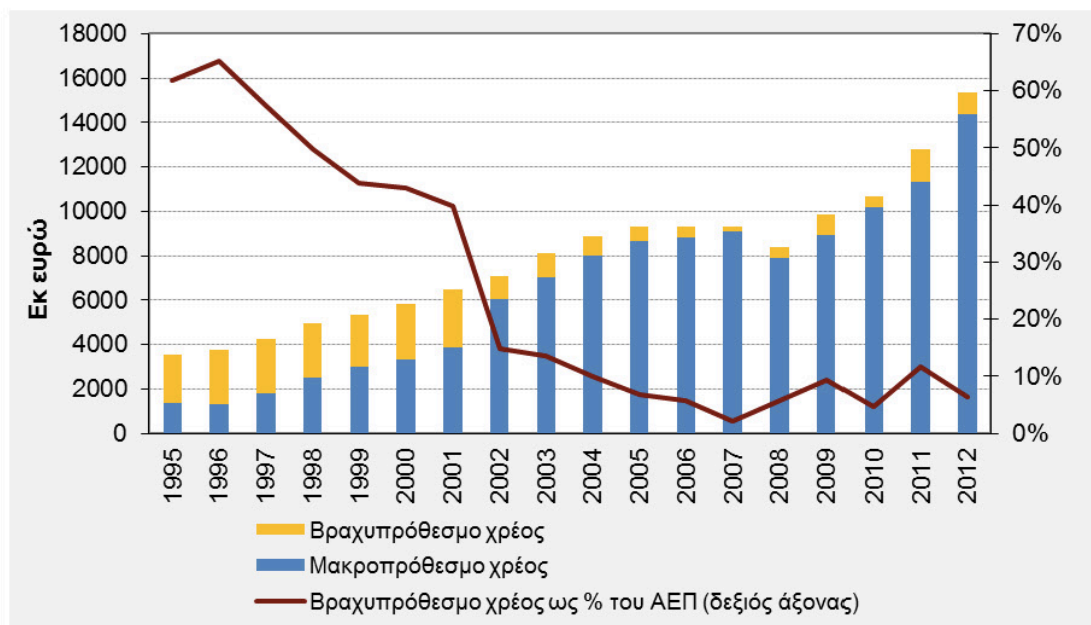
- 3.2.6. Τα πιο πάνω στοιχεία χρήζουν περαιτέρω ανάλυσης σε σχέση και με το διμερές δάνειο από την Ρωσία. Στον Πίνακα 2 βλέπουμε

αύξηση του βραχυχρόνιου από 5% το 2010 σε 12% το 2011. Στην πραγματικότητα η αύξηση είναι μεγαλύτερη. Στο τέλος του 2011 είχε εμβασθεί ποσό 590 εκ. ευρώ του μεσοπρόθεσμου ρωσικού δανείου (λόγω ημερολογιακής διαφοράς των Χριστουγέννων μεταξύ Ρωσίας και Κύπρου). Το ποσό αυτό χρησιμοποιήθηκε για κάλυψη αναγκών τον Ιανουάριο του 2012. Άρα το έμβασμα του μεσοπρόθεσμου δανείου (από τα 2,5 δισ. ευρώ) της Ρωσίας ύψους 590 εκ. ευρώ μέσα στο 2011 (αντί μέσα στο 2012) προκάλεσε μια ποσοστιαία αύξηση του μεσοπρόθεσμου χρέους στο 2011 αντί στο μεσοπρόθεσμο χρέος του 2012.

3.2.7. Ομοίως στον Πίνακα 1 βλέπουμε μια αύξηση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού από 18% το 2010 σε 46% το 2011 και ισχύουν οι ίδιες παρατηρήσεις όπως πιο πάνω.

3.3. Η μείωση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού από 92% το 2008 σε 18% το 2010 φαίνεται να υπήρξε αποτέλεσμα μακροχρόνια πολιτικής όπως φαίνεται και από την σύνθεση του δημόσιου χρέους και το ποσοστό βραχυπρόθεσμου δανεισμού από το 1995, βλ. Διάγραμμα 6. Μέχρι το 2008 το ποσοστό βραχυπρόθεσμου δανεισμού δεν αντιμετώπιζε ιδιαίτερο κίνδυνο αναχρηματοδότησης λόγω των άνετων συνθηκών χρηματοδότησης (πρόσβαση στην αγορά) και του χαμηλού % δημόσιου χρέους. Καθώς το δημόσιο χρέος αυξανόταν, ανατράπηκε και η προσπάθεια περιορισμού του βραχυπρόθεσμου δανεισμού ακριβώς όταν η οικονομία είχε ιδιαίτερη ανάγκη αυτό τον περιορισμό.

Διάγραμμα 6. Εξέλιξη του βραχυπρόθεσμου χρέους.



Πηγή: Ετήσια Έκθεση Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους, Υπουργείο Οικονομικών Κυπριακής Δημοκρατίας, σελ. 32, Διάγραμμα 9, 2012.

3.4. Ο υπέρμετρος βραχυπρόθεσμος δανεισμός δεν κρίνεται ως συνετή

πολιτική και χρησιμοποιείται συνήθως για να καλύψει έκτακτα προσωρινά ελλείμματα. Επίσης γίνεται με την χρήση χρηματοοικονομικών εργαλείων (π.χ. swaps) με στόχο την μείωση κινδύνων επιτοκίων, διάρκειας και ρευστότητας. Οι κατευθυντήριες γραμμές του ΔΝΤ-Διεθνούς Τράπεζας για διαχείριση δημόσιου χρέους αναφέρονται ιδιαίτερα στους κινδύνους του βραχυπρόθεσμου δανεισμού:

“irrespective of the exchange rate regime, or whether domestic or foreign currency debt is involved, crises have often arisen because of an excessive focus by governments on possible cost savings associated with large volumes of short-term or floating rate debt. This has left government budgets seriously exposed to changing financial market conditions, including changes in the country’s creditworthiness, when this debt has to be rolled over.”

Δεν σημαίνει ότι ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός πρέπει να αποφεύγεται υπό οποιοδήποτε συνθήκες. Απαιτούνται προσεκτικές μελέτες που να αντισταθμίζουν τυχόν εξοικονομήσεις με τους πιθανούς κινδύνους. Παραθέτω πιο κάτω χαρακτηριστικά σχόλια από εκθέσεις του Γαλλικού Υπουργείου Οικονομικών με την Τράπεζα της Γαλλίας, της Διεθνούς Τράπεζας και του Τουρκικού Υπουργείου Οικονομικών. Είναι ενδεικτικές του είδους των μελετών που απαιτούνται πριν ληφθούν πολιτικές αποφάσεις για βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

Από μελέτες της Διεθνούς Τράπεζας και του Τουρκικού Υπουργείου Οικονομικών¹⁰:

“One of the basic objectives of PDM is to borrow at the lowest possible cost. The risks associated with the debt portfolio should also be considered to avoid any adverse effect on debt service. A country’s financial stability is affected by the health of public sector balances and the sustainability of debt service; therefore distress in debt management, such as difficulties in fulfilling liabilities on a timely basis or excessive costs on the debt, has spill-over effects on the entire economy. Hence, debt managers should form sound debt management policies that reflect the government’s cost and risk preferences together with other debt management goals.... One of the major risks that public debt managers are concerned with is —market risk//, which is defined as the risk of an increase in the cost of debt service due to fluctuations in market conditions....”

Από την μελέτη του Γαλλικού Υπουργείου Οικονομικών¹¹:

¹⁰ Αναρτημένες στο http://treasury.worldbank.org/bdm/htm/guidelines_publicdebt.html και http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2012/06/14/000158349_20120614102731/Rendered/PDF/WPS6091.pdf

¹¹ Αναρτημένη στο http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/cahiers-2007-10en.pdf

«On the other hand, replacing payments of the same coupon rate over 10 years with payments that vary more frequently will increase the variability of interest payments, which raises problems for oversight of the budget.

If the increase in the variability of interest payments is slight compared to the reduction in average interest payments, reducing average debt maturity through swaps could be seen as an effective strategy. The risktaking induced by this strategy needs to be measured properly and left up to the discretion of political authorities. An AFT study based on simulations made with an econometric model was carried out in 2001. This study led to the conclusion that such a strategy should be recommended.

Using swaps to reduce average debt maturity by one year under “average” rate conditions, meaning that the swaps are entered into at a time when rates are at their steady state values, historically estimated at 4.5% for short-term rates and 5.5% for long-term rates:

- reduces average annual interest payments by nearly 1bn euros (with regard to the 41bn euros in interest payments in the 2008 budget bill),*
- increases average annual interest payment variation by some 0.45bn euros (from 1.45bn euros to 1.9bn euros),*
- raises the Cost-at-Risk –i.e the amount that interest payments will be less than with a probability of 90%– by 0.8bn euros, from 53.6bn to 54.4bn euros.»*

- 3.5. **Συμπερασματικά**, στην περίπτωση της Γαλλίας, υπό τις συνθήκες του 2001, η ανάλυση τους υποστήριζε τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Στην Κύπρο η μόνο ανάλυση διαθέσιμη ήταν του κου Φ. Καλοζώη. Αν και υποτυπώδης, εμφανίζεται τεκμηριωμένη, και προειδοποιεί εναντίον του βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Υπό συνθήκες επερχόμενης κρίσης του 2008 ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός ήταν ιδιαίτερα ριψοκίνδυνος. Οι κατευθυντήριες γραμμές ΔΝΤ-Διεθνούς Τράπεζας επί του προκειμένου δεν μπορούσαν να είναι πιο συγκεκριμένες *«Minimizing cost, while ignoring risk, should not be an objective»*. Η πολιτική του πρώην Υπουργού Οικονομικών στόχευε μόνο στην μείωση του κόστους. Σε κανένα σημείο της κατάθεσης δεν λαμβάνονται υπόψη οι κίνδυνοι αυτής της πολιτικής.

4. Διαχείριση Δημόσιου Χρέους

- 4.1. Από τις καταθέσεις αλλά και από μελέτη σχετικών εγγράφων προκύπτει ότι υπέβασκε μια αντιπαράθεση μεταξύ Κεντρικής Τράπεζας και Υπουργείου Οικονομικών αναφορικά με το ποιός θα είχε την εποπτεία του Γραφείου Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους. Η αντιπαράθεση λύθηκε με την μεταφορά του Γραφείου από την Κεντρική Τράπεζα στο Υπουργείο Οικονομικών την 1 Αυγούστου 2010. Όπως θα δούμε αυτή η αλλαγή υπήρξε ουσιώδης στην εξέλιξη της κρίσης χρέους της Κυπριακής οικονομίας.
- 4.2. Ο τ. Υπουργός δήλωσε ότι «επειδή υπήρχε μια ανωμαλία με την ανεξαρτησία της Κεντρικής Τράπεζας, θεωρήθηκε ότι δεν ήταν σωστό η Κεντρική Τράπεζα να έχει τη διαχείριση του δημόσιου χρέους» και «Η απόφαση η γενική είχε ληφθεί επί κυβέρνησης του κυρίου Γλαύκου Κληρίδη και είχαμε δει, ο λόγος που εφαρμόστηκε επί της δικής μου θητείας, είχαμε δει ότι σε 25 από τις 27 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης το δημόσιο χρέος είχε φύγει από τα χέρια της Κεντρικής. Σε 25 από τις 27 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης είχαν δει και αυτοί αυτή την ανωμαλία και είχε φύγει. Για να είμαι δίκαιος σε κάποιες χώρες πήγε απευθείας στο Υπουργείο Οικονομικών, σε άλλες χώρες δημιουργήθηκε ανεξάρτητη αρχή η οποία διορίζεται από το Υπουργείο Οικονομικών.»
 - 4.2.1. Πράγματι, υπάρχει σύγκρουση μεταξύ της νομισματικής πολιτικής που ασκεί η Κεντρική Τράπεζα και διαχείρισης δημόσιου χρέους.
 - 4.2.2. Ταυτόχρονα, όμως, υπάρχει σύγκρουση μεταξύ της δημοσιονομικής πολιτικής που ασκεί η Κυβέρνηση και διαχείρισης του δημόσιου χρέους.
 - 4.2.3. Τα ως άνω είναι τεκμηριωμένα στην βιβλιογραφία και αναγνωρίζεται η ανάγκη για συντονισμό για να αποφεύγεται η πλήρης υποταγή ενός στόχου στους άλλους.
 - 4.2.4. Πριν την ένταξη στην ΕΕ, και ιδιαίτερα στην ευροζώνη, είχε νόημα να αφαιρεθούν οι εξουσίες διαχείρισης δημόσιου χρέους από την Κεντρική Τράπεζα όπως προέβλεπε η αρχική απόφαση του Υπουργικού Συμβουλίου. Με την ένταξη στην ευροζώνη η νομισματική πολιτική ασκείται από την ΕΚΤ και όχι αυτόνομα από την Κεντρική Τράπεζα. Επομένως η αφαίρεση των εξουσιών δεν έλυνε κανένα πραγματικό πρόβλημα.
 - 4.2.5. Αντιθέτως, η ένταξη του Γραφείου Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους στο Υπουργείο Οικονομικών, χωρίς να διασφαλίζεται η ανεξαρτησία του, φέρνει στην επιφάνεια την σύγκρουση μεταξύ δημοσιονομικής πολιτικής και διαχείρισης χρέους.
 - 4.2.6. Η σύγκρουση είναι εμφανής από την κατάθεση του κου Καλοζώη.
- 4.3. Το πραγματικό πρόβλημα που όφειλε να λυθεί με την ένταξη της Κύπρου στην ευροζώνη ήταν η αναβάθμιση του Γραφείου

Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους ούτως ώστε να μπορεί να ανταποκριθεί στις ευκαιρίες που ανοίγονταν πλέον για διεθνή δανεισμό, οι οποίες όμως ταυτόχρονα δημιουργούσαν κινδύνους που χρειάζονται διαχείριση. Από το 2007 μελετητές της Διεθνούς Τράπεζας υποδείκνυαν την ανάγκη για βελτίωση των θεσμικών διευθετήσεων σχετικά με την διαχείριση δημόσιου χρέους. Παρατήρησαν ότι η διελκυστίνδα μεταξύ Κεντρικής Τράπεζας και Υπουργείου καθυστέρησε σημαντικά ουσιώδεις μεταρρυθμίσεις που χρειαζόταν το Γραφείο¹². Συγκεκριμένα:

- Αποσαφήνιση και επισημοποίηση των στόχων και της διαδικασίας λήψης αποφάσεων και ανταλλαγής πληροφοριών μεταξύ όλων των εμπλεκομένων.
- Να διευρύνει τον ρόλο του Γραφείου να εποπτεύει το σύνολο της έκθεσης του δημοσίου σε χρέος, περιλαμβανομένων εγγυήσεων
- Να εγγυάται την λειτουργική ανεξαρτησία, δεξιότητες και επαγγελματισμό του προσωπικού περιλαμβανομένων θεμάτων διαχείρισης κινδύνων.

4.4. Η κατάθεση του τ. Υπουργού μας αποκαλύπτει ότι η διελκυστίνδα λύθηκε προς όφελος του Υπουργείου αλλά οι αναγκαίες μεταρρυθμίσεις και η απαραίτητη βελτίωση του θεσμικού πλαισίου αγνοήθηκε. Μάλλον δεν οι εξελίξεις ήταν προς λάθος κατεύθυνση αφού η Κεντρική Τράπεζα (και ο Υπεύθυνος του Γραφείου, κος Καλοζώης) είχαν την διαχείριση κινδύνων ως ένα εκ των στόχων του Γραφείου, ενώ ο Υπουργός εστιαζόταν μόνο στο κόστος του δανεισμού. Χαμένος της σύγκρουσης ήταν η διαχείριση του δημόσιου χρέους αφού αυξήθηκαν οι κίνδυνοι του δημόσιου χρέους προς όφελος πρόσκαιρων κερδών των δημόσιων οικονομικών.

¹² Constantinos Stephanou and Dimitri Vittas, "Public Debt Management and Debt Market Development in Cyprus: Evolution, Current Challenges and Policy Options," *Cyprus Economic Policy Review* 1, no. 1 (2007), 49-80.

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ. Επενδύσεις σε Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου
από Τράπεζα Κύπρου: έλλειψη ευθυκρισίας, αποτυχία
εταιρικής διακυβέρνησης ή οικονομικό έγκλημα;**

Επενδύσεις σε Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου από Τράπεζα Κύπρου: κακή κρίση, αποτυχία εταιρικής διακυβέρνησης ή οικονομικό έγκλημα;

Ανάλυση από Σταύρο Α. Ζένιο για χρήση από Διερευνητική Επιτροπή. Τα στοιχεία που παρατίθενται να επανελεγχθούν πριν τυχόν χρησιμοποιηθούν αυτούσια στο τελικό πόρισμα.

26/9/13

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	34	
1) Η μεγάλη έκθεση των Κυπριακών τραπεζών σε Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου		34
2) Η αδυναμία του Κράτους να στηρίξει τις συστημικές τράπεζες.		35
2. ΤΑ ΟΥΣΙΩΔΗ ΔΕΔΟΜΕΝΑ	37	
3. ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΚΑΙ “CARRY TRADE”	42	
1) Η επενδυτική πολιτική της Τράπεζας για ΟΕΔ		42
2) Η πώληση και επαναγορά ΟΕΔ την περίοδο Αυγ. 2009-Απριλίου 2010		45
3) «Carry trade»		47
4) ΑΠΟΤΥΧΙΑ ΕΤΑΙΡΙΚΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ	50	
5) ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΕΣ ΣΥΓΚΑΛΥΨΗΣ	52	
6) ΑΝΤΡΕΑΣ ΗΛΙΑΔΗΣ: Ο ΑΠΟΔΙΟΠΟΜΠΑΙΟΣ ΤΡΑΓΟΣ	53	
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΥΠΡΙΑΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΣΕ ΟΕΔ	55	

1. Εισαγωγή

Η αναδιάρθρωση του Ελλαδικού δημόσιου χρέους με συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα (PSI και PSI+) όπως αποφασίστηκε τον Ιούλιο και Οκτώβριο 2011 υπήρξε καταλυτική στην εξέλιξη της κυπριακής κρίσης αφού προκάλεσε στην οικονομία ζημιές που αντιστοιχούν στο 23% του ΑΕΠ της χώρας. Καμία άλλη ευρωπαϊκή οικονομία δεν υπέστη ανάλογες ζημιές από την αναδιάρθρωση των Ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ). Από τις σύγχρονες εμπειρίες κρίσεων χρέους μόνο η Φινλανδία είχε υποστεί παρόμοιες ζημιές με την κατάρρευση της Σοβιετικής Ένωσης και των οικονομιών της Ανατολικής Ευρώπης στην δεκαετία του '90.

Ο μηχανισμός μετάδοσης της κρίσης χρέους του Ελλαδικού δημόσιου στην Κυπριακή οικονομία ήταν η μεγάλη έκθεση Κυπριακών τραπεζών σε ΟΕΔ σε συνδυασμό με τα προβληματικά δημόσια οικονομικά της χώρας.

1) Η μεγάλη έκθεση των Κυπριακών τραπεζών σε Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου

Τον Μάρτιο 2010 οι δύο συστημικές τράπεζες είχαν επενδύσεις σε Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) ως εξής:

Μαρφίν-Λαϊκή	2.943 δις. ευρώ
Τράπεζα Κύπρου	1.894 δις. ευρώ

Πηγή. CEBS Stress Tests 2010

Όταν διεξήχθη το stress test από το Committee of European Banking Supervisors τον Ιούλιο 2011 οι Κυπριακές τράπεζες κατείχαν 6% του ελλαδικού δημόσιου χρέους –πρώτες ήταν οι ελληνικές τράπεζες με 67%, και ακολουθούν οι Γαλλικές με 8% και οι Γερμανικές με 7%. Αν συνυπολογίσουμε και τον διατραπεζικό δανεισμό, οι Κυπριακές τράπεζες είχαν το 12% του ελληνικού χρέους προηγούμενες της Γερμανίας με 10% και της Γαλλίας με 5%.¹³ Οι κυπριακές τράπεζες ήταν από τους μεγαλύτερους δανειστές της Ελλάδας τόσο σε απόλυτα μεγέθη αλλά και ως ποσοστό του ΑΕΠ της χώρας. Ως αποτέλεσμα η συμμετοχή των κυπριακών τραπεζών στο ελληνικό PSI ήταν, κατ' αναλογία ΑΕΠ, διπλάσιες από ότι στην Ελλάδα και 100πλάσιες από άλλες ευρωπαϊκές χώρες, βλ. Πίνακας 3.

Από την αγορά ΟΕΔ οι δύο μεγάλες συστημικές τράπεζες της χώρας –Μαρφίν-Λαϊκή και Κύπρου- είχαν εξασφαλίσει για μακρά περίοδο σημαντικά κέρδη. Είχαν όμως εκθέσει τόσο τους οργανισμούς τους –μετόχους, καταθέτες, εργαζόμενους- όσο και το Κυπριακό δημόσιο σε σημαντικούς κινδύνους. Με την αναδιάρθρωση του Ελλαδικού χρέους οι Κυπριακές τράπεζες βρέθηκαν με ζημιές που υπερέβαιναν σημαντικά το μετοχικό τους κεφάλαιο. Η Μαρφίν-Λαϊκή χρειάστηκε ανακεφαλαιοποίηση €1.8 δις με δημόσιο χρήμα, κρατικοποιήθηκε

¹³ Chart 28 και 29 από

http://www.eba.europa.eu/documents/10180/15935/EBA_ST_2011_Summary_Report_v6.pdf/54a9ec8e-3a44-449f-9a5f-e820cc2c2f0a

τον Μάιο 2012 και οδηγήθηκε τελικά σε resolution με τις αποφάσεις του Eurogroup τον Μάρτιο 2013. Η Τράπεζα Κύπρου εξασφάλισε σημαντικά κεφάλαια ανακεφαλαιοποίησης από μετατρέψιμα ομόλογα –με σημαντικές ζημιές στους ομολογιούχους πολλοί εκ των οποίων δεν είχαν ενημερωθεί για τον επενδυτικό χαρακτήρα των ομολόγων- από πώληση δραστηριοτήτων στο εξωτερικό και από αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου της. Τελικά, ωστόσο, τέθηκε υπό καθεστώς εξυγίανσης μετά που απορρόφησε της δραστηριότητες της Μαρφίν-Λαϊκή με την απόφαση του Eurogroup τον Μάρτιο 2013.

Πίνακας 3. Αντίκτυπος του Ελληνικού PSI στον τραπεζικό τομέα Ευρωπαϊκών χωρών

	Κύπρος	Ελλάδα	Γερμανία	Βέλγιο	Γαλλία	Πορτογαλία
Ζημιές από PSI (δις €)	4,14	24,3	3,6	2,1	5,04	0,42
% ΑΕΠ	23.03	11.65	0.14	0.56	0,25	0,25

Πηγή: EBA και υπολογισμοί του συγγραφέα

2) Η αδυναμία του Κράτους να στηρίξει τις συστημικές τράπεζες.

Και ενώ οι κυπριακές τράπεζες αντιμετώπιζαν κινδύνους από τα ΟΕΔ, το Κυπριακό κράτος εμφανιζόταν αδύναμο να τις στηρίξει εφόσον αυτό θα καθίστατο αναγκαίο. Αφενός, ο τραπεζικός τομέας της Κύπρου ήταν κατ' αναλογία ΑΕΠ ο μεγαλύτερος στην Ευρώπη μετά το Λουξεμβούργο. Αφετέρου τα δημόσια οικονομικά αντιμετώπιζαν τα δικά τους προβλήματα. Αναφέρουμε χαρακτηριστικά ότι με την έναρξη της διεθνούς οικονομικής κρίσης το 2007, το δημόσιο χρέος της Κύπρου ανερχόταν σε 59% του ΑΕΠ, ενώ της Ιρλανδίας σε 25% και της Ισπανίας 36%. Δηλαδή οι δύο αυτές χώρες -που επίσης αντιμετώπισαν τραπεζικές κρίσεις- είχαν πολύ πιο εύρωστα δημόσια οικονομικά για να στηρίξουν τις τράπεζες τους. Η δανειακή σύμβαση που υπέγραψε η Ιρλανδία το 2010, ύψους €85δισ αντιστοιχούσε στο 55% του ΑΕΠ της χώρας, και ήρθε να προστεθεί στο δημόσιο χρέος που εν τω μεταξύ έφθασε στο 65% του ΑΕΠ. Η δανειακή σύμβαση ύψους €10δισ της Κυπριακής Δημοκρατίας αντιστοιχεί, όπως και στην περίπτωση της Ιρλανδίας, στο 55% του ΑΕΠ αλλά έρχεται να προστεθεί στο δημόσιο χρέος που μέχρι το 2012 είχε φθάσει στο 85.6% του ΑΕΠ.

Η αλληλεξάρτηση μεταξύ δημόσιων οικονομικών και των χρηματοδοτικών αναγκών των τραπεζών της ευροζώνης έχει παρομοιαστεί με *σιαμαία δίδυμα* σε πρόσφατες μελέτες της Τράπεζας της Βασιλείας και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου¹⁴. Η Κύπρος αποτελεί κατ' εξοχή παράδειγμα αυτού του φαινομένου και οι οίκοι αξιολόγησης προειδοποιούσαν για τον κίνδυνο της αλληλεξάρτησης όταν άρχισαν οι συνεχείς υποβαθμίσεις προς το τέλος του 2010. Ο οίκος Moodys

¹⁴ BIS, *The Impact of Sovereign Credit Risk on Bank Funding Conditions*, [2011].; Ashoka Mody and Damiano Sandri, *The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to be Joined at the Hip* (Washington, DC: International Monetary Fund, [2011]).

ήταν σαφής στις προειδοποιήσεις του για τα επερχόμενα προβλήματα και τι τα προκαλούσε¹⁵:

“Moody's decision to initiate this review was prompted by (1) concerns that the recent deterioration in the Cypriot government's fiscal metrics is largely structural; (2) competitiveness issues; and (3) the banking sector's exposures to macroeconomic stress in Greece.

Moody's says that the rating could be adjusted downwards by more than one notch, although the rating is likely to remain in the investment-grade A category.”

Η μεγάλη κρίση της Κυπριακής οικονομίας προκλήθηκε από την ενεργοποίηση ενός φαύλου κύκλου αλληλεξάρτησης τραπεζικού συστήματος-δημόσιων οικονομικών. Δεν ευθύνονται αποκλειστικά τα δημόσια οικονομικά -όπως στην περίπτωση της Ελλάδας- ούτε ήταν μια αμιγώς τραπεζική κρίση -όπως στις περιπτώσεις της Ισλανδίας ή της Ιρλανδίας.

Δεν είναι απαραίτητο ότι χώρες με μεγάλα τραπεζικά συστήματα είναι εύθραυστες. Μάλιστα πρόσφατη μελέτη του Charles Calomoiris του Πανεπιστημίου Columbia (ΗΠΑ) βάζει στην κατηγορία των «έξη ευτυχισμένων» χωρών παγκοσμίως που δεν αντιμετώπισαν ποτέ τραπεζική κρίση και τρεις χώρες με μεγάλο τραπεζικό σύστημα που όπως επισημαίνει ο συγγραφέας «είναι μικρές νησιώτικες οικονομίες και όχι μεγάλες χώρες: Μάλτα, Σιγκαπούρη, Χονγκ-Γκονγκ». Η Κύπρος θα μπορούσε να ανήκει σε αυτή την ομάδα, η κρίση θα μπορούσε να είχε αποφευχθεί και εγείρεται το ερώτημα του ποιός ή τι ευθύνεται. Η απάντηση στο ερώτημα είναι σύνθετη διότι πολύπλοκα συστήματα -όπως μια εθνική οικονομία ή ένα τραπεζικό σύστημα- καταρρέουν με σύνθετους τρόπους.

Συστημικές κρίσεις οφείλονται συνήθως σε ένα συνδυασμό κακοδιαχείρισης και κακής τύχης. Ευθύνες δεν σημαίνει κατ' ανάγκη κακή πρόθεση ή δόλο, αλλά μπορεί να οφείλονται σε ελλείψεις γνώσεις και πληροφορίες, έλλειψη διορατικότητας, ανεπαρκή ανάλυση ή, απλά, το να παραμένει κάποιος σιωπηλός. Σε αυτή την μελέτη αναλύουμε μια πτυχή της κρίσης της Κυπριακής οικονομίας που αφορά τις επενδύσεις της Τράπεζας Κύπρου στα ΟΕΔ. Θα διαπιστώσουμε ένα συνδυασμό:

- a. Κακής κρίσης αναφορικά με τους κινδύνους των ΟΕΔ
- b. Αποτυχίας εταιρικής διακυβέρνησης
- c. Προσπάθειας συγκάλυψης των προβλημάτων όταν αναφύησαν.

¹⁵ Moody's Investor Service Announcement: [Moody's places Cyprus's Aa3 rating on review for possible downgrade](#) Global Credit Research - 13 Jan 2011.

2. Τα ουσιώδη δεδομένα

Για τεκμηριωμένη ανάλυση της πολιτικής αναφορικά με τα αγορά ΟΕΔ απαιτούνται τα εξής δεδομένα:

- Όρια που έθετε η αρμόδια επιτροπή ALCO–asset and liability committee και αξιολογούσε η Επιτροπή Διαχείρισης Κινδύνων ΔΣ –Πίνακας 4
- Μέγεθος του χαρτοφυλακίου ΟΕΔ –Διάγραμμα 7
- Αξιολογήσεις διεθνών οίκων κατά την περίοδο που η τράπεζα αγόραζε ή πωλούσε ΟΕΔ –Διάγραμμα 8
- Οικονομικές καταστάσεις της Τράπεζας -Διάγραμμα 9.
- Επίσης γνωρίζουμε ότι η αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους με PSI αποφασίστηκε στις 21 Ιουλίου 2011 με απομείωση της παρούσας αξίας των ομολόγων κατά 21% και με PSI+ στις 26^{ης} Οκτωβρίου 2011 με διαγραφή 50% της ονομαστικής αξίας των ομολόγων.

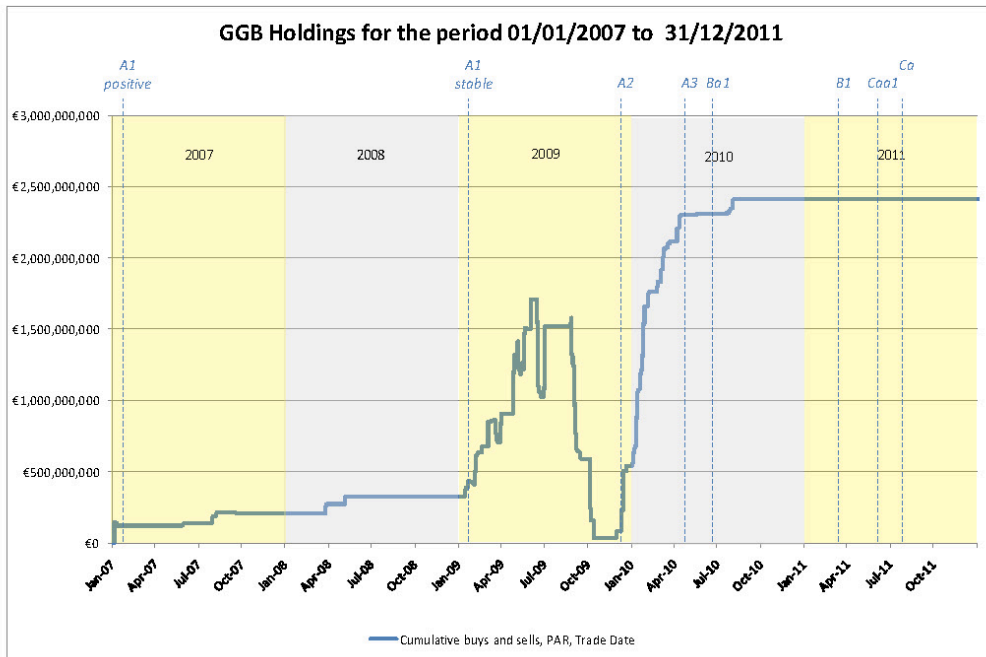
Πίνακας 4. Επενδυτικά όρια για αγορές ΟΕΔ από αρμόδια επιτροπή ALCO

(Σε εκατομμύρια ευρώ. Ελαφρά σκιασμένες οι αυξήσεις που αποφασίστηκαν ενώ είχε αρχίσει η υποβάθμιση των ΟΕΔ και έντονα σκιασμένες οι αλλαγές που έγιναν όταν τα ΟΕΔ είχαν υποβαθμιστεί στην μη-επενδυτική κατηγορία "σκουπίδια".)

Μέχρι 27/1/2009	505	Τα ιστορικά επίπεδα όπως επιτρέπονται με βάση απόφαση του ΔΣ, Τεκμ. 65, σελ. 30.
27/1/2009	1,005	Αύξηση
9/3/2009	2,000	Αύξηση χωρίς αιτιολογία
10/4/2009	Συζήτηση – καμία αλλαγή	Αποφασίστηκε η χρηματοδότηση μέσω ECB repos
30/4/2009	3,000	Αύξηση σε σχέση με ECB repos, να καθοριστούν όρια ανά χώρα κλπ
1/6/2009	3,000	Βλ. σχόλια Ες. Ελ. Τεκμ. 75 σελ. 5
11/12/2009	2,000	Εσωτερικό όριο σε ad hoc συνεδρία στο γραφείο του κ. Καρυδά, αποφασίστηκε repo με ΕΚΤ 3 δις. Τεκμ. 75 σελ. 8-9
21/12/2009	2,000	ALCO, όλοι ήταν παρόντες, αποφασίστηκε να επενδύσουν μέχρι 6 δις. μετά και από το ECB repo, αλλά σύμφωνα με το Τεκμ. 75, σελ. 15 κανείς δεν θυμάται
19/2/2010	2,355	Πρόσθεσαν τα όρια άλλων εκδοτών Ελλάδος στα όρια ΟΕΔ, αγορά σε τιμές αγοράς που επιτρέπει, αν υπάρχουν ευκαιρίες, να ξεπεραστούν τα όρια που εκφράζονται σε notional amount
10/5/10	2,309	Αποφασίστηκε η μεταφορά από bank money market σε ΟΕΔ money market σύμφωνα και με την απόφαση στις 19/2. Φαίνεται από την διατύπωση ότι αυτό έγινε εκ των υστέρων για να καλύψει τις

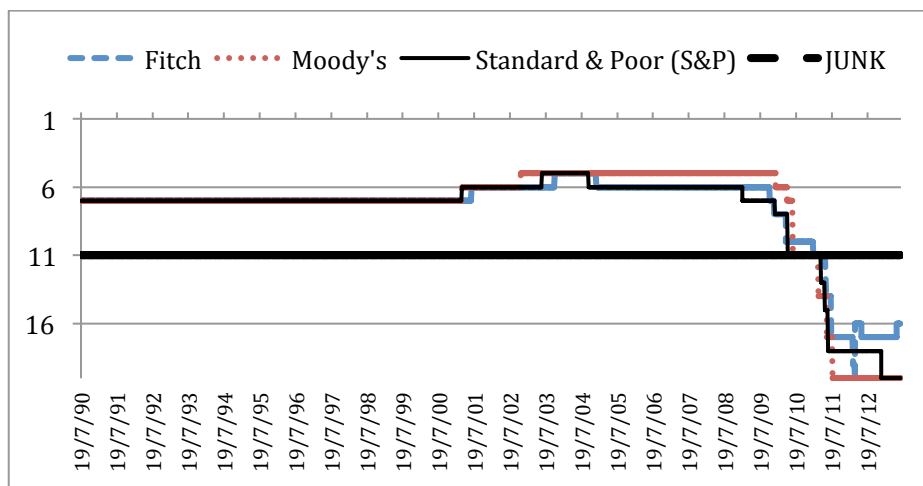
		αποφάσεις που ήδη είχε λάβει η διοίκηση.
21/7/10	+100 εκατ.	Σύντομη συνεδρία μόνο για αύξηση ορίου κατά 100 εκατ.

Διάγραμμα 7. Χαρτοφυλάκιο ΟΕΔ Τράπεζας Κύπρου κατά την περίοδο Ιανουαρίου 2007 - Δεκέμβριο 2011.

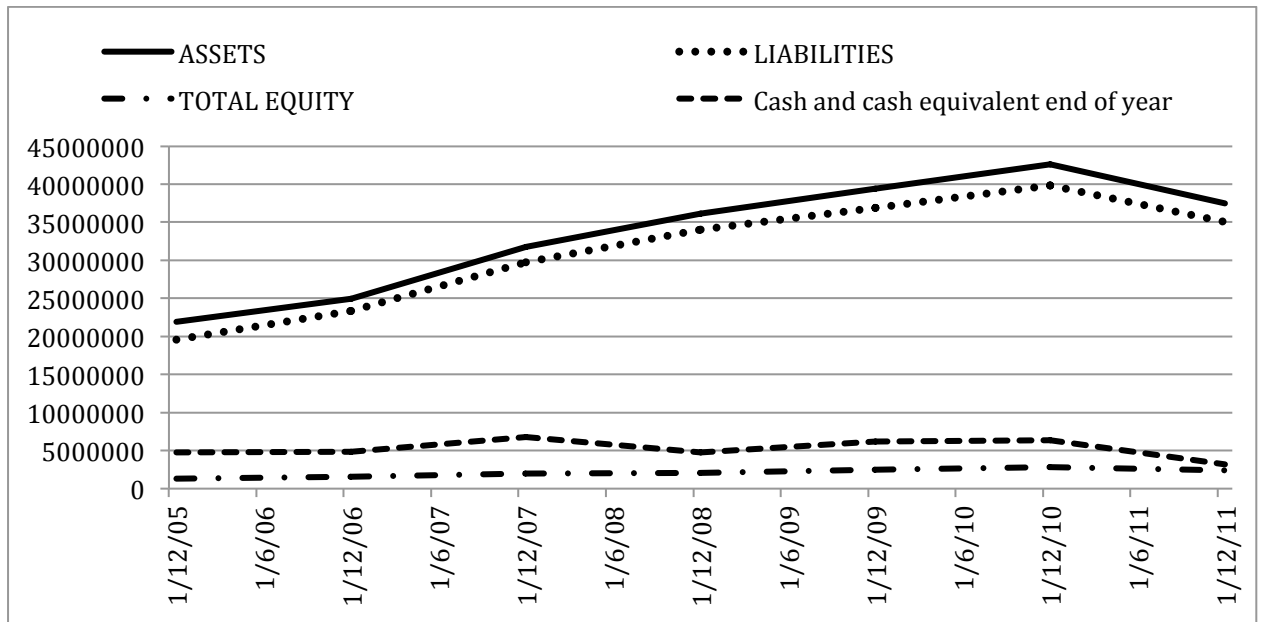


Πηγή: Έκθεση της Alvarez & Marshall.

Διάγραμμα 8 Αξιολογήσεις ΟΕΔ από διεθνείς οίκους.



Διάγραμμα 9 Οικονομικά μεγέθη της Τράπεζας Κύπρου



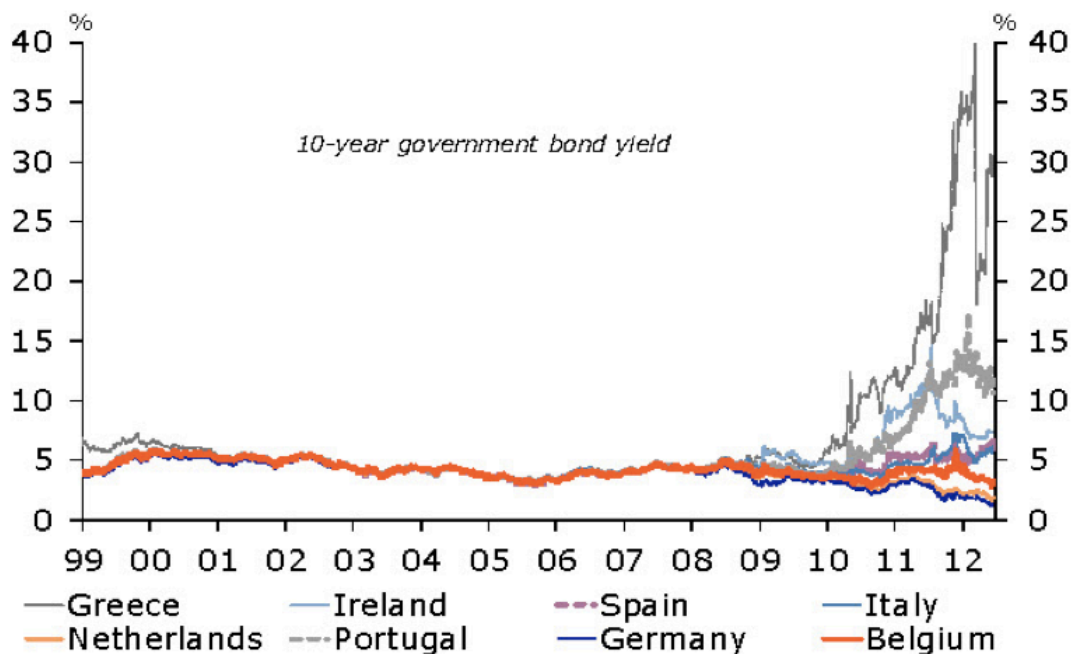
Συμπληρωματικά έχουμε και τις εξής πληροφορίες από τα τεκμήρια που κατατέθηκαν στην Επιτροπή.

- a. Από τον Σεπτέμβριο του 2008 -με σημείωμα που υποβλήθηκε από τον Ανώτατο Εκτελεστικό Διευθυντή- η Τράπεζα αποφάσισε ότι δεν υπήρχε ανάγκη για συνολικό όριο επενδύσεων για χώρες του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου πέραν των ορίων συναλλαγής Treasury.¹⁶ Αν λάβουμε υπόψη ότι οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων είχαν συγκλίνει με την δημιουργία του ΕΟΧ όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 10, και ότι η Κύπρος είχε ενταχθεί στην ευροζώνη, θα μπορούσε να πει κάποιος ότι αυτή ήταν ορθή πολιτική διαχείρισης κινδύνων. Δυστυχώς είχε ληφθεί με την έναρξη της διεθνούς οικονομικής κρίσης όταν τα δομικά προβλήματα της ευροζώνης άρχισαν να εμφανίζονται. Ωστόσο τότε δεν υπήρχε κανένα προειδοποιητικό σημάδι. Ακόμη και οι κανόνες της Βασιλείας επέτρεπαν σε χώρες του ευρώ να δίνουν μηδενικό συντελεστή κινδύνου στα κρατικά ομόλογα χωρών της ευροζώνης.
- b. Μέχρι το τέλος του 2008 οι επενδύσεις σε ΟΕΔ βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα 300-500 εκατ. ευρώ που αντιστοιχούν περίπου στο ¼ του μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας, στο 2.5% του ενεργητικού της και στο 1/10 της διαθέσιμης ρευστότητας. Αυτή είναι μια πολύ συντηρητική πολιτική επενδύσεων χαμηλού κινδύνου.
- c. Μετά τον Ιανουάριο 2009 βλέπουμε μια ραγδαία αύξηση επενδύσεων σε ΟΕΔ. Όλες οι επενδύσεις έγιναν εντός των ορίων που είχε θέσει το ALCO.
- d. Όλη η ανώτατη Διεύθυνση ήταν ενήμερη και συμμετείχε στις ουσιαστικές συναντήσεις όπου ετίθεντο τα όρια. Δεν είναι γνωστό αν ήταν ενήμεροι για τις συγκεκριμένες επενδύσεις, όμως δεν προβλέπεται από τις διαδικασίες της Τράπεζας και αυτό δεν είναι σφάλμα εφόσον οι εργαζόμενοι στο treasury μένουν εντός των ορίων και τα όρια επαναξιολογούνται.

¹⁶ Τεκμήριο 75, σελ. 30.

- e. Το ΔΣ φαίνεται να ενημερώθηκε για τα όρια με την έγκριση των αποφάσεων της ALCO εκ των υστέρων. Δεν είχε άμεση ενημέρωση ούτε φαίνεται να ζήτησε ενημέρωση. Τονίζεται, ωστόσο, ότι πλήρης πληροφόρηση υπήρχε στις Ετήσιες Εκθέσεις της Τράπεζας που η Διεύθυνση ετοιμάζε και το Συμβούλιο ενέκρινε. Άγνοια υπό τις περιστάσεις δεν δικαιολογείται. Μέχρι τον Μάρτιο του 2010 δεν έχει εντοπιστεί κανένα έγγραφο που να εκφράζει διαφωνία με τις επενδύσεις σε ΟΕΔ. Διαφωνίες από μέλη της Διεύθυνσης αρχίζουν να εμφανίζονται τον Μάρτιο του 2010, περίπου με την έγκριση από την Επιτροπή Διαχείριση Κινδύνων ΔΣ των πρακτικών της επιτροπής ALCO που αναφέρονται στον Πίνακα 4.

Διάγραμμα 10 Αποδόσεις ομολόγων χωρών της ευροζώνης 1999-2013



Source: Reuters EcoWin

- f. Μπορεί να δοθούν διάφορες ερμηνείες για την επενδυτική πολιτική της τράπεζας μέχρι τις 27 Απριλίου 2010 που τα ΟΕΔ υποβαθμίστηκαν για πρώτη φορά στην κατηγορία σκουπίδια. Οδηγούν στο συμπέρασμα επίδειξης κακής κρίσης στην διαχείριση κινδύνων και ελλείμματα εποπτείας από το ΔΣ. Η ερμηνεία που τεκμηριώνεται από τις καταθέσεις, τη μελέτη των στοιχείων και σχετικές πρόσφατες δημοσιεύσεις στην διεθνή βιβλιογραφία αναλύεται στην ενότητα 3. Κερδοσκοπικές επενδύσεις και "carry trade".
- g. Οι αποφάσεις που λήφθηκαν μετά τις 27 Απριλίου 2010 όταν τα ΟΕΔ είχαν διαβαθμιστεί σε μη επενδυτική κατηγορία «σκουπίδια» δεν μπορούν να αποδοθούν σε κακή κρίση. Αν και τα ποσά είναι σχετικά μικρά, οι αποφάσεις αποκαλύπτουν σημαντική αποτυχία εταιρικής διακυβέρνησης και μάλλον εμφανίζονται ως προσπάθειες να μειωθούν ή συγκαλυφθούν οι απώλειες.

- h. Ιδιαίτερα οι εξής αποφάσεις μπορούμε να πούμε ότι δεν συνάδουν με την συνετή διαχείριση κινδύνων:
- 1) Αγορά inflation-linked bonds μεταξύ Δεκ. 2009-Απρ. 2010 ύψους 1δισ. Τα ομόλογα αυτά είναι σύνθετα εργαλεία που απαιτούν προσεκτική αποτίμηση και δεν μπορούν να θεωρηθούν ασφαλή ομόλογα ακόμη και σε οικονομίες που παρουσιάζουν σταθερότητα.
 - 2) Οι αποφάσεις στις 19 Φεβρουαρίου και 10 Μαΐου όπως όρια τίθενται σε τιμές αγοράς αντί σε notional amounts. Αυτό επιτρέπει μεν την αξιοποίηση τυχόν ευκαιριών με «καλές» τιμές αλλά ταυτόχρονα επιτρέπει υπέρβαση ορίων το οποία τίθενται σε notional amounts.
 - 3) Η απόφαση στις 19 Φεβρουαρίου και 10 Μαΐου όπως η έκθεση στην Ελλάδα αφορά όλες τις επιτρεπόμενες εκδόσεις ταυτόχρονα –δηλαδή τόσο τραπεζικά όσο και του δημοσίου- μάλλον δεν είναι συνετή τακτική διαχείρισης κινδύνων.
 - 4) Προτιμήθηκαν κυβερνητικά αντί τραπεζικά ομόλογα ενώ η Ελλάδα αντιμετώπιζε κρίση δημόσιου χρέους και όχι τραπεζική κρίση.

3. Κερδοσκοπικές επενδύσεις και “carry trade”

Η επενδυτική στρατηγική ήταν επιτυχής από πλευράς κερδοφορίας: Από την πώληση του συνολικού χαρτοφυλακίου προς το τέλος του 2009 η τράπεζα σημείωσε κέρδη €72.6 εκατ. που αντιστοιχούν στο 19.7% της συνολικής κερδοφορίας του έτους¹⁷. Ομοίως για την διετία 2009-2010 τα κέρδη από τις ψηλές αποδόσεις των ΟΕΔ (€57.93 εκατ.) και από αγοραπωλησίες (€99.4 εκατ.) αντιστοιχούσαν στο 22% της συνολικής κερδοφορίας.

Εξίσου κερδοφόρα ήταν η επενδυτική στρατηγική δανεισμού μέχρι €3 δις από την ΕΚΤ μέσω repos με επιτόκιο 1.25% και επανεπένδυση σε ΟΕΔ και ομόλογα της Κυπριακής Δημοκρατίας με επιτόκιο 3% αφού επέφερε κέρδη €82.5 εκατ. που αντιστοιχεί σε περίπου 20% της κερδοφορίας της περιόδου που το πρόγραμμα εφαρμόστηκε.

Από παλινδρομήσεις των τιμών των μετοχών των κυπριακών τραπεζών σε σχέση με τις επενδύσεις σε ΟΕΔ φαίνεται ότι η Τράπεζα Κύπρου είχε θετικό πρόσημο σε όλα τα τετράμηνα από την αρχή του 2009 μέχρι το τέλος του 2012. Ομοίως η Μαρφίν-Λαϊκή έχει θετικό πρόσημο για 13 από τα 15 τετράμηνα της περιόδου. Δηλαδή, η αγορά έβλεπε θετικά τις αγορές ΟΕΔ από τις δύο τράπεζες. Βλέπε Παράρτημα: Παλινδρομήσεις επενδύσεων κυπριακών τραπεζών σε ΟΕΔ .

Όλα αυτά βεβαίως ίσχυαν πριν γίνει η αναδιάρθρωση του ελληνικού δημόσιου χρέους που προκάλεσε συνολικές ζημιές στην Τράπεζα Κύπρου ύψους €1.9 δις. σύμφωνα με δικές τους εκτιμήσεις¹⁸.

1) Η επενδυτική πολιτική της Τράπεζας για ΟΕΔ

- a. Όλες οι αποφάσεις στηρίζονται σε μια θεμελιώδη υπόθεση εργασίας: **«οτι δεν θα υπάρξει αθέτηση πληρωμών δημόσιου χρέους χώρας της ευροζώνης»**. Την υπόθεση αυτή πρόβαλαν ο ανώτατος εκτελεστικός Διευθυντής κος Αντρέας Ηλιάδης και ο γενικός διευθυντής διαχείρισης κινδύνων κος Καρυδάς ωστόσο μέχρι τον Μάρτιο 2010 κανείς από την ανώτατη διεύθυνση δεν είχε εκφράσει διαφωνίες που να φαίνονται σε οποιοδήποτε πρακτικό Επιτροπής. Στην διερεύνηση του Εσωτερικού Ελεγκτή που έγινε τον Νοέμβριο 2012, μετά την αποχώρηση του κ. Ηλιάδη, υπάρχουν καταθέσεις ότι διαφωνίες εκφράστηκαν από τον Δεκέμβριο του 2010 και ιδιαίτερα στην συνάντηση ALCO 19/2/2011.¹⁹
- b. Αυτή βεβαίως αποδείχθηκε εκ των υστέρων εσφαλμένη υπόθεση εργασίας. Αλλά και υπό τις τότε συνθήκες ήταν **κακή κρίση** εκ μέρους της Τράπεζας. Και όταν λέμε «κακή κρίση» εννοούμε ότι μπορεί μεν να ήταν βάσιμη υπόθεση εργασίας και να είχε επιχειρήματα υπέρ της αλλά μια συνετή διαχείριση κινδύνων δεν θα επέτρεπε σε αυτή την άποψη να επικρατήσει.

¹⁷ Έκθεση A&M σελ. 71 και υπολογισμοί του συγγραφέα.

¹⁸ Έκθεση A&M σελ.40.

¹⁹ Βλέπε παρ. 5.12, 5.13 και 5.14 της Έκθεσης του Εσωτερικού Ελεγκτή, Τεκμ. 75.

- c. Γιατί ήταν βάσιμη υπόθεση; Ο τότε πρόεδρος του ΔΣ Θεόδωρος Αριστοδήμου στην κατάθεση του τόνισε τις διαβεβαιώσεις που είχε η Τράπεζα ότι δεν ετίθετο θέμα κουρέματος δημόσιου χρέους χώρας της ευροζώνης. Όντως έτσι ήταν. Ιδιαίτερα ο τότε Διοικητής της ΚΤΚ Αθανάσιος Ορφανίδης, που έχαιρε σεβασμού στο Συμβούλιο της ΕΚΤ, ήταν έντονα αντίθετος σε οποιαδήποτε αναδιάρθρωση δημόσιου χρέους στην ευροζώνη και συνέχισε την αντίθεση του και μετά την πρώτη απόφαση για PSI τον Ιούλιο 2011. Οι απόψεις του έτυχαν προβολής στον διεθνή τύπο²⁰ και αναπόφευκτα επηρέαζαν σημαντικά τις κυπριακές τράπεζες.
- d. Ωστόσο υπήρχαν εξίσου βάσιμες αντίθετες απόψεις διεθνώς που τελικά επεκράτησαν στην πολιτική που τήρησε η ΕΕ και η ΕΚΤ σχετικά με τα ΟΕΔ. Απάντηση στις απόψεις του κου Ορφανίδη στους Financial Times έδωσε ο αναπληρωτής διευθυντής της έγκριτης δεξαμενής σκέψης Bruegel (Βέλγιο) Guntram Wolfe στις 12 Ιανουαρίου 2012²¹. Δεν θα αναλύσουμε τα επιχειρήματα και αντεπιχειρήματα. Αρκεί να υποδείξουμε ότι πρόκειται για μια συζήτηση με πολλές προεκτάσεις που αφορά το μέλλον της ευροζώνης. Το ότι οι Financial Times πρόβαλαν τις απόψεις του κου Ορφανίδη και ο αναπληρωτής διευθυντής του σημαντικού Bruegel Foundation απάντησε μας αποκαλύπτουν την σημασία του θέματος και το εκτόπισμα του κου Ορφανίδη στους διεθνείς τραπεζικούς κύκλους. Ας δούμε όμως γιατί τελικά η υπόθεση εργασίας διαψεύσθηκε. Θα διαπιστώσουμε τότε ότι η διάψευση έπρεπε να αναμένεται.
- e. Ο κος Ορφανίδης στην κατάθεση του αποδίδει την απόφαση για κούρεμα των ΟΕΔ σε «μια συνάντηση που είχε ο Πρόεδρος Σαρκοζί τότε και η καγκελάριος Μέργκελ στο Deauville, είναι ιστορικότατη συνάντηση πώς καταστρέψαμε την Ευρώπη η συνάντηση του Οκτώβρη του 10 στο Deauville της Γαλλίας. Το τι είχε λεχθεί σε εκείνη τη συνάντηση από την κυρία Μέργκελ και τον κύριο Σαρκοζί, το οποίο δυστυχώς οι υπόλοιποι ηγέτες δέχτηκαν μια εβδομάδα περίπου αργότερα είναι το ότι στην Ευρωζώνη σε περίπτωση που μια χώρα έχει προβλήματα χρηματοδότησης του χρέους της όπως είχε η Ελλάδα, πρώτα θα απαιτούμε κάποιους είδους συνεισφορά από τους ιδιώτες και μετά θα δίνουμε βοήθεια σε αυτή τη χώρα.»
- f. Δυστυχώς για την Ελλάδα και Κύπρο και σε αντίθεση με τις απόψεις του κου Ορφανίδη, το Άρθρο 125 της Συνθήκης Εγκαθίδρυσης της ΕΕ είναι σαφές για την μη κοινή ανάληψη χρέους: *“A Member State shall not be liable for or assume the commitments of central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of another Member State”*. Επομένως η συμφωνία στο Deauville αποτελεί επιβεβαίωση της Συνθήκης Εγκαθίδρυσης και έπρεπε να αναμένεται.

²⁰ <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5560c714-36dc-11e1-b741-00144feabdc0.html#axzz2bIGuOsum>

²¹ Wolfe, Gauntram, Should we go back on Greek PSI?, 10 Ιαν. 2012, διαθέσιμο στο <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/667-should-we-go-back-on-greek-psi/>

- g. Ανεξάρτητα αν θα προτιμούσαμε όλοι να συνεχίσει η σύγκλιση των οικονομιών της Ευροζώνης που παρατηρείται στο Διάγραμμα 10 μέχρι το 2008 αυτό δεν ήταν δυνατό με βάση την υφιστάμενη Συνθήκη και ο κος Ορφανίδης όφειλε να λάβει υπόψη τις Ευρωπαϊκές πραγματικότητες και τις επιπτώσεις τους στην Κύπρο. Αξιέπαινη η προσπάθεια του να επηρεάσει ευρωπαϊκές πολιτικές και να αλλάξει τις ευρωπαϊκές πραγματικότητες. Ως μέλους του ΔΣ της ΕΚΤ ενδεχομένως οι απόψεις του να ήταν σωστές και ορθώς να χαρακτήρισε «καταστροφική» τη συμφωνία Μέρκελ-Σαρκοζί –και με αυτή την άποψη ο γράφων συμφωνεί. Ωστόσο, ως υπεύθυνος για την εποπτεία του Κυπριακού τραπεζικού συστήματος θα έπρεπε να σχεδιάζει και για το καταστροφικό ενδεχόμενο το οποίο προδιαγραφόταν από την Συνθήκη.
- h. Δυστυχώς οι κυπριακές τράπεζες εμφανίστηκαν αποκομμένες από αυτούς τους προβληματισμούς. (Αξιοσημείωτο ότι η χώρα εμφανίστηκε και πάλι αποκομμένη από τους ευρωπαϊκούς προβληματισμούς όσο αφορά τη «διάσωση με ίδια μέσα», το bail-in, που εφαρμόστηκε τον Μάρτιο 2013.)
- i. Πέραν των απόψεων για το ενδεχόμενο στάσης πληρωμών χώρας της ευροζώνης που αναλύσαμε πιο πάνω υπήρχαν και πολύ συγκεκριμένες προειδοποιήσεις:
- 1) Από το τέλος του 2009 άρχισε μια πορεία συνεχών υποβαθμίσεων της Ελλάδας. Αυτό δεν αποτελεί σαφή προειδοποίηση για αναδιάρθρωση των ΟΕΔ αλλά όφειλε να προκαλέσει επαναξιολόγηση της επενδυτικής πολιτικής και των ορίων.
 - 2) Ο δείκτης *CAPCO Euro Probability Index*²² για έξοδο της Ελλάδας από το ευρώ άρχισε ανοδική πορεία προς το τέλος του 2010, βλ. Διάγραμμα 11. Αυτό ήταν σαφής προειδοποίηση για ενδεχόμενη αναδιάρθρωση ΟΕΔ.
 - 3) Σαφής προειδοποίηση ήταν και το κόστος των CDS-credit default swaps που ήταν διπλάσιο για την Ελλάδα από άλλες χώρες της ευροζώνης και είχε ανοδική πορεία από το 2010, βλ. Διάγραμμα 12.
- j. Δυστυχώς τα στοιχεία αυτά χρησιμοποιούνταν από την Τράπεζα για να καθοδηγούν (με επιτυχία) την κερδοσκοπική επενδυτική πολιτική, αλλά δεν χρησιμοποιούνταν για το ένα πράγμα για το οποίο οι δείκτες σχεδιάστηκαν: να προειδοποιούν για ενδεχόμενη στάση πληρωμών και αναδιάρθρωση χρέους.
- k. Πέραν των προειδοποιητικών ποσοτικών στοιχείων, η τράπεζα παραβίαζε βασικές αρχές διαχείρισης κινδύνων υιοθετώντας την υπόθεση εργασίας ότι δεν θα υπάρξει αθέτηση πληρωμών δημόσιου χρέους χώρας της ευροζώνης²³.
- 1) Κίνδυνος συγκέντρωσης (concentration risk): Με 40% του χαρτοφυλακίου σε μια μόνο χώρα της ευροζώνης αντιμετώπιζε υπέρμετρο κίνδυνο συγκέντρωσης.
 - 2) Κίνδυνος αντισυμβαλλόμενου μέρους (counterparty risk): Πίσω από τις επενδύσεις ήταν ένα μόνο αντισυμβαλλόμενο μέρος, το Ελλαδικό κράτος.
 - 3) Πολιτικός κίνδυνος (political risk): Οι αποφάσεις διάσωσης της Ελλάδας ήταν καθαρά πολιτικής φύσεως και συνετή διαχείριση κινδύνων αναλύει

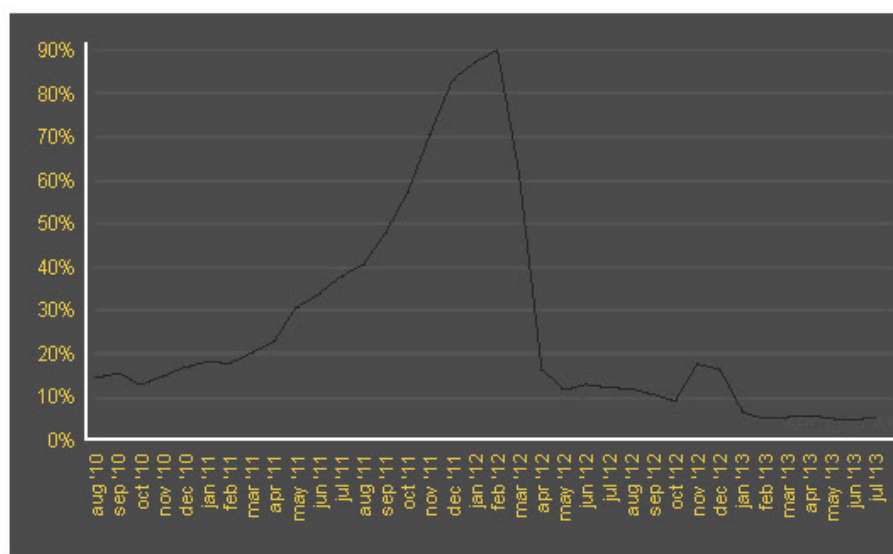
²² <http://www.capco.com/cepix>

²³ Stavros A. Zenios, *Practical Financial Optimization: Decision Making for Financial Engineers* (Cambridge: Blackwell, 2007).

πολυδιάστατα τα πολιτικά ενδεχόμενα, όπως πιθανή αλλαγή κυβέρνησης, αλλαγή νομοθεσίας, ερμηνεία νομοθεσίας κλπ.

Η Τράπεζα ακολουθούσε μια επενδυτική πολιτική σε ΟΕΔ στηριζόμενη στην εσφαλμένη κρίση ότι δεν θα υπάρξει αθέτηση πληρωμών δημόσιου χρέους χώρας της ευροζώνης. Η πολιτική αυτή αποδείχθηκε προσωρινά επικερδής αλλά τελικά υπερβολικά ζημιογόνα.

Διάγραμμα 11. CAPCO Euro Probability Index²⁴ για έξοδο της Ελλάδας



Select Countries

2) Η πώληση και επαναγορά ΟΕΔ την περίοδο Αυγ. 2009-Απριλίου 2010

Την περίοδο Αυγούστου–Οκτωβρίου 2009 η Τράπεζα πώλησε 1.7δισ ΟΕΔ και παρέμεινε με πολύ μικρό χαρτοφυλάκιο γύρω στα 180εκατ. Η πώληση έγινε για να αποφευχθούν απώλειες από ανακοίνωση μεγαλύτερου δημοσιονομικού ελλείμματος (10%) από το επίσημα αναμενόμενο (5%) και την συνεπαγόμενη μείωση τιμών των ΟΕΔ. Την πώληση πρότεινε ο Ανώτερος Διευθυντής του Treasury and Private Banking Χρ. Πατσαλίδης προς τον κο Ηλιάδη ο οποίος την αποδέχθηκε. Το ίδιο σκεπτικό για την πώληση δίνει και ο πρώτος Γενικός Διευθυντής κος Κυπρή. (Τεκμ. 75, παρ. 5.6).

Εγείρεται τώρα το ερώτημα γιατί από τις 10 Δεκεμβρίου άρχισε η επαναγορά ομολόγων φθάνοντας στα 2.3δισ μέχρι τον Απρίλιο 2010;

Η απάντηση είναι απλή αν κάποιος στηρίζεται στην (εσφαλμένη) υπόθεση εργασίας που αναφέραμε: εφόσον οι τιμές έχουν μειωθεί σημαντικά μετά την

²⁴ <http://www.capco.com/cepix>

ανακοίνωση του ελλείμματος τότε αυτά τα ομόλογα μπορούν να αγοραστούν σε τιμές ευκαιρίας να αποφέρουν μελλοντικά κέρδη. (Βεβαίως, επαναλαμβάνουμε, ότι πρόκειται για τιμές ευκαιρίας μόνο αν αγνοούμε το ενδεχόμενο στάσης πληρωμών).

Πολλά έχουν λεχθεί για την δήλωση του κου Κυπρή στο Stockwatch ότι «από την αρχή του έτους η Τράπεζα μείωσε την έκθεση της σε ομόλογα του Ελληνικού δημοσίου από 1.8 δις σε 0.1 δις τον Οκτώβριο, αποκομίζοντας σημαντικά κέρδη που περιλήφθηκαν στους λογαριασμούς των δύο προηγούμενων τριμήνων» και ότι «Για μας δεν υπάρχει κίνδυνος πλέον» (Τεκμ. 75, παρ. 5.8).

Η δήλωση αυτή μπορεί να ερμηνευθεί ως ανωτέρω, ότι δηλαδή η Τράπεζα δεν επηρεάζεται από την ανακοίνωση του ελλείμματος και κατάφερε με επιτυχία να αποφύγει τις ζημιές. Ή θα μπορούσε να ερμηνευθεί ότι η Τράπεζα Κύπρου δεν επενδύει πλέον σε ΟΕΔ.

Η πρώτη ερμηνεία -οτι δηλαδή η πώληση ήταν μέρος της επενδυτικής πολιτικής και όχι μιας πολιτικής αποχώρησης από την αγορά ΟΕΔ- επιβεβαιώνεται από το γεγονός ότι (1) μετά την πώληση έγιναν συνεδρίες ALCO (11 και 21 Δεκεμβρίου 2009) όπου αυξήθηκαν τα όρια επενδύσεων σε ΟΕΔ, και (2) αποφασίστηκε η εξασφάλιση μέχρι 3 δις από την ΕΚΤ για επένδυση σε ΟΕΔ. Ιδιαίτερα να σημειωθεί ότι όλη η ανώτερη Διεύθυνση ήταν παρούσα στην συνεδρία της 21^{ης} Δεκεμβρίου αν και στην έρευνα του Εσωτερικού Ελεγκτή δήλωσαν ότι δεν θυμούνται την συνεδρία ή την συζήτηση για τα όρια αγοράς ΟΕΔ.

Η πώληση και επαναγορά ΟΕΔ στην κρίσιμη περίοδο Αυγ. 2009-Απριλίου 2010 ήταν μέρος της επενδυτικής πολιτικής της Τράπεζας για μεγιστοποίηση κερδών από τις αυξομειώσεις τιμών των ΟΕΔ, στηριζόμενη στην εσφαλμένη κρίση ότι δεν θα υπήρχε αθέτηση πληρωμών χώρας της ευροζώνης.

Διάγραμμα 12 Credit Default Swaps (CDS) Spreads



3) «Carry trade»

Μέχρι εδώ θα μπορούσε κάποιος να ισχυριστεί, βάσιμα, ότι το πρόβλημα οφειλόταν σε σφάλμα κρίσης. Παρά τις προειδοποιήσεις που υπήρχαν οι αποφάσεις δεν ήταν εκτός γενικά αποδεκτών πρακτικών διαχείρισης κινδύνων. Ωστόσο υπάρχουν δύο επιπρόσθετα στοιχεία που οπωσδήποτε κινούνται εκτός πλαισίου συνετής διαχείρισης κινδύνων για μια τράπεζα που δεν είναι επενδυτική όπως δήλωνε στους μετόχους και στις Εποπτικές Αρχές:

- a. Οι πρακτικές αγοραπωλησίας ομολόγων ήταν βραχυπρόθεσμες επενδυτικές πρακτικές
- b. Οι επενδύσεις γινόντουσαν από ρευστότητα που εξασφαλιζόταν από ΕΚΤ μέσω repo.

Δηλαδή η Τράπεζα δεν περιοριζόταν στην επένδυση της διαθέσιμης ρευστότητας σε κρατικά ομόλογα μέχρι να τα χρειαστεί για λειτουργικούς σκοπούς. Χρησιμοποιούσε την διαθέσιμη ρευστότητα για κερδοσκοπικές επενδύσεις εκμεταλλευόμενη τις αλλαγές των τιμών από τις αξιολογήσεις των ΟΕΔ. Αλλά και πέραν τούτου χρησιμοποιούσε την ΕΚΤ ως πηγή φθηνού χρήματος για χρηματοδότηση της κερδοσκοπικής πολιτικής.

Η πολιτική αυτή είχε συζητηθεί στην ALCO στις 30 Απριλίου 2009 με βάση σχετικό σημείωμα του Δρ Πατσαλίδη. Το σημείωμα καθορίζει σαφώς επενδυτικές πολιτικές (trading) και κάνει αναφορά σε πιστωτικό κίνδυνο («government credit risk») τον οποίο θεωρεί απίθανο, αν και αναγνωρίζει ότι σε αυτή την περίπτωση οι απώλειες για την Τράπεζα θα είναι σημαντικές²⁵.

²⁵ A&M σελ. 26-27.

Οι επενδύσεις ρευστότητας που εξασφαλίζεται από την ΕΚΤ μέσω repos χαρακτηρίζεται ως carry trade. Πρόσφατη μελέτη των Viral V. Acharya και Sascha Steffen των πανεπιστημίων Νέας Υόρκης και European School of Management and Technology, δείχνει ότι αυτή η πρακτική ακολουθείται από πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες στην περίοδο 2007-2012²⁶. Είναι μια μορφή «ηθικού κινδύνου» όπου οι τράπεζες εκμεταλλεύονται τις κυβερνητικές εγγυήσεις, την πρόσβαση σε ρευστότητα από τις Κεντρικές Τράπεζες καθώς και ελλείψεις στις κανονιστικές οδηγίες της Βασιλείας για την βαρύτητα των κινδύνων κρατικών ομολόγων. Ανάλυση με βάση το μοντέλο των Acharya-Sascha για τις τράπεζες Κύπρου και Λαϊκή επιβεβαιώνει ότι πρακτικές carry trade ακολουθούσε και η Τράπεζα Κύπρου, βλ. Παράρτημα: Παλινδρομήσεις επενδύσεων κυπριακών τραπεζών σε ΟΕΔ.

Προσωπικό της τράπεζας είχαν προειδοποιήσει ότι ορισμένες πρακτικές για την αγορά ΟΕΔ ήταν πρακτικές trade που δεν ήταν συμβατές με τη ευρύτερη και δημόσια δεδηλωμένη πολιτική της Τράπεζας. Ωστόσο δεν εισακούστηκαν.

Ενώ η Τράπεζα δήλωνε δημόσια ότι είχε χαμηλή επιθυμία για ρίσκο και δεν ασχολείτο με κερδοσκοπικές επενδύσεις, ακολουθούσε σαφώς ριψοκίνδυνη επενδυτική πολιτική, εξασφαλίζοντας προς τούτο χρηματοδότηση και από την ΕΚΤ.

Η μελέτη των Acharya-Steffen μας αποκαλύπτει ορισμένες ευρύτερες πρακτικές ευρωπαϊκών τραπεζών. Οι παρατηρήσεις τους μας ενδιαφέρουν διότι συνάδουν με τις πρακτικές της Τράπεζας Κύπρου. Μπορεί να ήταν κακές πρακτικές και να αποκαλύπτουν «κακή κρίση» οπωσδήποτε όμως δεν αποκρύβουν δόλο και ήταν διαδεδομένες μεταξύ ευρωπαϊκών τραπεζών:

- a) Τράπεζες τόσο στην περιφέρεια (GIPSI-Greece, Italy Portugal, Spain, Italy) όσο και τράπεζες στον πυρήνα της ευροζώνης φαίνεται να είχαν ενεργό διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους με αυξημένες επενδύσεις σε χώρες τις περιφέρειας καθώς τα spreads αυξάνονταν μεταξύ Μαρτίου και Δεκεμβρίου του 2010. Αυτό απορρίπτει την υπόθεση ότι οι τράπεζες εγκλωβίστηκαν παθητικά στην κρίση των χωρών της περιφέρειας λόγω προηγούμενων επενδύσεων σε κρατικά ομόλογα.
- b) Η πρακτική της ενεργού διαχείρισης άρχισε να αναστρέφεται πολύ αργά (μεταξύ Ιανουαρίου και Ιουνίου 2012 για τις Ιταλικές και Ισπανικές τράπεζες) όταν ντόπιες τράπεζες αύξησαν σημαντικά τις επενδύσεις τους σε κρατικά ομόλογα καθώς οι ξένες τράπεζες τις μείωναν.

Τα ότι οι Κυπριακές Τράπεζες δεν ήταν μόνες σε αυτή την επικίνδυνη πορεία επιβεβαιώνονται και από την κατάσταση των τραπεζών που επένδυσαν σε ΟΕΔ, βλ Πίνακας 5.

Πίνακας 5 Η έκθεση τραπεζών σε ΟΕΔ, Μάρτιος 2010.

²⁶ V. V. Acharya and S. Sascha, *The "Greatest" Carry Trade Ever?*, [2013]].

Rank	Country	Bank	mio EUR	cumulative	
				mio EUR	% of debt
1	EL	NBG	19756	19756	5.6
2	EL	ATEbank	10187	29943	8.4
3	EL	PIRAEUS BANK	8306	38249	10.8
4	DE	HYPO REAL ESTATE	7913	46162	13.0
5	EL	EFG EUROBANK ERG.	7458	53620	15.1
6	EL	TT HELLENIC POSTBANK	5371	58991	16.6
7	EL	ALPHA BANK	5070	64061	18.1
8	FR	BNP PARIBAS	5005	69066	19.5
9	FR	SOCIETE GENERALE	4225	73291	20.7
10	BE	DEXIA	3747	77038	21.7
11	CY	MARFIN POPULAR BANK	2943	79981	22.6
12	NL	ING Bank	2425	82406	23.2
13	UK	RBS	2010	84416	23.8
14	UK	HSBC	1935	86351	24.4
15	CY	BANK OF CYPRUS	1894	88245	24.9
16	DE	DEUTSCHE BANK	1682	89927	25.4
17	FR	BPCE	1540	91467	25.8
18	DE	LB BADEN-WÜRTTEMBERG	1444	92911	26.2
19	DE	D. POSTBANK	1337	94248	26.6
Cut-off at EUR 1 billion exposure					
20	BE	KBC GROUP	909	95157	26.8
21	FR	CREDIT AGRICOLE	854	96011	27.1
22	IT	INTESA SANPAOLO	828	96839	27.3
23	IT	UNICREDIT	801	97640	27.5
24	AT	ERSTE GROUP	757	98397	27.8
25	PT	BCP - MILLENNIUM	718	99115	28.0
26	NL	RABOBANK GROUP	637	99752	28.1
27	DE	WGZ BANK	583	100335	28.3
28	ES	SANTANDER	513	100848	28.4
29	PT	BANCO BPI	501	101349	28.6
30	PT	ESFG	464	101813	28.7
31	DE	LB BERLIN	438	102251	28.8
32	DE	WESTLB	399	102650	29.0
33	UK	BARCLAYS	388	103038	29.1
34	ES	BBVA	293	103331	29.1
35	SE	NORDEA BANK	249	103580	29.2
36	DE	BAYERISCHE LB	198	103778	29.3
37	DE	NORDDEUTSCHE LB	197	103975	29.3
38	DE	HSH NORDBANK	196	104171	29.4
39	SE	SEB	151	104322	29.4
40	DE	DEKABANK	148	104470	29.5
41	LU	BeC D'EPARGNE DE L'ETAT	122	104592	29.5
42	NL	SNS BANK	98	104690	29.5
43	DK	JYSKE BANK	92	104782	29.6
44	IT	BANCO POPOLARE	89	104871	29.6
45	DE	LB HESSEN-THÜRINGEN	88	104959	29.6
46	ES	JUPITER	66	105025	29.6
47	PT	CGD	56	105081	29.6
48	IE	ALLIED IRISH BANKS	41	105122	29.7
49	ES	BREOGAN	41	105163	29.7
50	ES	CAM	40	105203	29.7
51	ES	BANCO PASTOR	40	105243	29.7
52	IT	MP DI SIENA	35	105278	29.7
53	LU	BANQUE RAIFFEISEN	30	105308	29.7
54	IT	UBI BANCA	25	105333	29.7
55	SI	NLB	25	105358	29.7
56	FI	OP-POHJOLA GROUP	21	105379	29.7
57	AT	RZB	19	105398	29.7
58	ES	UNNIM	9	105407	29.7
59	MT	BANK OF VALLETTA	9	105416	29.7
60	ES	BANCA CIVICA	8	105424	29.7
61	ES	UNICAJA	6	105430	29.7
62	DE	COMMERZBANK	3	105433	29.7
63	DE	DZ BANK	1	105434	29.7

Source: CEBS stress tests 2010

4) Αποτυχία εταιρικής διακυβέρνησης

Δεν δόθηκε επαρκής χρόνος για να αναλυθεί ο ρόλος της εταιρικής διακυβέρνησης της Τράπεζας με βάση τις διεθνείς καλές πρακτικές εταιρικής διακυβέρνησης. Οπωσδήποτε το Διοικητικό Συμβούλιο της Τράπεζας και οι αρμόδιες επιτροπές που είχαν τόσο αρμοδιότητα όσο και ευθύνη απέτυχαν να σταματήσουν την καταστροφική πορεία. Παρατίθενται δύο χαρακτηριστικά αποσπάσματα από δηλώσεις διευθυντικών στελεχών που, δυστυχώς, έγιναν εκ των υστέρων.

Έκθεση Εσωτερικού Ελεγκτή, ημ. 31 Ιανουαρίου 2012 (όπως κατατέθηκε από κο Ξενοφώντος).

1.1 Με βάση τα ελεγχθέντα έγγραφα, έχουν τηρηθεί τα εγκεκριμένα όρια αναφορικά με τις αγορές Ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου και έχουν ληφθεί οι απαραίτητες εγκρίσεις της ALCO και σε μια περίπτωση της Εκτελεστικής Επιτροπής Διαχείρισης Κινδύνων Συγκροτήματος. Επιπρόσθετα, όλες οι αποφάσεις της ALCO επικυρώθηκαν από την Επιτροπή Διαχείρισης Κινδύνων του Δ.Σ., και το περιεχόμενο των σχετικών πρακτικών της Επιτροπής Διαχείρισης Κινδύνων Συγκροτήματος Δ.Σ. εγκρίθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο. Αν και η επικύρωση των αποφάσεων της ALCO έγινε εκ των υστέρων, η πρακτική αυτή εφαρμοζόταν πάντοτε.

Επίσης στις 15/3/2010, ημερομηνία κατά την οποία η Επιτροπή Διαχείρισης Κινδύνων Συγκροτήματος Δ.Σ. επικύρωσε (Παράρτημα 7) τις αποφάσεις της ALCO με ημερομηνίες 21/12/2009 και 19/2/2010 (ίδτε παράγραφο 4 πιο πάνω), είχαν ήδη αγοραστεί Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου ονομαστικής αξίας €1.717,35 εκ.

1.2 Η Υπηρεσία Διαχείρισης Κινδύνων Συγκροτήματος δε μερίμνησε να ενσωματώσει τις πρόνοιες των κατευθυντηρίων γραμμών της Κεντρικής Τράπεζας της Κύπρου (ίδτε παράγραφο 3.1.2) αναφορικά με την αξιολόγηση του 'κινδύνου χώρας' σε πολιτική επενδύσεων. Επιπρόσθετα, δε βρέθηκε να έχει γίνει στις 21/12/2009 (όταν μειώθηκε το όριο για επενδύσεις σε Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου) γραπτή αξιολόγηση του 'κινδύνου χώρας', λαμβάνοντας υπόψη τις αξιολογήσεις οίκων και τους βασικούς οικονομικούς δείκτες, όπως προνοείται στο risk appetite που περιλαμβάνεται στο Risk Policy Manual (ίδτε παράγραφο 3.1.1). Παρά ταύτα, επήλθε μείωση του ορίου επενδύσεων σε Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου από €3 δις σε €2 δις, γεγονός που επιβεβαιώνει ότι οι πιο πάνω παράμετροι συζητήθηκαν και λήφθηκαν υπόψη, όπως σχετικά μου έχει αναφέρει η Manager Group Market Risk Management, Μαρία Χριστοφίδου.

Σημειώνεται ότι κατά τον ουσιώδη χρόνο, το Συγκρότημα επένδυσε μόνο σε κρατικά Ομόλογα Ευρωπαϊκών χωρών μελών και μη μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Από την κατάθεση του κου Β. Σιαρλή, τότε μέλος της Διευθυντικής πυραμίδας της Τράπεζας Κύπρου, στην Επιτροπή:

«Εξ' όσων γνωρίζω δεν έγινε έρευνα εκ των υστέρων ή εκ των προτέρων, όσον αφορά τις συνέπειες έγιναν εξ' όσων αντιλαμβάνομαι κάποιες παρατηρήσεις, αλλά τίποτε το ιδιαίτερο το οποίο θα μπορούσε κάποιος να ονομάσει πραγματική επιστημονική έρευνα επί του θέματος».

5) Προσπάθειες συγκάλυψης

Όταν η επενδυτική πολιτική άρχισε να δημιουργεί ζημιές βλέπουμε μια προσπάθεια να περιοριστούν οι ζημιές ή και να μην εμφανιστούν ως ζημιές χρησιμοποιώντας λογιστικές πρακτικές ανα-κατηγοριοποίησης των ομολόγων από available for sale σε held to maturity και τανάπαλιν. Αυτές οι αποφάσεις είναι αμφιβόλου συμμόρφωσης προς κανόνες και διεθνή πρότυπα. Δυστυχώς δεν δόθηκε επαρκής χρόνος για να αναλυθούν οι πρακτικές που ακολουθήθηκαν καθώς και η ευθύνη των ελεγκτών.

6) Αντρέας Ηλιάδης: ο αποδιοπομπαίος τράγος

Μετά την αντικατάσταση του ανώτερου εκτελεστικού αξιωματούχου του Αντρέα Ηλιάδη έγινε μια συστηματική προσπάθεια να εμφανιστεί ως ο μόνος υπαίτιος. Αυτό είναι βεβαίως κατανοητό διότι έτσι καλύπτονται άλλοι τυχόν υπεύθυνοι. Όσοι παρέμειναν στην τράπεζα έχουν κάθε λόγο να ανησυχούν για τον δικό τους βαθμό ευθύνης και επομένως είναι προς όφελος όλων να εμφανιστεί ο απελθών ηγέτης ότι δρούσε μόνος και χωρίς να ενημερώνει, και ότι ενίοτε «θύμωνε» σε άλλα ανώτερα διευθυντικά στελέχη.

Οπωσδήποτε ο ανώτερος εκτελεστικός αξιωματούχος φέρει τεράστια ευθύνη για την πολιτική που οδήγησε την τράπεζα σε τεράστιες δυσκολίες. Επίσης για το ότι προώθησε κερδοσκοπική επενδυτική πολιτική και ότι στηρίχθηκε σε μια και μόνο υπόθεση εργασίας. Ωστόσο η ανώτερη ηγεσία της Τράπεζας ήταν πλήρως ενήμερη της πολιτικής και την είχαν εγκρίνει σε πολυάριθμες συνεδρίες αρμοδίων επιτροπών. Ακόμη τα μέλη του ΔΣ που ισχυρίζονται ότι δεν ενημερώθηκαν φέρουν ευθύνη διότι οι επενδύσεις σε ΟΕΔ περιγράφονταν με σαφήνεια στις ετήσιες εκθέσεις της Τράπεζας τις οποίες ενέκριναν. Είναι βεβαίως κατανοητό ότι οι Σύμβουλοι ίσως να μην ελέγχουν εξονυχιστικά τα έγγραφα που ετοιμάζει η Διοίκηση, αλλά για ένα τόσο κρίσιμο θέμα όπως η έκθεση της Τράπεζας σε ΟΕΔ όφειλαν να είχαν ζητήσει ιδιαίτερες επεξηγήσεις.

Οπωσδήποτε στην ηγετική πυραμίδα της Τράπεζας γνώριζαν και όσοι ισχυρίζονται ότι δεν γνώριζαν είχαν ευθύνη να γνωρίζουν.

Η Έκθεση του εσωτερικού ελεγκτή ημερομηνίας 31 Ιανουαρίου 2012 επιβεβαιώνει ότι ακολουθήθηκαν από την Διοίκηση οι προβλεπόμενες διαδικασίες. Προσέξτε ιδιαίτερα ότι μετά την πολύκροτη δήλωση του κου Κυπρή στην Stockwatch στις 10 Δεκ. 2009 πραγματοποιήθηκαν συνεδρίες της Επιτροπής ALCO στις 21 Δεκ. 2009 και 19 Φεβ. 2010 όπου καθορίστηκαν όρια για επενδύσεις σε ΟΕΔ ύψους 2 δις. και κανένας εκ των παρευρισκομένων δεν εμφανίζεται να εξέφρασε διαφωνία. Στην ίδια συνεδρία έγινε και αναφορά σε επενδύσεις με χρηματοδότηση μέσω repo της ΕΚΤ. Παρευρισκόμενοι ήταν πέραν του κου Ηλιάδη, οι κοι Κυπρής, Χατζημιτσής, Σιαρλής, Καρυδάς, Πατσαλίδης και άλλοι.

Επισημαίνεται επίσης η εξής αναφορά στην έκθεση του Εσωτερικού Ελεγκτή Νοεμβρίου 2012 (Τεκμ. 75, σελ. 12).

Ο κ. Χ. Πατσαλίδης στην κατάθεση του αναφέρει ότι έγινε συνάντηση στο γραφείο του κ. Α. Ηλιάδη στην παρουσία του κ. Ν. Καρυδά (δεν θυμάται ακριβώς την ημερομηνία), όπου ο κ. Α. Ηλιάδης τον ερώτησε μέχρι ποιο ποσό θα μπορούσαμε να επενδύσουμε σε ΟΕΔ. Ο κ. Χ. Πατσαλίδης απάντησε ότι αρχικά θα μπορούσαμε να επενδύσουμε €500 εκ. και, ανάλογα με τις συνθήκες, θα μπορούσαμε να επενδύσουμε τελικά μέχρι €1 δις. Σύμφωνα με τον κ. Χ. Πατσαλίδη, ο κ. Α. Ηλιάδης αντέδρασε και ανέφερε ότι το ποσό που εισηγήθηκε ήταν μικρό και εξέφρασε την άποψη ότι θα έπρεπε να επενδύσουμε ποσό €3 δις. Ο κ. Ν. Καρυδάς επενέβηκε και εισηγήθηκε να επενδύσουμε ποσό €2 δις, αναφέροντας ότι το ποσό των €3 δις ήταν μεγάλο. Ο κ. Α. Ηλιάδης συμφώνησε στη συνέχεια με την εισήγηση του κ. Ν. Καρυδά.

Είναι προφανές ότι ο κος Ηλιάδης όχι μόνο δεν αποφάσιζε μόνος αλλά αποδεχόταν και επιχειρήματα άλλων για μείωση των επενδυτικών ορίων σε ΟΕΔ.

Επίσης το εύρημα του Εσωτερικού Ελεγκτή ότι

- Ο κ. Α. Ηλιάδης απολάμβανε της στήριξης σχεδόν ολόκληρου του Δ.Σ. κάτι που ήταν εμπόδιο σε άλλα εκτελεστικά μέλη του Δ.Σ. να εκφράσουν τις αντίθετες απόψεις τους.

αποτελεί ένδειξη προβλήματος εταιρικής διακυβέρνησης από την έλλειψη πολυφωνίας που οδηγεί σε ομαδική σκέψη-group think. Όμως δεν μπορεί να επικρίνεται ο Ανώτερος εκτελεστικό αξιωματούχο ότι απολάμβανε στήριξης.

Χωρίς να υποτιμούνται οι ευθύνες του ανώτερου εκτελεστικού αξιωματούχου της Τράπεζας Κύπρου για την κατάσταση στην οποία οδηγήθηκε η τράπεζα, οι ισχυρισμοί ότι ήταν ο μόνος υπεύθυνος είναι αβάσιμοι και δεν στηρίζονται από τα διαθέσιμα τεκμήρια. Η ανώτερη διεύθυνση και το Συμβούλιο της Τράπεζας ήταν ενήμεροι και είχαν ενεργό ανάμειξη σε όλες τις σημαντικές αποφάσεις που αφορούσαν επενδύσεις σε ΟΕΔ.

Παράρτημα: Παλινδρομήσεις επενδύσεων κυπριακών τραπεζών σε ΟΕΔ

Παρατίθενται κατωτέρω οι παλινδρομήσεις στην βάση της μεθοδολογίας των Viral V. Acharya και Sascha Steffen που έγιναν ειδικά για τις Κυπριακές τράπεζες από τον Steffen Sascha. Δείχνουν την θετική συσχέτιση των τιμών των μετοχών με την έκθεση των κυπριακών τραπεζών στα ΟΕΔ. Δηλαδή η αγορά αποτιμούσε θετικά την επενδυτική πολιτική της τράπεζας.

Ticker	date_stata	SNLID	EBA_ID	Country	dq	b_greece	year
BOCY	26-Ιαν-09	4055628	CY007	Cyprus	196	0,5859519	2009
BOCY	20-Απρ-09	4055628	CY007	Cyprus	197	0,2323528	2009
BOCY	11-Σεπ-09	4055628	CY007	Cyprus	198	1,187047	2009
BOCY	20-Νοε-09	4055628	CY007	Cyprus	199	1,133505	2009
BOCY	30mar2010	4055628	CY007	Cyprus	200	0,7760028	2010
BOCY	16-Ιουν-10	4055628	CY007	Cyprus	201	0,1057305	2010
BOCY	13-Σεπ-10	4055628	CY007	Cyprus	202	0,1170698	2010
BOCY	28dec2010	4055628	CY007	Cyprus	203	0,3145408	2010
BOCY	5-Ιαν-11	4055628	CY007	Cyprus	204	0,8615329	2011
BOCY	19-Απρ-11	4055628	CY007	Cyprus	205	0,4764804	2011
BOCY	20-Σεπ-11	4055628	CY007	Cyprus	206	0,1532526	2011
BOCY	23-Νοε-11	4055628	CY007	Cyprus	207	0,1786802	2011
BOCY	6-Ιαν-12	4055628	CY007	Cyprus	208	0,0059648	2012
BOCY	9-Απρ-12	4055628	CY007	Cyprus	209	0,2943028	2012
BOCY	24-Αυγ-12	4055628	CY007	Cyprus	210	0,2500792	2012
BOCY	03oct2012	4055628	CY007	Cyprus	211	0,6071221	2012
BOCY	10-Ιαν-13	4055628	CY007	Cyprus	212	-0,2364074	2013
BOCY	14may2013	4055628	CY007	Cyprus	213	0	2013
CPB	02mar2009	4238370	CY006	Cyprus	196	0,7985962	2009
CPB	18-Ιουν-09	4238370	CY006	Cyprus	197	-0,0351834	2009
CPB	13-Ιουλ-09	4238370	CY006	Cyprus	198	1,165025	2009
CPB	08oct2009	4238370	CY006	Cyprus	199	1,772613	2009
CPB	1-Φεβ-10	4238370	CY006	Cyprus	200	1,076489	2010
CPB	1-Ιουν-10	4238370	CY006	Cyprus	201	0,1712291	2010
CPB	12-Αυγ-10	4238370	CY006	Cyprus	202	0,3686582	2010
CPB	27dec2010	4238370	CY006	Cyprus	203	0,603159	2010
CPB	8-Φεβ-11	4238370	CY006	Cyprus	204	0,7988108	2011
CPB	25-Απρ-11	4238370	CY006	Cyprus	205	0,6106164	2011
CPB	12-Σεπ-11	4238370	CY006	Cyprus	206	0,2601692	2011
CPB	07dec2011	4238370	CY006	Cyprus	207	0,138735	2011
CPB	11-Ιαν-12	4238370	CY006	Cyprus	208	-0,0314056	2012
CPB	17may2012	4238370	CY006	Cyprus	209	0,2675995	2012
CPB	24-Ιουλ-12	4238370	CY006	Cyprus	210	0,2316738	2012
CPB	13dec2012	4238370	CY006	Cyprus	211	0,370408	2012
CPB	11-Ιαν-13	4238370	CY006	Cyprus	212	-0,3481304	2013
CPB	16may2013	4238370	CY006	Cyprus	213	0	2013

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ IV. Η παραχώρηση ΕΛΑ από Κεντρική Τράπεζα
Κύπρου: έλλειψη ευθυκρισίας, ολιγωρία ή πολιτικές
σκοπιμότητες;**

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ V. *Due Diligence by PIMCO and collapse of the Cyprus economy.*