ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ
ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ
ΙΔΡΥΜΑ
ΔΥΤΙΚΗΣ
ΕΛΛΑΔΑΣ

**ΣΧΟΛΗ: Διοίκησης και Οικονομίας (ΣΔΟ)**
**ΤΜΗΜΑ: Διοίκησης Επιχειρήσεων**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

# *Η σημασία των Οίκων Αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας της οικονομίας μιας χώρας – Μελέτη περίπτωση της Ελλάδας*

**ΔΗΜΗΤΡΗΣ ΝΑΣΟΠΟΥΛΟΣ, Α.Μ. 9186**
**Μάθημα:** ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ

**Εποπτεύων Καθηγητής:** Δημήτρης Παπαδόπουλος




**ΠΑΤΡΑ, 2022**

*Copyright @ Δημήτρης Νασόπουλος, 2022*
Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.
Η έγκριση της πτυχιακής εργασίας από το Τμήμα (ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ) δεν υποδηλώνει απαραιτήτως και αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα εκ μέρους του Τμήματος.

## Ευχαριστίες

Η παρούσα εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια της υποχρεωτικής πτυχιακής εργασίας του προγράμματος προπτυχιακών σπουδών της Σχολής Διοίκησης και Οικονομίας του τμήματος Διοίκησης Επιχειρήσεων. Η ανάθεση του θέματος προέκυψε στα πλαίσια του μαθήματος *Λογιστικής* και η επίβλεψη της εργασίας έγινε από τον καθηγητή του τμήματος *Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής* κ. Ηλία Βάσιο, στον οποίο οφείλω ένα μεγάλο ευχαριστώ για την ανεκτίμητη βοήθεια του, την καθοδήγηση που μου προσέφερε και τις πολύτιμες συμβουλές του, με σκοπό σε ένα άρτιο αποτέλεσμα της εργασίας μου. Θέλω επίσης να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την υλική και ηθική συμπαράσταση καθώς και την αδερφή μου, Ιωάννα Νασοπούλου που με τις γνώσεις και την πολύτιμη αρωγή της με βοήθησε στην επίτευξη του στόχου μου.

Σκοπός της συγκεκριμένης πτυχιακής εργασίας είναι η μελέτη της λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (credit rating agencies), στην αξιολόγηση χρεογράφων, αλλά και των αντίκτυπο που έχουν αυτές οι αξιολογήσεις με την επιρροή που ασκούν. Εξετάζουμε επίσης το νομοθετικό τους πλαίσιο διεθνώς και τα βήματα που έχουν γίνει από τις εποπτικές αρχές για την προστασία του επενδυτικού κοινού και των χωρών. Σε γενικές γραμμές προσπαθούμε να δώσουμε μία σφαιρική άποψη των οίκων αξιολόγησης τόσο με τα θετικά όσο και με τα αρνητικά τους στοιχεία που τους περιβάλουν.

Το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην Ελλάδα και οι συνεχείς υποβαθμίσεις των ελληνικών ομολόγων βρίσκονταν στο προσκήνιο της οικονομικής επικαιρότητας μέχρι πρόσφατα. Έτσι, προέκυψε η ιδέα να συνδεθεί η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση με το ρόλο των οίκων αξιολόγησης στην αγορά χρήματος.

## Πρόλογος

Τα πρώτα σημάδια της χρηματοπιστωτικής κρίσης δεν άργησαν να παρουσιάστούν και οι αρνητικές επιπτώσεις της στην οικονομία γίνονταν αισθητές καθημερινά, παγκοσμίως και από εκατομμύρια πολίτες. Η οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε το 2008 με την κατάρρευση της Lehman Brothers πυροδότησε τη μεγαλύτερη ύφεση που έχει γνωρίσει μεταπολεμικά η παγκόσμια οικονομία, συμπαρασύροντας την Ευρωπαϊκή Ένωση και τη ζώνη του ευρώ. Στις Ηνωμένες Πολιτείες και στην Ευρώπη ο αριθμός των ανέργων αυξήθηκε, οι επιχειρήσεις έκλειναν η μία μετά την άλλη, οικογένειες είχαν χάσει ή κινδυνεύαν να χάσουν τις περιουσίες τους και οι κυβερνήσεις των ανεπτυγμένων βιομηχανικών χωρών προωθούσαν ύν μέτρα στήριξης όχι μόνο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, αλλά και άλλων τομέων της οικονομίας, καθώς και των κοινωνικών συνόλων. Στο νέφος της τρέχουσας οικονομικής κρίσης, πολλοί αναλυτές προσπάθησαν να εντοπίσουν τις αιτίες. Ανάμεσα στις σημαντικότερες ήταν και η μεγάλη εξάρτηση των επενδυτών στις, όπως αποδείχτηκαν, ανακριβείς αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας. Η θεαματική αποτυχία των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων που βασίζονταν στα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου έφερε στο προσκήνιο την ανεπάρκεια των οίκων αξιολόγησης. Η παρούσα εργασία περιγράφει ποιοι είναι οι οίκοι αξιολόγησης και πώς απέκτησαν ζωτικό ρόλο στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές και τραπεζικές αγορές. Συγκεκριμένα, εστιάζουμε στο ρόλο που διαδραμάτισαν στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και γίνεται επισκόπηση της σχετικής βιβλιογραφίας που ασχολείται με τις αδυναμίες τους. Τέλος, εξετάζεταινκριτικά η χρηματοοικονομική κρίση στην Ελλάδα, ο καθορισμός της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδος και η πορεία των Ελληνικών ομολόγων όπως εξελίχθηκαν σύμφωνα με τα σενάρια αναδιάρθρωσης του Ελληνικού χρέους..


## Λέξεις κλειδιά

Οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής διαβάθμισης, Credit Rating Agencies, πιστοληπτική ικανότητα, χρηματοπιστωτική κρίση, αξιολόγηση, ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια, Moody's, Standard Poor's, Fitch, χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, παγκόσμια κρίση, χρεοκοπία, συγκρούσεις συμφερόντων.


## Περίληψη κάθε κεφαλαίου

Στο πρώτο κεφάλαιο της πτυχιακής εργασίας, γίνεται μια ανάλυση της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας, μια ιστορική αναδρομή καθώς και ο ρόλος των Οίκων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Στο δεύτερο και στο τρίτο κεφάλαιο περιγράφονται ενδελεχώς στοιχεία της πτυχιακής εργασίας. Συγκεκριμένα, παρουσιάζεται μια ιστορική αναδρομή των εταιρειών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, η ανάλυση των Συστημάτων Αξιολόγησης, ο τρόπος με τον οποίον επιτυγχάνονται οι διαβαθμίσεις, τα κριτήρια πιστοληπτικής ικανότητας, και τέλος το ρυθμιστικό πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργούν οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και πως έχει εξελιχθεί στην διάρκεια των χρόνων. Στο τέταρτο κεφάλαιο της πτυχιακής εργασίας, γίνεται μια αναλυτική παρουσίαση του Κανονιστικού πλαισίου της Ευρώπης και της Αμερικής και πως λειτουργούν οι οικοι εντός αυτού, τις προτάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ (SEC), το κανονιστικό Πλαίσιο στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στην Βασιλεία. Στο προτελευταίο κεφάλαιο γίνεται λεπτομερής περιγραφή της ιστορικής αναδρομής της οικονομίας του ελληνικού κράτους, από την πτώχευση του μέχρι το 2013 και πως έχει διαμορφωθεί μέχρι σήμερα η οικονομία της Ελλάδος. Γίνεται μια αναφορά στα αίτια της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης καθώς και της χρηματοοικονομικής κρίσης στην Ελλάδα, για τον καθορισμό της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδος και την πορεία των Ελληνικών ομολόγων όπως και για τα σενάρια αναδιάρθρωσης του Ελληνικού χρέους.

Περιεχόμενα

Ευχαριστίες……- 2 -

Πρόλογος……...- 2 -

Λέξεις κλειδιά……- 3 -

Περίληψη κάθε κεφαλαίου……...- 3 -

Εισαγωγή……- 6 -

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ……...- 7 -

1.1 Εισαγωγή - Ορισμός ..... - 7 -

1.2 Ιστορική αναδρομή των οίκων Αξιολόγησης..... - 7 -

1.3 Ο ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας ..... - 9 -

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ……- 11 -

2.1 Συστήματα αξιολόγησης..... - 11 -

2.2 Ο τρόπος με τον οποίον επιτυγχάνονται οι διαβαθμίσεις (Μεθοδολογία)..... - 14 -

2.3 Το πλαίσιο λειτουργίας στο οποίο στηρίζονται οι Οίκοι Αξιολόγησης..... - 16 -

2.4 Η προδιαγραφή NRSRO ..... - 18 -

2.5 Κριτήρια Εκτίμησης πιστοληπτικής ικανότητας – Μεθοδολογία ..... - 19 -

2.6 Αξιοπιστία των οίκων αξιολόγησης..... - 20 -

2.7 Ιστορική αναδρομή των εταιρειών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ..... - 21 -

2.7.1 Η σπουδαιότητα των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας τις δύο τελευταίες δεκαετίες..... - 22 -

2.8 Οι μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. ..... - 23 -

2.8.1 Ποιες είναι οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης;..... - 24 -

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΩΣ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ……...-27-

3.1 Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης στις χρηματαγορές ..... - 26 -

3.2 Το ρυθμιστικό πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργούν οι οίκοι αξιολόγησης και η εξέλιξη του. ..... - 28 -

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΤΙ ΙΣΧΥΕΙ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΑΜΕΡΙΚΗ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟΥΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ;……- 30 -

4.1 Το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης στις ΗΠΑ και οι προτάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ..... - 30 -

4.2 Προτάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Των ΗΠΑ (SEC) ..... - 31 -

4.3 Κανονιστικό Πλαίσιο στην Ευρωπαϊκή Ένωση ..... - 31 -

4.3.1 Βασιλεία - Η Επιτροπή της Βασιλείας..... - 32 -

4.3.2 Το Σύμφωνο της Βασιλείας Ι ..... - 33 -

4.3.3 Το Σύμφωνο της Βασιλείας II ..... - 35 -
4.3.4 Οι Στόχοι της Βασιλείας II..... - 36 -
4.3.4.1 Χαρακτηριστικά Γνωρίσματα της Βασιλείας II ..... - 37 -
4.3.4.2 Οι Τρεις Πυλώνες της Βασιλείας II ..... - 37 -
4.3.4.3 Βασιλεία II και Οίκοι Αξιολόγησης ..... - 40 -
4.3.4.4 Από τη Βασιλεία II στη Βασιλεία III ..... - 41 -
4.3.4.5 ΒΑΣΙΛΕΙΑ III..... - 42 -
4.3.4.6 Οι επιπτώσεις της Βασιλείας III και οίκοι αξιολόγησης..... - 42 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ…….- 43 -
5.1 Τα αίτια της κρίσης..... - 43 -
5.2 Ιστορική αναδρομή: Πτώχευση του ελληνικού κράτους ..... - 45 -
5.3 Ιστορική αναδρομή: Η ελληνική οικονομική κρίση των περιόδων 2000-2010 και 2010-2013. ..... - 45 -
5.4 Η πορεία της Ελληνικής Οικονομίας βάση ιστορικής αναδρομής και πώς έχει διαμορφωθεί μέχρι σήμερα ..... - 49 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΔΙΕΥΡΥΝΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ…….- 56 -
6.1 Η κρίση και πως ξεκίνησε..... - 56 -
6.2 Χρηματοοικονομική κρίση και ευρωπαίοι επενδυτές..... - 56 -
6.3 Κίνδυνος χώρας και χρηματοοικονομική κρίση..... - 57 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7. ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΌΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ……..- 58 -
7.1 Ελληνικά ομόλογα - Η πορεία των Ελληνικών ομολόγων..... - 58 -
7.2 Αγοραία τιμή και απόδοση στη λήξη των ελληνικών ομολόγων..... - 59 -
7.3 Spread Ελληνικών – Γερμανικών ομολόγων ..... - 59 -
7.4 Καμπύλη αποδόσεων ..... - 60 -
7.5 Πρωτογενής-Δευτερογενής αγορά ομολόγων..... - 61 -
7.5.1 Πρωτοβουλία της Βιέννης και Ελληνικά ομόλογα ..... - 61 -
7.6 Τα σενάρια αναδιάρθρωσης του Ελληνικού χρέους ..... - 62 -
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ…….-64-
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ……...- 65 -
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ μέσω διαδικτύου……....- 67 -

# Εισαγωγή

Τα τελευταία χρόνια οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες αναπτύσσονται με ιλιγγιώδης ρυθμούς, συντελώντας με αυτόν τον τρόπο στην ανάπτυξη της οιονομίας τόσο των επιχειρήσεων όσο και των χωρών. Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να διερευνηθεί η σχέση μεταξύ των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και των αποδόσεων της αγοράς κρατικών ομολόγων καθώς και πως ελληνική οικονομία επηρεάστηκε σε ένα πάνελ ανεπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χωρών. Συγκεκριμένα, η παγκοσμιοποίηση και το ανταγωνιστικό περιβάλλον που επικρατούν στις διεθνής αγορές, κάνουν ολοένα και πιο αναγκαία την ανάγκη για την εξεύρεση κεφαλαίων που θα δώσουν ώθηση στην κερδοφορία. Τις τελευταίες δεκαετίες λοιπόν, η πιστοληπτική ικανότητα τόσο των εταιρειών και των πιστωτικών ιδρυμάτων αποτελεί καίριο ζήτημα προσοχής και συζήτησης. Είναι ευρέως γνωστό πως οι οίκοι αξιολόγησης αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι στις διεθνής αγορές κεφαλαίου. Είναι σημαντικοί για τους επενδυτές, τους εκδότες, τις επενδυτικές τράπεζες, τους χρηματιστές και τις κυβερνήσεις επειδή αυξάνουν τις διαθέσιμες εναλλακτικές επενδύσεις και παρέχουν ανεξάρτητη και εύχρηστη αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Έτσι αυξάνεται η αποδοτικότητα της αγοράς κεφαλαίου και μειώνεται το κόστος για τους οφειλέτες και τους δανειστές. Αυτό με τη σειρά του αυξάνει τη συνολική προσφορά επιχειρηματικών κεφαλαίων στην οικονομία, οδηγώντας σε μεγαλύτερη ανάπτυξη. Όλα τα παραπάνω προϋποθέτουν εκ μέρους τους αξιοπιστία, αντικειμενικότητα και υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις. Σκοπός της συγκεκριμένης πτυχιακής εργασίας είναι η μελέτη της λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (credit rating agencies) και τον αντίκτυπο που έχουν αυτές οι αξιολογήσεις με την επιρροή που ασκούν. Εξετάζουμε επίσης το νομοθετικό τους πλαίσιο διεθνώς και τα βήματα που έχουν γίνει από τις εποπτικές αρχές για την προστασία του επενδυτικού κοινού και των χωρών. Σε γενικές γραμμές προσπαθούμε να δώσουμε μία σφαιρική άποψη των οίκων αξιολόγησης τόσο με τα θετικά όσο και με τα αρνητικά τους στοιχεία που τους περιβάλουν.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

## 1.1 Εισαγωγή - ΟρισμόςError! Bookmark not defined..

Ο οίκος αξιολόγησης (Credit Rating Agency, CRA) είναι μια ανεξάρτητη εταιρεία η οποία αξιολογεί την οικονομική κατάσταση των εκδοτών των χρεογράφων και βαθμολογεί τους εκδότες ανάλογα με την πιστοληπτική ικανότητα προκειμένου να αποκομίσουν κέρδος. Οι πιθανοί επενδυτές, πελάτες, εργαζόμενοι και επιχειρηματίες βασίζονται στα δεδομένα και στην ανάλυση αυτών των οίκων προκειμένου να προσδιορίσουν την συνολική δύναμη και σταθερότητα μιας εταιρείας. Οι οίκοι αξιολόγησης παρέχουν στους επενδυτές την πληροφόρηση για τον επενδυτικό κίνδυνο ενός χρεογράφου. Πρόκειται για ιδιωτικούς μη πλειοψηφικούς ρυθμιστές διεθνών κεφαλαιαγορών με έντονο και σημαντικό ρόλο, αφού οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας τις οποίες διενεργούν μπορούν να επηρεάσουν ακόμα και την διεθνή αγορά. Η βαθμολογία εμφανίζεται με τη μορφή γραμμάτων της αλφαβήτου (π.χ. 'AAA' και 'BBB') όσο υψηλή είναι τόσο μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο φέρει το χρηματοπιστωτικό προϊόν. Ουσιαστικά η βαθμολογία αντιστοιχίζεται με το επίπεδο του πιστοληπτικού κινδύνου ενός χρεογράφου, μιας εταιρίας ή ακόμα ενός κράτους.

Οι Οίκοι Αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο σε πολλές εγχώριες και διασυνοριακές συναλλαγές, καθώς αξιολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο των εταιρικών ή κυβερνητικών δανειοληπτών και των πιστωτών των εκδοτών τίτλων σταθερής απόδοσης. Οι οίκοι αξιολόγησης προσπαθούν να κατανοήσουν το τεράστιο ποσό των διαθέσιμων πληροφοριών σχετικά με τον εκδότη ή τον δανειολήπτη, την αγορά του και την οικονομική του κατάσταση, ώστε οι επενδυτές και οι δανειστές να κατανοήσουν καλύτερα τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν όταν δανείζονται σε συγκεκριμένο οφειλέτη ή όταν αγοράζουν σταθερό εισόδημα από έναν εκδότη τίτλων.

Μια αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας, κατά κανόνα, είναι η γνώμη του Οίκου Αξιολόγησης για το πόσο πιθανό είναι να εξοφλήσει ένας εκδότης, σε εύθετο χρόνο, συγκεκριμένο χρέος ή χρηματοοικονομική υποχρέωση ή τα χρέη του γενικά. *(Aizenman et. al., 2013)*

## 1.2 Ιστορική αναδρομή των οίκων Αξιολόγησης

Οι Οίκοι Αξιολόγησης βρίσκονται στο φως της δημοσιότητας εδώ και μερικά χρόνια, πίσω τους όμως έχουν μια μακρά ιστορία. Σε αυτό συνέβαλε η παγκοσμιοποίηση καθώς και η εξέλιξη των χρηματοοικονομικών αγορών. Συγκεκριμένα, η χρήση των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας τοποθετείται στις αρχές του προηγούμενου αιώνα, όταν η κατασκευή σιδηροδρομικού δικτύου στις ΗΠΑ δημιούργησε την ανάγκη εύρεσης επενδυτών που χρηματοδοτούσαν αυτό το δύσκολο για την εποχή εγχείρημα. Το 1909 ιδρύεται από τον John Moody η πρώτη ομώνυμη εταιρεία πιστωτικών κινδύνων η οποία απευθυνόταν αποκλειστικά σε ομόλογα σιδηροδρομικών εταιρειών. Σκοπός των συγκεκριμένων εταιρειών ήταν να υπολογίζει την δυνατότητα κάποιου να αποπληρώσει τα δάνεια του. Στην συνέχεια, ακολούθησε η ίδρυση κι άλλων οίκων που είχαν ως βασικό αντικείμενο την αξιολόγηση μόνο εμπορικών επιχειρήσεων.

Η οικονομική κρίση που ξέσπασε κατά την περίοδο του Μεσοπολέμου και ο φόβος για μη αποπληρωμή των χρεών εκ μέρους των επιχειρήσεων κατέστησαν την δημιουργία των οίκων αξιολόγησης ιδιαιτέρως πολύτιμη αποκτώντας μεγάλη ισχύ. Αρχικά, το εισόδημα τους προερχόταν από τους ίδιους τους επενδυτές οι όποιοι πλήρωναν έτσι ώστε να αποκτήσουν πρόσβαση στις πληροφορίες σχετικά με τα διάφορα επενδυτικά προϊόντα. Στην πορεία όμως το εισόδημα τους άρχισε να

αυξάνεται καθώς οι οίκοι χρεώνουν όσους αξιολογούν. Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας επιδρούν και στα δύο μέρη μιας πιστωτικής σχέσης (δηλαδή και στον δανειστή και στον δανειζόμενο). Συγκεκριμένα, το 1841 μετά την κρίση του 1837, ο Luis Tappan ίδρυσε τον πρώτο οίκο στην Νέα Υόρκη των ΗΠΑ, ο οποίος εξαγοράστηκε από τον Robert Dun δημοσιεύοντας την πρώτη αξιολόγηση το 1859. Παράλληλα, το 1849 ιδρύεται μια παρόμοια εταιρεία από τον John Bradstreet η οποία συγχωνεύεται το 1933 με αυτήν του Dun δημιουργώντας έτσι τον όμιλο Dunand Bradstreet.

Το 1962 ο οίκος Dun&Bradstreet αγόρασε την Moody's αλλά από το 2000 αποτελεί αυτοτελή εταιρεία.Το 1941 η Standard Statistics Company και η Poor's Publishing Company συγχωνευτήκαν με αποτέλεσμα να προκύψει ο σημερινός οίκος Standard & Poor's(S&P) ο όποιος απορροφάται το 1966 από την McGraw Hill.

Ο οίκος Fitch Investor Service συγχωνεύτηκε με την IBCA (Βρετανική εταιρεία η οποία ήταν θυγατρική της FIMILAC, γαλλικού ομίλου παροχής υπηρεσιών προς επιχειρήσεις), δημοσίευσε την πρώτη του αξιολόγηση το 1924 δημιουργώντας έτσι την σημερινή κατάσταση ολιγοπωλίου κατέχοντας το 95% της παγκόσμιας αξιολόγησης επενδυτικών προϊόντων. Κατά τα τέλη του 2000, την εποχή που η αγορά βασιζόταν σε ανυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κίνδυνου άρχισε να αναπτύσσεται με ταχείς ρυθμούς η καθιέρωση αυτών των τριών οίκων αξιολόγησης στις διεθνής χρηματαγορές εξαιτίας του συνολικού μεριδίου αγοράς που κατέχουν καθώς και σε άλλους παράγοντες όπως είναι ο αριθμός των εργαζομένων που απασχολεί και οι υπηρεσίες που προσφέρουν. Σύμφωνα, με την Moody's το 46% των εσόδων του συγκεκριμένου οίκου το 2006 προήλθε από την αξιολόγηση τοξικών προϊόντων οι οποίες λίγο αργότερα κατέρρευσαν. *(Πετράκης Π., 2012)*

Σύμφωνα με την τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών – BIS (Bank for International Settlements) οίκοι αξιολόγησης υπάρχουν σε διάφορες άλλες χώρες όπως είναι η Κύπρος, η Ιταλία, η Γερμανία, η Γαλλία, η Ισπανία, το Ισραήλ, η Αργεντινή, η Βραζιλία, ο Καναδάς, η Ρωσία το Πακιστάν, η Νότια Αφρική, η Ιαπωνία, η Κίνα, το Ιράν, η Σουηδία και η Βενεζουέλα. Η χώρα με το μεγαλύτερο σύστημα αξιολόγησης είναι οι ΗΠΑ κι αυτό γιατί υπάρχει αναπτυγμένη αγορά κεφαλαίου σε αντίθεση με το Ηνωμένο Βασίλειο που παρόλο το γεγονός πως είναι ένα διεθνές χρηματοοικονομικό κέντρο δεν υπάρχει κάποιος οίκος αξιολόγησης. Στην Ευρώπη επειδή οι τράπεζες διευθύνουν έμμεσα το χρηματοπιστωτικό σύστημα με τον δανεισμό των επιχειρήσεων, η έκδοση ομολόγων είναι αδρανής. Όμως με την εισαγωγή του ευρώ στις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης το 1999, η άμεση χρηματοδότηση αυξήθηκε εξαιτίας στις χρηματαγορές της Ευρώπης *(White L., 2001).* Από το 2000 και μετά λειτουργούν περίπου 130 -150 οίκοι αξιολόγησης σε παγκόσμιο επίπεδο.

Πολλοί από αυτούς δραστηριοποιούνται σε παγκόσμιο επίπεδο ενώ άλλες περιορίζονται σε συγκεκριμένες γεωγραφικές ή βιομηχανικές περιοχές. Άλλοι οίκοι αξιολόγησης είναι οι A.M Best, Baycorp Advantage, Dominion Bond Rating Service, Canadian Bond Rating Service(CBRS), Thomson Bank Watch, Japanese Bond Rating Institute(JBRI), IBCA, LTD, NKC Independent Economists, CRISILLtd και China Credit Information Service.

Πολλοί οίκοι από αυτούς έχουν συγχωνευτεί ή και εξαγοραστεί από τους τρεις γνωστούς. *(Τζήκας Α., 2011)*

Η Ιαπωνία το 1992 προσδιόρισε ένα σύστημα όσον αφορά τους οίκους αξιολόγησης. Οι ιαπωνικοί οίκοι έχουν ιστορία 20 χρόνων αλλά μόνο τα τελευταία χρόνια επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους στην Ασία.

Τώρα, σε επίπεδο αναγνώρισης υπολείπονται των τριών μεγάλων οίκων κι αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι δεν τους έχει δοθεί προδιαγραφή NRSRO (Αναγνωρισμένοι οργανισμοί αξιολόγησης φερεγγυότητας. Η προδιαγραφή καθιερώθηκε από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς της Νέας Υόρκης-SEC). Στην Ασία τώρα δραστηριοποιούνται επιπλέον 20 οίκοι εκτός από την Ιαπωνία. Οι περισσότεροι από αυτούς λειτούργησαν τα τελευταία 15 χρόνια με την βοήθεια των Κυβερνήσεων ή των Κεντρικών Τραπεζών. Όλες αυτές εξειδικεύονται στην έκδοση ομολόγων στις τοπικές αγορές και δεν προβαίνουν σε αξιολογήσεις δημόσιου χρέους. Η κρίση όμως που ξέσπασε στην Ασία την περίοδο 1997-1998 αποτέλεσε σημαντικό πλήγμα στους συγκεκριμένους οίκους καθώς είχαν δώσει αρκετά υψηλές βαθμολογίες σε επιχειρήσεις που στην πορεία έκαψαν να λειτουργούν. Οι κυβερνήσεις στην Ασία έχουν καταβάλλει μεγάλες προσπάθειες για να δημιουργηθεί κλάδος επιχειρήσεων οίκων αξιολόγησης. Με την βοήθεια της Asian Development Bank σχηματίστηκε στην Μανίλα τον Σεπτέμβριο του 2001 η Association of Credit Rating Agencies in Asia (ACRAA) που αποτελείται από 13 οίκους αξιολόγησης. *(Tadahiro A., 2002)*

### 1.3 Ο ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας

Οι οίκοι αξιολόγησης λειτουργούν ως διαμεσολαβητές με σκοπό την επίλυση του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης, εκτιμώντας τον πιστωτικό κίνδυνο των δανειοληπτών. Όμως, συγκρούσεις συμφερόντων, ηθικός κίνδυνος, μεροληψία και συστηματικά σφάλματα θέτουν ερωτήματα ως προς την αντικειμενικότητα των εκτιμήσεων αυτών.

Η σημασία των οίκων αξιολόγησης αυξήθηκε τα τελευταία χρόνια, καθώς οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις, εκτός από την πληροφορία που περιέχουν, σχετίζονται άμεσα τόσο με την προληπτική εποπτεία των τραπεζών για τον καθορισμό των απαιτούμενων ιδίων κεφαλαίων τους, όσο και με την επενδυτική συμπεριφορά ασφαλιστικών ταμείων και άλλων θεσμικών επενδυτών. Αυτό όμως μπορεί να αλλοιώσει τα κίνητρα των οίκων αξιολόγησης και να επιτρέψει την εμπλοκή τους σε πρακτικές θεσμικού arbitrage. Με άλλα λόγια, ο οίκος αξιολόγησης μπορεί δυνητικά να θυσιάσει την αντικειμενικότητα της αξιολόγησής του προκειμένου να προσφέρει στην επιχείρηση από την οποία πληρώνεται την ευνοϊκότερη αξιολόγηση που εκείνη επιθυμεί. τεκμηριώνουν εμπειρικά Η σταδιακή εμφάνιση υψηλότερων αξιολογήσεων με την πάροδο των ετών, το οποίο είναι ένα φαινόμενο που είναι γνωστό ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του 1990 με τον όρο πληθωρισμός αξιολογήσεων (ratings inflation) ήταν, σύμφωνα με όλους τους μελετητές, ένα από τα προβλήματα που οδήγησαν στην πρόσφατη κρίση. *(Blume et al., 1998)*

΄Ενα δεύτερο πρόβλημα, η χαμηλή ποιότητα των αξιολογήσεων, αναδείχθηκε μόνο πρόσφατα εξαιτίας της κρίσης. Αυτό οφείλεται στη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των θεσμικών επενδυτών και των πελατών τους. *(Calomiris and Mason, 2009)* Οι θεσμικοί επενδυτές δεν έχουν τα κίνητρα να απαιτήσουν και να επιβάλουν υψηλής ποιότητας αξιολογήσεις. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί είτε μη αγοράζοντας χρεόγραφα με χαμηλής ποιότητας αξιολόγηση, είτε ζητώντας σημαντική έκπτωση στην τιμή τους. *(Calomiris and Mason, 2009· Pagano and Volpin, 2010)* Η αιτία της μείωσης της ποιότητας των αξιολογήσεων είναι ο αυξημένος ανταγωνισμός μεταξύ των οίκων αξιολόγησης για τη διατήρηση ή αύξηση των μεριδίων αγοράς τους για ένα προϊόν - την πιστοληπτική αξιολόγηση- η ποιότητα του οποίου κρίνεται μετά την αγορά του και -κυρίως- σε βάθος χρόνου. Έχουν έτσι κίνητρο να μειώσουν την ποιότητα του προϊόντος, δηλαδή να παρέχουν πιο ευνοϊκές αξιολογήσεις ευχαριστώντας τον πελάτη - αξιολογούμενο. Σύμφωνα με τους Becker and Milbourn (2008) τεκμηριώνουν εμπειρικά τη σταδιακή μείωση της ποιότητας των αξιολογήσεων τα

τελευταία χρόνια με την αύξηση του ανταγωνισμού, καθώς και τη μείωση της συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων (εταιρικών) ομολόγων και του βαθμού αξιολόγησής τους. *(Becker and Milbourn, 2008)* Το τελευταίο έχε ιδιαίτερη σημασία, καθώς αφορά στην επίδραση των αξιολογήσεων στη συμπεριφορά των επενδυτών. Τα ανωτέρω αφορούν κυρίως τις αξιολογήσεις που παρέχονται έναντι αμοιβής. Στην περίπτωση των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας χωρών οι οίκοι αξιολόγησης παρέχουν αυτόκλητα τις υπηρεσίες τους (unsolicited ratings). Το πρόβλημα του πληθωρισμού αξιολογήσεων δεν παρατηρείται σε αυτές καθώς είναι χαμηλότερες έναντι των αξιολογήσεων επ' αμοιβή. *(Bannier et al., 2010· Poon, 2003)* Αυτό αποδίδεται στον συντηρητισμό των αξιολογήσεων αυτών (ratings conservatism). *(Bannier et al., 2010)* Παρόλα αυτά, η επίδοση των οίκων αξιολόγησης ως προβλεπτών επερχόμενων κρίσεων διεθνώς είναι πολύ φτωχή, θέτοντας σε αμφισβήτηση την ποιότητά τους. Δεν σημειώθηκε υποβάθμιση χώρας πριν την εμφάνιση κρίσης σε καμία από τις -αρκετές- περιπτώσεις κρίσεων που ξέσπασαν διεθνώς τα τελευταία χρόνια. *(Reinhart, 2002)*

Όσον αφορά στην επίδραση των αυτόκλητων αξιολογήσεων χωρών στη συμπεριφορά των επενδυτών, ερευνώντας τους παράγοντες που καθορίζουν τις αξιολογήσεις χωρών και τις αντιδράσεις των επενδυτών σε αυτές στα μέσα της δεκαετίας του 1990, βρίσκουν, μεταξύ άλλων, ότι οι επενδυτές τιμολογούν τα κρατικά ομόλογα με τρόπο ανάλογο των σχετικών κατατάξεών τους στην κλίμακα πιστοληπτικής αξιολόγησης των οίκων αξιολόγησης Standard & Poor's (S&P) και Moody's. *(Cantor and Packer, 1996)*

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

## 2.1 Συστήματα αξιολόγησης

Μια κλιμακωτή διαβάθμιση και συμβολισμούς χρησιμοποιεί κάθε οίκος αξιολόγησης στην οποία θα κατατάσσει κάποιον εκδότη ενός χρεογράφου, μιας επιχείρηση ή ενός κράτους. Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν την ίδια φιλοσοφία της κλίμακας με τη σημαντικότερη διαφοροποίηση στα σύμβολα τα οποία χρησιμοποιούν. Η κλίμακα μακροπρόθεσμων εκδόσεων της S&P και Fitch είναι:

| Κατηγορία | Περιγραφή |
|---|---|
| AAA «AAA» | AAA «AAA» έχει την υψηλότερη βαθμολογία από την standard & Poor's. Η ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στην οικονομική του δέσμευση είναι εξαιρετικά ισχυρή. |
| AA | Ο βαθμός «AA» διαφέρει από την προηγουμένη σε πολύ μικρό βαθμό. Ο οφειλέτη έχει την ικανότητα να ανταποκριθεί στην οικονομική του υποχρέωση είναι εξαιρετικά ισχυρή. |
| A | Η αξιολόγηση με «A» προμηνύει μια υποχρέωση που είναι κάπως πιο ευαίσθητη στις αρνητικές των μεταβολών από τις περιστασιακές και τις οικονομικές συνθήκες σε σχέση με τις ανώτερες κατηγορίες. Η ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στην οικονομική του δέσμευση και να παραμένει ισχυρή. |
| BBB | Μια υποχρέωση που αξιολογείται με «BBB» παρουσιάζει επαρκείς παραμέτρους προστασίας. Ωστόσο είναι πιθανό η αποδυναμωμένη ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στις οικονομικές του δεσμεύσεις να οδηγηθεί σε δυσμενείς οικονομικές συνθήκες. |
| BB | Ο βαθμός «BB» είναι λιγότερο κερδοσκοπική σε σχέση με αυτές που ακολουθούν. Υπάρχει σημαντική αβεβαιότητα σε δυσμενείς επιχειρηματικές ή οικονομικές συνθήκες που θα καταφέρνανε να οδηγήσουν σε ανεπαρκή ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί. |
| B | Μια υποχρέωση που αξιολογείται με βαθμό «B» είναι ποιο ευάλωτη στην μη πληρωμή των υποχρεώσεων που έχουν αξιολογηθεί ως «BB», αλλά ο οφειλέτης έχει σήμερα την ικανότητα να ανταποκριθεί στις οικονομικές συνθήκες θα επηρεάσουν πιθανόν την ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στην οικονομική του υποχρέωση. |
| CCC | Μια υποχρέωση που αξιολογείται με βαθμό «CCC» απαιτεί ευνοϊκό επιχειρηματικό και οικονομικό περιβάλλον για τον οφειλέτη ώστε να ανταποκριθεί στην οικονομική του υποχρέωση. Σε περίπτωση δυσμενών συνθήκων δεν θα έχει την ικανότητα να ανταποκριθεί στην οικονομική του δέσμευση. |
| CC | Μια υποχρέωση που αξιολογείται με βαθμό «CC» είναι πιο ευάλωτη στο να μην πληρωθεί. |
| C | Μια «C» βαθμολογία αποδίδεται στις υποχρεώσεις που είναι σήμερα ιδιαίτερα επισφαλείς στην αθέτηση της πληρωμής. Το «C» μπορεί να σημαίνει χρέος μειωμένης εξασφάλισης, προνομιούχες μετοχές και άλλες υποχρεώσεις επί των οποίων οι πληρωμές σε μετρητά έχουν ανασταλεί. |

| | |
|---|---|
| D | Μια υποχρέωση που αξιολογείται με βαθμό «D» πιστοποιεί αδυναμία πληρωμής. |
| NR | Η κατηγορία αυτή δείχνει αδυναμία εξαγωγής αξιολόγησης λόγω ελλιπών στοιχείων και πληροφοριών |

*Εικόνα 1. Συγκριτικός πίνακας μακροπρόθεσμων βαθμολογιών*

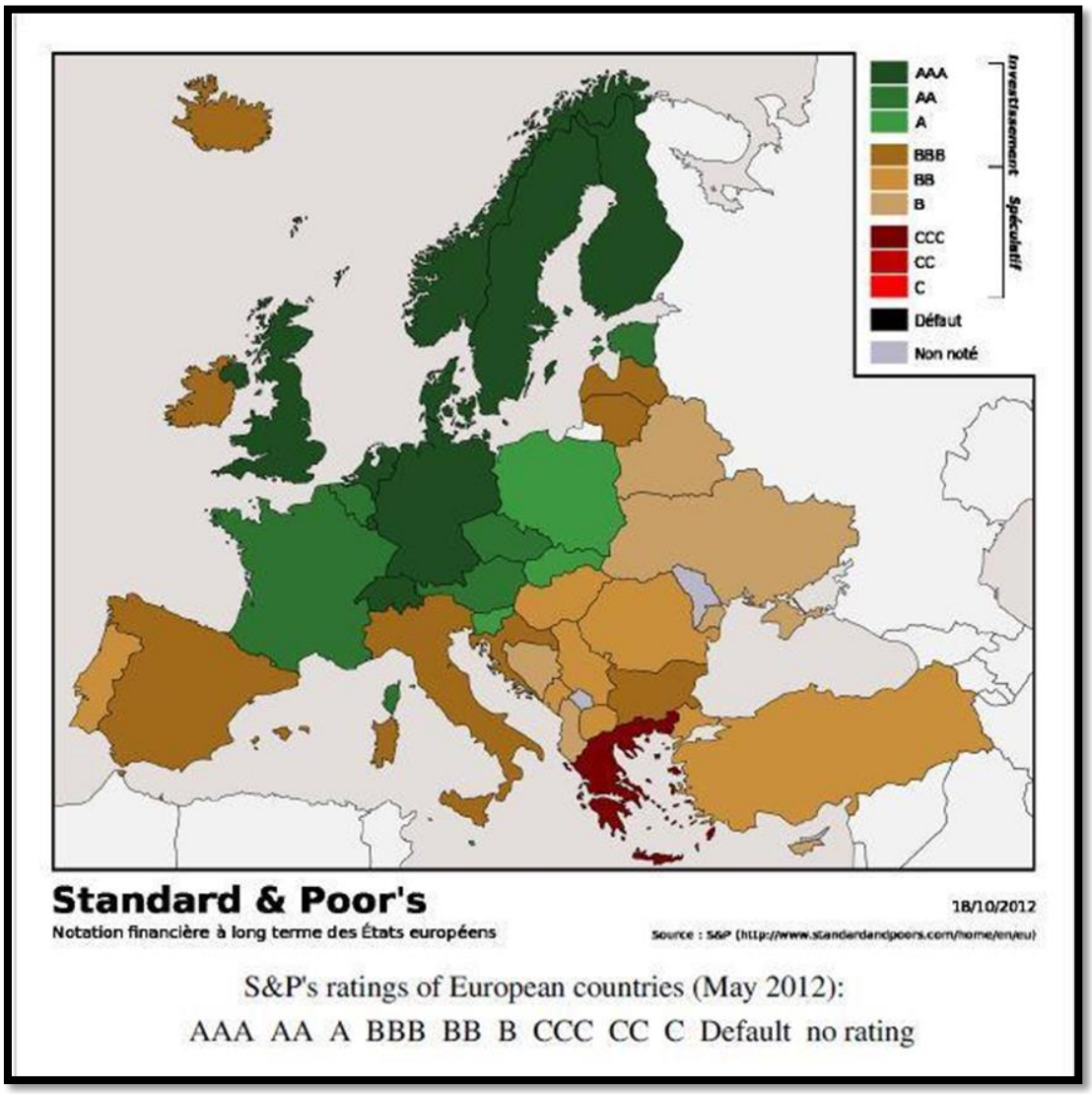
| Ποιοτική Κλίμακα Αξιολόγησης | | | Αριθμητική Κλίμακα |
|---|---|---|---|
| S&P | Moody's | Fitch Ratings | |
| AAA | Aaa | AAA | 1 |
| AA+ | Aa1 | AA+ | 2 |
| AA | Aa2 | AA | 3 |
| AA- | Aa3 | AA- | 4 |
| A+ | A1 | A+ | 5 |
| A | A2 | A | 6 |
| A- | A3 | A- | 7 |
| BBB+ | Baa1 | BBB+ | 8 |
| BBB | Baa2 | BBB | 9 |
| BBB- | Baa3 | BBB- | 10 |
| BB+ | Ba1 | BB+ | 11 |
| BB | Ba2 | BB | 12 |
| BB- | Ba3 | BB- | 13 |
| B+ | B1 | B+ | 14 |
| B | B2 | B | 15 |
| B- | B3 | B- | 16 |
| CCC+ | Caa1 | CCC | 17 |
| CCC | Caa2 | CC | 18 |
| CCC- | Caa3 | C | 19 |
| CC | Ca | RD | 20 |

Σημειώσεις: Κλίμακες πιστοληπτικής αξιολόγησης του μακροπρόθεσμου χρέους χωρών σε εγχώριο νόμισμα των οίκων S&P, Moody's και Fitch Ratings.

ΠΗΓΗ: Bloomberg

*Εικόνα 2. «Οι Απόψεις των Οίκων Αξιολόγησης και οι Αγορές».*
*Πηγή: Πανοπούλου, Κ. και Τσούμας, Χ. (2011)*

Οι βαθμολογίες από «AA» έως «CCC» μπορεί να αλλάξουν με την προσθήκη ενός σημείου συν (+) ή πλην (-) για να δείξουν μια επιπλέον θέση στις κυρίες κατηγορίες αξιολόγησης. Ειδική σημασία έχει ο διαχωρισμός στην πιστοληπτική αξιολόγηση μεταξύ investment grade (επενδύσιμο) και non-Investment grade (μη επενδύσιμο), καθώς πολλοί επενδυτές δεν επιτρέπεται να επενδύουν παρά μικρό μόνο μέρος του ενεργητικού τους σε επικινδυνά στοιχεία. Τις μεγαλύτερες επιπτώσεις που έχουν ενδιαφέρον στις σχετικές αποτιμήσεις επιφέρουν οι προειδοποιήσεις και αλλαγές στο outlook, positive ή negative review για μελλοντικές αλλαγές στην αξιολόγηση παρά οι αλλαγές καθαυτές.




*Εικόνα 3. Οι βαθμολογίες από «ΑΑ» έως «CCC» των S&P's στις Ευρωπαϊκές χώρες, Πηγή Internet*

Οι μελλοντικές προβλέψεις και τις απόψεις των αναλυτών των οίκων αξιολόγηση σχετικά με τις μελλοντικές αποδόσεις των επιχειρήσεων, αξιογράφων και κρατών. Οι προβλέψεις αυτές βασίζονται α) στις τάσεις κάποιου συγκριμένου κλάδου σε σχέση με το οικονομικό κλίμα β) στις ιστορικές επιδόσεις του κλάδου και γ) σε μη ανακοινώσιμα στοιχεία. Συλλέγουν πληροφορίες για να μπορέσουν να εξαχθούν αξιόπιστες κρίσεις τόσο από τον εκδότη του χρέους όσο και από οποιαδήποτε άλλη πηγή η όποια θεωρείται ουδέτερη και αντικειμενική. Για να μην θεωρούνται υπεύθυνοι για τυχόν αποτυχία των προβλέψεων ο κάθε επενδυτής θα πρέπει να λαμβάνει ο ίδιος τις πληροφορίες που παρέχει ο εκδότης επισημαίνουν επίσης το γεγονός ότι υπάρχουν μελλοντικά γεγονότα και είναι δύσκολο να προβλεφθούν την στιγμή που γίνεται μια αξιολόγηση και δεν αποτελεί εγγύηση ασφάλειας και ακρίβειας για την τοποθέτηση οποιουδήποτε επενδυτή.

Οίκοι παρέχουν μη αυτόκλητες ή αυτόκλητες αξιολογήσεις, δηλαδή με πρωτοβουλία του εκδότη ή με δική τους πρωτοβουλία. Οι τελευταίες βασίζονται σε δημόσια διαθέσιμα στοιχεία και θεωρείται ότι είναι λιγότερο αξιόπιστες και λιγότερο ακριβείς με αυτές που είχαν παραγγελθεί. Οι μη αυτόκλητες αξιολογήσεις δημιουργούν συγκρούσεις συμφερόντων, καθώς οι οίκοι πληρώνονται από τους

εκδότες των χρηματοπιστωτικών προϊόντων και όχι από τους επενδυτές, ένα κίνητρο που αντιμετωπίζουν οι οργανισμοί για να υπερεκτιμούν την πιστοληπτική ικανότητα ενός συγκεκριμένου προϊόντος, για να δημιουργηθεί μια καλή σχέση με τον εκδότη. Μια εκτίμηση δεν θα είχε καμία αξία στην αγορά, και εάν οι επενδυτές έχαναν εμπιστοσύνη τους στους οίκους που την εξέδωσε. Κάθε βραχυπρόθεσμο κέρδος θα πρέπει να εξισορροπήσει κάθε οίκος για την ικανοποίηση του εκδότη με την μακροχρόνια φήμη του στην αγορά. Οι επενδυτές ελάμβαναν και λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τους τις αξιολογήσεις, η μακροχρόνια φήμη των οργανισμών παραμένει άθικτη. Αποδέχονται το σφάλμα αλλά όχι την μεροληψία οι επενδυτές. Η αξιολόγηση των κρατών, λαμβάνονται υπόψη από πολλούς παράγοντες με κυριότερους από αυτούς τα μακροοικονομικά μεγέθη, όπως η μεταβολή του ΑΕΠ, ο πληθυσμός, το μέγεθος των συναλλαγματικών αποθεμάτων, ο λόγος του ισοζυγίου πληρωμών ως προς το ΑΕΠ, η αποτελεσματικότητα της Δημόσιας Διοίκησης. Η πιστοληπτική ικανότητα μιας χώρας συνδέεται από την εξάρτηση της από τρίτους, τις προοπτικές ανάπτυξης της οικονομίας της, το μέγεθος της εξάρτησης της από αυτούς, το ύψος του χρέους, την αξιοπιστία της, και την δυνατότητα αποπληρωμής του χρέους της αλλά και από πολλούς άλλους παράγοντες γεωπολιτικούς οι οποίοι είναι δυνατόν να ελαττώσουνε και να απαλείψουν τους οικονομικούς.

## 2.2 Ο τρόπος με τον οποίον επιτυγχάνονται οι διαβαθμίσεις (Μεθοδολογία)

Ο τρόπος αξιολόγησης και η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται από κάθε οίκος αξιολόγησης διαφοροποιείται σε κάποια σημεία. Σε ποσοτικές και ποιοτικές αναλύσεις στηρίζουν τις αξιολογήσεις αρκετοί οίκοι και κάποιοι άλλοι βασίζονται σε ποσοτικά μοντέλα. Οι μεγαλύτεροι διεθνείς οίκοι τείνουν να ακολουθούν παρόμοιες διαδικασίες και οργανωτικές δομές.

Αναγκαίο συστατικό μιας αξιολόγηση είναι το επαρκές πληροφοριακό υλικό που χρησιμοποιείται για να γίνει ποσοτική και ποιοτική ανάλυση. Η ανάλυση που γίνεται εξαρτάται από το είδος της επιχείρησης που εξετάζεται. Πιο συγκεκριμένα, η ανάλυση ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού τα βασικά κριτήρια είναι η φήμη και περισσότερο η μελλοντική χρηματοοικονομική απόδοση και η αξιοπιστία. Επίσης αναλύονται και τα υπόλοιπα δομικά συστατικά της όπως η τεχνολογία, εταιρική διακυβέρνηση, εργατικό δυναμικό, προοπτικές ανάπτυξης και η επιχειρηματική στρατηγική.

Η διαδικασία ξεκινά από τη στιγμή που ο οίκος θα δεχθεί παραγγελία για αξιολόγηση. Η πρώτη αξιολόγηση, πραγματοποιείται στην έδρα της νέας επιχείρησης και μπορεί να διαρκέσει μια ολόκληρη μέρα. Ο αναλυτής ανάλογα με φύση του οργανισμού που θα αξιολογηθεί οφείλει να συζητήσει κατά την διάρκεια της συνάντησης με τον εκδότη, να διασφαλίσει καλύτερη ποιότητα συνεργασίας αλλά και τους όρους της διαδικασίας της αξιολόγησης.

Το περιεχόμενο της συνάντησης περιλαμβάνει συνήθως τα εξής:

- Τάσεις του τομέα που ανήκει, η ανταγωνιστικότητα και οι προοπτικές
- Διοικητική δομή
- Ιστορία της εταιρεία / φορέα
- Διαχείριση ποιότητας, εμπειρίας και η στάση απέναντι στην ανάληψη κινδύνων
- Εθνικό, πολιτικό και νομοθετικό περιβάλλον
- Διάρθρωση του χρέους και τρόποι χρηματοδότησης
- Εταιρική στρατηγική και φιλοσοφία της εταιρείας
- Οικονομική κατάσταση και τις πηγές ρευστότητας, συμπεριλαμβανομένης της σταθερότητα των ταμειακών ροών, την προβλεψιμότητα και την ικανότητα στις υποχρεώσεις εξυπηρέτησης του χρέους, καθώς και στην ανάλυση του ισολογισμού.

Μετά την συνάντηση ο αναλυτής θα κάνει επιπλέον συζητήσεις με τον εκδότη ώστε να λάβει περισσότερες πληροφορίες και διευκρινίσεις. Επίσης θα κάνει μια σύσταση μετά την ολοκλήρωση της ανάλυσης στην επιτροπή αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Στην διαδικασία της αξιολόγησης τον μεγαλύτερο ρόλο κάνει η επιτροπή εκτίμησης που έχει την ευθύνη να ξεκινήσει και να διαμορφώσει την αξιολόγηση. Στην επιτροπή είναι συνήθως από 5 έως 7 μέλη και είναι συνήθως το βοηθητικό προσωπικό, ένας πιστωτικός αναλυτής και οι διευθυντές ή επόπτες. Η ομάδα αναλυτών παρέχει τις χρηματοοικονομικές και στατιστικές αναλύσεις (προβλέψεις, τα τρέχοντα οικονομικά στοιχεία που πηγάζουν από τους προϋπολογισμούς, συναλλαγών και πληροφορίες της στρατηγικής επιχείρησης, αναλύσεις των τμημάτων πωλήσεων), προκειμένου να προσδιοριστεί η τελική βαθμολογία του αξιολογούμενου οργανισμού.

Η επιτροπή εκτίμηση βγάζει τις πρώτες εκτιμήσεις που κάνουν από 60 έως 90 μέρες, ο εκδότης ενημερώνεται από τον αναλυτή για την αξιολόγηση και δίνει ένα σχέδιο του δελτίο τύπου ή και της έκθεσης της εκτίμησης, για να επαληθεύσει αν τυχόν υπάρξει διαφωνία με την εκτίμηση πριν δημοσιευτεί. Ο εκδότης μπορεί να ζητήσει την επανεξέταση της αξιολόγησης από την επιτροπή αλλά και να δώσει και πρόσθετες πληροφορίες.

Το συγκεκριμένο αποτέλεσμα αν ο εκδότης έχει διαφωνίες θα έχει την δυνατότητα να δώσει και άλλες πληροφορίες για να γίνει μια νέα εκτίμηση. Η επιτροπή πιθανό να μην αλλάξει την βαθμολογία της. Οι συζητήσεις και οι πληροφορίες της εκάστοτε εταιρείας διατηρούνται εμπιστευτικά για να διασφαλίσουν την ακεραιότητα και την αντικειμενικότητα της διαδικασίας εκτίμησης.

Ο οίκος αξιολόγησης θα συναντηθεί με την διοίκηση μετά την δημοσίευση της αξιολόγησης που είναι τουλάχιστον σε ετήσια ή συχνότερα για την ενημέρωση των εξελίξεων. Όλες οι δημοσιευμένες εκτιμήσεις ελέγχονται για τουλάχιστον ένα χρόνο. Ο κύριος αναλυτής έχει συνεχή τηλεφωνική επαφή με την εταιρεία και ενημερώνεται για την ανάπτυξη και την εξέλιξη της. Αν με τις αρχικές εκτιμήσεις οι εξελίξεις δεν συμβαδίζουν τότε κανονίζουν μια νέα συνάντηση με τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη της εταιρείας. Μέσα στο διάστημα ενός χρόνου θα προγραμματιστεί τουλάχιστον μια συνάντηση και ας μην υπάρχει κάποια διαφοροποίηση στις αρχικές εκτιμήσεις. Κατά την διάρκεια της επιτήρησης υπάρχει πιθανότητα να αλλάξει η αρχική εκτίμηση.

Η διαδικασία που ακολουθείται είναι:

1. Αίτηση για εκτίμηση από τον εκδότη.
2. Δημιουργία της ομάδας ανάλυσης.
3. Διεξαγωγή της βασικής έρευνας.
4. Συνεδρίαση με τα διοικητικά όργανα.
5. Επιτροπή εκτίμησης.
6. Ανακοίνωση εκτίμησης σε εκδότη.
7. Διαδικασία επανεξέτασης (προαιρετικά).
8. Δημοσίευση εκτίμησης.
9. Επιτήρηση του εκδότη.

Οι Moody´s και η Standard and poor´s πρόσφατα εισήγαγαν στις αξιολογήσεις τους όρους watchlists και τα outlook. Συνήθως η ένδειξη watchlists σημαίνει ότι οι αξιολογήσεις βρίσκονται υπό παρακολούθηση και ειδοποιούν τους επενδυτές ότι υπάρχει πιθανότητα αλλαγής αξιολόγησης για να δώσουν την πιθανή κατεύθυνση αλλαγής αυτής. Όταν μια εταιρεία βρίσκεται σε κατάσταση watchlists, εννοεί ότι πρόκειται να αλλάξει η διαβάθμισή της λόγω των οικονομικών συνθηκών και γίνεται η επανεξέταση των οικονομικών πληροφοριών, αφού η επιχείρηση βρίσκεται σε πορεία

αλλαγής και υπάρχει ενδεχόμενο αναθεώρησης μιας αξιολόγησης στους επόμενους 6 έως 24 μήνες. Το outlook για να είναι θετικό, αρνητικό ή σταθερό και αφού αφορά στην πιθανή πορεία μιας αξιολόγησης μεσοπρόθεσμα. Αυτό υποδηλώνει μια πρόβλεψη την κατεύθυνση μια αξιολόγησης μέσα σε χρονικό διάστημα 1 έως 2 έτη.

Οι οίκοι ενδέχεται να μην μπορούν να προσδιορίσουν σε ορισμένες περιπτώσεις την τάση. Αυτή η πρόβλεψη μπορεί να περιγράφει ως “evolving” και τέλος η ένδειξη with watch σημαίνει ότι μια αξιολόγηση ανακαλείται όταν μια υποχρέωση λήγει ή όταν οι διαθέσιμες πληροφορίες είναι ανεπαρκείς. Για να είναι αξιόπιστη η αξιολόγηση και να υπάρχει αντικειμενικότητα και σαφήνεια στα αποτελέσματα πολλές φορές οι οίκοι δεν ανακοινώνουν τους οικονομικούς αναλυτές που θα αναλάβουν στην ανάλυση για να μην υπάρχουν φαινόμενα μεροληψίας.

## 2.3 Το πλαίσιο λειτουργίας στο οποίο στηρίζονται οι Οίκοι Αξιολόγησης

Τα προηγούμενα φαινόμενα ώθησαν την Ευρωπαϊκή Ένωση και τις Η.Π.Α. να πάρουν, πιο αυστηρά μέτρα πλαίσια λειτουργίας των Οίκων Αξιολόγησης. Η Ευρωπαϊκή Ένωση στην προσπάθεια να λειτουργήσει ένα νέο κανονιστικό πλαίσιο στην λειτουργία τους έβαλε σε ισχύ από τον Δεκέμβριο του 2012 τον πρώτο κανονισμό, τον 1060/2009 κανονισμό του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου της 16ης Σεπτεμβρίου του 2009, το γνωστό CRA I, στον οποίον έγιναν αλλαγές από δεύτερο κανονισμό τον 503/2011 κανονισμό του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου της 11$^{ης}$ Μάιου του 2011, το γνωστό CRA II.

Οι κανονισμοί στόχευσαν σε τρία βασικά μέτρα :

Α. Στην καταγραφή των Οίκων Αξιολόγησης. Για την σωστή καταγραφή στα μητρώα της Ευρωπαϊκής Κεφαλαιαγοράς ένας Οίκος Αξιολόγησης, χρειάζεται να ανταποκρίνεται από μια σειρά υποχρεώσεων και προϋποθέσεων που θα εξασφαλίσουν την ανεξαρτησία του, την φερεγγυότητα της διαδικασίας αξιολόγησης και την ενίσχυση της ποιότητας των εκδιδόμενων αξιολογήσεις.

Β. Στην διαφάνεια των Οίκων Αξιολόγησης. Με τους κανόνες που ορίζονται αποφεύγονται οι συγκρούσεις συμφερόντων για παράδειγμα, ένας αναλυτής αξιολογήσεων που εργάζεται για έναν Οίκο Αξιολόγησης δεν πρέπει να έχει καμία σχέση επιχειρηματικά και με κανέναν τρόπο με την αξιολογούμενη εταιρία ή οργανισμό. Για αυτό κάθε χρόνο οι Οίκοι Αξιολόγησης υποχρεούνται να παρουσιάζουν μια έκθεση διαφάνεια.

Γ. Ο έλεγχος των Οίκων Αξιολόγησης. Στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA) υπάρχουν μεγάλες ελεγκτικές εξουσίες, μια από αυτές είναι η ζήτηση της δυνατότητας έγγραφου ή δεδομένα, να καλεί σε ακρόαση πρόσωπα, η αυτοψία ελέγχου, να υποβάλει διοικητικές κυρώσεις, πρόστιμα και χρηματικές ποινές.

Οι Οίκοι Αξιολόγησης για την άδεια λειτουργίας και για την νομιμότητα λειτουργίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση θα πρέπει να βεβαιώσουν τα παρακάτω εξής:

- Δεν θα προσφέρουν γνωμοδοτικές υπηρεσίες.
- Θα παρουσιάζουν τα πρότυπα και τις μεθοδολογίες τους.
- Θα παρέχουν εσωτερική υπηρεσία αρμόδια για την αναθεώρηση της ποιότητας των αξιολογήσεων τους.
- Επιβάλλεται να έχουν δυο ανεξάρτητους διευθυντές στα διοικητικά συμβούλια τους, η αμοιβή τους δεν εξαρτάται από την επιχειρηματική δραστηριότητα του οίκου αξιολόγησης.

Πάρα τα μέτρα πρόληψης που έλαβαν για την ομαλή λειτουργία των Οίκων Αξιολόγησης υπήρξε διαφοροποίηση στην εξάρτηση της πιστοληπτικής ικανότητας των οργανισμών από τις αξιολογήσεις των Οίκων Αξιολόγησης.

Αυτός ήταν ο λόγος για τα νέα επικαιροποιημένα μέτρα τα οποία αποτελούνται από τον 462/2013 κανονισμό του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου της 21ης Μάιου του 2013 και από την Κοινοτική Οδηγία 2013/14/ΕC.

Τα καινούργια μέτρα είναι τα εξής εμπλουτισμένα ή καινοτόμα μέτρα:

**α.** Να υπάρξει από τους αξιολογούμενους και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα η μείωση της εξάρτησης από τις «εξωτερικές» αξιολογήσεις, ώστε να δημιουργήσουν συστήματα εσωτερικής διαβάθμισης. Ακόμη οι ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές δεν θα την δυνατότητα χρήση των αξιολογήσεων ως «σύγκριση» αλλά να έχουν την δυνατότητα της ακύρωσης τους (τυπικά ή ουσιαστικά).

**β.** Την δημιουργία καλύτερης λειτουργείας στον τρόπο αξιολόγησης του αξιόχρεου των κρατών. Για να αποφύγουν την ταραχή στις αγορές θα πρέπει να έχουν συγκεκριμένο δημοσιευμένο προγραμματισμό που θα λειτουργούν αξιολογήσεις του αξιόχρεου των ευρωπαϊκών κρατών. Θα υπάρχει η δυνατότητα αξιολόγησης έως τρεις φορές ετησίως σε οποιοδήποτε κράτος μέλος , ωστόσο για την αξιολόγηση λόγω έκτακτης περίπτωσης , η αξιολόγηση θα γίνεται κατόπιν συμφωνίας. Επίσης, οι αξιολογήσεις θα δημοσιεύονται μόνο μετά το κλείσιμο των ευρωπαϊκών αγορών ή μία ώρα από την έναρξη εκ νέου

**γ.** Κάθε Οίκος θα έχει τις ευθύνες του. Αν οποιοσδήποτε οίκος από τις αξιολογήσεις του προκαλέσει ζημία σε έναν αξιολογούμενο, θα υποχρεούται να αναλάβει το αντίστοιχο τίμημα για την ζημία που επήλθε . Έτσι οι Οίκοι δεν θα έχουν το ελεύθερο να παρουσιάζουν εκθέσεις με ευκολία. Οι επενδυτές θα μπορούν να μηνύουν έναν οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που με πρόθεση ή με αμέλεια θα παραβαίνει τις υποχρεώσεις που ορίζονται στον κανονισμό των Οίκων αξιολόγησης με συνέπεια την ζημία των επενδυτών. Με το νέο αυτό καθεστώς θα εξασφαλιστεί η υπευθυνότητα με την οποία ενεργούν οι οργανισμοί αξιολόγησης εφ' όσον αυτοί θεωρηθούν υπεύθυνοι από τους επενδυτές καθώς και από τους εκδότες.

**δ.** Διαγραφή των αλληλοσυγκρουόμενων συμφερόντων. Τα στοιχεία οποιουδήποτε κατέχει πάνω από το 5% του μετοχικού κεφαλαίου θα πρέπει να δίνονται στη δημοσιότητα από τους οίκους αξιολόγησης για να αποφευχθούν φαινόμενα παλαιότερων ετών όπου ο αξιολογητής και ο αξιολογούμενος ήταν το ίδιο πρόσωπο. Στους οίκους αξιολόγησης θα απαγορεύεται να διενεργούν αξιολόγηση σε μετόχους με κεφάλαιο 10% και πάνω ή των δικαιωμάτων ψήφου όπου κατέχει επίσης το 10% και πάνω του μετοχικού κεφαλαίου μιας αξιολογούμενης οντότητας. Εξ αιτίας της πολυπλοκότητας των δομημένων χρηματοπιστωτικών μέσων, βάση κανονισμού απαιτείται οι εκδότες που πληρώνουν τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας για τις αξιολογήσεις τους, να αξιολογούνται από τουλάχιστον δυο διαφορετικούς οργανισμούς αξιολόγησης για την αξιολόγηση διαρθρωμένων χρηματοπιστωτικών μέσων. Οι εκδότες υποχρεούνται μετά την τετραετία να απευθυνθούν σε διαφορετικό οίκο αξιολόγησης ώστε να υπάρχει εναλλαγή στις αξιολογήσεις. Για τους αξιολογούμενους από μικρότερους οίκους αξιολόγησης που τους ανήκει λιγότερο από το 10% του μεριδίου της παγκόσμιας αγοράς δεν ισχύει η συγκεκριμένη ρύθμιση ευνοώντας έτσι τις αξιολογήσεις των μικρότερων οίκων αξιολόγησης με στόχο να χτυπήσουν το ολιγοπώλιο των «τριών μεγάλων».

**ε.** Οι Οίκοι αξιολογήσεις οφείλουν να θέτουν σε δημοσιότητα σε μια πλατφόρμα αξιολογήσεων τις αξιολογήσεις τους από τον Ιούνιο του 2015 και μετά. Στόχος της πλατφόρμας είναι να αναβαθμίσει την διαφάνεια και τη συγκρισιμότητα των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας. Η πλατφόρμα θα συνεισφέρει ακόμη στην

προβολή των μικρών και μεσαίων μεγέθους οίκων αξιολόγησης που ασχολούνται στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

**στ.** Για τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που αποστέλλονται σε χώρες εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης αλλά πραγματοποιούνται εντός αυτής για κανονιστικούς στόχους, θα πρέπει να έχουν το ίδιο αυστηρές απαιτήσεις με τις απαιτήσεις του ευρωπαϊκού κανονισμού. Από την άλλη ο κανονισμός αυτός παρέχει την δυνατότητα σε αδειοδοτημένους από την Ευρωπαϊκή Ένωση Οργανισμούς να επικυρώσουν αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που έχουν αποσταλεί σε τρίτη χώρα, να ορίζουν και να ελέγχουν συνεχώς εάν οι δραστηριότητες που καταλήγουν στην έκδοση αυτής της αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, τηρούν τις απαιτήσεις για έκδοση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας που είναι το ίδιο αυστηρές με τις απαιτήσεις του ευρωπαϊκού κανονισμού και έχουν τους ίδιους στόχους και αποτελέσματα.

Τέλος, η ευρωπαϊκή νομοθεσία από το 2020 θα έχει την δυνατότητα να μην υφίσταται η υποχρέωση να λαμβάνονται υπόψη οι εξωτερικές αξιολογήσεις πριν τις επενδύσεις ή πριν από την παροχή επενδυτικών συμβολών. Για παράδειγμα δεν θα υποχρεούνται τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα σε πωλήσεις των περιουσιακών τους στοιχείων σε ενδεχόμενο υποβάθμισης από κάποιον οίκο αξιολόγησης. *(Jonathan Katz, Emanuel Salinas, and Constantinos Stefanou, 2009, Lawrence J. White, 2010, Lawrence J. White, 2013)*

## 2.4 Η προδιαγραφή NRSRO

Το 1975 κρυπτογραφήθηκε ο ιδιαίτερος ρόλος των οργανισμών αξιολόγησης από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ με τη δημιουργία του Οργανισμού Εθνικής Αναγνώρισης της Στατιστικής Αξιολόγησης (NRSRO). Οι τρεις μεγάλες εταιρείες Moody's, S & P και Fitch και αμέσως εισήχθησαν στον οργανισμό NRSRO.

Τι είναι όμως ο Οργανισμός NRSRO ;

Ο οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (NRSRO) είναι ένας εθνικά αναγνωρισμένος οργανισμός αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας που παρέχει αξιολόγηση της φερεγγυότητας μιας επιχείρησης ή ενός χρηματοπιστωτικού μέσου και είναι εγγεγραμμένος στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Ποιο είναι το στοιχείο ή το κριτήριο που κάνει έναν οργανισμό αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εθνικά αναγνωρισμένο;

Αρχικά, για να θεωρηθεί ένας εθνικός αναγνωρισμένος οργανισμός στατιστικής αξιολόγησης (NRSRO), πρέπει η υπηρεσία να θεωρείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς «εθνικά αναγνωρισμένη» και πρέπει να παρέχει αξιόπιστες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Επίσης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς λαμβάνει υπόψη της το μέγεθος του οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, την επιχειρησιακή ικανότητα και τους οικονομικούς πόρους του οργανισμού. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που παρέχονται από έναν NRSRO χρησιμοποιούνται από την κυβέρνηση σε αρκετούς ρυθμιστικούς τομείς, χρησιμοποιούνται ως δείκτες αναφοράς από κρατικές υπηρεσίες καθώς και οι επενδυτές αναφέρουν τις αξιολογήσεις από τους NRSRO. Παράδειγμα εθνικών αναγνωρισμένων οργανισμών στατιστικής αξιολόγησης (NRSRO) είναι οι εταιρείες Moody's Investors Service Inc., η S & P Global Ratings, η Fitch Ratings Inc. και η Morningstar Credit Ratings. (*Utzig, 2010)*.

Δεν είναι όλοι οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας εθνικά αναγνωρισμένοι οργανισμοί. Υπάρχουν δέκα εθνικά αναγνωρισμένοι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που έχουν εγγραφεί στην Επιτροπή

Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ, που ουσιαστικά λειτούργησαν από το Μάιο του 2018. Οι κανόνες που ισχύουν και ότι έχει σχέση με διαιτησία, διαχειρίζεται και ελέγχεται μέσα από το γραφείο πιστοληπτικής αξιολόγησης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. *(White, 2010)*

Οι οίκοι αξιολόγησης προκειμένου να αξιολογήσουν την πιστοληπτική ικανότητα ενός εκδότη, αξιολογούν α) την ικανότητα και β) την προθυμία του να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις σύμφωνα με τους όρους αυτών των υποχρεώσεων. Προκειμένου να σχηματιστούν γνωμοδοτήσεις αξιολόγησης, οι οίκοι αξιολόγησης αξιολογούν τα σχόλια από ένα ευρύ φάσμα οικονομικών και επιχειρηματικών χαρακτηριστικών που μπορεί να επηρεάσουν την άμεση αποπληρωμή του εκδότη. Οι ειδικοί παράγοντες κινδύνου εξαρτώνται εν μέρει από τον τύπο του εκδότη. Για παράδειγμα, η πιστωτική ανάλυση ενός εταιρικού εκδότη συνήθως θεωρεί πολλούς οικονομικούς και μη οικονομικούς παράγοντες, συμπεριλαμβανομένων των βασικών επιδόσεων των δεικτών, τις οικονομικές, κανονιστικές και γεωπολιτικές επιρροές, τη διοίκηση και την εταιρική διακυβέρνηση και την ανταγωνιστική θέση. Κατά την αξιολόγηση μιας εθνικής κυβέρνησης, η ανάλυση μπορεί να επικεντρωθεί σε φορολογικά και δημοσιονομικά θέματα, τις οικονομικές επιδόσεις, τη νομισματική σταθερότητα και την αποτελεσματικότητα των κυβερνητικών θεσμών. *(Richardson & White, 2009)*

Σχετικά με τις βαθμολογίες πιστοληπτικής ικανότητας υψηλής ποιότητας οι οίκοι αξιολόγησης, λαμβάνουν υπόψη τις αναμενόμενες διακυμάνσεις του επιχειρηματικού κύκλου, συμπεριλαμβανομένων των βιομηχανικών και των ευρέως οικονομικών παραγόντων. Το μήκος και οι επιπτώσεις των κύκλων των επιχειρήσεων μπορεί να διαφέρουν πολύ, ωστόσο, κάνοντας τις επιπτώσεις τους στην ποιότητα της πίστωσης δύσκολο να προβλεφθούν με ακρίβεια *(Coffee,2010).*

Οι οίκοι αξιολόγησης κατά την εκτίμηση μιας ατομικής έκδοσης χρέους, όπως ένα εταιρικό ή δημοτικό ομόλογο, συνήθως χρησιμοποιούν, μεταξύ άλλων, πληροφορίες από τον εκδότη και άλλες πηγές για την αξιολόγηση την πιστωτική ποιότητα της έκδοσης και την πιθανότητα αθέτησης. Στην περίπτωση ομολόγων που εκδίδονται από εταιρείες ή δήμους, οι οργανισμοί αξιολόγησης συνήθως αρχίζουν με αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη πριν από την αξιολόγηση της πιστωτικής ποιότητας συγκεκριμένης έκδοσης χρεογράφων. *(Becker & Milbourn, 2009)*

Κατά την ανάλυση των ζητημάτων χρέους για παράδειγμα, οι αναλυτές της αξιολογούν μεταξύ άλλων: *(Coffee, 2010)*

•τους όρους και τις προϋποθέσεις της ασφάλειας χρέους και ενδεχομένως, της νομικής της διάρθρωσης.

• τη σχετική αρχαιότητα της έκδοσης σε σχέση με άλλες εκδόσεις χρεών του εκδότη και προτεραιότητα της επιστροφής σε περίπτωση αθέτησης.

• την ύπαρξη εξωτερικής υποστήριξης ή πιστωτικών βελτιώσεων, όπως οι πιστωτικές επιστολές, εγγυήσεις και ασφάλειες.

## 2.5 Κριτήρια Εκτίμησης πιστοληπτικής ικανότητας – Μεθοδολογία

Οι μεγαλύτεροι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν αναπτύξει μεθοδολογίες ώστε να αξιολογήσουν όλους τους κινδύνους που διατρέχουν τα κράτη και να τους αποδώσουν την καλύτερη ποιοτικά βαθμολογία. Επίσης έχουν αναγνωρίσει ότι ένα σημαντικό μέρος της μεθοδολογίας τους για τις επιχειρήσεις πρέπει να συμπεριλαμβάνει την ανάλυση των κινδύνων της χώρας στην οποία δραστηριοποιούνται. *(Standard and Poor's, 2006)*

Για τον υπολογισμό της πιστοληπτικής ικανότητας χώρας, λαμβάνονται υπόψη κάποιοι συντελεστές, που εξαρτώνται από το αν η χώρα διαθέτει υψηλό κατά κεφαλής εισόδημα με μακρά ιστορία θεσμικής και πολιτικής σταθερότητας, είτε από

το αν αυτή βρίσκεται ακόμη υπό ανάπτυξη. Επίσης, η δημοσιονομική πολιτική λαμβάνεται υπόψη ως ο σημαντικότερος παράγοντας προσδιορισμού της πιστοληπτικής ικανότητας για τις προηγμένες χώρες, ενώ οι τάσεις του ισοζυγίου πληρωμών αποτελούν το ισχυρότερο εργαλείο για την αξιολόγηση των αναπτυσσόμενων χωρών.

Σε πολλές περιπτώσεις εξετάζονται τα σχέδια για τις ιδιωτικοποιήσεις, για άλλες μικροοικονομικές μεταρρυθμίσεις και για άλλους παράγοντες όπως η στήριξη ή όχι για κίνητρα δανεισμού. *(Τζήκας Α., 2011)*

Δεδομένα που εξετάζονται είναι:

1. Πολιτικοί θεσμοί και η επίδρασή τους στην αποτελεσματικότητα του πολιτικού περιβάλλοντος, όπως επίσης και η δημόσια ασφάλεια και γεωπολιτικές ανησυχίες.
2. Οικονομική δομή και προοπτικές.
3. Η ευελιξία της κυβέρνησης για έσοδα και περικοπή εξόδων, τα κυβερνητικά ελλείμματα, το δημόσιο χρέος και οι υποχρεώσεις προς χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και στις ιδιωτικές επιχειρήσεις.
4. Η νομισματική ευελιξία.

Η εξωτερική ρευστότητα και οι τάσεις των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα. *(Standard and Poor's, 2006)*

Ενδεικτικά, ο οίκος Moody's εξετάζει πληροφορίες που συνοψίζονται σε τέσσερις κύριες κατηγορίες:

1. Οικονομική διάρθρωση και επίδοση χώρας (π.χ.: Δείκτες ΑΕΠ, πληθωρισμού, ανεργίας, εισαγωγών και εξαγωγών, κ.λπ.),
2. Δημοσιονομικούς δείκτες (π.χ.: Δημόσια έσοδα, Δαπάνες, ισορροπία εσόδων-δαπανών, χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, κ.λπ.)
3. Εξωτερικές πληρωμές και συναλλαγές χώρας (π.χ.: συναλλαγματική ισοτιμία, κόστη εργασίας, δείκτης εξυπηρέτησης δημοσίου χρέους, κ.λπ.),
4. Νομισματική ισορροπία και παράγοντες ρευστότητας χώρας (π.χ.: Βραχυπρόθεσμο ύψος επιτοκίων, εγχώρια πίστωση, αποθεματικά χώρας, ωρίμανση χρέους, περιουσιακά στοιχεία Πιστωτικών Ιδρυμάτων, κ.λπ.). *(Ζοπουνίδης Κ., 2012)*

## 2.6 Αξιοπιστία των οίκων αξιολόγησης

Η κρίση φήμης των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας βρίσκεται σε εξέλιξη και θέτει υπό αμφισβήτηση το κατά πόσο οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας διαδραματίζουν αξιόπιστο ρόλο στις χρηματοπιστωτικές αγορές της Ευρωζώνης. Η κρίση του ενιαίου νομίσματος υποστηρίζει την πρόταση του σκεπτικισμού σχετικά με την αξιοπιστία των οίκων αξιολόγησης, οι οποίοι δεν αποκάλυψαν σωστά τους κινδύνους και συνεπώς συνέβαλαν στην ώθηση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος στα όρια της κατάρρευσης. *(Coffee, 2010)*

Οι πολιτικοί σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση ζήτησαν περιορισμούς όσον αφορά το ρόλο των οίκων αξιολόγησης στην αξιολόγηση του δημόσιου χρέους και την αύξηση της ρύθμισης των επιχειρήσεων. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας κρύβονται πίσω από την πρώτη τροποποίηση. Το νομικό τους επιχείρημα είναι ότι δεν μπορούν να λογοδοτήσουν, επειδή απλώς εκδίδουν «γνώμες». *(White, 2010, White, L.J. (2010)*

Η χρηματοπιστωτική κρίση και η κρίση στην ευρωζώνη έδωσαν ιδιαίτερη προσοχή στο ρόλο των οίκων αξιολόγησης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Οι οργανισμοί αξιολόγησης επικρίθηκαν μετά την τραπεζική κατάρρευση το 2008 - για την αποτυχία

της αξιολόγησης σωστά ορισμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων, συμβάλλοντας στη σοβαρότητα της κατάρρευσης. Με τη φήμη τους να ανακάμπτει, έχουν κατηγορηθεί ότι επιδείνωσαν την κρίση της Ευρωζώνης, υποβαθμίζοντας τις κυριαρχικές βαθμολογίες της Ελλάδας, της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας πολύ και πολύ γρήγορα. Οι πολιτικοί σε ολόκληρη την ΕΕ ζήτησαν αυξημένη ρύθμιση και πρότειναν ότι το ολιγοπώλιο των τριών μεγάλων οργανισμών αξιολόγησης θα πρέπει να αμφισβητηθεί με τη δημιουργία ενός ευρωπαϊκού οργανισμού αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Η ισχύουσα άποψη έναντι των οργανισμών αξιολόγησης είναι ότι δεν κατόρθωσαν να αμφισβητήσουν τις υποθέσεις βάσει των οποίων βασίστηκε η εκτίμησή τους για τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους κατά τα έτη μέχρι την κρίση. Και έτσι δεν κατάφεραν να εντοπίσουν τους κινδύνους σε μερικές χώρες του ενιαίου νομίσματος, οι οποίοι άρχισαν να χτίζονται πολύ πριν από την κρίση. *(Coffee, 2010)*

Ακόμη και πριν από τη χρηματοπιστωτική κρίση, οι οίκοι αξιολόγησης βρίσκονταν ήδη υπό στενή παρακολούθηση. Οι δημόσιες αρχές γνώριζαν έντονα τον κεντρικό και βαθύτερο ρόλο που διαδραμάτισαν οι οργανισμοί αξιολόγησης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και είχαν παρατηρήσει πολλές προφανείς αποτυχίες. Συγκεκριμένα, οι οργανισμοί αξιολόγησης είχαν επικριθεί για την αργή ανταπόκρισή τους στα στελέχη που οδήγησαν τελικά στην ασιατική κρίση το 1997 και το 1998, καθώς και στις υψηλού επιπέδου εταιρικές αποτυχίες των εταιρειών Enron, WorldCom και Parmalat. Η εμπειρία κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης αύξησε επίσης τις ανησυχίες ότι οι αποφάσεις των οργανισμών αξιολόγησης ενδέχεται να υπόκεινται σε συγκρούσεις συμφερόντων. Δεδομένου ότι τα έσοδα από τους οίκους αξιολόγησης καθορίζονται κυρίως από τα έσοδα από εκδοτικούς οίκους, υπάρχει ανησυχία ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας αφιερώνουν δυσανάλογους πόρους για να κυνηγούν νέες επιχειρήσεις και να αξιολογούν νέα προϊόντα και όχι να βελτιώνουν την ανάλυσή τους. Επιπλέον, τα κίνητρα για έσοδα από έναν οίκο αξιολόγησης είναι τέτοια ώστε οι αξιολογήσεις ενδέχεται να είναι προκατειλημμένες προς τα πάνω - φουσκωμένες - έτσι ώστε να ανταποκρίνονται στις προσδοκίες του εκδότη και έτσι να κερδίζουν ή να διατηρούν την επιχείρησή τους. *(Coffee, 2010)*

## 2.7 Ιστορική αναδρομή των εταιρειών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Οι οίκοι αξιολόγησης βρίσκονται στο φως της δημοσιότητας εδώ και μερικά χρόνια, πίσω τους όμως έχουν μια μακρά ιστορία. Το ιστορικό αφετηριακό τους σημείο τοποθετείται στις αρχές του περασμένου αιώνα, όταν η κατασκευή του σιδηροδρομικού δικτύου των ΗΠΑ, δημιούργησε την ανάγκη εξεύρεσης επενδυτών ώστε να επενδύσουν τα κεφάλαια τους στο έργο αυτό.

Η κατασκευή των σιδηροδρόμων για τους καπιταλιστές δεν ήταν δυνατό να χρηματοδοτεί – ακόμη κι αν υπήρχε κρατική υποστήριξη. Για το λόγο αυτό χρηματοδοτήθηκαν μεγάλα προγράμματα, όπως το σιδηροδρομικό δίκτυο, μέσω μετόχων ή πιστώσεων. Με τον τρόπο αυτό, έγινε δυνατή η κινητοποίηση μεγάλων συσσωρευμένων κεφαλαίων. Τα αξιόγραφα που εκδίδονταν γι’ αυτό το σκοπό, ήταν ταυτόχρονα τόσο επιθυμητά ως επενδύσεις όσο επίσης και ιδεατά για κερδοσκοπία και απάτες.

Το 1909 ιδρύεται από το χρηματοοικονομικό αναλυτή John Moody, η πρώτη εταιρεία πιστωτικών κινδύνων, η οποία απευθύνονταν αποκλειστικά σε ομόλογα εταιριών σιδηροδρόμων. Στην συνέχεια, ακολούθησε η ίδρυση κι άλλων εταιρειών αξιολόγησης με βασικό αντικείμενο την αξιολόγηση μόνο εμπορικών επιχειρήσεων. Η οικονομική κρίση του 1929 και ο φόβος μη αποπληρωμής των χρεών από μέρους

των επιχειρήσεων καθιστούν πολύτιμους τους οίκους αξιολόγησης, οι οποίοι αναπτύσσονται και αποκτούν μεγάλη ισχύ.

Δέκα χρόνια μετά την εμφάνιση της Moody's εισέρχεται στην αγορά, η σημερινή Standard & Poor's. Το 1941 δημιουργήθηκε ο οίκος Standard and Poor's με την ένωση της εταιρίας Poor's Publishing Company και της Standard Statistics Company, όπου στη συνέχεια απορροφάτε από την McGraw-Hill το 1966. Το 1977 ακολουθεί ο οίκος Fitch όπου συγχωνεύτηκε με την IBCA (μια βρετανική εταιρεία, η οποία ήταν θυγατρική της FIMILAC, γαλλικός όμιλος παροχής υπηρεσιών προς επιχειρήσεις).

Στο τέλος του 2000, σύμφωνα με τις ευνοϊκές αξιολογήσεις των τριών αυτών των οργανισμών, επιτεύχθηκε η πώληση των τίτλων που βασιζόταν σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου, αλλά και άλλων χρεογράφων. Οι πωλήσεις των ομολόγων αυτών με τη σειρά τους, ήταν μια σημαντική υποστήριξη για την αυτοχρηματοδότηση της ολοένα αυξανόμενης «φούσκας» των τιμών της αγοράς κατοικίας στις ΗΠΑ. Όταν η αύξηση των τιμών των κατοικιών σταμάτησε στα μέσα του 2006 και στη συνέχεια άρχισε να μειώνεται, τα ποσοστά αθέτηση της υποθήκης αυξήθηκαν ενώ οι αρχικές αξιολογήσεις έδειχναν υπερβολικά αισιόδοξες. Ο τιμές μειώνονται και η αβεβαιότητα των ευρέως διαδεδομένων τίτλων, συνέλαβε στην πτώση των τιμών των κατοικιών μεταφέροντας την κρίση από τις ΗΠΑ και στα διεθνή χρηματοπιστωτικά συστήματα.

Οι εκδότες αυτών των αξιόγραφων μπορούσαν ν' απευθυνθούν στους τρεις οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης προκείμενου ν' αποκτήσουν βαθμολογία για την αξιοπιστία των χρηματοπιστωτικών προϊόντων τους. Αυτές οι τρεις εταιρίες παίζουν τον πιο καταλυτικό ρόλο στις διεθνείς χρηματαγορές λόγω τους συνολικού μεριδίου αγοράς που κατέχουν καθώς και τον τύπο υπηρεσιών που κατέχουν καθώς και τον τύπο των υπηρεσιών που προσφέρουν. Σύμφωνα με στοιχεία του οίκου Moody's το 2001, οι τρεις αυτοί οργανισμοί είχαν έσοδα της τάξεως των 2,1 δις δολαρίων, κυρίως από προμήθειες από τις αξιολογήσεις που είχαν εκδώσει.

Από το 2000 λειτουργούν περίπου 130-150 οίκοι αξιολόγησης σε παγκόσμιο επίπεδο. Πολλοί από αυτούς δραστηριοποιούνται σε παγκόσμια κλίμακα ενώ οι περισσότεροι περιορίζονται σε συγκεκριμένες γεωγραφικές ή βιομηχανικές περιοχές. Άλλοι γνωστοί οίκοι οι Canadian Bond Rating Service(CBRS), Thomson Bank Watch (Thom), Japanese Bond Rating Institute (JBRI), Dominion Bond Rating Service (DBRS), IBCA, Ltd, Duff and Phelps Credit Rating Co (Duff), Japanese Credit Rating Agency (JCRA), Nippon Investor Service Inc (NIS). Πολλοί από αυτούς τους οίκους έχουν εξαγοραστεί ή συγχωνευθεί από τους τρεις πιο γνωστούς. Σύμφωνα με την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών – BIS (Bank for international settlements) υπάρχουν οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σε διάφορες χώρες. *(Θαλασσινού Ε.,2014)*

### 2.7.1 Η σπουδαιότητα των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας τις δύο τελευταίες δεκαετίες

Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας επιχειρήσεων και κρατών έχουν αποκτήσει ιδιαίτερη σημασία τις δύο τελευταίες δεκαετίες. Σ' αυτό συνέλαβε η παγκοσμιοποίηση και η εξέλιξη των χρηματοοικονομικών αγορών μέσα σε νέους ρυθμιστικούς κανόνες. Οι αξιολογήσεις πραγματοποιούνται στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (ομόλογα) και στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (συναλλαγματικές) χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, δήμων και κρατών.

Οι εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή Οίκοι αξιολόγησης, εμφανίζονται για πρώτη φορά στην Αμερική στα μέσα του 19$^{ου}$ αιώνα. Είναι ιδιωτικές εταιρίες οικονομικού χαρακτήρα που εκδίδουν χρεόγραφα με στόχο την άντληση

κεφαλαίων από τις αγορές και προσφέροντας συμβουλευτικές υπηρεσίες. Αξιολογώντας την πιστοληπτική ικανότητα των δανειζόμενων (ιδιωτών, επιχειρήσεων, κρατών), καθώς επίσης τα ομόλογα και τα χρεόγραφα που εκδίδουν οι δανειζόμενοι παρέχουν έγκυρες πληροφορίες υπέρ των ενδιαφερόμενων, ώστε να λαμβάνουν ασφαλέστερες αποφάσεις, προτού επενδύσουν και ώστε να αποφύγουν τον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχεται στις επενδυτικές ευκαιρίες.

Πρόκειται για ιδιωτικούς ρυθμιστές διεθνών κεφαλαιαγορών με έντονο και σημαντικό ρόλο αφού οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας μπορούν να επηρεάσουν ακόμα και την διεθνή αγορά. Στόχος των οίκων αξιολόγησης είναι να εκτιμήσουν την δυνατότητα του δανειζόμενου να αποπληρώσει το κεφάλαιο και τους τόκους, σύμφωνα με την υπάρχουσα κάθε φορά συμφωνία δανεισμού και την ικανότητα της οφειλέτριας εταιρείας να αποπληρώσει τα χρέη της. Ο ανώτατος βαθμός αξιοπιστίας ενός συστήματος αξιολόγησης είναι τα τρία ΑΑΑ και ανήκει στο Τζον Μούντι. Οι σημαντικότεροι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτική ικανότητας είναι οι: Moody’s, Standard & Poor’s και ο Fitch Ratings.

## 2.8 Οι μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Επί του παρόντος, υπάρχουν αρκετές δεκάδες οίκοι αξιολόγησης όλων των τύπων που δραστηριοποιούνται σε μεγάλες αγορές σε όλο τον κόσμο. Αυτοί οι οίκοι αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας διαφέρουν σημαντικά ως προς το μέγεθος, την επικέντρωση και τις μεθοδολογίες. Ορισμένοι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι εξειδικευμένοι, εστιάζοντας σε συγκεκριμένες περιοχές ή βιομηχανίες (π.χ. ασφάλιση).

Άλλοι προσφέρουν αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας για επιχειρήσεις (συμπεριλαμβανομένων ιδιωτικών εταιρειών), αλλά δεν αξιολογούν τους πιστωτικούς κινδύνους συγκεκριμένων τίτλων σταθερής απόδοσης. Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι περιφερειακοί οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας στις αναπτυσσόμενες αγορές (ή οι τοπικές θυγατρικές των μεγαλύτερων διεθνών ΟΑΠ) προσφέρουν μια σημαντική υπηρεσία, αναλύοντας τις τοπικές διαβαθμίσεις του πιστωτικού κινδύνου εκδοτών που διαφορετικά μπορεί να είναι συγκλονισμένοι ή συγκαλυμμένοι από τον «κίνδυνο χώρας» (π.χ. κίνδυνος συναλλαγματικών ισοτιμιών, πολιτικός κίνδυνος κλπ.) που αντιμετωπίζουν όλοι οι εκδότες στην αγορά αυτή. *(Richardson & White, 2009)*

Τρεις από τους μεγαλύτερους οίκους αξιολόγησης, ο Moody's, ο S & P και ο Fitch, δραστηριοποιούνται διεθνώς. Αυτοί οι τρεις οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας προσφέρουν αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας τόσο για εταιρικούς όσο και κρατικούς εκδότες, και συγκεκριμένους τίτλους σταθερού εισοδήματος. Σε αντίθεση με πολλούς μικρότερους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, οι οποίοι δημιουργούν έσοδα προσφέροντας τις αξιολογήσεις τους στους επενδυτές με συνδρομή, ο Moody's, ο S & P και ο Fitch δημιουργούν το μεγαλύτερο μέρος του εισοδήματός τους χρεώνοντας τους εκδότες για αξιολογήσεις, οι οποίες στη συνέχεια παρέχονται στο κοινό δωρεάν. *(Richardson & White, 2009)*

Εκτός από την έκδοση αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας, ορισμένοι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας προσφέρουν επίσης βοηθητικές επιχειρηματικές υπηρεσίες ή είναι οι ίδιοι θυγατρικές μεγαλύτερων εταιρειών που προσφέρουν ευρύτερες επιχειρηματικές υπηρεσίες. Αυτές οι βοηθητικές υπηρεσίες περιλαμβάνουν, για παράδειγμα, υπηρεσίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας όπου, έναντι αμοιβής, οι εκδότες παρουσιάζουν υποθετικά σενάρια στους οίκους αξιολόγησης για να καθορίσουν τον τρόπο με τον οποίο θα μπορούσε να επηρεάζεται η πιστοληπτική τους ικανότητα από μια προτεινόμενη επιχειρηματική δραστηριότητα. *(Aizenman et. al., 2013)* Άλλες υπηρεσίες ενδέχεται να περιλαμβάνουν τη

διαχείριση κινδύνου και συμβουλευτικές υπηρεσίες για να βοηθήσουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και άλλες επιχειρήσεις να διαχειριστούν πιστώσεις και το λειτουργικό κίνδυνο. Όταν οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αποτελούν μέρος μεγαλύτερων επιχειρηματικών επιχειρήσεων, οι παρεχόμενες υπηρεσίες από τον μεγαλύτερο όμιλο μπορεί να σχετίζονται άμεσα με την επιχείρηση αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας αλλά μπορεί και όχι. Για παράδειγμα, οι εταιρείες The McGraw-Hill, εκτός από την ιδιοκτησία της S & P, δημοσιεύουν επίσης εκπαιδευτικά εγχειρίδια και περιοδικά όπως το Business Week και η εβδομάδα των αερομεταφορών. FIMALAC, μια διαφοροποιημένη ομάδα υπηρεσιών που εδρεύει στο Παρίσι που κατέχει η Fitch, Inc., έχει θυγατρικές που συμμετέχουν σε βιομηχανίες που κυμαίνονται από χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες έως εργαλεία παραγωγής, σχεδιασμού επίπλων και χημική αποθήκη.

### 2.8.1 Ποιες είναι οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης;

Οι Moody's, Fitch και S&P έγιναν ιδιαίτερα γνωστές στη χώρα μας για το ρόλο τους στην ελληνική κρίση. Πρόκειται για ιδιωτικές αμερικανικές εταιρείες, οι οποίες διαθέτουν μοντέλα και μηχανισμούς αξιολόγησης ομολόγων με βάση κυρίως τις προοπτικές της κάθε χώρας. Οι τρεις αυτοί οίκοι κατέχουν τη μερίδα του λέοντος στην παγκόσμια αγορά πιστοληπτικής αξιολόγησης, ελέγχοντας πάνω από το 95% της παγκόσμιας αγοράς. Η αξιολόγηση (rating) που παρέχουν σε επιχειρήσεις, Π.Ι. και κράτη φανερώνει ότι όσο υψηλότερη είναι η βαθμολογία αυτή τόσο πιο ασφαλής θεωρείται η επένδυση, ενώ και το επενδυτικό ενδιαφέρον γίνεται ολοένα και μεγαλύτερο, με το κόστος χρήματος μικρότερο. Ας δούμε όμως τα χαρακτηριστικά κάθε οίκου ξεχωριστά.




*Εικόνα 4. Οι μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης στην παγκόσμια αγορά πιστοληπτικής αξιολόγησης, Πηγή από internet*

***Standard & Poor's (S&P)***

Ο οίκος των Standard & Poor's (S&P) δημιουργήθηκε το 1941 με τη συγχώνευση των εταιρειών Standard Statistics και Poor's Publishing. Η εταιρεία, που ξεκίνησε από τον ιδρυτή της Henry Varnum Poor, παρέχει σήμερα υπηρεσίες με εξαγωγή εξειδικευμένων πληροφοριών σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και σε αγορές ανά τον κόσμο. Η Standard & Poor's εμπορεύεται επενδυτικά στοιχεία, πραγματοποιεί αποτιμήσεις αξίας εταιρειών, χρηματοοικονομικές αναλύσεις, καθώς

και γνωμοδοτήσεις για επιχειρήσεις, οργανισμούς και κράτη. Η ναυαρχίδα των προϊόντων της, βέβαια, είναι ο δείκτης S&P 500, ο οποίος αποτελεί δείκτη βαρόμετρο για τις αγορές των NYSE και NASDAQ, ο οποίος περιλαμβάνει 500 επιλεγμένες μετοχές με βάση το μέγεθος της αγοράς, τη ρευστότητα και τον κλάδο δραστηριότητας και φανερώνει τα χαρακτηριστικά ρίσκου/απόδοσης των εταιρειών αυτών, που διαπραγματεύονται στις αγορές των ΗΠΑ. Υπολογίζεται ότι ποσά άνω των 1.5 τρισ. δολαρίων επενδυμένων κεφαλαίων ακολουθούν τον δείκτη S&P 500 μαζί και με άλλους δείκτες της Standard & Poor's. Οι κύριες κατηγορίες εργασιών της περιλαμβάνουν από υπολογισμό πολιτικού κινδύνου και αποτίμησης δημόσιου χρέους μέχρι και αξιολόγηση πιστοληπτικής διαβάθμισης χώρας, με χρήση σύνθετων ποσοτικών και ποιοτικών μοντέλων, κατά τα πρότυπα της πιστοληπτικής αξιολόγησης των επιχειρήσεων. Η McGraw-Hill Companies απέκτησε την Standard & Poor's το 1966.

***Moody's***

Η Moody's αποτελεί θυγατρική εταιρεία του οργανισμού Moody's Corporation, η οποία παρέχει υπηρεσίες αξιολόγησης, έρευνας και ανάλυσης κινδύνων για ένα εύρος σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων ανάληψης χρέους. Διαθέτει 17 γραφεία σε όλο τον κόσμο, ενώ παρέχει αξιολογήσεις δημοσίου χρέους χώρας για πάνω από 100 χώρες. Το 2009, η Moody's δημοσίευσε τζίρο εργασιών περί τα 1,79 τρισ. δολάρια από πωλήσεις προερχόμενες κυρίως από τις υπηρεσίες αξιολογήσεών της. Ο οίκος Moody's, όπως και ο Standard & Poor's (S&P), χρησιμοποιεί ένα συνδυασμό ποσοτικών και ποιοτικών χαρακτηριστικών για την αξιολόγηση επιχειρήσεων και χωρών. Τα ποσοτικά στοιχεία χρησιμοποιούνται για να υπολογίζονται ιστορικά στοιχεία της απόδοσης και των τάσεων των αγορών. Οι συντελεστές κάθε μεταβλητής (weights, βάρη) που λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό της πιστοληπτικής ικανότητας χώρας εξαρτώνται από το αν η χώρα διαθέτει υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα με μακρά ιστορία θεσμικής και πολιτικής σταθερότητας, είτε από το αν αυτή βρίσκεται ακόμη υπό ανάπτυξη.

Επίσης, η δημοσιονομική πολιτική λαμβάνεται υπόψη ως ο σημαντικότερος παράγοντας προσδιορισμού της πιστοληπτικής ικανότητας για τις προηγμένες χώρες, ενώ οι τάσεις του ισοζυγίου πληρωμών αποτελούν το ισχυρότερο εργαλείο για την αξιολόγηση των αναπτυσσόμενων χωρών. Ο οίκος Moody's εξετάζει πληροφορίες που συνοψίζονται σε τέσσερις κύριες κατηγορίες:

i. Οικονομική διάρθρωση και επίδοση χώρας (π.χ. δείκτες ΑΕΠ, πληθωρισμού, ανεργίας, εισαγωγών και εξαγωγών κ.λπ.),

ii. Δημοσιονομικούς δείκτες (π.χ. δημόσια έσοδα, δαπάνες, ισορροπία εσόδων – δαπανών, χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ κ.λπ.),

iii. Εξωτερικές πληρωμές και συναλλαγές χώρας (π.χ. συναλλαγματική ισοτιμία, κόστη εργασίας, δείκτης εξυπηρέτησης δημόσιου χρέους κ.λπ.),

iv. Νομισματική ισορροπία και παράγοντες ρευστότητας χώρας (π.χ. βραχυπρόθεσμο ύψος επιτοκίων, εγχώρια πίστωση, αποθεματικά χώρας, ωρίμανση χρέους, περιουσιακά στοιχεία πιστωτικών ιδρυμάτων κ.λπ.)

***Fitch Ratings***

Ο τρίτος διεθνής οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι ο Fitch Ratings, ο οποίος παρέχει αξιολογήσεις και έρευνα για περίπου 150 χώρες. Ο Fitch Ratings προωθεί προϊόντα ομολόγων χρέους, που προσφέρονται σε διάφορους οργανισμούς και επιχειρήσεις, χρηματοοικονομικά ιδρύματα, κρατικές επιχειρήσεις, ασφαλιστικές εταιρείες, δημόσια ασφαλιστικά ταμεία κ.λπ. Το 1979 η εταιρεία Fimalac S.A., με έδρα το Παρίσι, απέκτησε πλειοψηφικό πακέτο μετοχών του οίκου Fitch Ratings. Η Fimalac S.A. απέκτησε στη συνέχεια το 2000 και την αμερικανική εταιρεία

χρηματοπιστωτικής αξιολόγησης Duff & Phelps. Από τότε ο οίκος Fitch Ratings διευρύνεται σταδιακά, ανοίγοντας νέα γραφεία στην Κεντρική Ευρώπη και δημιουργώντας συνεργασίες με ασια- τικές εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης. Ο Fitch Ratings παρήγαγε έσοδα το 2009 ύψους 614,6 εκ. δολαρίων, σημειώνοντας πτώση κατά 15,9% σε σχέση με τη χρήση του 2008 (731,2 εκ. δολάρια), συνεισφέροντας στην εταιρεία Fimalac S.A. με κέρδη ύψους 222,5 εκ. δολαρίων. *(https://www.accountancygreece.gr )*

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΩΣ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ.

## 3.1 Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης στις χρηματαγορές

Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν διαδραματίσει ηγετικό ρόλο στις παγκόσμιες αγορές χρέους για πάνω από τριάντα χρόνια. Στο μεγαλύτερο μέρος της ιστορίας τους, οι οίκοι αξιολόγησης εκτελούν το έργο της δημιουργίας αξιολογήσεων όσον αφορά την φερεγγυότητα των χρηματοπιστωτικών μέσων και των εισηγμένων εταιρειών και την αναθεώρηση αυτών των αξιολογήσεων, εάν οι οικονομικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες αλλάξουν. Η κλίμακα των αξιολογήσεων της πιστωτικής ποιότητας, αποτέλεσε τη βάση των αγορών κεφαλαίου και χρησιμοποιείται από τους επενδυτές προκειμένου να προβαίνουν σε επενδυτικές αποφάσεις. Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας, επίσης, συμπεριλαμβάνονται στους κανονισμούς των ρυθμιστικών αρχών, ως βάση για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών (*Βασιλεία ΙΙ*) και υπαγορεύουν το πώς οι διαχειριστές των επενδύσεων θα διαθέσουν τα περιουσιακά τους στοιχεία. *(De Meijer & Saaf, 2008)*

Οι οίκοι αξιολόγησης θα πρέπει να έχουν εγκριθεί από εθνικές ρυθμιστικές αρχές, όπως στις ΗΠΑ, για παράδειγμα, όπου ένας οίκος αξιολόγησης πρέπει να χορηγείται με πιστοποιητικό «Εθνικά αναγνωρισμένου οργανισμού στατιστικής αξιολόγησης» (NRSRO) από την SEC. Οι αξιολογήσεις είναι αναγκαίες για τις ρυθμιστικές αρχές και για όσους συμμετέχουν στις χρηματαγορές, οι οποίοι χρειάζονται μια αξιόπιστη ένδειξη για την 35 πιστοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών και την ποιότητα ορισμένων περιουσιακών στοιχείων. Θα ήταν αδύνατο για κάθε επενδυτή να κάνει μόνος του σε βάθος διερεύνηση της πιστοληπτικής ικανότητας του κάθε δυνητικού δανειολήπτη ή οποιασδήποτε είδους επένδυσης. Οι οίκοι αξιολόγησης παρέχουν αυτές τις πληροφορίες και έτσι υπάρχει τεράστια εξοικονόμηση σε συναλλακτικά κόστη.

Ωστόσο, υποστηρίζει ότι τα συναλλακτικά κόστη θα εξαφανιστούν αν υπάρξουν πολλοί οίκοι αξιολόγησης. *(Lannoo, 2008)* Ωστόσο, εάν υπήρχαν δεκάδες τέτοιοι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, οι ρυθμιστικές αρχές και όσοι συμμετέχουν στις χρηματαγορές μπορεί να έβρισκαν πολλές (και λογικά διαφορετικές) αξιολογήσεις για κάθε δανειολήπτη και αυτό θα καθιστούσε δύσκολο για τους δανειολήπτες να παράσχουν σαφές μήνυμα προς την αγορά σχετικά με την πιστοληπτική τους ικανότητα. Μεγάλο μέρος της πρόσφατης κριτικής, έχει να κάνει με την αλλαγή του ρόλου των οίκων αξιολόγησης κατά τη διαδικασία αξιολόγησης δομημένων προϊόντων, καθώς και με την παρανόηση μεταξύ των επενδυτών και των οίκων αξιολόγησης όσον αφορά το πεδίο εφαρμογής των αξιολογήσεων. Υπήρξε μια αξιοσημείωτη αλλαγή στη φύση της εργασίας των οίκων αξιολόγησης, που προκλήθηκε από την τεράστια ανάπτυξη των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων τα οποία περιγράφονται ως η ανασύνθεση, η αναδιάρθρωση και η μεταπώληση υφιστάμενων οφειλών. Αυτό έχει τοποθετήσει τους οίκους αξιολόγησης σε ένα, ποιοτικά, διαφορετικό ρόλο που έχει επεκταθεί πολύ πιο πέρα από αυτό των περισσότερων φορέων παροχής πληροφοριών.

Οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης διαδραματίζουν σήμερα κυρίαρχο ρόλο σε όλο το φάσμα της αγοράς πιστώσεων. Ακόμη, συμμετέχουν άμεσα στην διαδικασία έκδοσης χρεογράφων, από την παροχή συμβουλών στις επενδυτικές τράπεζες και τους πελάτες 36 τους, σχετικά με δομημένα χρεόγραφα και προϊόντα χρέους, έως τη δημοσίευση αξιολογήσεων για τα εν λόγω προϊόντα. Έτσι, η διαδικασία αξιολόγησης

έχει γίνει αναπόσπαστο μέρος του σχεδιασμού και της χρηματοοικονομικής τεχνικής των εν λόγω προϊόντων, ιδίως για τα CDOs. Από απλοί μεσάζοντες, οι οίκοι αξιολόγησης έχουν καταστεί ρυθμιστικοί παράγοντες της αγοράς χρεογράφων. Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας επηρεάζουν την πρόσβαση των εκδοτών σε χρηματοδότηση και το κόστος του κεφαλαίου. Επηρεάζουν τη διάρθρωση των χρηματοπιστωτικών μέσων και τις αποφάσεις των επενδυτών.

Δεδομένης της δραματικής αύξησης στις χρηματοδοτικές αγορές κατά τις τελευταίες δεκαετίες, οι πολλαπλοί ρόλοι των οίκων αξιολόγησης είναι εξαιρετικά σημαντικοί:

- Οι επιχειρήσεις ή οι κυβερνήσεις που θέλουν να εκδώσουν κινητές αξίες επιδιώκουν αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας για να μπορέσουν να τις πουλήσουν.
- Η απόκτηση βαθμολογίας από έναν CRA καθιστά πολύ ευκολότερο να πωληθεί το προϊόν, εν μέρει επειδή πολλοί θεσμικοί επενδυτές μπορούν να αγοράσουν μόνο προϊόντα που χαρακτηρίζονται ποιοτικά βάση της διαβάθμισης τους για λόγους ασφάλειας.
- Επιπλέον, μια ευνοϊκή βαθμολόγηση καθιστά δυνατό για τον εκδότη να χρηματοδοτήσει το χρέος σε χαμηλότερο κόστος.
- Σύμφωνα με τον κανονισμό της SEC οι εν δυνάμει αγοραστές (π.χ., θεσμικοί επενδυτές) χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας ως μέρος της δικής τους εσωτερικής πιστοληπτικής αξιολόγησης για τις αναλύσεις των επενδύσεων.
- Επιπλέον, μπορούν να χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας για να συμμορφωθούν με τους εσωτερικούς τους κανονισμούς, τους περιορισμούς ή τις πολιτικές επενδύσεων όπου απαιτούν ορισμένες ελάχιστες πιστωτικές διαβαθμίσεις για τις επενδύσεις.

## 3.2 Το ρυθμιστικό πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργούν οι οίκοι αξιολόγησης και η εξέλιξη του.

Ο συστημικός κίνδυνος για να μειωθεί θα πρέπει να ενισχυθεί η ακρίβεια των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας.

1) Η ρυθμιστική αρχή έχει ανάγκη να κατατάσσει σε όρους απόδοσης και ιδίως, την ακρίβεια των αξιολογήσεών τους.

2) Η ρυθμιστική αρχή να κατέχει υπεύθυνους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σε πολιτικές αγωγές όταν ένας οργανισμός εν γνώσει ή από αμέλεια δεν διεξάγει εύλογη έρευνα σχετικά με την αξιολογούμενη ασφάλεια.

3) Διασφαλίσεις σύγκρουσης συμφερόντων των εργαζομένων που προάγουν την ακρίβεια αξιολόγησης οι ρυθμιστικές αρχές πρέπει να διασφαλίσουν ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας θεσπίζουν εσωτερικούς ελέγχους και μεθοδολογίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

4) Για να εξασφαλίσουν ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να χρησιμοποιούν οι ρυθμιστικές αρχές την εποπτική, εξεταστική και ρυθμιστική αρχή για να αποδίδουν υψηλότερο κίνδυνο σε χρηματοπιστωτικά μέσα των οποίων οι επιδόσεις δεν μπορούν να προβλεφθούν αξιόπιστα λόγω της καινοτομίας και της πολυπλοκότητάς τους ή που βασίζονται σε στοιχεία ενεργητικού από μέρη που έχουν χαμηλής ποιότητας περιουσιακά στοιχεία.

5) Οι ρυθμιστικές αρχές θα πρέπει να μειώσουν την εξάρτηση της κυβέρνησης από τις ιδιωτικές πιστοληπτικές αξιολογήσεις. *(Coffee, 2010)*

Η Ευρωπαϊκή Ένωση έλαβε γρήγορα μέτρα για την χρηματοπιστωτικής κρίσης το 2008 ενέκρινε τον Σεπτέμβριο του 2009 (Κανονισμός 1060/2009) έναν πρώτο κανονισμό σχετικά με τους οργανισμούς αξιολόγησης. Αυτό ήταν ένα πρώτο βήμα για την ανάπτυξη μιας ρυθμιστικής δομής για τους οργανισμούς αξιολόγησης. *(European Commission, 2010)* Το πεδίο εφαρμογής του κανονισμού και ο τεχνικός χαρακτήρας δείχνουν σαφή βούληση εκ μέρους της ΕΕ να παράσχει ένα κανονιστικό πλαίσιο για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, για το οποίο θεωρεί ότι δεν έχει δοθεί επαρκής προσοχή στο παρελθόν. *(Becker & Milbourn, 2009)*

Στις 15 Νοεμβρίου 2011, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε μια αξιολόγηση αντικτύπου με προτάσεις οι οποίες θα παρείχαν στις εποπτικές αρχές την εξουσία να εμποδίζουν προσωρινά την έκδοση αξιολογήσεων για χώρες που βρίσκονται σε κατάσταση «κρίσης». Θα παρέχει επίσης στους επενδυτές ένα πλαίσιο για να αναλάβουν νομικές ενέργειες κατά των οργανισμών, εάν παραβιάζουν εκ προθέσεως ή με βαρεία αμέλεια τις υποχρεώσεις τους. *(Becker & Milbourn, 2009)*

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΤΙ ΙΣΧΥΕΙ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΑΜΕΡΙΚΗ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟΥΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ;

## 4.1 Το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης στις ΗΠΑ και οι προτάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ

Αποβλέποντας στη χαλάρωση των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών διά του συνυπολογισμού των επενδυτικών τους τοποθετήσεων, η αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) χορηγεί από το 1975 καθεστώς «Εθνικά Αναγνωρισμένου Στατιστικού Οργανισμού Αξιολόγησης» (NRSRO) σε όσους οίκους κρίνει ότι έχουν την απαιτούμενη για αυτό οργανωτική και οικονομική-επάρκεια-ανεξαρτησία. Στις αρχές της δεκαετίας του ’80 οι NRSRO ήταν επτά, όμως την επόμενη δεκαετία, κατόπιν εξαγορών και συγχωνεύσεων, ο αριθμός τους είχε περιοριστεί σε τρεις: Standard & Poor’s (S&P), Moody’s και Fitch Ratings.

Προκειμένου να περιορίσει τη συγκεντροποίηση του κλάδου, η SEC χορήγησε κατά σειρά καθεστώς NRSRO το 2003 στην καναδική Dominion Bond Rating Service, το 2005 στην ειδικευμένη στην αξιολόγηση ασφαλιστικών εταιρειών A. M. Best, το 2007 στην Egan-Jones Rating Company (EJR) και τις ιαπωνικές Japan Credit Rating Agency, Ltd. και Ratings and Investment Information, Inc. Ωστόσο, οι τρεις μεγαλύτεροι και παλαιότεροι οίκοι διατηρούν μερίδιο αγοράς της τάξης του 90%. Μολονότι αποτελούν οιονεί εποπτικούς φορείς και διαθέτουν την αναγνώριση της SEC, οι οίκοι αξιολόγησης δεν παύουν να είναι ιδιωτικές επιχειρήσεις, γεγονός που όχι μόνο ανοίγει το δρόμο σε πιθανή «σύγκρουση συμφερόντων».

Έτσι, οι οίκοι δεν φέρουν καμία αστική ευθύνη για τα ζημιογόνα αποτελέσματα που εν-δέχεται να έχουν στους επενδυτές οι αξιολογήσεις τους, εφόσον αυτές θεωρούνται «έκφραση γνώμης», προστατευόμενη από την ελευθερία του λόγου. Το 2006, το αμερικανικό Κογκρέσο υιοθέτησε νόμο που καθιστά αυστηρότερη τη διαδικασία αναγνώρισης καθεστώτος NRSRO και παράλληλα δίνει στη SEC μεγαλύτερες δυνατότητες εποπτείας της λειτουργίας τους, αν και απαγορεύει ρητά κάθε ανάμειξη στην αξιολογική τους μεθοδολογία *(Ράπτης Κ., 2010).* Ένας οίκος που είναι «κρατικά αναγνωρισμένος» σημαίνει ότι οι αξιολογήσεις που κάνει είναι, αναξιόπιστες και τις λαμβάνουν υπόψη οι εκδότες ομολόγων, οι επενδυτές και άλλοι συμμετέχοντες στις χρηματαγορές.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) δίνει αυτή την προδιαγραφή σε έναν οίκο αξιολόγησης αν πληροί ένα σύνολο από κριτήρια. Συγκεκριμένα, μία εταιρία πρέπει να έχει αρκετά χρόνια προϋπηρεσίας για να πάρει NRSRO, πράγμα που κάνει πολύ δύσκολη την ίδρυση νέων οργανισμών. Άλλοι παράγοντες που μελετούνται είναι η ιδιοκτησία, η οργανωτική δομή, το ανθρώπινο δυναμικό, οι πηγές χρηματοδότησης για να διασφαλίζεται ότι αυτοί οι οργανισμοί είναι ανεξάρτητοι από κάθε είδους πίεση, οι πολιτικές της εταιρίας και οι διαδικασίες που τη διέπουν, οι μέθοδοι εκτίμησης για τις αξιολογήσεις, το εύρος της επικοινωνίας με την διοίκηση των εκδοτών και οι εσωτερικές διαδικασίες ώστε να αποτρέπεται η κατάχρηση των δημοσίων πληροφοριών.

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς (SEC) έδωσε τρία NRSRO το 1975 στους Moody's, Standard and Poor's και Fitch. Από τότε έχουν χαρακτηρισθεί τέσσερις ακόμη , μεταξύ αυτών ο οίκος Duff and Phelps, οι οποίοι εκ των υστέρων συγχωνεύθηκαν ή εξαγοράστηκαν από τους τρεις αρχικούς NRSRO. Στις ΗΠΑ πολλοί νόμοι και κανονισμοί ζητούν αξιολογήσεις από οίκους με αυτόν τον τίτλο ως δείγμα ασφαλείας για την διαχείριση κυβερνητικών ή ιδιωτικών κεφαλαίων. Αυτό σημαίνει ότι 2 τρις δολαρίων εξαρτώνται από την αξιολόγηση των ανωτέρω. Επίσης, οι συγκεκριμένοι οργανισμοί δεν είναι υποχρεωμένοι να αποκαλύψουν πληροφορίες για μία εταιρεία

που αξιολογούν και αξιολογήσεις δεν τίθενται υπό την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (SEC). Οι οίκοι αυτοί λοιπόν είναι κυβερνητικά ιδρύματα που δεν ελέγχονται από άλλες κυβερνητικές αρχές.

### 4.2 Προτάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Των ΗΠΑ (SEC)

Οι οργανωμένες αγορές και οι διεθνείς αναγνωρισμένοι οργανισμοί έλαβαν θέση και εξέφρασαν άποψη για τη δράση των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας . Συνεπώς, δεν θα μπορούσε ο (SEC) να μην κάνει κάποιες προτάσεις για την καλή λειτουργία της χρηματαγοράς. Τον Ιούνιο του 2003 δημοσίευσε το εξής κείμενο " Concept Release: Rating Agencies and the Use of Credit under the Federal Securities Laws ( Concept Release)" , το οποίο είχε ως στόχο να ανοίξει ένας διάλογος ανάμεσα στους συμμετέχοντες στην αγορά ώστε τα ευρήματα να χρησιμοποιηθούν για να ληφθούν κάποια μέτρα. Το κείμενο εξέταζε τη χρήση των πιστωτικών εκτιμήσεων στους ρυθμιστικούς κανόνες των ΗΠΑ για τα χρεόγραφα και το σχεδιασμό της προδιαγραφής NRSRO.

Συγκεκριμένα, έθετε τα εξής ερωτήματα:

- αν πρέπει να συνεχιστούν να χρησιμοποιούνται οι αξιολογήσεις ως έχουν
- η διαδικασία του σχεδιασμού NRSRO
- το επίπεδο του ελέγχου που θα πρέπει να διαδέχονται οι οίκοι που κατέχουν αυτή την προδιαγραφή

Στις 19 Απριλίου του 2005, ο SEC εξέδωσε έναν προτεινόμενο κανόνα για την προδιαγραφή, ο οποίος έθετε μια καινούρια βάση διαλόγου. Επειδή αυτή η επιτροπή δεν έχει εξουσία ώστε να νομοθετεί ή να θέτει όρους, αυτός ο κανόνας επικεντρώνεται στο να έχει ο ορισμός NRSRO μια πιο συγκεκριμένη περιγραφή.

### 4.3 Κανονιστικό Πλαίσιο στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Στις 30 Μαρτίου 2005, κατόπιν αιτήματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής η CESR παρέδωσε την συμβουλή της (CESR/OS-130b) σχετικά με τις πιθανές επιλογές για την ρύθμιση των Οργανισμών Πιστοληπτικής Ικανότητας (ΟΑΠΙ). Στην εισήγηση της η CESR πρότεινε να μην ρυθμιστούν οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης προς το παρόν, και αντί αυτού πρότεινε να υιοθετηθεί μια ρεαλιστική προσέγγιση για να επανεξεταστεί το πώς οι οίκοι θα εφαρμόσουν τα πρότυπα που καθορίζονται στον κώδικα του IOSCO.

Ως εκ τούτου, η CESR ανέπτυξε την στρατηγική αυτή με βάση την εθελοντική συμμετοχή από τους οίκους αξιολόγησης και τον Δεκέμβριο του 2005 εξέδωσε δελτίου τύπου που σκιαγραφεί την όλη διαδικασία. Τον Ιανουάριο του 2006, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε ανακοίνωση σχετικά με την προσέγγιση των οργανισμών πιστοληπτικής ικανότητας. Σύμφωνα με την εισήγηση αυτή, η επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι εκείνη την στιγμή δεν απαιτούνταν νέες νομοθετικές ρυθμίσεις. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έκρινε ότι οι ισχύουσες οδηγίες για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες σε συνδυασμό με την αυτορρύθμιση από τους οίκους βάσει τον κώδικα του IOSCO, θα έδινε απάντηση σε όλα τα μείζονα θέματα που απασχολούν κατά καιρούς τις αγορές σε σχέση με τους οίκους αξιολόγησης.

Η Consob ασχολήθηκε σε ανακοίνωση της, την 28η Μαρτίου 2006,με τις σχέσεις μεταξύ των οργανισμών και των εκδοτών ορίζοντας ότι ένας οργανισμός θα πρέπει να συμβουλεύει τον εκδότη να προβεί σε κατάλληλη αξιολόγηση με εμπιστευτικές πληροφορίες που πρέπει να γνωστοποιούνται αμέσως στο ευρύ κοινό. Επιπλέον, οι

εκτιμήσεις αυτές πρέπει να είναι συγκεκριμένες και λεπτομερείς σε σχέση με πραγματικά γεγονότα που οδήγησαν στην εκάστοτε αξιολόγηση. *(CESR, 2006)*

Τον Μάιο του 2007, η CESR έλαβε μια επιστολή από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ζητώντας, την παρακολούθηση και συμμόρφωση των οργανισμών πιστοληπτικής ικανότητας με τον Κώδικα Δεοντολογίας της IOSCO, συνέχεια της πρώτης έκθεσης που δημοσιεύτηκε τον Δεκέμβριο του 2006. Για τον σκοπό αυτό, η CESR εξέδωσε μια δημόσια διαβούλευση τον Φεβρουάριο του 2008 και προέβη σε ανοιχτή ακρόαση στις 26 Μαρτίου.

Η διαβούλευση αυτή είχε σκοπό να συγκεντρώσει τις απόψεις της αγοράς σχετικά με την διαφάνεια στις αξιολογήσεις καθώς και στην μεθοδολογία αξιολόγησης. Το έγγραφο αυτό ζητούσε επίσης απόψεις από την ίδια την αγορά σχετικά με το κατά πόσο απαιτείται περαιτέρω επίσημη ρυθμιστική εποπτεία εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Στις τελικές συστάσεις της η CESR αναφέρει λεπτομερώς τα παρακάτω:

- Διαφάνεια: Η CESR επισημαίνει την ανάγκη για τους οργανισμούς πιστοληπτικής ικανότητας να αναλάβουν δράση σε συνεχή βάση ώστε να εξασφαλίζεται η επικοινωνία με σαφήνεια.
- Ανθρώπινο δυναμικό: προτρέπει τους οίκους να έχουν επιλεκτικό δείκτη ανθρώπινου δυναμικού, επαρκούς ποιότητας ώστε να προωθείται η εμπιστοσύνη, η ανεξαρτησία καθώς και η αποφυγή των συγκρούσεων κατά την διαδικασία αξιολόγησης.
- Παρακολούθηση των αξιολογήσεων: Κρίνεται επιτακτική η ανάγκη για τους οίκους να διασφαλίζουν οι ίδιοι την παρακολούθηση της αξιολόγησης ώστε να παραμένει αποτελεσματική και η εκτίμηση να λαμβάνεται έγκαιρα.
- Σύγκρουση συμφερόντων: Αναγνωρίζεται το γεγονός της αλληλεπίδρασης μεταξύ των οργανισμών πιστοληπτικής ικανότητας και των εκδοτών συμβουλεύοντας την κάθε επιχείρηση να αξιολογεί αντικειμενικά και πάντα προς όφελος της αγοράς και όχι προσωπικών συμφερόντων.
- Ακριβής και διαφανείς στην αποκάλυψη των αμοιβών που λαμβάνουν οι οίκοι από τους εκδότες. *(32CESR,2008)*

### 4.3.1 Βασιλεία - Η Επιτροπή της Βασιλείας

Η τραπεζική εποπτεία έχει μακρά ιστορία, ιδιαίτερα στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπου στις αρχές του αιώνα αποτέλεσε σημαντικό τομέα άσκησης πολιτικής. Κύριο χαρακτηριστικό της ήταν ότι κάθε ρυθμιστική παρέμβαση αποτελούσε αντίδραση σε κάποια σημαντική διεθνή τραπεζική κρίση. Το 1974 συστάθηκε η Επιτροπή Βασιλείας με μέλη της τις κεντρικές τράπεζες και άλλες εποπτικές αρχές από τα κράτη-μέλη του “Group of ten” τα οποία ήταν η ΗΠΑ, η Γερμανία, η Γαλλία, η Μεγάλη Βρετανία, ο Καναδάς, η Ολλανδία, η Ιταλία, η Ελβετία, το Λουξεμβούργο, η Ισπανία, η Σουηδία και το Βέλγιο.

Σήμερα τα μέλη της Επιτροπής προέρχονται από την Αυστραλία, το Βέλγιο, τη Βραζιλία, τον Καναδά, την Κίνα, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Ινδία, την Ιταλία, την Ιαπωνία, την Κορέα, το Λουξεμβούργο, το Μεξικό, τις Κάτω Χώρες, τη Ρωσία, την Ισπανία, τη Σουηδία, την Ελβετία, το Ηνωμένο Βασίλειο και τις Ηνωμένες Πολιτείες. Η Επιτροπή συνεδριάζει τακτικά τέσσερις φορές ετησίως, ενώ διαθέτει και τέσσερις υποεπιτροπές που συνεδριάζουν επίσης σε τακτά διαστήματα.

Δεν είναι διεθνής οργανισμός, αλλά μια οργάνωση χωρίς νομική προσωπικότητα που λειτουργεί με την υποστήριξη της γραμματείας της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements), η οποία εδρεύει στην πόλη της Ελβετίας. Οι κανόνες που περιέχονται στις εκθέσεις της δεν έχουν νομική

δεσμευτικότητα, αλλά αποτελούν γενικές κατευθυντήριες γραμμές καλής πρακτικής. Οι στόχοι της Επιτροπής της Βασιλείας είναι:

- Η διασφάλιση της σταθερότητας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος.
- Η διαμόρφωση ισοδυνάμων όρων ανταγωνισμού, κυρίως σε διεθνές επίπεδο, τόσο μεταξύ των διεθνώς δραστηριοποιημένων τραπεζών, όσο και μεταξύ των τραπεζών και των επενδυτικών εταιρειών.

Μολονότι οι κανόνες που θεσπίζει η Επιτροπή της Βασιλείας δεν έχουν εξαναγκαστικό χαρακτήρα, η επιρροή του έργου της είναι ιδιαίτερα σημαντική και εκτός του κύκλου των νομισματικών και εποπτικών αρχών που συμμετέχουν στη σύνθεσή της. Επιπλέον, το έργο της έχει καθοριστική επίδραση στη διαμόρφωση του κανονιστικού πλαισίου που αφορά την προληπτική εποπτεία των τραπεζών στην ενιαία ευρωπαϊκή αγορά και κατ' εξοχήν στη θεματική της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Συγκεκριμένα, τόσο το αρχικό πλαίσιο, όσο και το πλαίσιο που καθιερώθηκε με το νέο Σύμφωνο, έχει με ελάχιστες εξαιρέσεις, ενσωματωθεί πλήρως στην κοινοτική νομοθεσία. Οι δύο βασικές κοινοτικές πράξεις με τις οποίες επήλθε η ενσωμάτωση του νέου πλαισίου είναι η Οδηγία 2006/48/ΕΚ για την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων και η Οδηγία 2006/49/ΕΚ για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων και η Οδηγία 2006/49/ΕΚ για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Το σύμφωνο για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών υπογράφηκε αρχικά το 1988, τροποποιήθηκε το 1996 (οπότε και συμπεριλήφθηκαν οι κίνδυνοι αγοράς) και τον Ιούνιο 2006 ολοκληρώθηκε η διαδικασία έκδοσης του νέου Συμφώνου Κεφαλαιακής Επάρκειας (Basel II). *(Κωνσταντινίδου Ε.(2009)*

### 4.3.2 Το Σύμφωνο της Βασιλείας Ι

Βάση του πλαισίου που έχει διαμορφώσει η Επιτροπή της Βασιλείας για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών αποτελεί το Σύμφωνο της Βασιλείας του 1988 (Basel Capital Accord), οι διατάξεις του οποίου αφορούν δύο συναφή θέματα:

- Την μέθοδο υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων των διεθνών τραπεζών για την κάλυψη έναντι της έκθεσής τους στον πιστωτικό κίνδυνο (και τον κίνδυνο χώρας) από στοιχεία ενεργητικού και εκτός ισολογισμού.
- Τον καθορισμό των στοιχείων των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, με τα οποία οι τράπεζες δικαιούνται να εκπληρώνουν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για κάλυψη έναντι του πιστωτικού κινδύνου και των κινδύνων αγοράς.

Η πρακτική της Διαχείρισης Κινδύνων στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα εξελίχθηκε ταχύτητα από το τέλος της δεκαετίας του 1970 ως σήμερα. Βασικότερες αιτίες ήταν η απελευθέρωση των αγορών, η αύξηση της ταχύτητας κυκλοφορίας των κεφαλαίων, η αυξανόμενη πολυπλοκότητα των χρηματοοικονομικών εργαλείων με την εισαγωγή των παραγώγων, καθώς επίσης και η χρήση της τεχνολογίας σε επίπεδο συναλλαγών, αλλά και σε επίπεδο διαχείρισης κεφαλαίων. Οι κεφαλαιακές απαιτήσεις έναντι του πιστωτικού κινδύνου προήλθαν, κυρίως, από την έλλειψη σωστής διαχείρισης του δανειακού χαρτοφυλακίου των ιδρυμάτων. Είναι η πρώτη φορά που συνδέεται το ύψος των ιδίων κεφαλαίων με τον πιστωτικό κίνδυνο και καθιερώνεται ο συντελεστής φερεγγυότητας για την αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου. Ως Συντελεστής Φερεγγυότητας ορίζεται ο λόγος των Ιδίων Κεφαλαίων του πιστωτικού ιδρύματος προς τα στοιχεία του Ενεργητικού και τα εκτός ισολογισμού στοιχεία σταθμισμένα με τον κίνδυνο τους.

Το πρώτο Σύμφωνο της Βασιλείας, γνωστό ως Βασιλεία Ι, εστιάζει στην κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Συγκεκριμένα, το σύμφωνο αυτό προσδιορίζει τα στοιχεία και την ποιότητα των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζών και ομαδοποιεί σε βασικές κατηγορίες τα εντός και εκτός ισολογισμού στοιχεία τους, ανάλογα με τον τεκμηριωμένο πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχουν. Έτσι το Σύμφωνο της Βασιλείας επέβαλλε ένα ελάχιστο ενιαίο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, 8%, και εναρμόνισε για πρώτη φορά το διεθνές εποπτικό σύστημα.

Σύμφωνα με το σύμφωνο της Βασιλείας Ι είναι:

**Εποπτικά Κεφάλαια**
**Πιστωτικός Κίνδυνος + Κίνδυνος Αγοράς**

Επιπλέον, πρέπει το παραπάνω κλάσμα να είναι μεγαλύτερο από 8%. Η ύπαρξη υψηλών δεικτών κεφαλαιακής επάρκειας είναι βεβαίως αναγκαία, αλλά όχι και ικανή συνθήκη για την εξασφάλιση της σταθερότητας του τραπεζικού συστήματος. Υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός ποιοτικών χαρακτηριστικών, όπως το καλό μάνατζμεντ και η υγιής δομή της τράπεζας, η ύπαρξη επαρκών συστημάτων εσωτερικού ελέγχου, η ανάπτυξη διαδικασιών χορήγησης δανείων και η συνετή διαχείριση χαρτοφυλακίου, που είναι εξίσου απαραίτητα.

Όμως, η δεκαετία του 1980 χαρακτηρίστηκε από μεγάλη μεταβλητότητα στις παραμέτρους της αγοράς και του συναλλάγματος και ιδιαίτερα στα επιτόκια, με αποτέλεσμα αρνητικές επιπτώσεις στην κερδοφορία των πιστωτικών ιδρυμάτων. Με αφορμή τη νέα χρηματοοικονομική κατάσταση οι εποπτικές αρχές επέκτειναν τους ήδη υπάρχοντες κανόνες και θέσπισαν νέους δίνοντας περισσότερο έμφαση στην εφαρμογή των κεφαλαιακών απαιτήσεων και στον κίνδυνο αγοράς με την επιβολή του Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας. Για το λόγο αυτό, το σύμφωνο της Βασιλείας συμπληρώθηκε προκειμένου να καλύψει με κεφαλαιακές απαιτήσεις και τον κίνδυνο αγοράς.

Στη συνέχεια, στη δεκαετία του 1990 εμφανίστηκαν περιπτώσεις καταστροφικών ζημιών σε πιστωτικά ιδρύματα εξαιτίας κινδύνων που προέρχονταν από ατέλειες του πλαισίου λειτουργίας. Με αφορμή κάποιες χρηματοοικονομικές δυσλειτουργίες και πτωχεύσεις σε πιστωτικά ιδρύματα γεννήθηκε η ανάγκη διαχείρισης ενός πρωτοεμφανιζόμενου τύπου κινδύνου, του λεγόμενου Λειτουργικού Κινδύνου.

Το 1999 η Επιτροπή της Βασιλείας έδωσε στη δημοσιότητα το αναθεωρημένο έγγραφο του 1988 προς σχολιασμό σε θέματα πιστωτικού κινδύνου. Το νέο κείμενο οδήγησε σε συνεχείς διαβουλεύσεις μεταξύ των κεντρικών φορέων. Η βασική μεθοδολογία του πρώτου αναθεωρημένου Συμφώνου της Βασιλείας αφορά άμεσα τα εποπτικά ίδια κεφάλαια. Οι σταθμίσεις πιστωτικού κινδύνου ορίζονται ανά κατηγορία οφειλέτου, δηλαδή μικρότερου πιστωτικού κινδύνου, και είναι οι κεντρικές κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες, ενώ στη συνέχεια ακολουθούν τα πιστωτικά ιδρύματα και οι επιχειρήσεις. Επίσης, οι σταθμίσεις πιστωτικού κινδύνου έναντι κεντρικών κυβερνήσεων και τραπεζών θα βασίζονται σε διαχωρισμό των κρατών ανάλογα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ. Αυτό σημαίνει ότι τα κράτη μέλη του ΟΟΣΑ θα ανήκουν σε Α' Ζώνη πιστωτικού κινδύνου, ενώ τα λοιπά κράτη θα είναι σε Β' Ζώνη υψηλότερου κινδύνου. Ακόμη, οι βραχυπρόθεσμες διατραπεζικές τοποθετήσεις ορίζονται σε 12 μήνες.

Παρά τα ανωτέρω επιτεύγματα, ο σχεδιασμός του κανόνα κεφαλαιακής επάρκειας του 1988 έλαβε αποκλειστικά υπόψη τα χαρακτηριστικά του τραπεζικού συστήματος της δεκαετίας του '80. Γι' αυτό και κρίνεται ανεπαρκής για τις ανάγκες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού τομέα του 21$^{ου}$ αιώνα. Πιο συγκεκριμένα, η κριτική εστιάζεται σε τέσσερα κυρίως σημεία:

- Οι τράπεζες μπορούσαν να προσαρμόσουν σταδιακά τη συμπεριφορά τους, ώστε να ικανοποιούν τον κανόνα του Συμφώνου της Βασιλείας, αξιοποιώντας νομικά κενά ή ατέλειες, προβαίνοντας σε arbitrage κεφαλαίων και τιτλοποιώντας επιχειρηματικά δάνεια.
- Η απουσία σοβαρής διαφοροποίησης των κεφαλαιακών απαιτήσεων στον κανόνα του Συμφώνου της Βασιλείας ανάλογα με το ύψος του πιστωτικού κινδύνου αποτελούσε κίνητρο για ορισμένες τράπεζες να επιδίδονται σε δανεισμό υψηλού κινδύνου. Οι σταθμίσεις που προέβλεπε το Σύμφωνο της Βασιλείας του 1988 για τα στοιχεία του ενεργητικού βασίζονταν αποκλειστικά στην έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο. Αγνοούσε, επομένως, άλλες μορφές τραπεζικών κινδύνων, όπως ο κίνδυνος επιτοκίου, ο λειτουργικός κίνδυνος, ο νομικός κίνδυνος κ.λ.π.
- Οι κανόνες της Βασιλείας σχεδιάστηκαν για την εποπτεία των δραστηριοτήτων των διεθνών τραπεζών που δραστηριοποιούνται στις βιομηχανικές χώρες. Εντούτοις, η λογική των κανόνων κεφαλαιακής επάρκειας έχει υιοθετηθεί από πολλές χώρες του κόσμου. Ιδιαίτερα στον χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης εφαρμόζεται σε τραπεζικά ιδρύματα και επενδυτικές εταιρείες ανεξάρτητα από το μέγεθός τους. Στον βαθμό ωστόσο που ο τομέας των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών γίνεται περισσότερο πολύπλοκος, οι γενικευμένοι κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας καθίστανται αναποτελεσματικοί. Τέλος, οι σταθμίσεις στον κανόνα κεφαλαιακής επάρκειας της Βασιλείας ήταν αυθαίρετες. *(Κωνσταντινίδου Ε., 2009)*

### 4.3.3 Το Σύμφωνο της Βασιλείας ΙΙ

Η συνειδητοποίηση των αδυναμιών του συμφώνου της Βασιλείας Ι, αλλά και η πίεση της αγοράς οδήγησε στην έναρξη των εργασιών για την αναθεώρησή του από την Επιτροπή *Τραπεζικής* Εποπτείας της Βασιλείας και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η οποία όφειλε να αναθεωρήσει τις οδηγίες περί κεφαλαιακής επάρκειας, οι οποίες σε αντίθεση με τις συστάσεις της Επιτροπής της Βασιλείας είναι υποχρεωτικές. Το 2001, η Επιτροπή Βασιλείας εξέδωσε και νέο έγγραφο, στο οποίο παρουσιάζονται με λεπτομερέστερο τρόπο οι αναθεωρημένες προτάσεις, με προβλεπόμενο χρόνο εφαρμογής το 2004. Η Ευρωπαϊκή Ένωση με τη σειρά της εξέδωσε κείμενο προς σχολιασμό, το οποίο ουσιαστικά στήριζε το έγγραφο της Βασιλείας, αλλά εστίαζε περισσότερο σε θέματα που αφορούσαν αποκλειστικά τη Νομισματική Ένωση και αποτέλεσε βάση για την εναρμόνιση της Βασιλείας στα πλαίσια της Ευρωζώνης.

Έτσι, στις 26 Ιουνίου 2004 εκδόθηκε το αναθεωρημένο εποπτικό πλαίσιο της Κεφαλαιακής Επάρκειας, το οποίο είναι γνωστό ως *Βασιλεία ΙΙ* και πρόκειται να εφαρμοστεί πλήρως μέχρι το 2015. Εστιάζει σε τρεις κύριες περιοχές, συμπεριλαμβανομένων των ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων, του εποπτικού ελέγχου και της πειθαρχίας της αγοράς, οι οποίες είναι γνωστές ως τρεις πυλώνες. Σκοπός είναι να ενισχυθούν και να εποπτευθούν οι διεθνείς τραπεζικές απαιτήσεις. Οι βασικοί στόχοι του νέου Συμφώνου συνίστανται στα ακόλουθα:

- Να αποδοθεί έμφαση στη διαδικασία εποπτικής εξέτασης και στη διαφάνεια της αγοράς.
- Η επαρκής κάλυψη του συνόλου των χρηματοοικονομικών και μη κινδύνων.
- Η σταδιακή σύγκλιση του ύψους των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων προς το οικονομικό κεφάλαιο των τραπεζών, μέσω της αναγνώρισης από τις εποπτικές αρχές της αποτίμησης του κινδύνου που πραγματοποιούν οι ίδιες οι τράπεζες.

<u>Το νέο σύμφωνο της Βασιλείας απαρτίζεται από τρεις πυλώνες:</u>

Ι. Ο πρώτος πυλώνας αφορά τον καθορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων για την κάλυψη του πιστωτικού και του λειτουργικού κινδύνου.

ΙΙ. Ο δεύτερος πυλώνας αφορά τον καθορισμό του σκοπού στον οποίο αποβλέπει η διαδικασία της αξιολόγησης της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών από τις εποπτικές αρχές, καθώς και την θέσπιση των γενικών αρχών και κριτηρίων που θα διέπουν την διαδικασία αυτή.

ΙΙ. Ο τρίτος πυλώνας αφορά την ενίσχυση της πειθαρχίας της αγοράς μέσω της δημοσιοποίησης συγκεκριμένων ποιοτικών και ποσοτικών στοιχείων.

Οι τρεις αυτοί πυλώνες του νέου Συμφώνου είναι αμοιβαίως αλληλοενισχυόμενοι. Αναμφίβολα, η αποτελεσματικότητα των κανόνων του πρώτου πυλώνα εξαρτάται καθοριστικά από την ικανότητα των εποπτικών αρχών να ελέγχουν την ορθή εφαρμογή τους μέσω των εξουσιών του 2ου πυλώνα. Επίσης, οι αυξημένες υποχρεώσεις γνωστοποίησης στοιχείων του 3ου πυλώνα διαμορφώνουν τα κατάλληλα κίνητρα για τη βελτίωση των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων που αναπτύσσουν οι τράπεζες.

Τέλος, ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, όπως είπαμε και παραπάνω, αντιπροσωπεύει την αναλογία μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας και των στοιχείων του ενεργητικού (εντός και εκτός ισολογισμού), τα οποία έχουν αντισταθμιστεί ανάλογα με τον κίνδυνο που έχει αποφασιστεί ότι τους αντιστοιχεί. Σύμφωνα με το νέο σύμφωνο της Βασιλείας ΙΙ υπολογίζεται ως εξής: *(Δέλλης Μ.Α., (2010)*

**Εποπτικά Κεφάλαια**
**Πιστωτικός κίνδυνος+ Κίνδυνος αγοράς+ Λειτουργικός κίνδυνος**

### 4.3.4 Οι Στόχοι της Βασιλείας ΙΙ

Ο βασικός στόχος πίσω από την αναθεώρηση της Βασιλείας Ι είναι η ανάπτυξη ενός πλαισίου που ωθεί στην εξυγίανση και τη σταθερότητα του διεθνούς τραπεζικού συστήματος , χωρίς ανεξέλεγκτες ανταγωνιστικές τάσεις μεταξύ των διεθνών τραπεζών. Διατηρώντας τα στοιχεία κλειδιά της Βασιλείας Ι, το αναθεωρημένο πλαίσιο παρέχει μια σειρά των προαιρετικών δυνατοτήτων, για τις κύριες απαιτήσεις, τον πιστωτικό κίνδυνο και το λειτουργικό κίνδυνο, που επιτρέπει στις τράπεζες να χρησιμοποιούν τις προσεγγίσεις που είναι κατάλληλες για τις διαδικασίες τους. Υπό τη Βασιλεία ΙΙ, οι εθνικές αρχές θα είναι ελεύθερες να υιοθετήσουν τις ρυθμίσεις που θέλουν. Η Επιτροπή της Βασιλείας έχει δηλώσει ότι η Βασιλεία ΙΙ δεν στοχεύει στην αλλαγή του διεθνούς επιπέδου κεφαλαίου στη τραπεζική βιομηχανία, αλλά μάλλον στη δημιουργία ενός κινήτρου που θα ενθαρρύνει τις τράπεζες να υιοθετήσουν "καλύτερες πρακτικές" για τη διαχείριση κινδύνων. Μερικοί ερευνητές υποστηρίζουν ότι η Βασιλεία ΙΙ έχει σχεδιαστεί, για να ενθαρρύνει τις αποτελεσματικότερες και περιεκτικότερες πρακτικές διαχείρισης κινδύνου και για να παρέχει στους επόπτες και την αγορά τα ακριβέστερα μέτρα, για να διασφαλιστεί η επάρκεια των τραπεζών και να μειωθεί το επίπεδο του κινδύνου. Έτσι, η Βασιλεία κρατά το ρόλο της, που είναι αφενός η διασφάλιση της σταθερότητας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος, η διαμόρφωση ισοδύναμων όρων ανταγωνισμού, κυρίως σε διεθνές επίπεδο μεταξύ των διεθνώς δραστηριοποιούμενων τραπεζών και αφετέρου μεταξύ των τραπεζών και των επενδυτικών εταιριών, η κατανομή αρμοδιοτήτων και η συνεργασία εποπτικών αρχών η προώθηση μεθόδων προληπτικής εποπτείας τραπεζών και χρηματοπιστωτικών ομίλων ετερογενών δραστηριοτήτων, αλλά και η διαχείριση κινδύνων.

#### 4.3.4.1 Χαρακτηριστικά Γνωρίσματα της Βασιλείας ΙΙ

Τα βασικά χαρακτηριστικά γνωρίσματα της Βασιλείας ΙΙ και των διαφορών της από τη Βασιλεία Ι είναι τα ακόλουθα:

- ✓ Η Βασιλεία ΙΙ περιλαμβάνει ένα περιπλοκότερο πλαίσιο μέτρησης για την επάρκεια των τραπεζών.
- ✓ Η Βασιλεία ΙΙ δεν έχει μόνο την επάρκεια, αλλά και τη βελτίωση της διαχείρισης κινδύνων στο τραπεζικό κλάδο, με την παροχή των σωστών κινήτρων για την καλύτερη συνεργασία και την ενθάρρυνση της διαφάνειας.
- ✓ Αντίθετα από τη Βασιλεία Ι, η Βασιλεία ΙΙ δίνει μεγάλο βάρος στο λειτουργικό κίνδυνο. Πράγματι η βασική εστίαση της Βασιλείας ΙΙ βρίσκεται στο λειτουργικό κίνδυνο και όχι στον κίνδυνο της αγοράς η τον πιστωτικό κίνδυνο.
- ✓ Το σύμφωνο της Βασιλείας ΙΙ παρέχει ένα πιο εύκαμπτο πλαίσιο επάρκειας (με την ικανότητα να εξελιχθεί με την πάροδο του χρόνου), μιας που απεικονίζει με έναν καλύτερο τρόπο τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες και τους ενθαρρύνει να κάνουν τις απαραίτητες βελτιώσεις στην αξιολόγηση του κινδύνου.
- ✓ Η Βασιλεία ΙΙ είναι πιο ευαίσθητη στον κίνδυνο από την Βασιλεία Ι.
- ✓ Σε χώρες που τα επίπεδα του κινδύνου είναι υψηλότερα, πρέπει να εξετάζεται η επιπλέον ανάγκη για καθορισμό μεγαλύτερης κεφαλαιακής επάρκειας, από ότι ορίζει το σύμφωνο. Οι εθνικές αρχές είναι επίσης, ελεύθερες να εφαρμόσουν τα συμπληρωματικά μέτρα της ενέργειας.
- ✓ Το σύμφωνο της Βασιλείας ΙΙ σχεδιάστηκε για να εφαρμοστεί στις διεθνώς ενεργές τράπεζες (τράπεζες με τα υποκαταστήματα σε άλλες χώρες)
- ✓ Μια σημαντική καινοτομία της Βασιλείας ΙΙ είναι η ευρύτερη χρήση των εσωτερικών μοντέλων για την αξιολόγηση του κινδύνου. Η συμφωνία παρέχει μια σειρά των προαιρετικών δυνατοτήτων για τον πιστωτικό κίνδυνο και τον λειτουργικό κίνδυνο.

Στις διάφορες δημοσιεύσεις της η BCBS εμφανίζει μερικά από τα οφέλη που προκύπτουν από το σύμφωνο της Βασιλείας ΙΙ:

- ✓ Βελτίωση του πλαισίου επάρκειας, επειδή καλύπτει τρεις πυλώνες και επειδή παράγει τις ουσιαστικά υψηλότερες προδιαγραφές και ευαισθησία στο κίνδυνο.
- ✓ Δίνει έμφαση στη διαχείριση κινδύνων και ενθαρρύνει την εσωτερική αξιολόγηση του κινδύνου των τραπεζών.
- ✓ Η Βασιλεία απαιτεί την κοινοποίηση των βασικών στοιχείων, το οποίο παρέχει τις σημαντικές πληροφορίες στους επενδυτές και τους συμμέτοχους για να διαμορφώσουν μια όψη, σχετικά με το κίνδυνο της τράπεζας.

#### 4.3.4.2 Οι Τρεις Πυλώνες της Βασιλείας ΙΙ

Στα πλαίσια της Βασιλείας ΙΙ θεσπίστηκαν τρεις πυλώνες, οι οποίοι έχουν σαν σκοπό, την διαχείριση του λειτουργικού κίνδυνου που προκύπτει από τις δραστηριότητες των Πιστωτικών Ιδρυμάτων. Ο κίνδυνος αυτός είναι δύσκολο να εντοπιστεί και να αντιμετωπιστεί και επιπλέον, αν και η προσπάθεια που γίνεται για την ποσοτική του μέτρηση, σχετικά με τις Κεφαλαιακές Απαιτήσεις είναι σημαντική, είναι δύσκολο να είμαστε βέβαιοι για την πραγματική έκθεση της τράπεζας στο λειτουργικό κίνδυνο.

Ο πρώτος πυλώνας αναφέρεται στις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις (minimum capital requirements) και αποβλέπει στην ευθυγράμμιση των εποπτικών αρχών των κρατών της ομάδας των 10 με τις εποπτικές πρακτικές, οι οποίες εφαρμόζονται από την Κεντρική Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. Ο δεύτερος πυλώνας του συμφώνου της Βασιλείας αναφέρεται στον εποπτικό έλεγχο και στοχεύει στο να

ενθαρρύνει την τήρηση υψηλών προδιαγραφών στη διαφάνεια και παρουσίαση των αναλαμβανόμενων κινδύνων.

Τέλος, ο τρίτος πυλώνας εισάγει διατάξεις αναφορικά με την παρεχόμενη από τα πιστωτικά Ιδρύματα προς το εξωτερικό πληροφόρηση για το ύψος τον αναλαμβανόμενων κινδύνων, τις κεφαλαιακές απαιτήσεις, έναντι των κινδύνων αυτών και την ακολουθούμενη στρατηγική, προκειμένου μέσω της διαφάνειας (disclosure) να ενισχυθεί η πειθαρχία της αγοράς.

Οι ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις αποτελούν τη βασική μεθοδολογία, όπως καταγράφεται στο πρώτο Σύμφωνο, με επιπλέον ένα σύνολο προσθηκών και νέων επιλογών. Οι τράπεζες θα είναι σε θέση να εφαρμόσουν και να ακολουθήσουν τους νέους κανόνες, δημιουργώντας ένα εσωτερικό σύστημα μετρήσεως του πιστωτικού κινδύνου, το οποίο θα αναγνωριστεί από τις εποπτικές αρχές. Όσον αφορά στις σταθμίσεις, έναντι κεντρικών κυβερνήσεων και τραπεζών, πλέον βασίζονται στις διαβαθμίσεις εξωτερικών εταιριών πιστοληπτικής αξιολογήσεως. Επίσης, οι διαβαθμίσεις των εξωτερικών εταιριών πιστοληπτικής αξιολόγησης μπορούν να εφαρμοστούν με ανάλογο τρόπο και στη στάθμιση πιστωτικών κινδύνων που προέρχονται από τον τραπεζικό και επιχειρηματικό χώρο. Επιπλέον, εισάγονται νέοι κανόνες που στο προηγούμενο έγγραφο δεν υπήρχαν και αφορούν την κάλυψη σταθμίσεων επί των τιτλοποιημένων στοιχείων ενεργητικού, καθώς επίσης και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που υπόκεινται σε κεφαλαιακή απαίτηση. Πέρα από τις αλλαγές στη βασική μεθοδολογία έγιναν και νέες ρυθμίσεις, που αφορούν κυρίως την πρόληψη και τη μέτρηση των πιστωτικών κινδύνων. Μέσα από το αναθεωρημένο Σύμφωνο δίνεται η δυνατότητα στα τραπεζικά ιδρύματα να αναπτύξουν εσωτερικά συστήματα αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου, σε διάφορα επίπεδα πολυπλοκότητας, ώστε να επιτευχθεί ακριβέστερη στάθμιση κινδύνου με την έγκριση των εποπτικών αρχών.

Πυλώνας 1: Κεφαλαιακές απαιτήσεις (minimum capital requirements)

Σύμφωνα με τον Πυλώνα 1, οι εποπτικές αρχές οφείλουν να παρακολουθούν την επάρκεια των συστημάτων διαχείρισης κινδύνου, την ποιότητα της εταιρικής διακυβέρνησης, την έκθεση κινδύνων, την κεφαλαιακή επάρκεια, τη ρευστότητα, τις λογιστικές αρχές και την ποιότητα κερδοφορίας μιας τράπεζας. Με αυτόν τον τρόπο, θα έχουν την δυνατότητα να επιβάλλουν σε κάθε χρηματοοικονομικό ίδρυμα τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις.

Η κύρια διαφοροποίηση έγκειται στην μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου, περιλαμβανόμενης και της εποπτικής αντιμετώπισης των μέσων και τεχνικών μείωσης του εν λόγω κινδύνου, καθώς και στην καθιέρωση επιπρόσθετων κεφαλαιακών απαιτήσεων για το λειτουργικό κίνδυνο. Παρακάτω, παραθέτουμε ένα σχήμα που απεικονίζει τα στοιχεία που μένουν αμετάβλητα και αυτά που αλλάζουν.

Για την μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου παρέχονται δύο κύριες εναλλακτικές μέθοδοι:

- Η τυποποιημένη μέθοδος (standardised), όπου οι συντελεστές στάθμισης προσδιορίζονται, με βάση τις διαβαθμίσεις οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.
- Η μέθοδος των εσωτερικών διαβαθμίσεων (IRB), όπου τα Πιστωτικά Ιδρύματα μπορούν με βάση εσωτερικές εκτιμήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των πιστούχων να εκτιμήσουν τον πιστωτικό κίνδυνο. Για κάποιες κατηγορίες ανοιγμάτων παρέχονται δύο εναλλακτικές, η βασική προσέγγιση (Foundation) και η εξελιγμένη προσέγγιση (Advanced).

Πυλώνας 2: Διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης (supervisory review process)

Το μέρος αυτό του πλαισίου εισάγει γενικές αρχές τέτοιες ώστε να διασφαλίζεται η κεφαλαιακή επάρκεια των Πιστωτικών Ιδρυμάτων, πέραν των μηχανισμών του πρώτου πυλώνα. Τα πιστωτικά ιδρύματα, θα πρέπει να διαθέτουν σύστημα εκτίμησης κεφαλαιακής επάρκειας και να καθορίζουν τα κεφάλαια που απαιτούνται για την κάλυψη των κινδύνων που αναλαμβάνουν. Οι εποπτικές αρχές αξιολογούν τους κινδύνους, καθώς και τις διαδικασίες παρακολούθησης και μέτρησης αυτών και δύνανται να απαιτούν πρόσθετες κεφαλαιακές απαιτήσεις στις περιπτώσεις, όπου δεν υπάρχει πλήρης συμμόρφωση με τις διατάξεις του πρώτου πυλώνα ή κάποιοι κίνδυνοι που δεν αντιμετωπίζονται από τον πρώτο πυλώνα, δεν έχουν καλυφθεί επαρκώς με κεφάλαια από τα Πιστωτικά Ιδρύματα. Οι γενικές αρχές που διέπουν το μέρος αυτό του πλαισίου είναι: α) τα Πιστωτικά Ιδρύματα θα πρέπει να έχουν διαδικασία εκτίμησης της συνολικής κεφαλαιακής τους επάρκειας, σε σχέση με τους κινδύνους που αναλαμβάνουν, ανάλογα με τη στρατηγική τους, καθώς επίσης και την ικανότητα τους να παρακολουθούν και να συμμορφώνονται με τις διατάξεις που αφορούν τον δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας, καθώς και να λαμβάνουν τα απαραίτητα μέτρα, εφόσον δεν είναι ικανοποιημένες με το αποτέλεσμα της σχετικής διαδικασίας.

Στην αναθεωρημένη έκδοση του Συμφώνου Βασιλείας γίνεται η αναφορά των δυο πυλώνων, γιατί η προσέγγιση της κεφαλαιακής επάρκειας μέσω των απλών σταθμίσεων κινδύνου δεν ήταν αρκετή για να ικανοποιήσει τους βασικούς στόχους της Επιτροπής, οι οποίοι είναι η προώθηση της ασφάλειας και της σταθερότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος. Μια βασική αδυναμία του πρώτου Συμφώνου της Βασιλείας ήταν, ότι οι σταθμίσεις πιστωτικού κινδύνου ήταν απλές, με συνέπεια να υπάρχει ευκαιρία για "arbitrage" επί των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων από μέρους τραπεζών.

Η ελεγκτική διαδικασία επανεξέτασης του πλαισίου δεν προορίζεται μόνο για τη διασφάλιση, ότι οι τράπεζες έχουν επαρκή κεφάλαια για να καλύψουν όλους τους κινδύνους που προκύπτουν από τις δραστηριότητες τους, αλλά και για να ενθαρρύνει τις τράπεζες να αναπτύξουν και να χρησιμοποιούν καλύτερες τεχνικές διαχείρισης των κινδύνων και την παρακολούθηση τους. Η διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης αναγνωρίζει την ευθύνη της διαχείρισης της τράπεζας στην ανάπτυξη μιας εσωτερικής διαδικασίας αξιολόγησης κεφαλαίων και τον καθορισμό των κεφαλαιακών στόχων, ανάλογων με το προφίλ κινδύνου της τράπεζας. Στο πλαίσιο αυτό, η διαχείριση της τράπεζας διαθέτει επαρκή κεφάλαια για την υποστήριξη των κινδύνων της, πέραν των ελάχιστων απαιτήσεων. Όταν ένα πιστωτικό ίδρυμα δεν ικανοποιεί τις απαιτήσεις που τίθενται από το Ν.3601/2007, την Οδηγία 2006/48/ΕΚ και τις σχετικές ΠΔ/ΤΕ, η Τράπεζα της Ελλάδος έχει στη διάθεση της σειρά μέτρων ως ακολούθως:

- Στην περίπτωση που έχουν διαπιστωθεί παραβάσεις η ελλείψεις στην τήρηση του θεσμικού πλαισίου, επιβάλλονται μετά από εισήγηση της Τράπεζας της Ελλάδος, ποινές από την αρμόδια Επιτροπή. Οι ποινές αυτές μπορεί να είναι χρηματικές (πρόστιμα) ή διοικητικού χαρακτήρα, ανάλογα με τη σοβαρότητα της παράβασης. Στις διοικητικές ποινές περιλαμβάνεται ακόμα και η ανάκληση λειτουργίας του πιστωτικού ιδρύματος.
- Στην περίπτωση που η Τράπεζα της Ελλάδος αξιολογεί ότι υπάρχει δυσαναλογία, μεταξύ των αναλαμβανομένων επιχειρησιακών κινδύνων και των ΣΕΕ, συμπεριλαμβανομένων των συστημάτων μέτρησης και διαχείρισης κινδύνων, διαμορφώνει το εύρος των διορθωτικών ενεργειών, ώστε να βελτιωθούν τα ΣΕΕ ή να ενισχυθούν τα κεφάλαια, είτε ως μακροπρόθεσμη απαίτηση, είτε ως άμεση ενέργεια.

Πυλώνας 3: Πειθαρχεία της Αγοράς (Market discipline)

Ο τρίτος πυλώνας εισάγει διατάξεις, αναφορικά με την παρεχομένη από τα Πιστωτικά Ιδρύματα ως προς την υποχρέωση των τραπεζών να προβαίνουν σε γνωστοποίηση στοιχείων, τόσο ποιοτικού όσο και ποσοτικού χαρακτήρα, με σκοπό την ενίσχυση της επιβαλλόμενης από την αγορά πειθαρχίας προς τους κανόνες ορθής διαχείρισης των κινδύνων. Σκοπός του 3ου πυλώνα είναι να παρέχονται στους συμμετέχοντες οι αναγκαίες πληροφορίες για τους κινδύνους στους οποίους εκτίθενται τα πιστωτικά ιδρύματα και για τις διαδικασίες διαχείρισής τους.

Οι υποχρεώσεις δημοσιοποίησης αφορούν σε γενικές γραμμές:

- Τους κινδύνους στους οποίους εκτίθενται τα πιστωτικά ιδρύματα.
- Τις διαδικασίες διαχείρισής τους.
- Την ποιότητα των στοιχείων των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται για την κάλυψη των κινδύνων.

Οι τεχνικές μεταβιβάσεως και οι πρακτικές μετρήσεως των πιστωτικών κινδύνων που προέρχονται από σύνθετα χρηματοοικονομικά εργαλεία, όπως είναι τα credit derivatives, swap options, καθώς επίσης και από τιτλοποιήσεις ενεργητικού, απεικονίζονται πληρέστερα με μεγαλύτερη προσοχή. Παράλληλα αυξάνεται το φάσμα των εξασφαλίσεων έναντι κινδύνων και οι εγγυήσεις έναντι απαιτήσεων.

Οι εποπτικές αρχές μπορεί πλέον να μην επιβάλλουν ειδική κεφαλαιακή απαίτηση για τον επιτοκιακό κίνδυνο του επενδυτικού χαρτοφυλακίου για τις τράπεζες που παρουσιάζουν σημαντικό κίνδυνο λόγω ανοιγμάτων ρευστότητας μεταξύ παθητικού/ενεργητικού, αλλά παρακολουθούν με προσοχή την οικονομική κατάσταση της κάθε τράπεζας. Το σημαντικότερο γεγονός σχετικά με το νέο πλαίσιο υπολογισμού κεφαλαιακών απαιτήσεων, που προτείνει η Επιτροπή, έχει να κάνει με ειδική κεφαλαιακή απαίτηση έναντι του λειτουργικού κινδύνου, το οποίο θέτει τους νέους κανόνες σε συνεργασία με τους εθνικούς φορείς και τις κεντρικές τράπεζες. Μέσα από το νέο πλαίσιο προβλέπονται ξεχωριστές κεφαλαιακές απαιτήσεις βάσει αντίστοιχων μεθοδολογιών μέτρησης. Η δυσκολία που παρουσιάζεται σχετικά με τον λειτουργικό κίνδυνο είναι ότι δεν είναι εύκολα μετρήσιμος και αναφέρεται σε όλα τα είδη κινδύνων που δεν μπορούν να χαρακτηρισθούν είτε ως κίνδυνοι αγοράς, είτε ως πιστωτικοί κίνδυνοι. *(Κωνσταντινίδου Ε., 2009)*

#### 4.3.4.3 Βασιλεία ΙΙ και Οίκοι Αξιολόγησης

Με τον νέο τραπεζικό νόμο κωδικοποιήθηκε το σύνολο των διατάξεων που αφορούν την εποπτεία, καταργήθηκαν διατάξεις που ισχύουν από το 1931 και ενσωματώθηκαν οι οδηγίες της Βασιλείας ΙΙ. Στο πλαίσιο της οποίας λειτουργούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αποφασίστηκε η συσχέτιση της κεφαλαιακής επαρκείας των τραπεζών με την νόμιμη αξιολόγηση των επενδυτικών τους τοποθετήσεων. Η σημαντικότερη προσαρμογή του νέου πλαισίου αφορά στην αλλαγή της διαχείρισης των κινδύνων και τον καθορισμό τον ελαχίστων κεφαλαιακών υποχρεώσεων. Στο θέμα αυτό, υπήρξαν αντικρουόμενοι στόχοι μεταξύ των καταθετών και της εποπτείας με τα διοικητικά όργανα των τραπεζών, οι όποιοι αποβλέπουν σε όσον το δυνατό μεγαλύτερη απόδοση. Επομένως, μιλάμε για το κίνητρο που έχουν να αναλαμβάνουν περισσότερους κινδύνους. Παράλληλα, οι Βασιλεία ΙΙ κινείται προς την κατεύθυνση της προσέγγισης των στόχων των τραπεζών προς αυτούς των εποπτικών αρχών, καθώς αποβλέπει στο να φέρει τις εποπτικές κεφαλαιακές απαιτήσεις όσον το δυνατόν πλησιέστερα στο οικονομικό κεφάλαιο των τραπεζών. Βασική καινοτομία αποτελεί ο Πυλώνας ΙΙ, όπως αναφέραμε σε προηγούμενη παράγραφο, με τον οποίο θεσπίζονται υποχρεώσεις τόσο για τα εποπτευόμενα ιδρύματα όσο και για τις ίδιες τις εποπτικές αρχές. Ειδικότερα, σύμφωνα με το πλαίσιο της Βασιλείας ΙΙ, τα

χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που επενδύουν σε χρεόγραφα με υψηλή πιστωτική αξιολόγηση, χρειάζεται να δεσμεύουν χαμηλότερα εγγυητικά κεφάλαια από εκείνα με την χαμηλή πιστωτική αξιολόγηση. Ως εκ τούτου, η αξιολόγηση έχει άμεση σχέση τόσο με την κεφαλαιακή επάρκεια όσο και με τα επιπλέον κεφάλαια που πρέπει να δεσμεύουν οι τράπεζες οι όποιες έχουν ήδη αγοράσει τα ομόλογά της. Τέλος, αξίζει να σημειώσουμε ότι η δύναμη κ ο ρόλος που ανατεθεί στους οίκους αξιολόγησης μέσω της συνθήκης της Βασιλείας δείχνουν την εξουσία που πήραν σε σχέση με τον συμβουλευτικό ρολό που είχαν. *(Κουλούρης Λ., 2010)*

#### 4.3.4.4 Από τη Βασιλεία II στη Βασιλεία III

Η νέα συνθήκη της Βασιλείας ΙΙ αποδείχθηκε πως δεν ήταν αρκετή για να αποτρέψει την εκδήλωση της κρίσης που ξεκίνησε το 2007. Η νέα συνθήκη είχε αφετηρία τον Ιανουάριο του 2008, ενώ η κρίση είχε αρχίσει είδη να γιγαντώνεται. Επίσης, η λανθασμένη εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων για την εφαρμογή της συνθήκης της Βασιλείας ΙΙ ήταν καθοριστικός παράγοντας για την αποτυχία του πλαισίου. Οι τράπεζες είχαν την ευχέρεια και με την νέα συνθήκη, να μπορούν να αποκρύψουν και να παρουσιάσουν τα στοιχειά που αφορούσαν τους κινδύνους και τα κεφάλαια τους με τρόπο, ώστε να μην φαίνονται στο ευρύ κοινό και κυρίως στις εποπτικές αρχές, τα προβλήματα τους. Η δυνατότητα αυτή τους δινόταν με τις ευχέρειες που τους έδινε η Βασιλεία ΙΙ στον τρόπο υπολογισμού και μέτρησης των κίνδυνων τους.

Όπως αναφέρει και η επιτροπή της Βασιλείας ενώ η κεφαλαιακή επάρκεια των περισσότερων τραπεζών ήταν επαρκής, η ποιότητα τους ήταν χαμηλή και με την έναρξη της κρίσης αντιμετώπισαν προβλήματα ρευστότητας, καθώς η απότομη ανάστροφη των αγορών στις αγορές ανέδειξε την ταχύτητα με την όποια μπορούν να εξαντληθούν τα αποθέματα ρευστότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων.

Επίσης το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο της Βασιλείας ΙΙ δεν περιείχε κανόνες μακροπροληπτικών πολιτικών για την πρόληψη, τη χρονική διάσταση και τη διάτμηση του συστήματος κινδύνου και όπως αναδείχθηκε με την πρόσφατη κρίση ο συστημικός κίνδυνος υπήρξε εντονότατος. Ενώ αντίθετα το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο για την κεφαλαιακή επάρκεια κρίθηκε ότι αποτελεί έναν από τους παράγοντες που εντείνει την προκυκλικότητα, καθώς ωθεί τις τράπεζες:

- Να συμβάλλουν στην περαιτέρω ενίσχυση της πιστωτικής επέκτασης, με την καθιέρωση χαμηλότερων κριτήριων αξιολόγησης στο πλαίσιο χορηγήσεων δάνειων.
- Να περιορίζουν κατά τη διάρκεια της ύφεσης τις χορηγήσεις δάνειων με τη θέσπιση αυστηρότερων κριτήριων.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στις δυο πρώτες συνθήκες της βασιλείας συμμετείχαν τα μελή του G-10 και απουσίαζαν τελείως οι μεγαλύτερες αναπτυσσόμενες οικονομίες που διαδραματίζουν καθοριστικό ρολό πλέον στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Έτσι η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και οι παραπάνω αστοχίες που δεν είχαν προβλεφθεί με την Βασιλεία ΙΙ έδωσαν το έναυσμα στην επιτροπή να ξεκινήσει νέες συζητήσεις και να καταλήξει στις 16-10-2010 σε μια νέα έκθεση γνωστή ως Βασιλεία ΙΙΙ. *(Δερμέντζογλου, Ι. Χ. (2014), «Τραπεζική Εποπτεία και Βασιλεία ΙΙΙ: Μελέτη Περίπτωσης των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων», Πανεπιστήμιο Κύπρου, σελ-38-39)*

#### 4.3.4.5 ΒΑΣΙΛΕΙΑ ΙΙΙ

Η επιτροπή της Βασιλείας στις 16 Δεκεμβρίου 2010 δημοσίευσε δυο σημαντικές εκθέσεις με τίτλο:

- Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems
- Basel III: International framework for Liquidity risk measurement, standards and monitoring.

Οι παραπάνω εκθέσεις που σήμερα είναι γνωστές ως Βασιλεία ΙΙΙ, αποτελούν την πιο ουσιαστική απάντηση της επιτροπής στην πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση. Το νέο πλαίσιο πιστοληπτικής εποπτείας αποτελεί βελτίωση και συμπλήρωση του υφιστάμενου και όχι μια καινούρια συμφωνία, και ως σκοπό έχει την ενδυνάμωση της σταθερότητας του παγκοσμίου τραπεζικού συστήματος κινούμενου προληπτικά σε δυο επίπεδα: μικροοικονομικό και μακροοικονομικό. Κύριος στόχος είναι η επέκταση των βασικών και συμπληρωματικών ιδίων κεφαλαιακών απαιτήσεων από 8% που ισχύει για το 2015 σε 10,5% το 2019. Ως εναρκτήρια ημερομηνία σταδιακής εφαρμογής των νέων διατάξεων είχε οριστεί η 1η Ιανουαρίου 2013 με στόχο η προσαρμογή των τραπεζών να είναι σταδιακή μέχρι την 1$^{η}$ Ιανουαρίου 2019. *(Γκόρτσος, Χ. (2011)*

#### 4.3.4.6 Οι επιπτώσεις της Βασιλείας ΙΙΙ και οίκοι αξιολόγησης

Η Fitch Rating εκτιμά σε έκθεση της, πως με το νέο εποπτικό πλαίσιο, τα 29 παγκόσμια συστημικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (G-SIFI) θα χρειαστούν πρόσθετα κεφάλαια ύψους 566 δισ. δολαρίων για να καλύψουν τους νέους κεφαλαιακούς κανόνες, μέχρι και την πλήρη εφαρμογή του πλαισίου την 1η Ιανουαρίου 2019.

Επίσης, επισημαίνει πως οι εποπτικές αρχές πιθανότατα θα πιέσουν τα πιστωτικά ιδρύματα να πετύχουν τους κεφαλαιακούς τους στόχους νωρίτερα. Ο οίκος εκτιμά πως η Βασιλεία ΙΙΙ θα επιφέρει μια μείωση στη μέση απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (ROE) των τραπεζών άνω του 20%. Η μείωση στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων θα συμβεί καθώς τα πιστωτικά ιδρύματα για να αντιμετωπίσουν την έλλειψη κεφαλαίων δεν θα προβούν σε διανομή κερδών προς τους μετόχους τους τα επόμενα έτη. Η πώληση ή εκκαθάριση ανοιγμάτων που υπόκεινται σε υψηλούς συντελεστές στάθμισης σύμφωνα με το νέο πλαίσιο θα αποτελέσει μία ακόμα στρατηγική των πιστωτικών ιδρυμάτων. Στο άρθρο υποστηρίζεται πως δημιουργούνται κίνητρα στις τράπεζες στο να μετακυλήσουν μέρος του κόστους στους δανειολήπτες, να εντείνουν την αναζήτηση κεφαλαίων μέσω τιτλοποιήσεων, να προβούν σε περαιτέρω μείωση των εξόδων τους καθώς και να αναζητήσουν διέξοδο σε τομείς του χρηματοπιστωτικού συστήματος που υπόκεινται σε πιο ήπια ρύθμιση, όπως η «σκιώδη» τραπεζική.

Πολλοί υποστηρίζουν πως η αναμενόμενη μείωση της κερδοφορίας των τραπεζών λόγω της εφαρμογής των νέων διατάξεων δεν είναι σίγουρο πως θα επηρεάσει την αξία των μετοχών των τραπεζών και την απόδοση τους. υπάρχουν ερευνητές που πιστεύουν πως η επικείμενη μείωση των κερδών των πιστωτικών ιδρυμάτων θα επηρεάσει αρνητικά την απόδοση των μετοχών. Από την άλλη πλευρά υπάρχουν ερευνητές που υποστηρίζουν ότι οι τραπεζικές μετοχές μπορούν να επωφεληθούν από τους υψηλότερους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας, εάν η αγορά δείξει μεγαλύτερη έμφαση στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι συγγραφείς αναφέρουν πως και η αγορά ομολόγων δεν θα παραμείνει ανεπηρέαστη από τη Βασιλεία ΙΙΙ. Οι τράπεζες στην προσπάθεια τους να ικανοποιούν τους δύο συντελεστές ρευστότητας που θέτει το νέο πλαίσιο, θα στραφούν προς τα πιο ασφαλή ομόλογα, όπως τα κρατικά ομόλογα, τα καλυμμένα με εξασφαλίσεις ομόλογα

και τα υψηλής ποιότητας εταιρικά ομόλογα. Οι τράπεζες για να προσελκύουν τους επενδυτές και για να ικανοποιήσουν τους δείκτες ρευστότητας θα προσπαθήσουν να εκδώσουν ομόλογα με εξασφαλίσεις, με απλούστερες δομές και με μεγαλύτερη διαφάνεια. Αντιλαμβανόμαστε λοιπόν τον καθοριστικό ρόλο που παίζουν οι οίκοι αξιολόγησης στον προσδιορισμό της κεφαλαιακής επάρκειας αλλά και στην αξιολόγηση της ρευστότητας στον τραπεζικό τομέα καθώς οι τραπεζικοί οργανισμοί χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις αυτές ως βάση προσδιορισμού. Αυτό φυσικά προσδίδει ένα πολλαπλάσιο εύρος επιρροής στους οίκους αξιολόγησης από ότι τα προηγούμενα χρόνια μετατρέποντας τους σε αναπόσπαστο κομμάτι του σύγχρονου οικονομικού κυκλώματος. *(Δερμέντζογλου Ι. Χ. (2014), «Τραπεζική Εποπτεία και Βασιλεία ΙΙΙ: Μελέτη Περίπτωσης των Ελληνικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων», Πανεπιστήμιο Κύπρου, σελ 49-51)*

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

## 5.1 Τα αίτια της κρίσης

Τη βάση της πυραμίδας πολλών χρηματοοικονομικών εργαλείων αποτελούσαν τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου και όταν η πληρωμής τους αθετήθηκε, κατέρρευσε και όλη η πυραμίδα παρασύροντας τη διεθνή οικονομία σε βαθιά ύφεση, μια ύφεση που είχε να δοκιμάσει ο κόσμος από το 1929. Οι επενδυτικές τράπεζες, οι χρηματιστηριακές εταιρείες τοποθέτησαν τα χρήματα των πελατών τους σε αυτές τις πυραμίδες πιστωτικών προϊόντων για να πετύχουν υψηλότερες αποδόσεις, αναλαμβάνοντας συνάμα μεγαλύτερο κίνδυνο. Τελικά, οι επενδυτές, αντί για υπεραποδόσεις εισέπραξαν 10 σεντς σε κάθε επενδυόμενο κεφάλαιο, όταν ξέσπασε η κρίση το φθινόπωρο του 2008. *(Κόλμερ, 2008)* Ως κύρια αίτια αυτής της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, μεταξύ άλλων, αναγνωρίζονται από πολλούς οικονομολόγους και αναλυτές τα παρακάτω: 1. Η αυξημένη ρευστότητα που υπήρχε διεθνώς για μεγάλη χρονική περίοδο, 2. Τα χαμηλά επιτόκια που επικρατούσαν στις διεθνές αγορές, επίσης για αρκετά έτη, 3. Οι χαμηλές αποδόσεις οδήγησαν λόγω και του έντονου ανταγωνισμού στην αυξημένη ανάληψη ή και πρόθεση για ανάληψη μεγαλύτερων κινδύνων 4. Η κακή χρησιμοποίηση του θεσμού των τιτλοποιήσεων λόγω και της μη αποτελεσματικής λειτουργίας του ρυθμιστικού-εποπτικού πλαισίου. 5. Η προφανής αδυναμία της κυβέρνησης των ΗΠΑ, καθώς και πολλών ευρωπαϊκών χωρών να ελέγξουν τη λειτουργία των επενδυτικών τραπεζών, οι οποίες για χρόνια δημιούργησαν σωρεία σύνθετων, πολύπλοκων παράγωγων προϊόντων που με υψηλό ρίσκο τα μεταπωλούσαν και τα διοχέτευαν στην αγορά. 6. Η χαλαρή νομισματική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ, που οδήγησε στην αύξηση των στεγαστικών δανείων και στη «φούσκα» των ακινήτων. Η κρίση φαίνεται να ήταν το συνδυασμένο αποτέλεσμα των δυσμενών μακροοικονομικών συνθηκών, κακής εταιρικής διακυβέρνησης και χαλαρής ρυθμιστικής εποπτείας. Κατά συνέπεια, οι σημερινές απόψεις σχετικά με την κρίση διαφέρουν μεταξύ τους κυρίως για την έμφαση που αποδίδουν σε κάθε μία από αυτές τις αιτίες. Παρακάτω αναφέρουμε και κάποιες άλλες αιτίες που έχει αναδείξει η σύγχρονη βιβλιογραφία. Η ατελής διακυβέρνηση του ιδιωτικού και δημόσιου τομέα είναι ένας κοινός παρονομαστής σε αυτές τις απόψεις. Υποστηρίζει την άποψη ότι οι λανθασμένες πρακτικές διακυβέρνησης, οι οποίες είναι παγκόσμιο φαινόμενο και δεν συμβαίνουν μόνο στην Αμερική, τόσο στο δημόσιο όσο και στον ιδιωτικό τομέα, είναι σε μεγάλο βαθμό υπεύθυνες για αυτήν την οικονομική καταστροφή. Με τις αιτίες της οικονομικής κρίσης, έχει ασχοληθεί και ο Partnoy Frank (2009) συγκρίνοντας την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση με τις οικονομική κρίση στα τέλη της δεκαετίας του 1920 και του 1930. Η προσφυγή σε αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας άρχισε ως απάντηση στην κρίση του 1929 και έγινε η πρωταρχική αιτία της πρόσφατης κρίσης. Κατά τη διάρκεια του 1930, οι ρυθμιστικές αρχές ανέπτυξαν κανόνες για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας: οι κανόνες αυτοί είναι οι πρόγονοι της σημερινής ευρείας εμπιστοσύνης των ρυθμιστικών αρχών στις αξιολογήσεις. Κατά τη γνώμη του, χωρίς τη χρηματοοικονομική καινοτομία και την υπερβολική εμπιστοσύνη στις πιστοληπτικές διαβαθμίσεις, η πρόσφατη κρίση μπορεί να μην είχε συμβεί, και σίγουρα δεν θα ήταν τόσο βαθιά. Η χρήση της αποτίμησης στην εύλογη αξία, σύμφωνα με τον Verschoor (2007) διευκόλυνε την υπερ-απόδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου. Στην περίπτωση της εταιρείας αμοιβαίων κεφαλαίων High-Grade, το 70% του καθαρού ενεργητικού το τέλος του 2006 είχε αποτιμηθεί με αυτόν τον τρόπο, από μόλις 25% το 2004, ενώ το 63% του καθαρού ενεργητικού της εταιρείας Enhanced (589 εκατομμύρια δολάρια) ήταν σε εύλογη αξία. Οι ελεγκτές της

Bear Stearns, η εταιρεία ορκωτών-ελεγκτών Deloitte είχαν σημειώσει ότι υψηλό ποσοστό του καθαρού ενεργητικού των δύο εταιρειών αποτιμώνται χρησιμοποιώντας εκτιμήσεις οι οποίες παρέχονται από τη διοίκηση, επειδή δεν υπήρχαν αντικειμενικές αξίες. Η Deloitte επίσης σημείωνε ότι αυτές οι τιμές μπορεί να διαφέρουν από τις αξίες που θα είχαν χρησιμοποιηθεί αν υπήρχε ενεργός αγορά για τις επενδύσεις αυτές και οι διαφορές μπορεί να ήταν σημαντικές. Δυστυχώς, οι προειδοποιήσεις της Deloitte ήρθαν πολύ αργά για τους περισσότερους επενδυτές.

## 5.2 Ιστορική αναδρομή: Πτώχευση του ελληνικού κράτους

Από την απελευθέρωση το ελληνικό κράτος έχει βρεθεί τέσσερις φορές στην ανάγκη να κηρύξει στάση πληρωμών και πτώχευση. Η πρώτη ελληνική πτώχευση ξεκίνησε το 1827, πριν ακόμα αναγνωριστεί το «Βασίλειον της Ελλάδος» στην όποια ελληνική διοίκηση ήταν ο Ιωάννης Καποδίστριας να αδυνατεί να πληρώσει τα τοκοχρεολύσια των «δανείων της ανεξαρτησίας». Η πτώχευση αυτή είχε το αποτέλεσμα οι δανειστές που είχαν μεγάλες οικονομικές δυνάμεις της εποχής, να επιβάλουν στην Ελλάδα το θεσμό της βασιλείας και τον Όθωνα ως πρώτο βασιλιά των Ελλήνων. Τρεις ακόμη φορές θα κηρύξει πτώχευση το ελληνικό αστικό κράτος, το 1843, το 1893, και το 1932.

Οι πολιτικές εξελίξεις συνδέθηκαν άμεσα ή έμμεσα σε όλες τις πτωχεύσεις και σημάδεψαν την πολιτική και κοινωνική ζωή. Η χρεοκοπία του 1827 έφερε την βασιλεία του Όθωνα, το 1843 έφερε την επανάσταση της 3ης Σεπτέμβρη και 1893 έφερε την διδακτορία του Μεταξά. Στο τέλος μια εποχής η ιστορία δείχνει την αρχή μιας άλλης όχι μόνο στο οικονομικό αλλά και στο πολιτικό επίπεδο.

Από τα πρώτα χρόνια της ελληνικής επανάστασης και συνεχίζεται ως και τη σημερινή εποχή εμφανίζεται η εμπλοκή του διεθνούς παράγοντα στην εσωτερική ζωή της Ελλάδας τόσο στην οικονομική όσο και στην πολιτική. Από την ελληνική ιθύνουσα τάξη και τους πολιτικούς της εκπροσώπους αυτής προέρχεται οι περισσότερες περιστάσεις. Για την τρέχουσα οικονομική κατάσταση ακολουθεί μια πληρέστερη ανάλυση και επισκόπηση στις κυριότερες αντίστοιχες περιπτώσεις του 19$^{ου}$ και του 20$^{ου}$ αιώνα.

## 5.3 Ιστορική αναδρομή: Η ελληνική οικονομική κρίση των περιόδων 2000-2010 και 2010-2013.

Η Ελλάδα το 2001 κάνει την πρώτη ανατίμηση της δραχμής στην ιστορίας της όπου συμμετέχει στην ΟΝΕ που η ισοτιμία που διαμορφώθηκε από 353,109 σε 340,75. Το κύριο στοιχείο της περιόδου αυτής είναι τα χαμηλά επιτόκια. Τα επιτόκια που δανείζονται οι πολίτες και το κράτος πέφτουν δραματικά με την είσοδο της Ελλάδας στην ΟΝΕ. Η πλειοψηφία των Ελλήνων το 1997 είχαν αρχίσει να αυξάνει το δανεισμό από τις τράπεζες όμως οι διεθνείς συνθήκες μετά το 2001 είχαν αρχίσει να αλλάζουν. Η ελληνική οικονομία φρέναρε αρχικώς από την ύφεση της παγκόσμιας οικονομίας.

Μετά το 2003 όπου επανήλθε η ανάπτυξη διεθνώς, οι αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας άρχισαν να διαφαίνονται και το ελληνικό κράτος άρχισε να δανείζεται μεγάλα ποσά κυρίως από το εξωτερικό και να προστίθεται ήδη μεγάλο δημόσιο χρέος. Η νέα κυβέρνηση υπό τον Κώστα Καραμανλή ανέλαβε την διακυβέρνηση της χώρας το 2004. Το αυξημένο δημόσιο χρέος, η αργή και σταθερή ανταγωνιστικότητα, η μειωμένη παραγωγικότητα σε σχέση με τον διεθνή ανταγωνισμό, τα μεγάλα ελλείματα λόγω κοινωνικών παροχών και ολυμπιακών αγώνων, άρχισε να φαίνεται από το 2007 η νέα οικονομική κρίση, που έφερε την οικονομία σε νέα αδιέξοδο από

την γενικευμένη αδράνεια του κυβερνητικού επιτελείου. Η ανάπτυξη άρχισε να μειώνεται, τα ελλείματα να αυξάνονται, το δημόσιο χρέος να διογκώνεται και η ανταγωνιστικότητα της εργασίας να μειώνεται. Όσο αυτός ο φαύλος κύκλος συνέχιζε να χορηγεί κοινωνικές παροχές και το δημόσιο δανειζόταν, η αγοραστική δύναμη χανόταν λόγω της έλλειψης ανταγωνιστικότητας.

Ο υπουργός οικονομικών Γιώργος Αλογοσκούφης το φθινόπωρο του 2004, προχώρησε σε οικονομική απογραφή κατόπιν πίεσης από την Eurostat. Με την απογραφή αποκαλύφθηκαν αποκρύψεις δαπανών της προηγούμενης κυβέρνησης με αποτέλεσμα να τροποποιηθούν τα ελλείματα των προηγούμενων ετών προς τα πάνω. Το γεγονός αυτό έκανε την χώρα μη αξιόπιστη και σε τριετή επιτήρηση από την Ε.Ε.. Την ίδια χρονιά η Eurostat προχώρησε σε τροποποίηση παλαιότερων ελλειμμάτων της Ελλάδας, από τα οποία προέκυπτε ότι η Ελλάδα δεν πληρούσε τα κριτήρια σύγκλισης του Μάαστριχτ αφού ακόμα και την κρίσιμη χρονιά του 1999 είχε έλλειμα πάνω από 3%. Την τριετία 2004-2007 το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξάνεται, ενώ καταγράφονται υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, με το εθνικό εισόδημα να αυξάνεται κατά 12-15 δισ. τον χρόνο.

Από την αρχή της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης το 2007, οι μηχανισμοί των αγορών είδαν αμέσως την μείωση της ελληνικής οικονομίας, τα δυσανάλογα χαμηλά επιτόκια και το μεγάλο δημόσιο χρέος. Τα spreads αυξήθηκαν με αποτέλεσμα αν συνεχιζόταν, να καταλήξουν στην παύση πληρωμών και στην αδυναμία πληρωμής ομολόγων. Τον Οκτώβριο του 2008 αυτό έγινε αντιληπτό και λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, η ελληνική οικονομία καταρρέει με αποτέλεσμα να αυξάνονται σε γρήγορους ρυθμούς το έλλειμα και το χρέος. Ο δανεισμός της Ελλάδος ακολούθησε την εξής πορεία τα τελευταία χρόνια: 1996-2001=29δις ευρώ, 2001-2004=43δις ευρώ, 2004-2009 = 186 δις ευρώ.

Στις εκλογές της 4ης Οκτώβρη 2009 με πρωθυπουργό τον Γεώργιο Παπανδρέου στην κυβέρνηση δημιουργήθηκαν μεγαλύτερες συνθήκες εκτάκτου ανάγκης μέχρι τον Μάιο του 2010 έτσι πρόβαλλε την Ελλάδα υπό διεθνή οικονομική κηδεμονία. Ο ελληνικός λαός απογοητεύεται με τις εξελίξεις μετά τις εκλογές και με τις αποκαλύψεις από τη χειριστή κατάσταση της ελληνικής οικονομίας. Ακολούθησαν σκληρά μέτρα με μεγάλες περικοπές στους μισθούς και στις συντάξεις.

Η Eurostat τον Νοέμβριο του 2010 προχώρησε σε έλεγχο των ελληνικών ελλειμμάτων των τελευταίων ετών. Το έλλειμα του 2006 εντάθηκε στο 5,7% του ΑΕΠ (12,1 δις. ευρώ), του 2007 στο 6,4% του ΑΕΠ (14,4 δις. ευρώ), του 2008 στο 9,4% του ΑΕΠ (22,3δις. ευρώ) και του 2009 στο 15,4% του ΑΕΠ (36,1 δις. ευρώ). Αντίστοιχα εντάθηκε προς τα πάνω και το χρέος, με το χρέος του 2009 να ενταχθεί στο 126,8 % του ΑΕΠ που αντιστοιχεί σε 298 δις Ευρώ.

Το ετήσιο δημοσιονομικό έλλειμα της τάξης του 15% για το 2019 έδειχνε ότι μέσα σε ένα χρόνο το δημόσιο χρέος αυξήθηκε από 110% σε πάνω από 125% ως ποσοστό ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος. Με συνέπεια της διεθνούς οικονομικής κρίσης και άλλων παραγόντων έτσι δημιουργήθηκε στασιμότητα του ΑΕΠ και ύφεση από το 2008 και το ετήσιο έλλειμα προστίθετο στο χρέος.

Ο παρονομαστής (ΑΕΠ) ήταν στάσιμος. Η κυβέρνηση επιχείρησε να κρύψει τα αρνητικά αυτά δεδομένα από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τις διεθνείς χρηματαγορές. Η δοκιμή αύτη ήταν μάταιη γιατί ήταν δημοσιευμένοι κι άλλοι δείκτες, το έλλειμα του εμπορικού ισοζυγίου το οποίο έδειχνε ακριβώς την έκταση του προβλήματος.

Ο πρωθυπουργός Κώστας Καραμανλής, στις 20 Οκτωβρίου του 2009 ενημέρωσε στο ECOFIN ότι το έλλειμα για το 2009 βρίσκεται στο 12,5% από 6% που υπολόγιζε η προηγούμενη κυβέρνηση (τελικά το 2010 ελέγχθηκε στο 15,4%). Δύο μέρες μετά ο

οίκος αξιολόγησης Fitch υποβάθμισε την Ελλάδα από Α σε Α-. Ωστόσο η κυβέρνηση δεν προχώρησε άμεσα σε λήψη μέτρων δημοσιονομικής εξυγίανσης , με στόχο να καθησυχάσει τις αγορές.

Μετά την κατάθεση του προϋπολογισμού δημιουργήθηκε νέα αρνητική εξέλιξη που ενδιάφερε την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας. Ο οίκος Fitch στις 8 Δεκεμβρίου για δεύτερη φορά υποβάθμισε την ελληνική οικονομία στο επίπεδο BBB+. Αργότερα στις 16 Δεκεμβρίου ο οίκος Standard and Poor's συνέχισε σε υποβάθμιση της ελληνικής οικονομίας, εκτιμώντας το πρόγραμμα της κυβέρνησης για τη δημοσιονομική εξυγίανση της χώρας ελλιπές. Στις 23 Δεκεμβρίου υπήρξε τρίτη υποβάθμιση της ελληνικής οικονομίας, από τον οίκο Moody's. Στα μέσα Ιανουαρίου του 2010 άρχισε συνεχής άνοδος των spreads, που παρουσιαζόταν συχνά στον τύπο ως ράλι ή κούρσα των spreads. Στις 21 Ιανουαρίου του 2010 το spread των 10ετών ομολόγων ξεπέρασε τις 300 μονάδες και ακολούθησε έντονα ανοδική πορεία ξεπερνώντας και τις 1000 μονάδες τον Απρίλιο του 2010.

Στις 9 Φεβρουαρίου 2010 από την κυβέρνηση ανακοινώθηκαν μέτρα για το δημόσιο τομέα που περιλάμβαναν πάγωμα μισθών, περικοπές επιδομάτων 10%, περικοπές υπερωριών και οδοιπορικών. Αργότερα, άρχισε να ανακοινώνεται το ενδεχόμενο της χρεοκοπίας. Η κυβέρνηση στις 3 Μαρτίου πήρε πιο σκληρά μέτρα για να αποφύγει το ενδεχόμενο αυτό. Παρά την λήψη των μέτρων, η Ελλάδα δεν μπόρεσε να βελτιώσει την θέση της στις διεθνείς αγορές, με αποτέλεσμα ενάμιση μήνα μετά να οδηγηθεί στην βοήθεια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, που σχημάτισαν από κοινού «Μηχανισμό Στήριξης» για την Ελλάδα. Η Ελλάδα στις 3 Μαΐου 2010 αιτήθηκε 80 δις ευρώ από τις υπόλοιπες (15) χώρες του Ευρώ και 30 δις ευρώ από τις Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ).

Η αίτηση συνοδευόταν από 3 συνημμένα μνημόνια:

1. "Μνημόνιο Οικονομικής και Χρηματοπιστωτικής Πολιτικής" (ΜΟΧΠ),
2. "Τεχνικό Μνημόνιο Συνεννόησης"(ΤΜΣ) και
3. "Μνημόνιο Συνεννόησης στις Συγκεκριμένες Προϋποθέσεις Οικονομικής Πολιτικής" (ΣΠΟΠ).

Στις 8 Μαΐου 2010 εγκρίθηκε "Σύμβαση Δανειακής Διευκόλυνσης" (" Loan Facility Agreement") με τις χώρες του Ευρώ και "Διακανονισμός Χρηματοδότησης Αμέσου Ετοιμότητας" ("Stand-by Agreement") με το ΔΝΤ. Το σύνολο των συμφωνιών ονομάζεται για συντομία "Μνημόνιο". Αργότερα δημιουργήθηκε ομάδα εκπροσώπων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (ΕΕ) , της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), η γνωστή "Τρόικα", η οποία ανά τρίμηνο ελέγχει την πρόοδο του προγράμματος εφαρμογής των όρων του "Μνημονίου" (ΜΟΧΠ και ΣΠΟΠ) και ορίζει για την εκταμίευση της αντίστοιχης δόσης του δανείου.

Το καλοκαίρι άρχισε να παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των μέτρων. Η ανεργία και ο πληθωρισμός ξεκίνησαν να εκτινάσσονται, οι μικροεπιχειρήσεις έβλεπαν τον τζίρο τους να μειώνεται με αποτέλεσμα όλο και περισσότερες να κλείνουν, γεγονός που περιγραφόταν ως κύμα λουκέτων. Η κυβέρνηση στις 9 Δεκεμβρίου 2010 κατέθεσε στη βουλή το πολυνομοσχέδιο για τα εργασιακά και τις ΔΕΚΟ.

Το 2011 η πραγματική οικονομία συνέχισε να επιδεινώνεται με συνέχιση του αποκαλούμενου κύματος λουκέτων στην αγορά και την ανεργία να εξακολουθεί να αυξάνεται φτάνοντας τον Μάρτιο σε ποσοστό 16,2%. Στις 12 Μαρτίου 2011 έγινε συμφωνία για μείωση του ποσοστού δανεισμού κατά 1 ποσοστιαία μονάδα και επιμήκυνση του χρόνου απόσβεσης στα 7,5 χρόνια. Στα μέσα Ιουνίου φανερώθηκαν στοιχεία που έδειχναν μεγάλη απόκλιση της ελληνικής οικονομίας από τους στόχους και σημαντική υστέρηση εσόδων. Στις 29 Ιουνίου έγινε η ψηφοφορία στη βουλή για το

“Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής 2012-2015”, που ακολουθείτε από μια σειρά μέτρων για τον περιορισμό των δαπανών και αύξησης των εσόδων. Παραμένουν μισθολογικές και λειτουργικές δαπάνες και υποβάλλονται νέα φορολογικά μέτρα. Ιδρύεται οργανισμός Αποκρατικοποιήσεων (*Ταμείο Δημόσιας Περιουσίας*) με στόχο την αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας. Σκοπός είναι έσοδα 50δις από αποκρατικοποιήσεις. Ακόμα σημαντικές αλλαγές έγιναν στα εργασιακά.

Στα μέσα του Ιουλίου έγινε σύνοδος κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα χρέους Ελλάδας αλλά και να βρεθούν τρόποι θωράκισης του Ευρώ από τις κερδοσκοπικές επιθέσεις. Στις 21 Ιουλίου η σύνοδος κορυφής συμφώνησε σε συμφωνία νέας δανειοδότησης της Ελλάδας. Η συμφωνία αποτελούσε νέο δάνειο για την χώρα ύψους 158 δις Ευρώ. Τα 109 δις Ευρώ θα καταβληθούν από την ΕΕ και το ΔΝΤ (τα 49 δις Ευρώ είναι από το υπόλοιπο από το πρώτο πακέτο διάσωσης), 37 δις Ευρώ από τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα και 12 δις Ευρώ θα καταβληθούν από την επαναγορά ομολόγων. Επίσης αναμένεται η επιμήκυνση από 15 έως και 30 χρόνια των ομολόγων που λήγουν από το άμεσο διάστημα έως το 2020.

Μετά την ανακοίνωση της συμφωνίας οι οίκοι αξιολόγησης Fitch και Moody’s κατέταξαν την Ελλάδα σε καθεστώς περιορισμένης χρεοκοπίας. Στο τέλος του Αυγούστου ανακοινώθηκε ότι η οικονομία της Ελλάδας βρισκόταν εκτός στόχων, για το λόγο ότι υπήρχε μεγάλη υστέρηση εσόδων και αύξηση δαπανών. Η κατάσταση αύτη και με την απειλή της τρόικας για την μη καταβολή της έκτης δόσης του δανείου του πρώτου διάσωσης, ώθησε την κυβέρνηση σε μία σειρά έκτακτων συμπληρωματικών μέτρων τα οποία γνωστοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια του Σεπτεμβρίου 2011.

Στις 23 Οκτωβρίου αποφασίστηκε έκτακτη σύνοδος κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης με σκοπό την κατάρτιση ενός οριστικού σχεδίου αντιμετώπισης της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη. Στις 27 Οκτωβρίου τα ξημερώματα από την σύνοδο ανακοινώθηκε η συμφωνία η οποία απέβλεπε σε «κούρεμα» κατά 50% του ελληνικού χρέους και πρόσθετο πακέτο βοήθειας προς την Ελλάδα ύψους 130 δις Ευρώ. Με βάση την συμφωνία οι ιδιώτες θα αποδεχτούν σε εθελοντική βάση, μείωση της αξίας των ελληνικών ομολόγων που κατέχουν κατά 50%. Η συμφωνία συνοδεύεται από πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής με διάρκεια μέχρι το 2021 και δημιουργία μηχανισμού συνεχής εποπτείας της Ελλάδας για την συνεχή επίβλεψη της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων. Παράλληλα ορίστηκε η ανακεφαλαιοποίηση των ελληνικών τραπεζών με ποσό 30 δις Ευρώ και αύξηση κατά ένα τρις ευρώ των κεφαλαίων του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Οι αποφάσεις της συνόδου κορυφής αποδέχτηκαν θετικά από την κυβέρνηση ενώ κατακρίθηκαν από όλα τα κόμματα της αντιπολίτευσης, τα οποία έκαναν λόγο για απόφαση ελεγχόμενης χρεοκοπίας της Ελλάδας.

Την ίδια περίοδο η πραγματική οικονομία συνέχιζε να χειροτερεύει με την ανεργία να αποτυπώνει νέο ρεκόρ κατά τον μήνα Αύγουστο φτάνοντας το 18,4% και ακόμα υψηλότερα κατά τον μήνα Νοέμβριο που έφτασε, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, στο 20,9%. Τα νέα μέτρα τα οποία συνοδεύουν το μνημόνιο εγκρίθηκαν από την Κυβέρνηση στις 10 Φεβρουαρίου 2012 κατέληξαν σε αποχώρηση στελεχών της Κυβέρνησης και εγκατάλειψη του ΛΑΟΣ λίγες μέρες πριν την ψήφιση του. Το δεύτερο Μνημόνιο κουβεντιάστηκε στη Βουλή στις 12 Φεβρουαρίου 2012 («Έγκριση των Σχεδίων Συμβάσεων Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης μεταξύ του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Ε.Τ.Χ.Σ.), της Ελληνικής Δημοκρατίας και της Τράπεζας της Ελλάδος, του Σχεδίου του Μνημονίου Συνεννόησης μεταξύ της Ελληνικής Δημοκρατίας, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της Τράπεζας της Ελλάδος

και άλλες κρίσιμες διατάξεις για τη μείωση του δημοσίου χρέους και τη αποκατάσταση της εθνικής οικονομίας») το οποίο ψηφίστηκε το πρωί στις 13 Φεβρουαρίου.

Στις 9 Μαρτίου υλοποιήθηκε με επιτυχία το PSI. Η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα έφτασε το 95,7%. Για τα υπόλοιπα ομόλογα ύψους 8,5% δις ακολούθησε παράταση μέχρι τις 20 Απριλίου. Η απόφαση της κυβέρνησης να περιλαμβάνουν ρήτρες συλλογικής δράσης (CACs) κρίθηκε πιστωτικό γεγονός από την ISDA (International Swap and Derivatives Association) και κατάληξε στην ενεργοποίηση των CDS ύψους 3,2% δις.

Στις 6 Μαΐου πραγματοποίησαν εθνικές εκλογές των οποίων το αποτέλεσμα ολοκληρώθηκε με ριζική αλλαγή του πολιτικού τοπίου. Στις 16 Μαΐου καθορίστηκε υπηρεσιακή κυβέρνηση και ανακοινώθηκαν νέες εκλογές για τις 17 Ιουνίου. Οι εκλογές στις 17 Ιουνίου πρόβαλλαν την Νέα Δημοκρατία πρώτο κόμμα, χωρίς όμως αυτοδυναμία. Με την συμμετοχή του ΠΑΣΟΚ και της ΔΗΜΑΡ, εκπληρώθηκε σχηματισμός κυβέρνησης συμμετοχής με τον πρωθυπουργό τον Αντώνη Σαμαρά. Οι συζητήσεις διαρκείας της κυβέρνησης με την τρόικα τελείωσαν στην κατάρτιση του μεσοπρόθεσμου πλαισίου δημοσιονομικής στρατηγικής 2013-2016. Το πολυνομοσχέδιο τοποθετήθηκε στην βουλή στις 5 Νοεμβρίου 2012 και υπερψηφίστηκε μετά από δύο μέρες. Εκτιμήθηκαν μέτρα ύψους 18,9 δις Ευρώ από τα οποία τα 9,4 δις ευρώ αφορούν το έτος 2013.

Η σημαντικότερη αιτία της χρεοκοπίας ενός κράτους και μίας επιχείρησης είναι απολύτως η υπερχρέωσή του, η οποία μπορεί να παρουσιαστεί από:

1. Την κερδοσκοπική επίθεση απέναντι του εθνικού νομίσματος (κίνδυνος που σε μία χώρα της Ευρωζώνης δεν υφίσταται, λόγω του κοινού νομίσματος).
2. Την αρνητική οικονομική κατάσταση στις χρηματαγορές, η οποία μπορεί να καταστήσει αδύνατο ακόμη και τον «υγιή», τον εγγυημένο δηλαδή δανεισμό της.
3. Ως συνέπεια μιας «σειράς ετών» ελλειμματικών προϋπολογισμών, κατά τη διάρκεια των οποίων το κράτος χαλούσε περισσότερα από όσα εισέπραττε, ενώ χρηματοδοτούσε τα ελλείμματα του με διαρκώς αυξανόμενα δάνεια (ομόλογα) από τους πολίτες, από τις τράπεζες, από επενδυτές και από άλλα κράτη και
4. Το ταίριασμα, από την χρονική «συνύπαρξη» των παραπάνω διαφορετικών αιτιών.

## 5.4 Η πορεία της Ελληνικής Οικονομίας βάση ιστορικής αναδρομής και πώς έχει διαμορφωθεί μέχρι σήμερα

Η κατάσταση της Ελλάδος σήμερα με την σαφείς εξάρτηση από τους μηχανισμούς του Δ.Ν.Τ και της Ε.Ε παρουσιάζει χαρακτηριστικές ομοιότητες με τις περιόδους των πτωχεύσεων του παρελθόντος, με τις σημαντικότερες τον ανεξέλεγκτο δανεισμό ως μοντέλο «ανάπτυξης» και το μεγάλο εξωτερικό χρέος, τις εξωτερικές επεμβάσεις που χρησιμοποιούν απόλυτο έλεγχο τόσο στην οικονομία όσο και στους πολιτικούς θεσμούς και την απογοήτευση του ελληνικού λαού από το πολιτικό σύστημα. Ο συνδυασμός ελλείματος και χρέους είναι ο χειρότερος στην Ευρώπη. Το χρέος εξακολουθεί να αυξάνει, αφού η παραγωγική βάση της χώρας έχει καταστραφεί. Η ελληνική οικονομία τώρα δεν μπορεί εύκολα να δημιουργήσει ανταγωνιστικά προϊόντα και υπηρεσίες και να δημιουργεί πλούτο για να περιλαμβάνει τους νέους στο εργατικό δυναμικό της. Απαραίτητο είναι άμεσα μια στροφή στο υπόδειγμα ανάπτυξης με έμφαση τις εξαγωγές και την ανταγωνιστικότητα.

Παράλληλα η οικονομική κρίση, ενώ έχει αρκετές ομοιότητες με όσες έγιναν στο παρελθόν, παρουσιάστηκε από μια ουσιαστική διαφορά, που μπορεί να οριστεί καθοριστική. Η Ελλάδα έχει νόμισμα το ευρώ και είναι μέλος της ευρωζώνης. Αυτό δε

σημαίνει ότι δεν μπορεί να προκαλέσει σε κατάρρευση μια χώρα της ευρωζώνης, αλλά δε συμφέρει τις άλλες χώρες της ευρωζώνης να αποτύχει ένα μέλος της, γιατί είναι πιθανόν να οδηγήσει στην αποτυχία ολόκληρου του οικοδομήματος. Με ακρίβεια θα δημιουργηθούν τα ενδογενή ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της τρέχουσας οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα.

Από το τέλος του 2008, στα πέντε χρόνια συνεχούς και βαθιάς ύφεσης, η κρίση ελληνικού οικονομικού και πολιτικού συστήματος έχει πολλά κοινά στοιχεία με την παγκόσμια κρίση που παρουσιάστηκε ένα χρόνο νωρίτερα, ακόμη κάποια χαρακτηριστικά που την χαρακτηρίζουν δυσανάγνωστη από την πλευρά της οικονομικής ανάλυσης. Η πρόσφατη οικονομική κρίση δεν ήταν ένα αυτόνομο και απρόοπτο φαινόμενο.

Τα κοινά στοιχεία έχουν να κάνουν με τον θεμελιώδη μηχανισμό δημιουργίας της κρίσης που δεν είναι άλλος από τον μαρξικό νόμο της πτωτικής τάσης του ποσοστού κέρδους. Αύτη η ειδική μορφή εκδήλωσης του τα τελευταία χρόνια, είναι συνέπεια της συσσώρευσης των αντιθέσεων των σύμφυτων με τον τρόπο που έγινε προσπάθεια να διαχειριστεί η οικονομική κρίση της δεκαετίας του 1970 σε όλες τις καπιταλιστικές οικονομικές αλλά και στην Ελλάδα, κατά την περίοδο του νεοφιλελευθερισμού που μεσολάβησε. Για την ελληνική οικονομία, η κρίση είναι η ένωση αποτελέσματος της επανεμφάνισης της κρίσης υπερσυσσώρευσης κεφαλαίου και της δημοσιονομικής κρίσης που οξύνθηκε από το ξέσπασμα της κρίσης στην πραγματική οικονομία.

Το τρέχον πρόβλημα της Ελλάδας είναι η ένωση υψηλού χρέους, μεγάλου ελλείματος και χαμηλής ανταγωνιστικότητας. Η ένωση αυτών των παραγόντων ευθύνεται για το γεγονός ότι η Ελλάδα μπορεί να δανειστεί μόνο με πολύ υψηλά επιτόκια στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι λόγοι της κρίσης πρέπει εξεταστούν αφενός στα χρόνια διαρθρωτικά προβλήματα και τις πολιτικές που υλοποιήθηκαν αλλά και στη διεθνή συγκυρία της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης που τα πρόβαλε με εντονότερο και οξύτερο τρόπο. Η ιδιαιτερότητα της οικονομίας μας, είναι η προβολή διαρθρωτικών προβλημάτων αρκετά πριν την παρουσίασης της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης, τα οποία διογκώθηκαν τα τελευταία χρόνια με την εμμονή στην άσκηση των πολιτικών των αυτορυθμιζόμενων αγορών.

Η κρίση στην Ελλάδα προβλέπεται να έχει μεγαλύτερο βάθος και διάρκεια από τις άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, γιατί η δομή και τα διαρθρωτικά της προβλήματα είναι διαφορετικά και διατηρούνται με συνέπεια καθημερινά να γίνονται μεγαλύτερα και οξύτερα, αντί να διορθώνονται, κάτω και από τις συνθήκες της διεθνούς κρίσης.

Η παραγωγική βάση της Ελληνικής Οικονομίας είναι αδύναμη καθώς υποστηρίχθηκε, σε αντίθεση με άλλες χώρες, σε τομείς όπως ο τουρισμός, η ναυτιλία και η οικοδομή, κλάδοι που πλήττονται πρώτοι και με ειδική ένταση από την κρίση. Επίσης, οι Τράπεζες το πιο δυνατό τμήμα του ελληνικού κεφαλαίου, οι οποίες λειτούργησαν με πρωτόγνωρους ρυθμούς πιστωτικής βελτίωσης, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό, με την βελτίωση τους στα Βαλκάνια και τη Νοτιοανατολική Ευρώπη, μαζί με άλλες μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις, είναι εκτεθειμένες στην διεθνή κρίση με την ανάληψη μεγάλων κινδύνων, καθώς η κρίση πλήττει με εξαιρετική σφοδρότητα τις χώρες αυτές.

Για τους λόγους της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης θα πρέπει να παρουσιάσουν τους παρακάτω παράγοντες:

1) Στις πολιτικές δραστικές μειώσεις των φορολογικών εσόδων που ακολούθησαν οι ελληνικές κυβερνήσεις για πάνω από μία δεκαετία πριν την κρίση.

2) Στη νεοφιλελεύθερη στρατηγική της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που απέρριπτε την υποστήριξη των δημόσιων οικονομικών της Ευρωζώνης με κατευθείαν δανεισμό από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, αλλά ανάγκαζε τις κυβερνήσεις να λαμβάνουν δάνεια μόνο από τις εμπορικές τράπεζες και ειδικότερα τις χρηματοπιστωτικές αγορές, με συνέπεια την εκτίναξη των επιτοκίων δανεισμού στη συγκυρία της κρίσης.

3) Στην εμμονή ταυτόχρονα της ελληνικής κυβέρνησης στις νεοφιλελεύθερες συνταγές επίβλεψης της οικονομίας. Όταν οι χρηματαγορές σταμάτησαν την εμπιστοσύνη τους προς την ελληνική οικονομία, τα επιτόκια δανεισμού του Δημοσίου ανεβήκαν σε δυσβάσταχτα ύψη.

4) Στην ίδια κατάσταση του ευρώ που, πριν την κρίση, βοηθούσε τη μεταφορά πόρων προς τις χώρες που επεκτεινόταν ταχύτερα. Οι κεφαλαιακές αυτές εισφορές ισοσκέλιζαν το ισοζύγιο πληρωμένων της χώρας, δηλαδή επέτρεπαν πριν την κρίση στην Ελλάδα και άλλες χώρες της λεγόμενης «ευρωπαϊκής περιφέρειας» να κρατούν ένα σημαντικό έλλειμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Με την έξαρση της κρίσης το πλεονέκτημα αυτό καταργήθηκε, καθώς συγκεντρώθηκαν οι κεφαλαιακές εισροές.

Στην πραγματικότητα η οικονομική εξήγηση της ελληνικής κρίσης δεν διαθέτει ένα επαρκές και αξιόλογο πλαίσιο ανάλυσης καθώς δεν παρέχει το πολιτικό και θεσμικό πλαίσιο μέσα στο οποίο αυτό το φαινόμενο πήρε μέρος. Η ελληνική χρηματοοικονομική κρίση παρέχει μια πολιτική πλευρά η οποία δεν μπορεί να παραληφθεί και η οποία είναι εντελώς διαφορετική από τα άλλα ευρωπαϊκά κράτη που ελέγχουν την ευρωπαϊκή κρίση χρέους. Αυτό είναι ένα σπουδαίο χαρακτηριστικό της κρίσης το οποίο δεν πρέπει να ξεχνάμε και το οποίο τροποποιεί την ελληνική περίπτωση .

Η Ελλάδα έχει παράδειγμα για το πως η πολιτική και θεσμική υπανάπτυξη καθώς και ο διαστρεβλωμένος τρόπος διακυβέρνησης μπορεί να καταλήξει σε επικίνδυνες κρίσεις όχι μόνο την χώρα αλλά και παγκόσμια. Αυτό το διαστρεβλωμένο μοντέλο διακυβέρνησης δημιουργήθηκε τα τελευταία τριάντα χρόνια και ενισχύθηκε από τα φαινόμενα του κρατισμού, της διαφθοράς, της πολιτικής ανισορροπίας, του λαϊκισμού και της πολιτικής και κοινοβουλευτικής ανισορροπίας. Αυτό που με την πρώτη ματιά μπορεί να δείχνει πως είναι το αποτέλεσμα λαθών δημόσιων οικονομικών πρακτικών, ουσιαστικά είναι η έλλειψη ενός κατάλληλου και αποτελεσματικού μοντέλου διακυβέρνησης.

Ο κύριος λόγος της Ελλάδας για το μοντέλο οικονομικής ανάπτυξης είναι να διαστρεβλωθεί τόσο από το στρεβλό μοντέλο διακυβέρνησης, όσο και από το ρόλο του κράτους αλλά και από την πολιτική και θεσμική ανάπτυξη στην Ελλάδα. Οι Έλληνες δείχνει πως σταμάτησαν να αγοράζουν τα ελληνικά προϊόντα και οι ελληνικές βιομηχανίες έκλεισαν ή μετακινήθηκε σε άλλες χώρες. Όλα δείχνουν ότι το μοντέλο οικονομικής ανάπτυξης της Ελλάδας τα τελευταία τριάντα χρόνια στηρίχθηκε σε μια στρεβλή και επιζήμια επιχειρηματολογία που έκανε το κράτος το πρωτεύον μηχανισμό ανάπτυξης ενώ ταυτόχρονα ο ρόλος της ελεύθερης αγοράς και της ελεύθερης οικονομίας, της επιχειρηματικότητας και της καινοτομίας υποτιμήθηκε.

Στην Ελλάδα υπάρχουν τα πολιτικά και οικονομικά στοιχεία που την αλλάζουν από οποιοδήποτε άλλο παράδειγμα υπερχρεωμένων χωρών του προηγμένου κόσμου και αυτό γιατί:

- Οι βαθμοί μεγέθυνσης της χώρας ήταν ένας δείκτης, ο οποίος δεν έδειχνε την αληθινή οικονομική ανάπτυξη της χώρας κυρίως γιατί περιέχει αδύναμα δομικά στοιχεία αλλά και γιατί επηρεαζόταν άμεσα από τυχαία γεγονότα.

- Το δημόσιο χρέος ήταν ένας ακόμα δείκτης πολύ παραπληροφοριακός για την εν γένει λειτουργία της οικονομίας στην Ελλάδα. Ακόμη και να είχε την ίδια ροπή με τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες δεν μπορεί από μόνος του σαν δείκτης να αιτιολογήσει το γιατί η ελληνική οικονομία και η ελληνική πολιτεία πτώχευσε σε τέτοιο μεγάλο βαθμό που κατέστρεψε όλο τον κοινωνικό ιστό της χώρας.
- Τα ποσοστά παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας επηρεάζονταν και συνεχίζονται να επηρεάζονται από την λειτουργία δυνατών συνδικαλιστικών κινημάτων, ενώσεων και ομάδων ενδιαφέροντος τα οποία και πάλι συνδέονται με το μοντέλο πολιτικής και οικονομικής ανάπτυξης της χώρας. Τα ποσοστά επενδύσεων δεν προέκυψαν από την ιδιωτική πρωτοβουλία αλλά κυρίως προέκυψαν από τον κρατικό τομέα (κρατικές επενδύσεις), ή από τις επενδύσεις των νοικοκυριών (αγορά κατοικίας).
- Επίσης, από την λειτουργία του πολιτικού και θεσμικού πλαισίου στην Ελλάδα και του μοντέλου καλής διακυβέρνησης φαίνεται γιατί ο επιχειρηματικός τομέας στην Ελλάδα έχει από τα χαμηλότερα ποσοστά επενδύσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω είναι προφανές ότι οι οικονομικοί δείκτες από μόνοι τους δεν μπορούν να μας παρέχουν ασφαλή συμπεριφορά για την Ελληνική κρίση. Μόνο εάν συγχωνευτούν με τα πολιτικά και θεσμικά στοιχεία της ελληνικής πολιτείας θα μπορέσουμε να κατανοήσουμε γιατί στην Ελλάδα διαφέρει πολύ από τις άλλες κρίσεις χρέους της Ευρωζώνης. Για παράδειγμα, τα ποσοστά επενδύσεων στην Ελλάδα το 2000 δεν ήταν απογοητευτικά. Παρόλα αυτά υπάρχουν κάποια σημεία που χρειάζονται περισσότερο ανάλυση.

1) Από 2000-2004 για την Ελλάδα ήταν η περίοδος προετοιμασίας των Ολυμπιακών αγώνων της Αθήνας και μεγάλα ποσά από τις κυβερνήσεις από την Ευρωπαϊκή Ένωση ξοδεύτηκαν για αυτό το σκοπό.

2) Η χώρα είχε κατορθώσει να γίνει μέλος της Ευρωζώνης και έτσι σε όλη την χώρα ήταν φανερό το αίσθημα αισιοδοξίας για το μέλλον της.

3) Την ίδια περίοδο οι επιχειρηματικές επενδύσεις στην Ελλάδα ήταν από τις κατώτερες σε όλη την Ευρωζώνη. Έτσι φαίνεται πως όχι μόνο το κράτος επιδρούσε σε μεγάλο βαθμό την οικονομική ανάπτυξη της χώρας αλλά και το ελληνικό οικονομικό μοντέλο μεγέθυνσης διέφερε πολύ από τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες.

Αυτό ήταν ένα προφανές αποτέλεσμα της πολιτικής, οικονομικής και θεσμικής μη ανάπτυξης της χώρας στην Ελλάδα. Για το λόγο αυτό η οικονομική αισιοδοξία της πρώτης περιόδου ήταν αποπλανητική. Από το 2003 τα συνολικά ποσοστά επενδύσεων μειώθηκαν και το 2009 η Ελλάδα ήταν η προτελευταία ευρωπαϊκή χώρα με αυτά τα ποσοστά.

Η Ελληνική οικονομική κουλτούρα στηρίχτηκε στις επενδύσεις στην αγορά κατοικίας, στον τουρισμό και στην κατανάλωση με αποτέλεσμα η βιομηχανική και αγροτική παραγωγή συνεχώς μειωνόταν. Με αυτό τον τρόπο το Ελληνικό κράτος και οι κάτοικοι του αύξησαν τα χρέη τους για να διατηρήσουν τα επίπεδα κατανάλωσης τους πάνω από αυτά που μπορούσαν στην πραγματικότητα. Η Παγκόσμια Τράπεζα το 2008 απεικόνιζε την Ελλάδα ως την χώρα με το πιο ανεπαρκή επιχειρηματικό περιβάλλον στην Ευρωζώνη.

Η οικονομική σύγκλιση της χώρας ήταν μόνο ονομαστική και δεν συνδέθηκε με τροποποιήσεις στο πολιτικό και θεσμικό επίπεδο και στο μοντέλο διακυβέρνησης. Έτσι το τωρινό ή τυχαίο αισιόδοξο οικονομικό κλίμα δεν μπόρεσε να συνεχιστεί μακροχρόνια. Η ελληνική κρίση δείχνει πως κρύβει σπουδαία πολιτικά στοιχεία και για το λόγο αυτό δείχνει πως δεν είναι εύκολο να γίνει αλλαγή σε ένα μικρό χρονικό διάστημα. Οι παραπάνω αξιολογήσεις όπως το φαινόμενο του κρατισμού, η αποτυχία του Εξευρωπαϊσμού, τα επίπεδα διαφθοράς, η συνέπεια των συνδικάτων

και των ομάδων ενδιαφέροντος και το μη σταθερό πολιτικό και κοινοβουλευτικό καθεστώς διαφορετικό από τα άλλα υπερχρεωμένα κράτη της Ευρωζώνης. Για όλα αυτά δεν είναι εύκολο ακόμη και αν τα οικονομικά μέτρα λιτότητας που έθεσαν οι ευρωπαίοι αξιωματούχοι έχουν στο μέλλον επαρκή αποτελέσματα, να υπάρξει αλλαγή σε ένα σύντομο διάστημα η ελληνική πολιτική κουλτούρα.

Μέσα στο Ευρωπαϊκό πλαίσιο, η Ελλάδα στις οικονομικές διεθνείς σχέσεις καλείται να διαχειριστεί συμφέροντα και αποφάσεις που μια ενίοτε ευνοϊκά και υπολογίζονται ως δυσάρεστα. Ακολουθώντας την εσωτερική και εξωτερική διάπλαση της κοινής γνώμης όσο αγορά το ζήτημα του ρόλου των Οίκων Αξιολόγησης στην ανεύρεση μίας «τεχνικής λύσης» για την αναπαραγωγή των πακέτων στήριξης προς την Ελλάδα φαίνεται μια συναισθηματική απλοποίηση ενός πλαισίου φίλων και εχθρών. Πρέπει να επισημανθεί, με τις ευνοϊκές αξιολογήσεις των οίκων αυτών, την περίοδο 1999-2002 η χώρα εισήλθε στην Ευρωζώνη. Από την άλλη μεριά με τις δυσάρεστες αξιολογήσεις τους βάθυνε η οικονομική κρίση εμπιστοσύνης στην Παγκόσμια και την Ελληνική οικονομία.

Η υποτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας της ελληνικής οικονομίας από τους οίκους αξιολόγησης αφορά άμεσα τα ελληνικά ομόλογα και εμμέσως επιδρά τις ελληνικές τράπεζες. Με την υποτίμηση αυτή, τα ελληνικά ομόλογα ταξινομούνται στα λεγόμενα «απόβλητα», δηλαδή στην κατηγορία ομολόγων που εμπεριέχουν κινδύνους. Με άλλα λόγια, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης θεωρούν ότι η Ελλάδα έχει μεγαλύτερες δυνατότητες να χρεοκοπήσει με συνέπεια να μην έχει την δυνατότητα να δώσει τα χρήματα πίσω σε αυτούς που έχουν αγοράσει ομόλογα και με τον τρόπο αυτό την έχουν δανείσει. Η υποτίμηση αυτή παράγει μια σειρά από παρενέργειες, οι οποίες δυσκολεύουν αρχικά τις τράπεζες σε ό,τι αφορά τη ρευστότητα τους με τους παρακάτω τρόπους:

**Πρώτον,** αν και το κομμάτι του δανεισμού από τα κρατικά ομόλογα που ορίζουν ως ενέχυρο στην ΕΚΤ δεν μεταβάλλεται, οι ελληνικές τράπεζες έχουν δικά τους ομόλογα (έχουν εκδώσει ομόλογα για να εισπράξουν χρήματα) και έχουν τιτλοποιήσει δάνεια («πούλησαν» τα δάνεια που είχαν χορηγήσει μαζί με τις δόσεις που θα έπαιρναν). Έτσι, έλαβαν χρήματα με την υποχρέωση να παρέχουν σε αυτούς που αγόρασαν τα δάνεια έναν τόκο. Δηλαδή, μετέτρεψαν τα δάνεια σε ομόλογα. Αν η υποτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας της ελληνικής οικονομίας κατευθύνει σε παρόμοια υποτίμηση την αξιολόγηση των ελληνικών τραπεζών, τότε υποτιμούνται αυτόματα και τα ομόλογα αυτά. Στην πράξη αυτό σημαίνει ότι οι τράπεζες δεν θα έχουν την δυνατότητα να μεταχειριστούν τα δικά τους ομόλογα ως ενέχυρο για να δανείζονται. Αυτό θα τους στερήσει την ευκαιρία δανεισμού ρευστότητας περίπου 15 δις ευρώ, αν και οι ελληνικές τράπεζες υποτιμηθούν από όλους τους οίκους αξιολόγησης στη βαθμίδα του Ελληνικού Δημοσίου. Για το λίγο αυτό είχε σχεδιαστεί και εγκριθεί η παροχή επιπλέον εγγυήσεων στις ελληνικές τράπεζες από την ΕΚΤ. Ακόμη, έχουν ακολουθήσει κι άλλες αποτρεπτικές κινήσεις, όπως διασφάλιση γραμμών πιστώσεων στη διατραπεζική, «ανταλλαγές» ιδιωτικών ομολογιών με κρατικά ομόλογα κλπ.

**Δεύτερον,** η υποτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας της ελληνικής οικονομίας «ελαττώνει» ανάλογα την αξιοπιστία των ελληνικών τραπεζών. Αυτό ανεβάζει το κόστος με το οποίο μπορούν να βρίσκουν χρήματα. Έτσι γίνεται πιο ακριβό το κόστος χρήματος. Με συνέπεια να αναγκάζονται να δίνουν μεγαλύτερο επιτόκιο σε όποιους τις δανείζει, είτε είναι άλλη τράπεζα είτε είναι καταθέτης.

**Τρίτον,** όσο μειώνεται η ρευστότητα ή ακριβαίνει, τόσο στενεύουν οι στρόφιγγες του δανεισμού. Με λίγα λόγια, η υποτίμηση σημαίνει πιο λίγα και πιο πολλά δάνεια. Άρα, η υποτίμηση των ελληνικών ομολόγων δείχνει: α) Αύξηση επιτοκίων για τους

καταθέτες, αλλά και για τους δανειολήπτες. Β) Χορήγηση λιγότερων δανείων (στεγαστικά, καταναλωτικά, επιχειρηματικά). Γ) Επιπλέον περικοπές λειτουργικού κόστους από τις τράπεζες (απολύσεις, αναδιάρθρωση δικτύου κλπ.) Για το λόγο της έντονης παρουσίας των οίκων αξιολόγησης στο προσκήνιο της χρηματοπιστωτικής κρίσης και ιδιαίτερα των λανθασμένων προβλέψεων σε σχέση με μεγάλες επιχειρήσεις και τράπεζες, οι οίκοι έχουν πάρει μεγάλη κριτική. Η διάψευση τους γυρίζει περισσότερο στον τρόπο με τον οποίο οι οίκοι εξετάζουν και βαθμολογούν επιχειρήσεις και χώρες. Ακόμη, αμφιβολία καλύπτει το κομμάτι της πληρωμής των οίκων από τους πελάτες τους, για το λόγο ότι υπάρχουν ενδείξεις για μυστικές συμφωνίες με κράτη και εταιρίες με στόχο την αυξημένη βαθμολόγηση τους. Ακραία κριτική έχει δεχθεί η ολιγοπωλιακή μορφή συγκρότησης του κλάδου, επειδή τα εμπόδια εισόδου είναι σπουδαία.

Με τις αναλύσεις των οίκων αξιολόγησης έχει περάσει και η Ελλάδα με διαρκείς υποτιμήσεις των ελληνικών κρατικών τίτλων. Το συμπέρασμα είναι η χώρα να έχει μπει σε βαθιά οικονομική κρίση καθώς δυσχεραίνεται στην απόκτηση δανεικών κεφαλαίων από ξένους επενδυτές. Από την υποτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας οι διεθνείς οίκοι υποτίμησαν πέντε ελληνικές τράπεζες, στην ουσία μόνο την ATE bank, η οποία είναι κρατική και επηρεάζεται άμεσα. Για τις υπόλοιπες μεγάλες τράπεζες (Εθνική ,Alpha Bank, Eurobank και Πειραιώς ), οι οίκοι εγκρίνουν την πιστοληπτική τους δεξιότητα, αφήνοντας σταθερά, για την ώρα, τα ratings και υποτιμώντας μόνο τα support rating floors. Αυτό προδικάζει μια νέα υποτίμηση εκ μέρους των ξένων οίκων για την μακροπρόθεσμη και βραχυπρόθεσμη πιστοληπτική ικανότητα των μεγάλων τραπεζών, δεδομένου ότι είθισται οι τράπεζες, παρόλο ότι είναι κολοσσοί, να μην είναι στο ίδιο επίπεδο αξιολόγησης με την χώρα, αλλά έστω μια βαθμίδα λιγότερη. Παρόλο οι τραπεζίτες δηλώνουν ανησυχία για μια επικείμενη υποτίμηση, αλλά επισημαίνουν ότι δεν πρόκειται για υποτίμηση των προσδοκιών της κάθε τράπεζας.

Οι οίκοι αναγνωρίζουν πως η ικανότητα της ελληνικής κυβέρνησης να υποστηρίξει τις τράπεζες ότι παραμένει σταθερή, αλλά από την άλλη μεριά αύτη η δεξιότητα είναι που έχει μειωθεί, όπως εκτρέπεται στην υποτίμηση της μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής ικανότητας του ελληνικού δημοσίου στο «Α». Η πιστοληπτική δεξιότητα των τεσσάρων μεγάλων τραπεζών σε μακροπρόθεσμη βάση μένει αμετάβλητη από την υποτίμηση της ελληνικής Δημοκρατίας. Αυτό στην πράξη δείχνει ότι για τους ξένους οίκους και κατ' επέκταση για τους διεθνείς δανειστές της χώρας, από τους οποίους υποστηρίζεται πλήρης εξαιτίας της υπερχρέωσης, η δημοσιονομική εξυγίανση και οι μετατροπές είναι μονόδρομος.

Σύμφωνα με τον διεθνή οίκο Fitch και μαζί με τον Moody's, έχουν προϊδεάσει για βελτίωση υπό όρους, και τον Standard & Poor's που ακολουθούν συχνά τις εξελίξεις στην Ελλάδα και αυτές οι αποφάσεις τους θα ορίσουν την εξέλιξη παγίωσης θετικού κλίματος για τη χώρα και εξόδου στις αγορές. Η αξιολόγηση της Ελλάδας (Β- με σταθερή εξέλιξη ) θα μπορούσε να επηρεαστεί θετικά από τα εξής: Διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξή με πλήρη τελειοποίηση του προγράμματος προσαρμογής, συνεπή παραγωγή πρωτογενών πλεονασμάτων και εξασφάλιση και επάνοδο του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αντιθέτως, υποτίμηση θα μπορούσε να δημιουργήσει, ενδεχόμενη αδυναμία εκτέλεσης του προγράμματος προσαρμογής, άνοδος της οικονομίας και δημιουργία πρόσθετων χρηματοδοτικών αναγκών καθώς και ένα γύρο πολιτικής αστάθειας που θα εκτροχίαζε την προσαρμογή, αυξάνοντας τον κίνδυνο εξόδου από το ευρώ. Τον Δεκέμβριο 2013, ο Fitch στις τελευταίες του αξιολογήσεις για την ελληνική οικονομία, εγκρίνει την πρόβλεψη για ύφεση 4% για το έτος αυτό, εξετάζοντας οριακή ανάπτυξη 0,5% το

2014 και 2% το 2015, ενώ περιμένει αύξηση του χρέους στο 176,1% του ΑΕΠ το 2014 και μικρή αποκλιμάκωση το 2015. Περιμένει αποκλιμάκωση του δημοσιονομικού ελλείματος στο 4,1% του ΑΕΠ, από 10% πέρσι και επιπλέον μείωση του στο 3,7% το 2014 και στο 2,7% το 2015, επίπεδα λίγο υψηλότερα από αυτά που τεκμηριώνονται στην επικαιροποίηση του Μνημονίου τον Ιούλιο. Για το έλλειμα στο ισοζύγιο πληρωμών περιμένει αποκλιμάκωση στο 1,1% του ΑΕΠ το 2013 και άνοδο στο 1,5% και στο 2,3% αντιστοίχως το 2014 και το 2015.

Στην ίδια χρονική περίοδο, σταθερή στο B-/B συντήρησε την αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's με σταθερές εξελίξεις. Όπως τονίζει ο οίκος, η μείωση του ελλείματος τρεχουσών συναλλαγών, η δημοσιονομική εξυγίανση και η πρόοδο της ανταγωνιστικότητας σημαίνουν ότι η οικονομία επανεξισορροπείται. «Πιστεύουμε ότι τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης μένουν αποφασισμένα να κρατήσουν την Ελλάδα στην ευρωζώνη και κατά συνέπεια εγκρίνουμε την αξιολόγησή μας B-/B για τη χώρα», επισημαίνει στην αξιολόγηση της ο Standard & Poor's. Ο οίκος αξιολόγησης αναγνωρίζει ότι το ελληνικό ΑΕΠ θα συντομεύσει κατά 4% το 2013 και κατά 1% το 2014 ενώ θα παρουσιάσει ρυθμό ανάπτυξης 1% το 2015. Με το κλείσιμο της αγοράς της Νέας Υόρκης στις 29-11-2013, ο οίκος πήρε την απόφαση να δηλώσει την αναβάθμιση , αξιολογώντας την Ελλάδα στην βαθμίδα «Caa3» από «C» που ήταν μέχρι την στιγμή αυτή. Επίσης, κρατά αμετάβλητες τις προοπτικές, αυτό δείχνει ότι δεν θεωρεί πιθανό να υποτιμήσει την ελληνική οικονομία στο επόμενο διάστημα.

Σημαντικό είναι να αναφερθεί ότι στους λόγους για τους οποίους ο οίκος προχώρησε στην κίνηση αύτη περιλαμβάνεται η βελτίωση των προοπτικών της ελληνικής οικονομίας κατά τους τελευταίους μήνες. Τα καλύτερα μακροοικονομικά μεγέθη (με την έντονη υποχώρηση της ύφεσης από το αναμενόμενο), καθώς και η διαφαινόμενη επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος φέτος, συνετέλεσαν στην απόφαση του οίκου. Ακόμη, σπουδαίος παράγοντας ήταν και η μείωση της επιβάρυνσης των επιτοκίων, καθώς υπάρχει βελτίωση στις συνθήκες εξυπηρέτησης του ελληνικού χρέους.

Τον Δεκέμβριο 2013, ο Moody's εκφράζει στην ανακοίνωση του ως «κύριο κίνητρο» για την βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας «τις προόδου που έχει καταφέρει η (ελληνική) κυβέρνηση στη δημοσιονομική σταθεροποίηση της χώρας στο πλαίσιο του προγράμματος που έχει τη στήριξη από την Τρόικα» (Ευρωπαϊκή Ένωση, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και Διεθνές Νομισματικό Ταμείο). «Ο προϋπολογισμός του 2014 ισορροπεί το ευαίσθητο κοινωνικό και πολιτικό περιβάλλον της χώρας με τις εγγυήσεις της προς τους διεθνείς πιστωτές της», αναφαίρετε στην ανακοίνωση του οίκου αξιολόγησης. Ως αποτέλεσμα, ο οίκος αξιολόγησης προβλέπει ότι ο προϋπολογισμός θα μείνει επικεντρωμένος στα έσοδα από διαρθρωτικές αλλαγές και όχι επιπλέον περικοπές δαπανών». Ο Moody's θεωρεί ότι η (ελληνική) κυβέρνηση παραμένει δεσμευμένη να έχει πρωτογενές πλεόνασμα κοντά στο 1,5% του ΑΕΠ το 2014», υπογραμμίζεται στην ανακοίνωση. Ο δεύτερος λόγος για την βελτίωση από τον Moody's είναι «οι ενδείξεις ότι η ελληνική οικονομία έφτασε στο κατώτερο σημείο της μετά από σχεδόν έξι χρόνια ύφεσης». Ο οίκος αναγνωρίζει ότι «ο συνδυασμός των κυκλικών παραγόντων και της υλοποίησης των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων οδηγούν στη σταδιακή εξέλιξη των προοπτικών μεσοπρόθεσμης ανάπτυξης». Άλλωστε, με την συμφωνία του οίκου αξιολόγησης , η ελληνική οικονομία θα μειωθεί κατά 0,5% του ΑΕΠ το 2014, ωστόσο το 2015 θα σημειώσει ανάπτυξη 1%, με τις εξαγωγές και τον τουρισμό να παραμένουν οι κύριες πηγές εσόδων.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΔΙΕΥΡΥΝΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

## 6.1 Η κρίση και πως ξεκίνησε

Μια από τις χώρες που επλήγησαν από την οικονομική κρίση του 2008 ήταν η Ελλάδα. Ωστόσο, οι οικονομικές δυσκολίες της Ελλάδας δεν συνδέονταν μόνο σε αυτό το ενιαίο γεγονός. Μπορούν να εντοπιστούν μέχρι το 2001, όταν η Ελλάδα υιοθέτησε το ευρώ, γιατί όταν συνέβη αυτό, ο συνολικός όγκος του εμπορίου σε ολόκληρη την ευρωζώνη αυξήθηκε σημαντικά. Ως αποτέλεσμα, το κόστος της εργασίας αυξήθηκε σε χώρες όπως η Ελλάδα σε σχέση με άλλες χώρες όπως η Γερμανία. Εξαιτίας αυτού, δημιούργησε ένα εμπορικό έλλειμμα εντός της Ελλάδας, πράγμα που ουσιαστικά σημαίνει ότι ξεκινώντας λίγο μετά το 2001, η Ελλάδα άρχισε να καταναλώνει περισσότερο από ό, τι παρήγαγε. Με την πάροδο του χρόνου, αυτό έπληξε την οικονομία. *(Nelson, 2011)*

Μεταξύ του εμπορικού ελλείμματος και της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, η ελληνική οικονομία άρχισε να υποχωρεί. Επειδή η Ελλάδα αντιμετώπιζε εμπορικό έλλειμμα για πολλά χρόνια, η χώρα έπρεπε να δανειστεί χρήματα ή να λάβει άμεσες επενδύσεις από άλλες χώρες. Το 1999, τόσο το έλλειμμα του εμπορικού ελλείμματος όσο και το δημοσιονομικό έλλειμμα ήταν κάτω από το 5% του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος. Μεταξύ του 2008 και του 2009, τόσο το έλλειμμα του εμπορικού ελλείμματος όσο και το έλλειμμα του προϋπολογισμού ανήλθαν στο 15% του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος. Μέχρι το 2009, οι επενδυτές που είχαν συμμετοχή στην Ελλάδα άρχισαν να ανησυχούν ότι η χώρα θα αντιμετώπιζε δυσκολίες στην εκπλήρωση των χρεωστικών υποχρεώσεών της και έτσι δημιούργησε μια «κρίση εμπιστοσύνης». *(Nelson, 2011)*

## 6.2 Χρηματοοικονομική κρίση και ευρωπαίοι επενδυτές

Η Ελλάδα θέλει η ΕΕ να μειώσει ένα μέρος του χρέους. Από το Φεβρουάριο του 2015, οι διάφορες ευρωπαϊκές αρχές και ιδιώτες επενδυτές δανείζουν στην Ελλάδα 294,7 δισ. Ευρώ. Η Ελλάδα έχει επιστρέψει μόνο 41,6 δισ. Ευρώ. Η ΕΕ θα μείωνε το χρέος μόνο αν η Ελλάδα υιοθετούσε μέτρα λιτότητας. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές θα ενισχύσουν τις κυβερνητικές και οικονομικές δομές της. Η Γερμανία και οι τραπεζίτες της οδήγησαν αυτή την προσέγγιση, αφού έχουν δανείσει το μεγαλύτερο μέρος των χρημάτων στην Ελλάδα. Το 2009, η Ελλάδα ανακοίνωσε ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα ήταν 12,9% του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος της. Αυτό είναι περισσότερο από τέσσερις φορές το όριο 3% της ΕΕ. Οι οργανισμοί αξιολόγησης Fitch, Moody's και Standard & Poor's μείωσαν την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας. Αυτό που φοβόντουσαν οι επενδυτές. Προέκυψε επίσης το κόστος των μελλοντικών δανείων. Η Ελλάδα δεν είχε πολλές πιθανότητες να βρει τα κεφάλαια για να εξοφλήσει το χρέος της. *(Samitas & Polyzos, 2015)*

Το 2010, η Ελλάδα ανακοίνωσε ένα σχέδιο μείωσης του ελλείμματος σε 3% του ΑΕΠ σε δύο χρόνια. Η Ελλάδα προσπάθησε να καθησυχάσει τους δανειστές της ΕΕ που ήταν δημοσιονομικά υπεύθυνοι. Η ΕΕ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο παρείχαν κεφάλαια έκτακτης ανάγκης ύψους 240 δισ. Ευρώ σε αντάλλαγμα μέτρων λιτότητας. Η ΕΕ δεν είχε άλλη επιλογή παρά να σταθεί στην Ελλάδα, χρηματοδοτώντας ένα σχέδιο διάσωσης, διαφορετικά η Ελλάδα θα αντιμετώπιζε τις συνέπειες της εγκατάλειψης της Ευρωζώνης. *(Samitas & Polyzos, 2015).*

## 6.3 Κίνδυνος χώρας και χρηματοοικονομική κρίση

Μετά από έξι διαδοχικά έτη ύφεσης και μέτριας ανάκαμψης το 2016, η Ελληνική οικονομία παρουσίασε σημαντικά σημάδια βελτίωσης το 2017 παρά τις πολιτικές αβεβαιότητες και τους περιορισμούς της πολιτικής που επέβαλε η Ευρωζώνη. Το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,9% το τέταρτο τρίμηνο του 2017 (αύξηση κατά 1,8% σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ), ωστόσο απέχει πολύ από την επίτευξη επιπέδων προ της κρίσης (Ελληνική Στατιστική Αρχή). Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί στο 2,3% το 2018 και στη συνέχεια να υποχωρήσει σε 2% το 2019 (ΟΟΣΑ) (2,6% και 1,9% σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ).

Ενώ τα μέτρα λιτότητας συνέχισαν να σταθμίζουν την πολιτική κατάσταση το 2017, το έτος σηματοδοτήθηκε επίσης από τη βελτίωση της σχέσης με το ΔΝΤ. Το ΔΝΤ ενέκρινε καταρχήν μια συμφωνία stand-by ύψους 1,6 δισ. Ευρώ για την Ελλάδα, η οποία ισοδυναμεί με το 55% της ποσόστωσης των ειδικών τραβηκτικών δικαιωμάτων (ΕΤΔ). Η συμφωνία αναμένεται να λήξει τον Αύγουστο του 2018, λίγο μετά τη λήξη του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Σταθερότητας, την τρίτη και τελική διάσωση. Εν τω μεταξύ, η Ελλάδα έχει επίσης χαλάσει τους περιορισμούς κεφαλαίου που επιβλήθηκαν από το καλοκαίρι του 2015 ως προσπάθεια ενίσχυσης της ιδιωτικής κατανάλωσης και βελτίωσης του επενδυτικού της κλίματος. Οι Ελληνικές τράπεζες συμφώνησαν με την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα να μειώσουν τα δάνεια αυτά κατά 40% μέχρι τα τέλη του 2019. Η χώρα πρέπει επίσης να αντιμετωπίσει την ακραία φτώχεια, η οποία πλήττει σήμερα σχεδόν το 36% του πληθυσμού (σχεδόν 1,5 εκατομμύριο άτομα) (20,8% στο τέλος του 2017 - 22,3% σύμφωνα με εκτιμήσεις του ΔΝΤ).

Οι αφίξεις και τα έσοδα από τους τουρίστες έφθασαν επίσης σε ρεκόρ το 2017, καθώς περίπου 26 εκατομμύρια τουρίστες έφτασαν στην Ελλάδα από τον Ιανουάριο έως τον Σεπτέμβριο του 2017 (αύξηση 8%). Το ισοζύγιο ταξιδιωτικών υπηρεσιών σημείωσε επίσης πλεόνασμα 11.751 εκατ. Ευρώ την ίδια περίοδο, αυξημένο κατά 12,8% σε σύγκριση με το 2016. Παρά τις ενδείξεις βελτίωσης, η Ελλάδα πρέπει να αντιμετωπίσει το θέμα των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η μείωση των οποίων είναι μια από τις συνθήκες της τελικής διάσωσης. (*Καλφάογλου, 2014)*

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7. ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΌΤΗΤΑΣ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

## 7.1 Ελληνικά ομόλογα - Η πορεία των Ελληνικών ομολόγων

Γενικά, ένα Ελληνικό κρατικό ομόλογο εκδίδεται από μια εθνική κυβέρνηση και είναι εκφρασμένο στο νόμισμα της χώρας. Τα ομόλογα που εκδίδονται από τις εθνικές κυβερνήσεις σε ξένα νομίσματα αναφέρονται συνήθως ως κρατικά ομόλογα. Η απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές για τη χορήγηση δανείων προς την Ελληνική κυβέρνηση αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό και την πιθανότητα επιστροφής του χρέους.

Η πορεία των Ελληνικών ομολόγων 10ετούς διάρκειας φαίνεται στο σχήμα 1 για τα έτη 2002-2018.

***Σχήμα 1 – Απόδοση 10ετούς ελληνικού ομολόγου Spreads 10ετών κρατικών ομολόγων***

| Χώρα | Απόδοση | Spread έναντι Bund | Spread έναντι T-bond |
|---|---|---|---|
| Αυστρία | 0.29% | +0.25 | -1.51 |
| Αυστραλία | 1.90% | +1.86 | +0.10 |
| Βέλγιο | 0.37% | +0.33 | -1.43 |
| Γαλλία | 0.46% | +0.41 | -1.35 |
| Γερμανία | 0.05% | - | -1.76 |
| Δανία | 0.25% | +0.21 | -1.55 |
| Ελβετία | 0.09% | +0.05 | -1.72 |
| **Ελλάδα** | **1.77%** | **+1.73** | **-0.03** |
| ΗΠΑ | 1.80% | +1.75 | - |
| Ιαπωνία | 0.18% | +0.14 | -1.63 |
| Ιρλανδια | 0.53% | +0.48 | -1.28 |
| Ισπανία | 0.80% | +0.75 | -1.01 |
| Ιταλία | 1.44% | +1.40 | -0.37 |
| Καναδάς | -- | - | - |
| Μ. Βρετανία | 1.29% | +1.25 | -0.51 |
| Ν. Ζηλανδία | 2.59% | +2.54 | +0.78 |
| Ολλανδία | 0.17% | +0.13 | -1.63 |
| Πορτογαλία | 0.73% | +0.68 | -1.08 |
| Σουηδία | 0.44% | +0.40 | -1.37 |
| Φινλανδία | 0.29% | +0.25 | -1.51 |

*Πηγή: https://www.naftemporiki.gr/finance/spreads*

## 7.2 Αγοραία τιμή και απόδοση στη λήξη των ελληνικών ομολόγων

Η απόδοση στη λήξη των Ελληνικών κυβερνητικών ομολόγων φαίνεται αναλυτικά στον παρακάτω πίνακα, στον οποίο φαίνονται οι τιμές και οι αποδόσεις στη λήξη από τον Ιανουάριο του 2018 έως το τέλος του έτους, των Ελληνικών ομολόγων, 5ετούς, 7ετούς, 10ετούς, 20ετούς και 30ετούς ομολόγου.

***Πίνακας 2- Απόδοση και τιμή ομολόγων Ελληνικής κυβέρνησης***

Έτος

2018

| Μήνας | Διάρκεια Τίτλου (Ετη) | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 3 | | 5 | | 7 | | 10 | | 15 | | 20 | | 30 | |
| | Τιμή | Απόδοση (%) | Τιμή | Απόδοση (%) | Τιμή | Απόδοση (%) | Τιμή | Απόδοση (%) | Τιμή | Απόδοση (%) | Τιμή | Απόδοση (%) | Τιμή | Απόδοση (%) |
| Δεκέμβριος 2018 | - | - | 100,84 | 3,28 | 96,75 | 3,98 | 96,08 | 4,28 | 91,30 | 4,76 | 87,48 | 5,07 | 87,35 | 5,15 |
| Νοέμβριος 2018 | - | - | 100,39 | 3,40 | 96,08 | 4,10 | 95,03 | 4,42 | 89,49 | 4,95 | 85,72 | 5,23 | 85,55 | 5,30 |
| Οκώβριος 2018 | - | - | 100,34 | 3,41 | 96,38 | 4,03 | 95,35 | 4,37 | 90,26 | 4,86 | 86,19 | 5,19 | 86,13 | 5,24 |
| Σεπτέμβριος 2018 | - | - | 101,13 | 3,22 | 97,85 | 3,76 | 96,76 | 4,17 | 90,58 | 4,82 | 86,31 | 5,17 | 86,28 | 5,23 |
| Αύγουστος 2018 | - | - | 101,30 | 3,18 | 97,68 | 3,78 | 96,69 | 4,18 | 90,87 | 4,79 | 86,87 | 5,12 | 86,86 | 5,18 |
| Ιούλιος 2018 | - | - | 102,34 | 2,94 | 99,72 | 3,42 | 98,97 | 3,88 | 93,86 | 4,48 | 91,32 | 4,71 | 91,31 | 4,82 |
| Ιούνιος 2018 | - | - | 99,49 | 3,62 | 96,31 | 4,02 | 95,04 | 4,39 | 90,22 | 4,85 | 87,94 | 5,01 | 87,92 | 5,09 |
| Μάιος 2018 | - | - | 100,73 | 3,33 | 96,76 | 3,93 | 95,81 | 4,29 | 91,30 | 4,74 | 88,69 | 4,94 | 88,66 | 5,03 |
| Απρίλιος 2018 | - | - | 101,47 | 3,16 | 98,24 | 3,67 | 97,68 | 4,04 | 93,66 | 4,50 | 91,57 | 4,68 | 91,62 | 4,80 |
| Μάρτιος 2018 | - | - | 99,94 | 3,51 | 96,58 | 3,95 | 95,88 | 4,27 | 91,40 | 4,72 | 88,44 | 4,96 | 88,38 | 5,05 |
| Φεβρουάριος 2018 | - | - | 100,46 | 3,40 | 96,07 | 4,03 | [illegible] | 4,14 | 91,81 | 4,68 | 90,73 | 4,76 | 90,84 | 4,86 |
| Ιανουάριος 2018 | - | - | 101,85 | 3,10 | - | - | 99,64 | 3,79 | 96,41 | 4,23 | 96,09 | 4,31 | 96,17 | 4,46 |

*Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, https://www.bankofgreece.gr/statistika/xrhmatopistwtikes-agores/titloi-ellhnikoy-dhmosioy?year=2018&order=asc&page=1*

Από τον παραπάνω πίνακα φαίνεται ότι σε όλα τα ομόλογα, από την αρχή του έτους, μειώθηκε η τιμή ενώ παράλληλα αυξήθηκε η απόδοσή τους.

## 7.3 Spread Ελληνικών – Γερμανικών ομολόγων

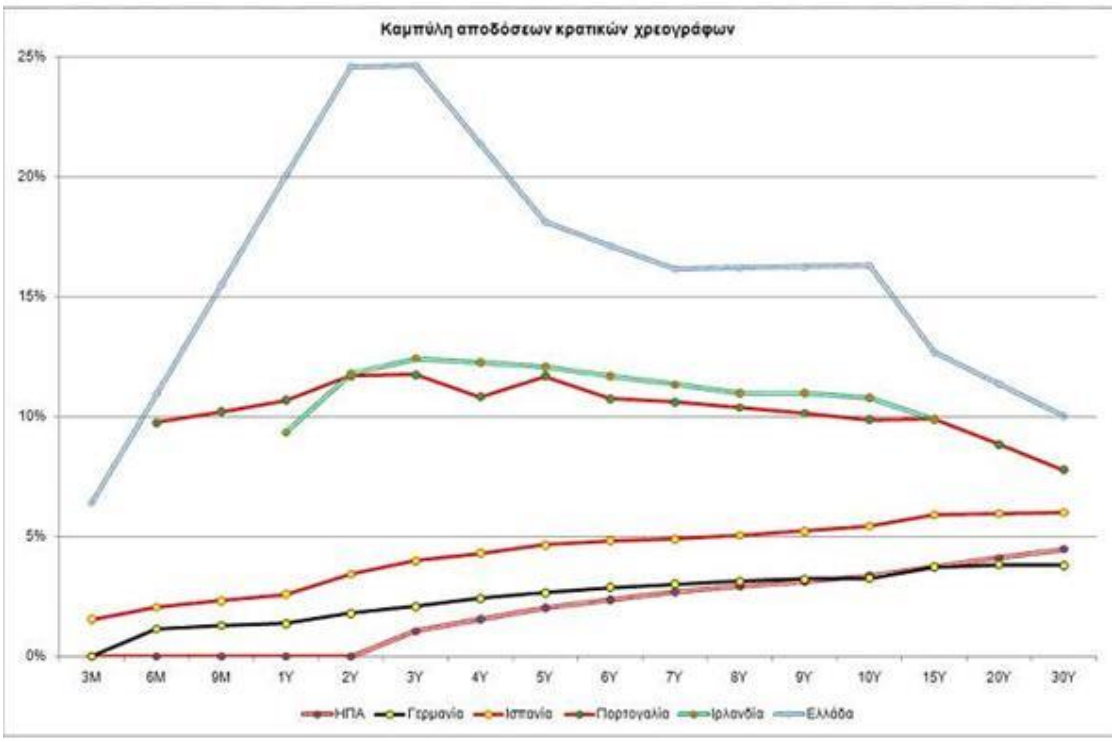
Κατά τη διάρκεια των δύο τελευταίων ετών έχει υπάρξει ένα αυξανόμενο ενδιαφέρον για τα λεγόμενα «spreads», δηλαδή τις διαφορές των αποδόσεων μεταξύ των μακροπρόθεσμων (10 χρόνια) Ελληνικών και Γερμανικών κρατικών ομολόγων σε Ευρώ. Τα γερμανικά ομόλογα θεωρούνται de facto σημείο αναφοράς για τις χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης (ΟΝΕ). Αυτό οφείλεται κυρίως σε τρεις παράγοντες: α) τα Γερμανικά ομόλογα είχαν με συνέπεια τις χαμηλότερες αποδόσεις μεταξύ των χωρών της ΟΝΕ, β) η Γερμανική οικονομία έχει ένα δυσανάλογο μέγεθος έναντι των αναληφθεισών οικονομιών των υπολοίπων χωρών μελών της ΟΝΕ και γ) η Γερμανία παραδοσιακά παρουσιάζει δημοσιονομική πειθαρχία (τουλάχιστον, κατά τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών). Αυτά τα σχηματοποιημένα δεδομένα εξηγούν γιατί οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας έχουν αξιολογήσει τα Γερμανικά ομόλογα με τον υψηλότερο δυνατό (θετικό) βαθμό. Ειδικότερα, τα 10ετή Γερμανικά κρατικά ομόλογα κατέχουν σταθερά αξιολογήσεις ΑΑΑ για πολλά χρόνια. *(Samitas & Polyzos, 2015)*

Σε ό, τι αφορά την ιστορική εξέλιξη των Ελληνικών-Γερμανικών spreads, πρέπει να επισημανθεί ότι αυτά ήταν ιδιαίτερα χαμηλά κατά τα πρώτα χρόνια αφού η Ελλάδα εντάχθηκε στην ΟΝΕ. Ειδικότερα, κατά τη διάρκεια της περιόδου 2001-2007, τα spreads ήταν κατά μέσο όρο 27 μονάδες βάσης. Ωστόσο, το 2008, τα spreads άρχισαν να αυξάνονται και σταδιακά αυξήθηκαν από περίπου 40 μονάδες βάσης (Φεβρουάριος) σε περίπου 100 μονάδες βάσης (Οκτώβριος). Το χειρότερο ήρθε κατά

τη διάρκεια του διαστήματος Νοεμβρίου 2008 - Απριλίου 2009, στη διάρκεια του οποίου υπήρξαν δραματικές αλλαγές και τα ελλείμματα κυμάνθηκαν μεταξύ 220 μονάδων βάσης και 300 μονάδων βάσης (δηλαδή 296,8 μονάδες βάσης στις 23/1/09, 299 μονάδες βάσης στις 17/2/09 και 300,3 μονάδες βάσης στις 3.12.09). Ωστόσο, αυτή η απότομη αύξηση ήταν κυρίως το αποτέλεσμα της απότομης μείωσης των αποδόσεων των Γερμανικών ομολόγων και - σε μικρότερο βαθμό - των αυξήσεων των αποδόσεων των Ελληνικών ομολόγων. Συγκεκριμένα, υπήρξε μια άνευ προηγουμένου πτώση των αποδόσεων των Γερμανικών ομολόγων από περίπου 5,5% έως 2,5%. Η πτώση αυτή έχει αποδοθεί στην κρίση ρευστότητας που οδήγησε σε πανικό κατευθύνοντας τους επενδυτές να τοποθετήσουν τις τύχες τους στα φαινομενικά ασφαλή Γερμανικά ομόλογα, ένα φαινόμενο που ονομάστηκε «πτήση προς την ασφάλεια». *(Kotios et. al., 2012)* Αυτή η υπερβολική ζήτηση οδήγησε σε πτώση τις σχετικές αποδόσεις των γερμανικών ομολόγων, ενώ ταυτόχρονα υπήρχε και μια (μικρότερη) άνοδος των αποδόσεων των Ελληνικών και Ιρλανδικών ομολόγων καθώς τα πρώτα σημάδια των δημοσιονομικών προβλημάτων είχαν κάνει την εμφάνισή τους. Ήταν ατυχές για την Ελλάδα ότι κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου των υψηλών spreads, το πρόγραμμα δανεισμού της ήταν σε πλήρη ισχύ, πράγμα που σήμαινε ότι η πλειοψηφία της ετήσιας κυβέρνησης δανεισμού έγινε σε ένα πολύ υψηλό κόστος. *(Samitas & Polyzos, 2015)*

## 7.4 Καμπύλη αποδόσεων

Η καμπύλη αποδόσεων των ομολόγων αποτελεί τη γραμμή που συνδέει τις αποδόσεις των ομολόγων του Δημοσίου με τη χρονική διάρκεια της λήξης τους. Συνήθως, υπό κανονικές συνθήκες υγιούς οικονομίας με ανάπτυξη, η καμπύλη είναι θετική που σημαίνει ότι στις κοντινές λήξεις οι αποδόσεις είναι μικρές και στις πιο μακρυνές είναι πιο υψηλές. Όταν η ποιότητα της αξιοπιστίας των ομολόγων είναι σταθερή, οι αποταμιευτές προσδοκούν να έχουν υψηλότερες αποδόσεις προκειμένου να αποταμιεύσουν για πιο μεγάλο χρονικό διάστημα. *(Fedderke, 2015)*




*Διάγραμμα 1. Καμπύλη αποδόσεων κρατικών χρεογράφων. Πηγή: Reuters*

Η καμπύλη αποδόσεων της Ελλάδας, φανερώνει υψηλό κίνδυνο προς το παρόν. Η καμπύλη των αποδόσεων των Ελληνικών ομολόγων είναι αντεστραμμένη. Η «πτώχευση» το Μάϊο του 2010 είχε συνέπειες για το μέλλον όσον αφορά τις σχέσεις της χώρας με τους εξωτερικούς κεφαλαιούχους και οι συνέπειες εκτείνονται στο βάθος τουλάχιστον μιας δεκαετίας. Υπάρχει μετρημένη εισροή κεφαλαιακών πόρων που έχουν να κάνουν με την προηγούμενη δημοσιονομική κατάσταση της χώρας. Ακόμη η αυστηρή οικονομική πολιτική που ακολουθείται λόγω της δημοσιονομικής προσαρμογής και χωρίς κάποια αλλαγή στον τρόπο που λειτουργεί η οικονομία, οδήγησε την Ελληνική οικονομία σε μεγάλη κρίση. *(Samitas & Polyzos, 2015)*

## 7.5 Πρωτογενής-Δευτερογενής αγορά ομολόγων

Η πρωτογενής αγορά είναι αυτή στην οποία τα ομόλογα εισάγονται για πρώτη φορά και εκδίδονται νέα ομόλογα. Τα πλεονεκτήματα της πρωτογενούς αγοράς είναι ότι αυξάνει τον πλούτο, την καταναλωτική και επενδυτική ευελιξία και βοηθά ώστε να αυξηθεί το βιοτικό επίπεδο της κοινωνίας. *(Fedderke, 2015)*

Στη δευτερογενή αγορά ομολόγων είναι η αγορά στην οποία .5.1.διαπραγματεύονται ομόλογα που έχουν εκδοθεί παλαιότερα. Τα βασικά πλεονεκτήματα της δευτερογενούς αγοράς είναι: α) λόγω των οικονομικών κλίμακας που δημιουργεί, οδηγεί σε μείωση στο κόστος των συναλλαγών, β) επιτρέπει στους επενδυτές να κρατούν ένα μεγάλο αριθμό από ομόλογα και έτσι να διαφοροποιούν τον κίνδυνο και να μπορούν να επιλέγουν ανάμεσα σε συνδυασμούς επενδυτικού κινδύνου και απόδοσης, γ) βοηθά ώστε να ανακαλύπτονται οι σωστές και ορθολογικές τιμές των ομολόγων από τους επενδυτές που είναι ενημερωμένοι και ορθολογικοί και προσφέρουν μια συνεχή εκτίμηση για την αξία τους και δ) προσφέρει μια αυξημένη ρευστότητα στους επενδυτές σε σχέση με άλλες μορφές επενδύσεων. *(Opp et. al., 2013)*

### 7.5.1 Πρωτοβουλία της Βιέννης και Ελληνικά ομόλογα

Η Ευρωπαϊκή Πρωτοβουλία Συντονισμού της Τράπεζας «Βιέννη» (EBCI) ξεκίνησε στο ύψος της χρηματοπιστωτικής κρίσης για να παράσχει ένα πλαίσιο για το συντονισμό της διαχείρισης κρίσεων και την επίλυση κρίσεων των ζητημάτων του χρηματοπιστωτικού τομέα που υπογραμμίστηκε από την οικονομική ύφεση και αφορούσε μεγάλες ομάδες διασυνοριακών τραπεζών που είναι συστημικά σημαντικές στην αναδυόμενη Ευρώπη. Η κύρια διαφορά μεταξύ της κατάστασης που καλύπτεται από τη συμφωνία της Βιέννης και της σημερινής κατάστασης στην Ελλάδα απορρέει από το είδος της επένδυσης. Οι τράπεζες που συμφώνησαν στην πρωτοβουλία της Βιέννης είχαν επενδύσει απευθείας στις ενδιαφερόμενες χώρες μέσω κεφαλαίων σε θυγατρικές τράπεζες, οι οποίες μέχρι τώρα χρηματοδοτούσαν επίσης. Αν είχαν σταματήσει να το κάνουν με αποτέλεσμα να αφεθούν οι θυγατρικές τους τράπεζες να αποτύχουν, θα είχαν χάσει το κεφάλαιό τους και ένα μεγάλο μέρος των χρημάτων που είχαν δανειστεί. Με αυτόν τον τρόπο υπήρξε ένα ισχυρό κίνητρο για συνεργασία με τις κυβερνήσεις των χωρών αυτών και διατήρηση των επενδύσεών τους. *(https://olympia.gr/2011/06/20/h-«πρωτοβουλία-Βιέννης»/)*

Αντίθετα, οι περισσότεροι κάτοχοι ενός Ελληνικού ομολόγου που πρόκειται να λάβουν κονδύλια λήξης δεν έχουν οικονομικό κίνητρο να επανεπενδύσουν τα εν λόγω έσοδα σε νέα Ελληνικά ομόλογα με αποδόσεις σημαντικά χαμηλότερες από αυτές που θα μπορούσαν να λάβουν στη δευτερογενή αγορά. Αυτό δε σημαίνει ότι δεν θα υπάρξει προσφορά για ανανέωση των ελληνικών ομολόγων σε νέο χρέος, καθώς μπορεί να υπάρχουν λόγοι που να μην επιτρέπουν την εκτίμηση του

κανονικού οικονομικού κινδύνου / ανταμοιβής. Οι εγχώριες τράπεζες, οι οποίες κατέχουν περισσότερο από το 20% του Ελληνικού χρέους, είναι προφανείς υποψήφιοι, ειδικά εάν η ΕΚΤ συνεχίζει να τις χρηματοδοτεί με το επιτόκιο της πολιτικής. *(https://olympia.gr/2011/06/20/h-«πρωτοβουλία-Βιέννης»/)*

Η πρωτοβουλία της Βιέννης είναι ελκυστική, δεδομένου ότι περιλαμβάνει τον ιδιωτικό τομέα στην λύση, αποφεύγοντας όμως την δυσάρεστη «αναδιάρθρωση». Η βιωσιμότητα του Ελληνικού χρέους είναι απίθανο να επηρεαστεί σε οποιαδήποτε σημαντική έννοια, οπότε οι φορολογούμενοι της Ευρωζώνης θα πρέπει σίγουρα να συνεχίσουν να χρηματοδοτούν την Ελλάδα μακροπρόθεσμα, εάν δεν υπάρξει αναγκαστική αναδιάρθρωση. Παρόλα αυτά, η εφαρμογή μιας προσέγγισης παρόμοιας με την πρωτοβουλία της Βιέννης κατέδειξε ότι η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα έχει διερευνηθεί. Σε εκείνο το σημείο, οι ψηφοφόροι ενδέχεται να είναι περισσότερο επιδεκτικοί στην ιδέα ότι τα κεφάλαια του δημόσιου τομέα πρέπει να αναπτυχθούν προς τα εμπρός, ειδικά καθώς η διαδικασία θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί για κάθε ομότιμο δεσμό (https://olympia.gr/2011/06/20/h-«πρωτοβουλία-Βιέννης»/).

### 7.6 Τα σενάρια αναδιάρθρωσης του Ελληνικού χρέους

Οι αναθεωρημένες προβλέψεις δείχνουν ότι το χρέος θα είναι περίπου 174 τοις εκατό του ΑΕΠ μέχρι το 2020 και 167 τοις εκατό από το 2022. Το χάσμα σε σχέση με τους στόχους βάσει του νέου πλαισίου είναι επίσης πολύ σημαντικό. Οι ακαθάριστες δανειακές ανάγκες θα πρέπει να ξεπεράσουν το όριο του 15 τοις εκατό του ΑΕΠ το 2024 και το όριο 20 τοις εκατό το 2029, φτάνοντας περίπου 30 τοις εκατό το 2040 και κοντά στο 60 τοις εκατό του ΑΕΠ μέχρι το 2060. Το χρέος αναμένεται να μειωθεί σταδιακά ακριβώς κάτω από 160 τοις εκατό από το 2030 καθώς το παραγωγικό κενό κλείνει, αλλά οι τάσεις είναι ανοδικές στη συνέχεια, φτάνοντας περίπου 250 τοις εκατό του ΑΕΠ μέχρι το 2060 *(IMF, 2016: 5).*

Η ουσιαστική αναδιαμόρφωση των όρων των ευρωπαϊκών δανείων προς την Ελλάδα είναι το απαιτούμενο για να μειωθεί το GFN κατά περίπου 20 τοις εκατό του ΑΕΠ μέχρι το 2040 και ένα επιπλέον 20 τοις εκατό από το 2060, έτσι ώστε να ικανοποιηθούν οι στόχοι που προαναφέρθηκαν και να διατηρηθεί το χρέος σε καθοδική πορεία.

Όσον αφορά την αναδιάρθρωση του χρέους το ΔΝΤ στην έκθεσή του προτείνει το συνδυασμό τριών μέτρων:

- Παράταση των προθεσμιών λήξης για τα δάνεια των EFSF, ESM και GLF έως και 14 ετών για τα δάνεια του EFSF, 10 έτη για δάνεια του ESM και 30 ετών για τα δάνεια του GLF. Ωστόσο το ΔΝΤ θεωρεί πως αν και το συγκεκριμένο μέτρο έχει οφέλη, δεν μπορεί να αποκαταστήσει τη βιωσιμότητα του χρέους *(IMF, 2016:6).*
- **Διευκολύνσεις πληρωμών.** Τα δάνεια του EFSF έχουν ήδη παραταθεί παλαιότερα και τα δάνεια του ESM έχουν μεγάλη περίοδο χάριτος και περίοδο ωριμότητας. Αυτή η παράταση όσον αφορά τις διευκολύνσεις στις πληρωμές μειώνει τις χρηματοδοδικές ανάγκες της χώρας κατά 17 τοις εκατό του ΑΕΠ έως το 2040 και 24 τοις εκατό από το 2060 και με αυτό τον τρόπο θα μπορεί η Ελλάδα να επωφεληθεί από τα χαμηλά επιτόκια για ένα πιο μεγάλο διάστημα έτσι ώστε να μπορέσει να μειώσει το χρέος της έως 84 % του ΑΕΠ μέχρι το 2060. Αυτό σημαίνει πως για τα δάνεια ESM η περίοδος χάριτος για το υφιστάμενο χρέος θα είναι 6 έτη, για τα δάνεια EFSF 17 έτη και για τα δάνεια GLF 20 έτη, ενώ θα υπάρχει μια επέκταση της σημερινής αναβολής για τις πληρωμές τόκων για τα δάνεια του EFSF κατά επιπλέον 17 χρόνια μαζί με τις αναβολές για τα δάνεια ESM και GLF μέχρι 24

έτη. Ωστόσο, ακόμη και σε αυτή την περίπτωση, το χρέος θα συνεχίσει να είναι ανοδικό (*IMF, 2016: 6*).

- **Σταθερό επιτόκιο.** Προκειμένου να διασφαλιστεί ότι το χρέος μπορεί να παραμείνει σε καθοδική πορεία, τα επιτόκια θα πρέπει να καθοριστούν σε χαμηλά επίπεδα για μεγάλο χρονικό διάστημα, που δεν υπερβαίνει το 1,5 τοις εκατό μέχρι το 2040. Στο πλαίσιο αυτό, ο ESM θα μπορούσε να επιχειρήσει να επωφεληθεί από το ευνοϊκό αυτό περιβάλλον, προσπαθώντας να κλειδώσει τα επιτόκια για το σύνολο του αποθέματος των δανείων του EFSF / ESM στα τρέχοντα μακροπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς, εκτός από την εξάλειψη των spreads που εφαρμόζονται σήμερα στα δάνεια GLF. Στην περίπτωση που η αγορά για μακράς ημερομηνίας ομόλογα δεν μπορεί να απορροφήσει το σύνολο του υπολογιζόμενου αποθέματος των περίπου 200 δις €, που θα πρέπει να τοποθετηθεί κατά τη διάρκεια του προγράμματος, τα κράτη μέλη θα πρέπει να βρουν έναν άλλο τρόπο για να εξασφαλίσουν ότι το κόστος της αναχρηματοδότησης του Ελληνικού χρέους σε ένα περιβάλλον όπου η μακροπρόθεσμη σταδιακή ομαλοποίηση των επιτοκίων δε διατίθεται στην Ελλάδα. Έτσι, ο καθορισμός των επιτοκίων θα είχε ως αποτέλεσμα να απαιτήσει δέσμευση από τα κράτη μέλη να αποζημιώσουν το ESM για τις απώλειες που σχετίζονται με το σταθερό επιτόκιο για τα Ελληνικά δάνεια, ή οποιαδήποτε παρόμοια δέσμευση. Αυτό με σαφήνεια είναι εξαιρετικά αμφιλεγόμενο μεταξύ των κρατών μελών, λαμβανομένων υπόψη των περιορισμών, πολιτικών και νομικών των εν λόγω δεσμεύσεων εντός της νομισματικής ένωσης. Η προσθήκη αυτού του μέτρου μαζί με τα δύο προαναφερόμενα βοηθά να μειωθεί το χρέος κατά 53 % του ΑΕΠ μέχρι το 2040 και 151 % από το 2060 και το GFN κατά 22 % έως το 2040 και 39% από το 2060, τα οποία ικανοποιούν τους στόχους αειφορίας που προαναφέρθηκαν. (https://dione.lib.unipi.gr/xmlui/bitstream/handle/unipi/11795/Panagiotopoulos_16013.pdf?sequence=1&isAllowed=y)

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα μελέτη έχει υποστηριχθεί ότι οι Οίκοι Αξιολόγησης διαδραματίζουν κρίσιμο ρόλο στην παγκόσμια αγορά και το χρηματοπιστωτικό σύστημα, όπως είναι σήμερα οργανωμένο. Ο ρόλος αυτός δεν περιορίζεται στην κατάργηση της ασυμμετρίας πληροφόρησης υπέρ των επενδυτών που αναλαμβάνουν εύκολα τις συμβουλές που παρέχουν οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας με τη μορφή αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, αλλά στην πραγματικότητα καλύπτουν την εκπλήρωση ενός κανονιστικού πλαισίου και επομένως δημόσια λειτουργία για τον καθορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, μια κρίσιμη πτυχή της προληπτικής εποπτείας και, ως εκ τούτου, τελικά της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Οι αξιολογήσεις των οίκων αξιολόγησης χρησιμοποιούνται για διάφορους σκοπούς, ενώ πολλοί σημαντικοί παράγοντες των αγορών (επενδυτές, εκδότες, κυβερνήσεις, τράπεζες) επηρεάζονται από αυτές, σε πολλές περιπτώσεις και σε μεγάλο βαθμό. Όσοι αγοράζουν τα διάφορα χρηματοπιστωτικά προϊόντα χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις των οίκων αυτών, ως σημαντικά δεδομένα στις δικές τους αναλύσεις πιστωτικής ποιότητας και στις επενδυτικές τους αναλύσεις, ενώ όσοι πωλούν τα προϊόντα αυτά χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις για την διαχείριση του κινδύνου και για εμπορικούς σκοπούς. Επίσης, οι ρυθμιστικές αρχές χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας σε διάφορες μορφές, για παράδειγμα, η Επιτροπή της Βασιλείας όσον αφορά τις απαιτήσεις επάρκειας των τραπεζικών κεφαλαίων. Ακόμα, οι κυβερνήσεις μπορούν να θέσουν περιορισμούς στο δημόσια τομέα ή τα δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία των εργαζομένων, με βάση τις παραπάνω αξιολογήσεις. Εμφανώς είδαμε πως μπορούν αυτές να επηρεάσουν την δημοσιονομική κατάσταση μίας χώρας αλλά και να κατευθύνουν τις ισοτιμίες των νομισμάτων παγκοσμίως, η δύναμη αυτή και η επιρροή που ασκούν είναι από μόνη της τρομακτική.

Οι αξιολογήσεις αυτές έχοντας τέτοιου βεληνεκούς επιρροή και αποδοχή δεν αποτελούν πλέον γνώμη και απλή άποψη όπως στηρίζουν οι ίδιοι οι οίκοι αλλά κριτήρια για τις συναλλαγές και αναπόσπαστο κομμάτι του σύγχρονου οικονομικού κυκλώματος της αγοράς κεφαλαίου και θα πρέπει να χρήζουν αντίστοιχης αντιμετώπισης από τον νόμο αναλαμβάνοντας τις ανάλογες ευθύνες τους, καθώς η μεγάλη δύναμη φέρει και μεγάλη ευθύνη.

Το έργο των οίκων αξιολόγησης όπως προαναφέραμε έχει πολλά ευεργετικά χαρακτηριστικά στην παγκόσμια ανάπτυξη συμβάλλοντας στην βέλτιστη κατανομή των πόρων, στην μείωση του χάσματος ασύμμετρης πληροφόρησης αλλά και στον εντοπισμό πιθανών επενδύσεων. Όλα αυτά τα χαρακτηριστικά τους κάνουν απαραίτητους και αναγκαίους στο παγκόσμιο οικονομικό γίγνεσθαι. Τα κυριότερα μειονεκτήματα που πρέπει να αντιμετωπιστούν σε αυτούς ώστε να αποτελέσουν ένα αδιάβλητο εργαλείο πληροφόρησης είναι η σύγκρουση συμφερόντων, η ολιγοπωλιακή τους δομή και το σύστημα των αμοιβών τους.

Αυτό λοιπόν που πρέπει να διερευνηθεί ενδελεχώς με μελέτες που θα διευκρινίζουν την αποδοτικότητα και την απόδοση τους, είναι το σύνολο των κανόνων και των νόμων εκείνων που θα δημιουργήσουν ένα αδιάτρητο σύστημα το οποίο θα ελέγχει τους οίκους αξιολόγησης σε τακτά χρονικά διαστήματα, θα δώσει κίνητρα σε άλλους οίκους να αναπτυχθούν και θα αλλάξει το μοντέλο των αμοιβών τους. Ίσως το σημερινό μοντέλο που διέπει τους οίκους αξιολόγησης, όπου ελάχιστοι οίκοι αξιολόγησης υπό το βάρος της αναγνώρισής τους ως κρατικοί σε συνεργασία με το αμφιλεγόμενο σύστημα αμοιβών τους αλλά και την μετοχική τους δομή που τους καθιστά συνεργάτες με κάποιες από τις μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζες του

κόσμου, να τους χαρακτηρίζει περισσότερο όπλο της ιδιωτικής κερδοσκοπίας παρά χρήσιμο εργαλείο πληροφόρησης. Άρα για να μετατραπεί σε εργαλείο κρίνεται απαραίτητη η ενίσχυση του ρυθμιστικού πλαισίου και των νόμων που διέπουν τους οίκους αξιολόγησης.

Αναφορικά με την ελληνική οικονομική κρίση, η ελληνική οικονομία απόλαυσε μια περίοδο ταχείας ανάπτυξης. Ωστόσο, η ανάπτυξη τροφοδοτήθηκε σε μεγάλο βαθμό από το δανεισμό και, στη συνέχεια, το βάρος του συσσωρευμένου χρέους έχει αποδειχθεί πολύ σοβαρό για την ελληνική οικονομία. Αυτό έχει οδηγήσει τους κύριους πιστωτές στην Ελλάδα - την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) - να επιμείνουν ότι, οποιαδήποτε οικονομική βοήθεια παρέχεται σε αντάλλαγμα για τη μείωση της επιβάρυνσης του χρέους στην Ελλάδα, πραγματοποιείται κυρίως μέσω λιτότητας του δημοσίου τομέα.

Στην Ελλάδα, οι οικονομικές δυσκολίες είναι βαθύτερες από τις άμεσες συνέπειες της πρόσφατης κρίσης και της δημοσιονομικής εξυγίανσης. Οι δυσκολίες υφίσταντο για χρόνια, έτσι όταν ήρθε η κρίση, η Ελλάδα ήταν σημαντικά πιο εκτεθειμένη από τις άλλες χώρες. Εκτός από τη σοβαρότητα των δημοσιονομικών προβλημάτων της, η Ελλάδα έχει, κατά τα τελευταία αρκετά χρόνια, σταδιακά αλλά επίμονα, χάσει τη διεθνή ανταγωνιστικότητα του κόστους, με αποτέλεσμα την διεύρυνση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, την επιδείνωση της διεθνούς επενδυτικής θέσης, καθώς και τις κακές επιδόσεις των άμεσων ξένων επενδύσεων.

Πέρα από κάθε αμφιβολία αντιλαμβανόμαστε πως οι οίκοι αξιολόγησης, ως διαμεσολαβητές πληροφόρησης, παίζουν σημαντικό ρόλο στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Η θεσμική κατοχύρωσή τους σε συνδυασμό με την έκθεσή τους σε συγκρούσεις συμφερόντων και ηθικό κίνδυνο έπαιξε σημαντικό ρόλο στην εμφάνιση της κρίσης. Όπως δείξαμε στην παρούσα μελέτη, στη διάρκεια της δεκαετίας του 2000 η προσοχή των επενδυτών στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις χωρών για την τιμολόγηση των κρατικών ομολόγων ήταν σημαντικά μειούμενη. Οι επενδυτές επέδειξαν μαζική και αγελαία συμπεριφορά δίνοντας μικρότερη σημασία στον πιστωτικό κίνδυνο. Τέτοιες επενδυτικές συμπεριφορές, σε συνδυασμό με τις κακές πρακτικές των οίκων αξιολόγησης στην περίπτωση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων των σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων στις ΗΠΑ οδήγησαν στην πρόσφατη -συστημική - κρίση. Η διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος από τέτοια φαινόμενα μέσω ενός αναμορφωμένου κανονισμού εποπτείας είναι αναγκαία προϋπόθεση για την αποτροπή εμφάνισης ανάλογων κρίσεων στο μέλλον. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα πρέπει να θωρακιστεί από τις επιπτώσεις της ανθρώπινης αδυναμίας χωρίς να στερηθεί την ευελιξία που είναι απαραίτητη για να αποτελεί μοχλό υγιούς ανάπτυξης και καινοτομίας.

# ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ


- *Πετρακης, Π. (2012), Η Έξοδος, Αθηνα: Ευρασια, σελ. 31.*
- *Πανοπουλου, Κ. και Τσουμας, Χ., 2011*
- *Aizenman et. al., 2013).*
- *White, L. (2001), "The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis'', http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267083, σελ.6-12, [αντληθηκε 3/3/21].*
- *Lannoo, 2008*
- *Τζηκας, Α. (2011),Ο Ρολος των Οικων Αξιολογησης στην Διαμορφωση Της Πιστολητικης Ικανοτη-τας μιας Χωρας: Η Περιπτωση της Ελλαδας, Διπλωματικη Εργασια, Πανεπιστημιο Μακεδονιας, σελ. 38.*
- *Cantor and Packer, 1996*
- *Tadahiro, A. (2002), "Rating Agencies: An Oligopoly?", http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2002/nl2002_no4_e.pdf, [αντληθηκε 25/02/21].*
- *Jonathan Katz, Emanuel Salinas, and Constantinos Stefanou (2009), "Credit rating agencies", World Bank Crisis Response., Lawrence J. White, (2010), "The Credit Rating Agencies", Journal of Economic Perspectives, Vol 24, No 2, pp 211 – 226, Lawrence J. White, (2013), "Credit Rating Agencies: An Overview", Annual Review of Financial Economics, Vol. 5:93-12.)*
- *Richardson & White, 2009*
- *Kotios et. al., 2012*
- *32CESR, 2008*
- *Pagano and Volpin, 2010*
- *Becker and Milbourn, 2008*
- *Becker & Milbourn, 2009*
- *Blume et al. ,1998*
- *Bannier et al., 2010· Poon, 2003*
- *Bannier et al. ,2010*
- *Standard and Poor's (2006), "Sovereign Credit Ratings: A primer",*
- *Τζηκας, Α. (2011),Ο Ρολος των Οικων Αξιολογησης στην Διαμορφωση Της Πιστολητικης Ικανοτητας μιας Χωρας: Η Περιπτωση της Ελλαδας, Διπλωματικη Εργασια, Πανεπιστημιο Μακεδονιας, σελ.47*
- *Κολμερ, 2008*
- *Δερμεντζογλου Ι. Χ. (2014), «Τραπεζικη Εποπτεια και Βασιλεια ΙΙΙ: Μελετη Περιπτωσης των Ελληνικων Χρηματοπιστωτικων Ιδρυματων», Πανεπιστημιο Κυπρου, (σελ-38-39) και (σελ 49-51)*
- *Ζοπουνιδης Κ., 2012, «Διεθνεις Οικοι Αξιολογησης: Ρολος και Χαρακτηριστικα»*
- *(Coffee, J. (2010). Ratings Reform: A Policy Primer on Proposed, Pending and Possible Credit Rating Reforms, Paper presented at the OECD Competition Committee, June 16th, mimeo.*
- *White, L.J. (2010). The credit rating agencies, Journal of Economic Perspectives 24 (2), 211–226.)*
- *Utzig, 2010*
- *Reinhart, 2002*
- *Kalwij, Adriaan & Verschoor, Arjan, 2007. "Not by growth alone: The role of the distribution of income in regional diversity in poverty reduction," European Economic Review, Elsevier, vol. 51(4), pages 805-829, May.*
- *Calomiris and Mason, 2009)*
- *Κουλουρης Λ. 2010, «Αξιολογηση Εταιρειων και Αποδοσεις», Διπλωματικη Εργασια, Πανεπιστημιο Πειραια, (σελ 28-33.)*

▶ *De Meijer & Saaf, 2008. De Meijer Carlo R. W. and Saaf Michelle H. W. (2008), "The credit crunch and credit rating agencies: Are they really striving towards more transparency?", Journal of Securities Compliance, Volume 1, Number 4, pp. 322 – 336)*

▶ *European Commission, 2010*

▶ *Ράπτης, Κ. (2010), «Ο Σκοτεινός Κόσμος των "Ανεξάρτητων" Οίκων Αξιολόγησης», http://www.capital.gr/weekend_articles.asp?id=967958,[ανλήθηκε 15/3/21*

▶ *Κωνσταντινιδου Ε. (2009), «Βασιλεια ΙΙ και Τραπεζικο Συστημα (Μελετη Περιπτωσης)», Διπλωματικη Εργασια, Πανεπιστημιο Μακεδονιας, σελ 6 εως 13 και σελ 19 εως 20*

▶ *καλφαογλου, (2014), «ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ»*

▶ *Γκορτσος Χ., 2011 , «Βασιλεια 3», στο συλλογικο τομο Χαρδουβελης, Γ. και Γκορτσος, Χ. (επιμελεια), Η Διεθνης Κριση, Η Κριση στην Ευρωζωνη και Το Ελληνικο Χρηματοπιστωτικο Συστημα, Αθηνα: Ελληνικη Ένωση Τραπεζων, σελ. 522-534*

▶ *(Δελλης, Μ.Α. (2010), «Η επιτροπη της Βασιλειας και Κινδυνος της Αγορας», Διπλωματικη Εργασια, Πανεπιστημιο Πατρων, σελ 21-23)*

▶ *Θαλασσινου Ε., (2014), «ο ρολος των οικων αξιολογησης πιστολητικης διαβαθμισης στην παγκοσμια χρηματοπιστωτικη κριση», Διπλωματικη Εργασια, Πανεπιστημιο πειραιως, σελ 24-27*

▶ *Samitas & Polyzos, 2015*

▶ *Fedderke, 2015*

▶ *Kalwij, A. S., & Verschoor, A. (2007). Not by growth alone: The role of the distribution of income in regional diversity in poverty reduction.* European Economic Review, 5*(4), 805-830.*

▶ *Opp et. al., 2013*

▶ *Partnoy, Frank, Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis (June 29, 2009). FEEM Working Paper No. 27.2009, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1427167 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1427167*

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ μέσω διαδικτύου

▶ *https://www.accountancygreece.gr/%CE%B4%CE%B9%CE%B5%CE%B8%CE%BD%CE%B5%CE%B9%CF%83-%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%B9-%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CE%BF%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%83-%CF%81%CE%BF%CE%BB%CE%BF%CF%83-%CE%BA%CE%B1%CE%B9/ [ανλήθηκε 28/10/2020])*

▶ *White, L. (2001), "The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis'', http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267083, σελ.6-12, [ανλήθηκε 3/3/21].*

▶ *Tadahiro, A. (2002), "Rating Agencies: An Oligopoly?", http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2002/nl2002_no4_e.pdf, [ανλήθηκε 25/02/21].*

▶ *http://www.accountancygreece.gr/%CE%B4%CE%B9%CE%B5%CE%B8%CE%BD%CE%B5%CE%B9%CF%83-%CE%BF%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%B9-%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CE%BF%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%83-%CF%81%CE%BF%CE%BB%CE%BF%CF%83-%CE%BA%CE%B1%CE%B9/* [αντλήθηκε 09/03/21])

▶ *( CESR (2006), "CESR'S REPORT TO THE EUROPEAN COMMISSION ON THE COMPLIANCE OF CREDIT RATING AGENCIES WITH THE IOSCO CODE-DECEMBER 2006", HTTP://EC.EUROPA.EU/FINANCE/SECURITIES/DOCS/AGENCIES/REPORT_EN.PDF, PAGES 2-9, [ΑΝΤΛΉΘΗΚΕ 4/3/2021]. ΣΕΛΊΔΑ | 28 )*

▶ *(32CESR 2008," CESR'S SECOND REPORT TO THE EUROPEAN COMMISSION ON THE COMPLIANCE OF CREDIT AGENCIES WITH THE IOSCO CODE AND THE ROLE OF CREDIT AGENCIES IN STRUCTURED FINANCIAL", HTTP://WWW.ESMA.EUROPA.EU/SYSTEM/FILES/CESR_08_277.PDF, PAGES 2-3, [ΑΝΤΛΉΘΗΚΕ 4/3/2021]. )*

▶ *HTTPS://WWW.IMF.ORG/EXTERNAL/AM/2016/INDEX.HTM, IMF, 2016: 5, 2016: 6*

▶ *(HTTPS://WWW.STOCKWATCH.COM.CY/EL/ARTICLE/DIAVATHMISEIS-XENON-OIKON-TRAPEZES/YPOVATHMISI-EXI-ELLINIKON-TRAPEZON).*

▶ *(HTTPS://WWW.STOCKWATCH.COM.CY/EL/ARTICLE/DIAVATHMISEIS-XENON-OIKON-TRAPEZES/YPOVATHMISI-EXI-ELLINIKON-TRAPEZON)*

▶ *(HTTPS://OLYMPIA.GR/2011/06/20/Η-«ΠΡΩΤΟΒΟΥΛΙΑ-ΒΙΕΝΝΗΣ»/). 35*

▶ https://dione.lib.unipi.gr/xmlui/bitstream/handle/unipi/11795/Panagiotopoulos_16013.pdf?sequence=1&isAllowed=y

▶ http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/ap/?assetID=1245227841398*, [ΑΝΤΛΗΘΗΚΕ 08/03/21].)*

▶ *HTTP://EC.EUROPA.EU/FINANCE/SECURITIES/DOCS/AGENCIES/REPORT_EN.PDF, PAGES 2-9,*

▶ *HTTPS://WWW.ESMA.EUROPA.EU/SITES/DEFAULT/FILES/LIBRARY/2015/11/06_545.PDF*