



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (Ε - Μ.Β.Α.)

Διπλωματική Εργασία

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ  
ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗΣ ΣΤΗΝ  
ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

ΘΑΛΑΣΣΙΝΟΥ ΕΙΡΗΝΗ

Επιβλέπων καθηγητής: ΑΡΤΙΚΗΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ

Πειραιάς, Ιανουάριος 2014

## Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



### ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

#### ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη : E-MBA» με τίτλο

« Ο Ρόλος των Οίκων Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Διαβάθμισης στην Παγκόσμια Χρηματοπιστωτική Κρίση »,

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακής Φοιτήτριας 

Όνοματεπώνυμο Θαλαβενού Ερίση

Ημερομηνία 23/1/2014

*Αφιερώνεται στον πατέρα μου Αντώνη  
και στη μητέρα μου Ιωάννα,*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

# Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

**Σημαντικοί Όροι:** Οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής διαβάθμισης (Credit Rating Agencies), πιστοληπτική ικανότητα, αξιολόγηση, κρίση, χρεοκοπία, Moody's, Standard & Poor's, Fitch, χρηματοπιστωτικό σύστημα

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής διαβάθμισης διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στην χάραξη οικονομικής στρατηγικής πολιτικής στο σύγχρονο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Με βάση την αξιολόγηση που δέχεται ένας οργανισμός ή ένα κράτος μπορούν να διαμορφώθουν τάσεις επιρροής στο περιβάλλον του, όπως επίσης αρνητικές αλλά και θετικές επιπτώσεις. Οι επιπτώσεις αυτές είναι συχνά συνδεδεμένες όχι μόνο με καθαρά οικονομικά συμφέροντα αλλά επιδρούν στην πολιτική και κοινωνική σφαίρα επιρροής.

Στην παρούσα ερευνητική εργασία εξετάζεται η λειτουργία των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και γίνεται αναφορά στους τρεις μεγαλύτερους παγκοσμίως, οι οποίοι διαμορφώνουν τις τάσεις. Συγκεκριμένα, μελετούνται οι μεθοδολογίες και οι διαδικασίες που διέπουν τους οίκους κατά την αξιολόγηση και αναλύεται ο ρόλος τους στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Επιχειρείται επίσης, μια συνοπτική αναφορά στις βασικές αλλαγές που επήλθαν με την "Επιτροπή της Βασιλείας" σε θέματα κεφαλαιακής επάρκειας και κατευθυντήριων γραμμών για τον καθορισμό και εφαρμογή ρυθμιστικών πολιτικών από τις εποπτικές αρχές.

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής διαβάθμισης ανταποκρίνονται στην αναγκαιότητα ύπαρξης ξεκάθαρα ρυθμιστικού πλαισίου για την άσκηση εποπτείας των χρηματαγορών τόσο σε παγκόσμιο όσο και σε Ευρωπαϊκό επίπεδο και παράλληλα συνδράμουν στην άσκηση και χάραξη στρατηγικής τόσο σε οικονομικό όσο και πολιτικό και κοινωνικό επίπεδο στην πραγματική οικονομία. Η παρούσα διατριβή εστιάζεται στην περίπτωση της εκδήλωσης της τελευταίας παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και συγκεκριμένα εξετάζει τις επιπτώσεις για την Ελλάδα και την Ευρωζώνη από τις αξιολογήσεις των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής διαβάθμισης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ ολόθερμα τον επιβλέποντα καθηγητή μου κο Αρτίκη Παναγιώτη για την αμέριστη συμπαράσταση και βοήθειά του καθ'όλη τη διάρκεια εκπόνησης της ερευνητικής αυτής εργασίας καθώς και για τις πολύτιμες συμβουλές και υποδείξεις του στα πλαίσια της συγγραφής της. Ο αναλυτικός τρόπος σκέψης του, η αμεσότητα και η απλότητα συνεργασίας κατά τη μαθητεία δίπλα του θεωρώ ότι αποτελούν πολύτιμα εφόδια για την επαγγελματική μου και όχι μόνο εξέλιξη και σταδιοδρομία. Ευχαριστώ επίσης τον καθηγητή κο Φίλιππα Νικόλαο για την αβίαστη συνδρομή του σε διλήμματα και επιλογές που προέκυψαν κατά το τελευταίο έτος σπουδών και ιδιαίτερα για την ενεργό στήριξη του στο στάδιο της επιλογής θεματικού πεδίου για την παρούσα ερευνητική εργασία. Τέλος, ευχαριστώ τα μέλη της τριμελούς επιτροπής καθώς και τον διευθυντή του μεταπτυχιακού προγράμματος καθηγητή κο Πέτρο Μάλλιαρη για τις εποικοδομητικές παρατηρήσεις τους και τη συνδρομή τους στην αρτιότερη δομή της παρούσης ερευνητικής εργασίας.

# ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>: ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	
1	
1.1. ΓΕΝΙΚΑ .....	
1	
1.2. ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ .....	
2	
1.3. ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ .....	
2	
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>: Η ΠΡΟΣΦΑΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ</b> .....	
<b>4</b>	
2.1. ΈΝΑΡΞΗ ΤΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΚΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΑΙΤΙΑ ΑΥΤΗΣ .....	
4	
2.2.1. Ιστορική αναδρομή .....	
4	
2.2.2. Τα αίτια της κρίσης .....	
7	
2.3. Η ΚΡΙΣΗ ΧΡΕΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ .....	
12	
2.4. ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ .....	
23	
2.5. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ .....	
24	
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>: ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ</b> .....	
<b>25</b>	
3.1. ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ .....	
25	
3.2. ΟΙ ΤΡΕΙΣ ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΟΙ ΟΙΚΟΙ ΚΑΙ Η ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ .....	
27	
3.2.1. Moody's .....	
28	
3.2.2. Standard & Poor's .....	
30	
3.2.3. Fitch Ratings .....	
31	
3.3. ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ .....	
32	
3.3.1. Στάδια Διαδικασίας Αξιολόγησης .....	
33	
3.3.2. Διαβαθμίσεις οίκων αξιολόγησης .....	
36	



3.3.3. Κριτήρια Εκτίμησης πιστοληπτικής ικανότητας .....	40
3.4. Η προδιαγραφή NRSRO .....	
<b>42 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>: Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ</b>	
.....	<b>44</b>
4.1. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ .....	44
4.2. ΛΟΓΟΙ ΥΠΑΡΞΗΣ ΜΙΚΡΟΥ ΑΡΙΘΜΟΥ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ .....	46
4.3. ΚΡΙΤΙΚΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΞΙΟΠΙΣΤΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ: ΣΦΑΛΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ. ....	47
4.4. ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ .....	53
4.4.1. Η εξέλιξη του ρυθμιστικού πλαισίου .....	53
4.4.2. Ευρωπαϊκές και αμερικάνικες εποπτικές αρχές .....	54
4. 5.Το ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΒΑΣΙΛΕΙΑΣ I, II, III .....	58
4.5.1. Βασιλεία I .....	60
4.5.2. Βασιλεία II .....	61
4.5.3. Βασιλεία III .....	66
4.6. ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΑΛΛΑΓΗ ΤΟΥ ΤΡΟΠΟΥ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΟΙΚΟΥΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ. ....	67
4.6.1. Η ΕΑΚΑΑ και ο ρόλος της στο χρηματοπιστωτικό σύστημα .....	67
4.6.2. Κανονισμοί της ΕΕ για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας .....	69
4.6.3. Προσαρμογή στα νέα δεδομένα και αλλαγή του τρόπου αξιολόγησης .....	70
<b>70 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>: ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ</b>	
<b>ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ .....</b>	<b>74</b>
5.1. ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ ΚΑΙ ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ .....	74
5.2. Η ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΚΡΙΣΗ .....	75

5.2.1. Η περίοδος 2000-2010	75
5.2.2. Η κρίσιμη περίοδος 2010-2013	77
5.3. ΤΑ ΑΙΤΙΑ ΤΗΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	81
5.4. ΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ Η ΔΙΑΜΑΧΗ ΤΟΥΣ ΜΕ ΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΟΙΚΟΥΣ	86
5.5. ΕΙΝΑΙ ΑΝΑΓΚΑΙΑ Η ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΕΥΡΩΠΑΙΚΟΥ ΟΙΚΟΥ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ;	91
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>: ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b>	<b>96</b>
6.1. ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	96
6.2. ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ	98
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>	<b>101</b>
1. 19 <sup>ος</sup> ΑΙΩΝΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ	101
2. 20 <sup>ος</sup> ΑΙΩΝΑΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ: ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΓΕΓΟΝΟΤΩΝ	104
3. ΛΙΣΤΑ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ	109
4. ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ	111
5. ΠΡΟΣΦΑΤΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΙΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΚΡΑΤΩΝ	111
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b>	<b>115</b>

# Κεφάλαιο 1<sup>ο</sup>: Εισαγωγή

## 1.1. Γενικά

Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα χαρακτηρίζεται από μια σημαντική κρίση που το μέγεθος και οι επιπτώσεις της, εκτιμάται ότι δεν θα προσεγγίσουν την “Μεγάλη Ύφεση” της δεκαετίας του '30. Η παγκόσμια οικονομία εμφανίζεται ευάλωτη, καθώς εισέρχεται σε περίοδο ύφεσης με έντονες πληθωριστικές πιέσεις.

Η μεγάλη σημερινή κρίση έγινε ορατή τον Σεπτέμβρη του 2008 με την κατάρρευση, τις συγχωνεύσεις και τις κρατικοποιήσεις χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων μεγάλου μεγέθους και μακράς ιστορίας. Η Lehman Brothers χρεοκόπησε, ο ασφαλιστικός κολοσσός AIG πέρασε στον έλεγχο της αμερικανικής κυβέρνησης και η Merrill Lynch απορροφήθηκε από την Bank of America σε μία συμφωνία, που σχεδιάστηκε και χρηματοδοτήθηκε από την αμερικανική κυβέρνηση.

Το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα εισήρθε σε μια φάση οξείας αποσταθεροποίησης, κακής λειτουργίας των πιστωτικών οργάνων, άρνηση αποκάλυψης του κινδύνου και απειλή της σταθερότητας του Τραπεζικού τομέα. Είναι αξιοσημείωτο, ότι τα σημάδια της επερχόμενης κρίσης υπήρχαν από το 2006, αλλά δυστυχώς δεν δόθηκε η απαιτούμενη προσοχή. Η παγκοσμιοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει δείξει ξεκάθαρα την αλληλοεπίδραση των οικονομιών όλων των χωρών σε διεθνές επίπεδο. Επηρεάζει παντού το εμπόριο και τις επενδύσεις, την κατανάλωση, τις θέσεις εργασίας και το βιοτικό επίπεδο.

Η σημερινή κρίση είναι αποτέλεσμα των σοβαρών αδυναμιών που υπάρχουν στην λειτουργία του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Σοβαρά λάθη στο ρυθμιστικό πλαίσιο και η υποβάθμιση των οικονομικών κινδύνων που διατηρήθηκαν για πολλά χρόνια συνέβαλαν στην μεγέθυνση του προβλήματος. Μακροοικονομικές ανισορροπίες αναπτύχθηκαν στην παγκόσμια οικονομία, χωρίς καμία σοβαρή προσπάθεια να αντιμετωπιστούν με συντονισμένη δράση.

Για την ελληνική οικονομία ειδικότερα, η κρίση είναι το συνδυασμένο αποτέλεσμα της επανεμφάνισης της κρίσης υπερσυσσώρευσης κεφαλαίου και της δημοσιονομικής κρίσης που οξύνθηκε από το ξέσπασμα της κρίσης στην πραγματική οικονομία. Κυρίαρχο χαρακτηριστικό της είναι ύπαρξη διαρθρωτικών προβλημάτων πολύ πριν την εμφάνιση της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης, τα οποία διογκώθηκαν τα

τελευταία χρόνια με την εμμονή στην άσκηση πολιτικών στη κατεύθυνση των αυτορυθμιζόμενων αγορών.

## **1.2. Αντικειμενικός σκοπός της Ερευνητικής Εργασίας**

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να παρουσιάσει και να αναλύσει το ευρύτερο πλαίσιο της διεθνούς αναγνώρισης που έχει δοθεί στους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής διαβάθμισης, η οποία ουσιαστικά ταυτίζεται με ένα νέο είδος εξουσίας στο ευρύτερο χρηματοπιστωτικό αλλά και πολιτικό διεθνές περιβάλλον. Γίνεται μια σύντομη αναφορά σε κρίσεις του παρελθόντος και αποτυπώνεται η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση και η συμβολή των οίκων αξιολόγησης σε αυτή καθώς και το ρυθμιστικό πλαίσιο όπως διαμορφώνεται από τις συνθήκες της Βασιλείας.

Με βάση την αξιολόγηση που δέχεται ένας οργανισμός ή ένα κράτος μπορούν να διαμορφωθούν τάσεις επιρροής στο περιβάλλον του, με αρνητικές αλλά και θετικές επιπτώσεις. Οι επιπτώσεις αυτές είναι συχνά συνδεδεμένες όχι μόνο με καθαρά οικονομικά συμφέροντα αλλά επιδρούν στην πολιτική και κοινωνική σφαίρα επιρροής.

Ο αντικειμενικός σκοπός αυτής της ερευνητικής εργασίας είναι διπλός. Αφενός να καταγράψει τις σύγχρονες εξελίξεις στο χώρο του σύγχρονου χρηματοπιστωτικού συστήματος και στο ρόλο των οίκων αξιολόγησης στην εύρυθμη λειτουργία αυτού καθώς και τις νέες προκλήσεις που καλούνται να αντιμετωπίσουν οι διεθνείς οργανισμοί με αφορμή την τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση. Αφετέρου να εξετάσει τις επιπτώσεις στην ελληνική πραγματικότητα μέσα στα πλαίσια της Ευρωζώνης από την άσκηση εποπτείας των χρηματαγορών και των οίκων αξιολόγησης.

## **1.3. Δομή και περιεχόμενο της Ερευνητικής Εργασίας**

Στο πρώτο κεφάλαιο αυτής της διατριβής παρουσιάζεται ο σκοπός, η δομή και το περιεχόμενο της εργασίας. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στο ιστορικό και στην εκδήλωση της τελευταίας παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Γίνεται παρουσίαση της διαχρονικής αναγκαιότητας πιστοληπτικής ικανότητας και της ύπαρξης ξεκάθαρα ρυθμιστικού πλαισίου καθώς γίνεται αναφορά και στην άσκηση εποπτείας των χρηματαγορών τόσο σε παγκόσμιο όσο και σε Ευρωπαϊκό επίπεδο.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται μια διεξοδική ανάλυση της λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και αναφορά στους τρεις μεγαλύτερους παγκοσμίως οίκους που διαμορφώνουν τις τάσεις. Συγκεκριμένα, μελετούνται οι μεθοδολογίες και οι διαδικασίες που διέπουν τους οίκους κατά την αξιολόγηση.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύεται ο ρόλος των οίκων πιστοληπτικής διαβάθμισης στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και επιχειρείται μια συνοπτική αναφορά στις βασικές αλλαγές που επήλθαν με την "Επιτροπή της Βασιλείας" σε θέματα κεφαλαιακής επάρκειας καθώς και των Συμφωνιών Βασιλείας I και II, οι οποίες παρέχουν κατευθυντήριες γραμμές που οι εποπτικές αρχές κάθε χώρας μπορούν να χρησιμοποιήσουν, ώστε να καθορίσουν τις ρυθμιστικές πολιτικές που εφαρμόζουν.

Κατόπιν, στο πέμπτο κεφάλαιο, το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στην ευρωζώνη και την Ελλάδα, καθώς αναλύονται οι ιδιαιτερότητες της ελληνικής χρηματοπιστωτικής κρίσης και οι επιπτώσεις για την Ελλάδα και την Ευρωζώνη από τις αξιολογήσεις των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής διαβάθμισης στην πραγματική οικονομία.

Τέλος στο έκτο κεφάλαιο ανακεφαλαιώνονται και συνδέονται τα συμπεράσματα των προηγούμενων κεφαλαίων αναφορικά με τον καθοριστικό ρόλο των οίκων αξιολόγησης στην ορθή χάραξη οικονομικής στρατηγικής πολιτικής στο σύγχρονο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

## **Κεφάλαιο 2<sup>ο</sup>: Η πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση**

### **2.1. Έναρξη της παγκόσμιας κρίσης και αίτια αυτής**

#### **2.2.1. Ιστορική αναδρομή**

Το αμερικανικό χρηματιστήριο υπέστη τη μεγαλύτερη ημερήσια πτώση της ιστορίας του, εν καιρώ ειρήνης στις 19 Οκτωβρίου 1987, ημέρα Δευτέρα ("Μαύρη Δευτέρα" του 1987). Ο δείκτης Dow Jones έχασε το 22% της αξίας του μέσα σε λίγες ώρες, δίνοντας το έναυσμα για μαζικό ξεπούλημα μετοχών στην Ευρώπη και την Ιαπωνία. Τα αίτια της κρίσης ήταν πολλά. Οι φήμες για συνεχή κρούσματα εσωτερικής πληροφόρησης, οι ριψοκίνδυνες εξαγορές, η επιβράδυνση της οικονομίας των ΗΠΑ και η καταβράθρωση του δολαρίου ήταν τα κυριότερα. Οι φόβοι πολλαπλασιάστηκαν μετά

την απόφαση της Γερμανίας να αυξήσει τα επιτόκια, η οποία συνοδεύτηκε από την περαιτέρω ενίσχυση του μάρκου έναντι του δολαρίου. Ο κίνδυνος χρεοκοπίας μεγάλων αμερικανικών τραπεζών ήταν πλέον ορατός, με αποτέλεσμα η Fed και άλλες μεγάλες κεντρικές τράπεζες να ρίξουν δραστικά τα επιτόκια. Παρότι το κραχ είχε μικρή διάρκεια, η κρίση εκείνη απέδειξε ότι οι παγκόσμιες αγορές είναι συγκοινωνούντα δοχεία και ότι οι αποφάσεις των κεντρικών τραπεζών έχουν επιπτώσεις για τις οικονομίες όλων των χωρών.

Στα τέλη της δεκαετίας του 1990 οι μετοχές των εταιρειών του Ίντερνετ εκτοξεύθηκαν. Η τάση για επένδυση σε μετοχές υψηλής τεχνολογίας ήταν πολύ έντονη. Το αποκορύφωμα έγινε με την εξαγορά του ομίλου Time Warner (ύψους 200 δισ.\$) τον Ιανουάριο του 2000, από την America On Line. Το όνειρο δεν άργησε να μετατραπεί σε εφιάλτη: Μέχρι τον Οκτώβριο του 2002 ο δείκτης μετοχών υψηλής τεχνολογίας Nasdaq είχε χάσει το 78% της αξίας του. Οι υπερτιμημένες μετοχές των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας, αλλά και η διαφθορά των εταιρειών που δήλωναν κέρδη υψηλότερα του πραγματικού, οδήγησαν την αμερικανική οικονομία σε ύφεση και οι επενδύσεις πάγωσαν. Η χαρακτηριστική βολή δόθηκε με τα χτυπήματα της 11ης Σεπτεμβρίου 2001.

Για να προστατεύσει τους επενδυτές, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα της Αμερικής (Fed), αποφάσισε να προσανατολίσει τις επενδύσεις προς την αγορά ακινήτων. Ακολουθώντας την πολιτική των χαμηλών επιτοκίων, ενθάρρυνε τους χρηματομεσίτες να πείσουν τους πελάτες να επενδύσουν σε ακίνητα. Έτσι, δημιούργησε το σύστημα των «subprimes» δανείων, δηλαδή, στεγαστικών δανείων που χρηματοδοτούν πέραν του 100% της αξίας του ακινήτου με υψηλό ρίσκο και κυμαινόμενο επιτόκιο σε μη φερέγγυους δανειολήπτες, δημιουργώντας έτσι ένα κερδοσκοπικό σύστημα. Με στόχο την επίτευξη κέρδους, τα δάνεια χορηγήθηκαν στα αμερικανικά νοικοκυριά, χωρίς προηγουμένως οι τράπεζες να ελέγξουν τη δυνατότητα αποπληρωμής τους. Αυτό όπως ήταν λογικό οδήγησε σε κρίση της αγοράς των ακινήτων και πτώση των τιμών τους, σύμφωνα με στοιχεία του 2007.

Επίσης το 2008, ακολούθησαν πολλές κατασχέσεις σπιτιών και χιλιάδες εξώσεις καθώς η πώληση τους επιδείνωσε την κατάσταση. Η ύφεση της αμερικανικής οικονομίας ήταν πια δεδομένη. Η πιστωτική κρίση από την έλλειψη ρευστότητας, γίνεται εμφανής στους χρηματιστηριακούς δείκτες των αναπτυσσόμενων χωρών, ενώ πολλά χρηματιστήρια παρέμειναν κλειστά λόγω των μεγάλων απωλειών από τις πωλήσεις των επενδυτών. Σημαντικοί κλάδοι της οικονομίας επλήγησαν, όπως ο τραπεζικός, ο ασφαλιστικός, ο κτηματομεσιτικός, οι αυτοκινητοβιομηχανίες, το εμπόριο και άλλοι, με άμεσα

αποτελέσματα στα οικονομικά μεγέθη των οικονομιών, όπως αύξηση της ανεργίας, νέες πληθωριστικές πιέσεις, υποτίμηση νομισμάτων κ.ά..

Την «Μαύρη Παρασκευή», 24 Οκτωβρίου του 2008, σημειώνονται απώλειες \$3,2 τρις σε Ευρώπη και Ασία, ενώ ξένοι επενδυτές σπεύδουν σε μαζικές ρευστοποιήσεις στην Ελλάδα. Ο γενικός χρηματιστηριακός δείκτης των Αθηνών πέφτει κάτω από τις 1,800 μονάδες, στα χαμηλότερα επίπεδα από το 1989, παρά τα πραγματικά κέρδη που εμφανίζουν οι ελληνικές τράπεζες και επιχειρήσεις. Στην Ελλάδα σημειώνονται απώλειες 24 δις ευρώ στο δεύτερο εξάμηνο του 2008, μέσα σε 24 μέρες.

Η κρίση γίνεται εμφανής σε μεγέθη της πραγματικής ελληνικής οικονομίας. Τα έσοδα του κράτους ανέρχονται στα 39,2 δις ευρώ, έναντι του αρχικού στόχου των 41,6 δις ευρώ, ενώ σημειώνονται οι μεγαλύτερες απώλειες βιομηχανικών παραγγελιών στην Ευρωζώνη, ύψους 10%, τη στιγμή που εμφανίζονται απώλειες 7% στη Γαλλία. Αναλυτές προβλέπουν μείωση της κατανάλωσης, των εξαγωγών και της παραγωγικής δραστηριότητας, ενώ οι κατασκευές παραμένουν παγωμένες. Θεωρείται πλέον σίγουρη η αναθεώρηση του κρατικού προϋπολογισμού, ενώ οι ηγέτες της ΕΕ αναμένουν χαλάρωση του συμφώνου σταθερότητας. Απαισιόδοξες είναι οι προβλέψεις για το χρηματοπιστωτικό σύστημα καθώς τώρα πια στόχος είναι η αύξηση των κερδών μέσω των πωλήσεων. Η μανία για πωλήσεις προκάλεσε τη δημιουργία νέων τραπεζικών παράγωγων προϊόντων και τιτλοποιημένων δανείων που η μία τράπεζα πουλούσε στην άλλη.

Οι τράπεζες μετέτρεψαν τα δάνεια subprime σε ομόλογα. Δηλαδή τα τιτλοποίησαν. Πουλούσαν τα ομόλογα αυτά, μετέθεταν τον κίνδυνο στον αγοραστή και έπαιρναν ρευστότητα, την οποία χρησιμοποιούσαν για τη χορήγηση νέων δανείων subprime, μεταφέροντας έτσι τον πιστωτικό κίνδυνο που συνδέονταν με τα ενυπόθηκα δάνεια στις ευρύτερες χρηματοοικονομικές αγορές. Για να αντισταθμιστεί ο κίνδυνος, οι τράπεζες δημιούργησαν παράγωγα προϊόντα που εξασφάλισαν όσους είχαν πάρει τιτλοποιημένα δάνεια subprime. Οι τράπεζες εισέπρατταν ασφάλιστρα για να αποζημιώσουν τον αγοραστή του τιτλοποιημένου subprime σε περίπτωση επισφάλειας (του ομολόγου). Οι καταβολές αυτές αντιστοιχούσαν σε συγκεκριμένες απαιτήσεις (αποζημίωσης) των επενδυτών.

Η αβεβαιότητα αυτή οδήγησε τις αγορές στο να γίνουν πιο επιφυλακτικές με αποτέλεσμα να γίνει δυσκολότερη η λήψη πίστωσης. Οι επενδυτές αυτοί κέρδιζαν υψηλές αποδόσεις, αλλά είχαν την υποχρέωση να αποζημιώσουν τους αγοραστές των

πιλοποιημένων subprime σε περίπτωση επισφάλειας. Δηλαδή η μία τράπεζα μετέθετε τον κίνδυνο στην άλλη, υποσχόμενη υψηλότερες αποδόσεις.

Αυτό δεν μπορούσε να κρατήσει για πολύ. Η μία τράπεζα πουλούσε στην άλλη προϊόντα και ήταν θέμα χρόνου τότε θα εκρύννηταν η κατάσταση. Όταν αυξήθηκαν οι επισφάλειες των δανείων subprime, τότε η μία τράπεζα ζητούσε την αποζημίωσή της από την άλλη και αυξήθηκε το κόστος ασφάλισης κινδύνων. Αυτό προκάλεσε την πρώτη στενότητα στη ρευστότητα. Μετά τα προβλήματα προέκυπταν με ιλιγγιώδη ταχύτητα.

Η έλλειψη ρευστότητας είχε κορυφωθεί. Μετά το ένα έφερε το άλλο. Η κρίση παρέσυρε και όσες επιχειρήσεις είχαν επενδύσει σε τίτλους που είχαν σχέση με δάνεια subprime. Μετά η κρίση ρευστότητας στην αγορά εκτόξευσε το κόστος χρήματος στη διατραπεζική αγορά. Αυτό επιβάρυνε όλες τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Το πρόβλημα έγινε ακόμα πιο μεγάλο εξαιτίας της ανατίμησης των πρώτων υλών, προκαλώντας πληθωριστικές πιέσεις.

Ορισμένες τράπεζες και επενδυτικοί οίκοι, όπως η Lehman, προσπαθώντας να αντισταθμίσουν τις ζημιές από τα subprime, έπαιξαν στις αγορές εμπορευμάτων οδηγώντας τις τιμές πετρελαίου και άλλων πρώτων υλών ακόμα πιο ψηλά. Ή τουλάχιστον πόνταραν σε πιο υψηλές τιμές. Η απότομη πτώση των τιμών ενέτεινε την κατάρρευση της Lehman.

Όλα τα προηγούμενα οδήγησαν στο να μετατραπεί μία κρίση που αφορούσε τις Η.Π.Α. σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση. Ο αντίκτυπος της κρίσης επηρέασε την Ευρώπη και δεν θα παρέλειπε να εμφανιστεί και στην Ελλάδα.

### **2.2.2. Τα αίτια της κρίσης**

Στις αρχές του φθινοπώρου του 2008, το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα έφθασε ένα βήμα πριν από την πλήρη κατάρρευσή του. Με την βοήθεια όμως, της μαζικής παρέμβασης στο χρηματοπιστωτικό τομέα, Κυβερνήσεων, Κεντρικών Τραπεζών και Διεθνών Οργανισμών, αποφεύχθηκε μια σημαντική καταστροφή πλούτου και παραγωγικού δυναμικού.

Η κρίση του 2008, προέκυψε μετά το ξέσπασμα των προβλημάτων στην αγορά στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης και την αλόγιστη χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων που εξαρτιόνταν άμεσα από τη δυνατότητα αποπληρωμής των δανείων από τα οποία παράγονταν. Η προσπάθεια απομάκρυνσης του πιστωτικού και



επιτοκιακού κινδύνου από τις τράπεζες, η μετατροπή στάσιμων κεφαλαίων σε εμπορεύσιμους τίτλους και η μετακίνηση των σύνθετων επενδυτικών τίτλων στις καταστάσεις ειδικών οντοτήτων, προκάλεσαν ένα "ντόμινο" αλυσιδωτών αντιδράσεων στον αμερικανικό και ευρωπαϊκό τραπεζικό και κτηματομεσιτικό τομέα.

Η ανάπτυξη της αγοράς των τιτλοποιήσεων, είχε ως αποτέλεσμα οι τράπεζες να δανείζουν άφοβα σε μη φερέγγυους δανειολήπτες, αφού γνώριζαν εκ προοιμίου ότι τα δάνεια τελικά δεν θα έμεναν στον ισολογισμό τους, ενώ χρησιμοποιούσαν και τη ρευστότητα από την πώληση για την παραγωγή νέων δανείων και, συνεπώς, περισσότερων κερδών. Πολλοί, όμως, από τους Επενδυτές δεν γνώριζαν τι ακριβώς προϊόντα αγόραζαν και κυρίως τι κίνδυνο αναλάμβαναν.

Ως κύρια αίτια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, από πολλούς οικονομολόγους φαίνεται να ξεκίνησε από την ύπαρξη των ακόλουθων παραγόντων:

1. Η αλόγιστη χρήση της τιτλοποίησης στεγαστικών δανείων (securitization).
2. Η πτώση της αξίας των κατοικιών από το σπάσιμο της «φούσκας» των ακινήτων.
3. Η υπερβολική χρήση δανειακών κεφαλαίων από τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις (Financial Leverage).
4. Η παγκοσμιοποίηση της Διεθνούς Οικονομίας.
5. Η πληθώρα διαβάθμισης των προϊόντων (Ομόλογα, Σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα κλπ) ως προς τους επενδυτικούς κινδύνους, αλλά και των ιδίων των χρηματοοικονομικών εταιρειών (Επενδυτικές Τράπεζες, Εμπορικές Τράπεζες, Αμοιβαία Κεφάλαια, Επενδυτικές Εταιρείες) από τις αρμόδιες διεθνείς εταιρείες αξιολόγησης επενδυτικών κινδύνων.
6. Οι αμοιβές των στελεχών του Χρηματοοικονομικού τομέα (Τράπεζες, Ασφαλιστικές Εταιρείες, Επενδυτικές Εταιρείες κλπ), με τη μορφή Bonus.
7. Η έλλειψη αυστηρού νομοθετικού πλαισίου και η υιοθέτηση πιο χαλαρών μορφών ελέγχου στη διακίνηση των κεφαλαίων.

Αναλυτικότερα,

## 1. ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΔΑΝΕΙΩΝ

Με τη μείωση των επιτοκίων των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, στη Μεγάλη Βρετανία και στην Ευρωπαϊκή Ένωση, σημειώθηκε μια ραγδαία εξάπλωση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime), από 9% των συνολικών στεγαστικών το 2003 σε 24% το 2007. Η αγορά χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών άρχισε να κλονίζεται, καθώς αρκετά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα αρχικά να χορηγούν στεγαστικά δάνεια σε μεγάλο αριθμό πελατών, βοηθούμενα από τα χαμηλά επιτόκια και την τεράστια επέκταση της οικοδομικής δραστηριότητας ενώ παράλληλα ήταν εκτεθειμένα σε πολύπλοκα δομημένα προϊόντα τα οποία, αν και είχαν βαθμολογηθεί με άριστα (AAA ή “triple A”), από τις εταιρίες αξιολόγησης πιστοληπτικού κινδύνου βασιζόνταν σε δανειακές συμβάσεις οι οποίες ήταν στο μεγαλύτερο ποσοστό τους επισφαλείς.

Οι Εμπορικές Τράπεζες που δέχονταν τα τιτλοποιημένα δάνεια, τα χρηματοδοτούσαν με υψηλούς δείκτες υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια ( αύξηση του ενεργητικού του Ισολογισμού τους), εκδίδοντας εταιρικά ομόλογα (Mortgage Backed Securities – MBS), προκειμένου να αυξήσουν τα κεφάλαια τους.

Η τιτλοποίηση δανείων πήρε τεράστιες διαστάσεις, διότι τα στελέχη των τραπεζών προκειμένου να εμφανίσουν βραχυπρόθεσμα κέρδη και να εισπράξουν τεράστια χρηματικά ποσά με τη μορφή (Bonus) χρησιμοποιούσαν αυτά τα εταιρικά ομόλογα. Τα εταιρικά ομόλογα (MBS) πωλούνταν από τις Επενδυτικές Τράπεζες (Lehman Brothers) σε: α. Αμοιβαία Κεφάλαια, β. Συνταξιοδοτικά Ταμεία (κρατικά, ημικρατικά, εταιρικά), γ. Ασφαλιστικές εταιρείες, δ. Επενδυτικές Τράπεζες, ε. Εμπορικές Τράπεζες και στ. Hedge Funds.

Τα εταιρικά ομόλογα αγοράζονταν από θεσμικούς επενδυτές. Αυτοί, προκειμένου να διασφαλισθούν για τα ομόλογα που κατείχαν στα περιουσιακά τους στοιχεία, αγόρασαν Συμβόλαια Προστασίας Έναντι Κινδύνων Χρεοκοπίας Ομολόγων (Credit Default Swaps). Δυστυχώς, τα περισσότερα από αυτά τα συμβόλαια προστασίας, τα εξέδιδε η ασφαλιστική εταιρεία American International Group (AIG), η οποία δεν ήταν δυνατό να σηκώσει το βάρος της χρεοκοπίας των ομολόγων, και έτσι οδηγήθηκε σε πιστωτικό αδιέξοδο το Σεπτέμβρη του 2008. Η 4η επενδυτική τράπεζα των ΗΠΑ (Lehman Brothers) κηρύχθηκε σε πτώχευση, ενώ τμήματα και περιουσιακά της στοιχεία πουλήθηκαν στην αγγλική τράπεζα Barclays.

## 2. ΠΤΩΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΚΑΤΟΙΚΙΩΝ ΣΤΙΣ ΗΝΩΜΕΝΕΣ ΠΟΛΙΤΕΙΕΣ ΑΜΕΡΙΚΗΣ ΑΠΟ ΤΟ ΣΠΑΣΙΜΟ ΤΗΣ ΦΟΥΣΚΑΣ ΤΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Η φούσκα στις τιμές των ακινήτων στις ΗΠΑ ,διευκόλυνε την υπέρ-κατανάλωση (μέσω δανεισμού βασισμένο στην υπεραξία των ακινήτων, «mortgage equity withdrawal»), και συνέβαλε στην υπέρ-θέρμανση της οικονομίας και την αύξηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών.

Οι τράπεζες παρείχαν δάνεια με μόνη εγγύηση την αναμενόμενη αύξηση στην τιμή της κατοικίας, ενώ διευκόλυναν τα νοικοκυριά με χαμηλά στεγαστικά επιτόκια στα πρώτα χρόνια, τα οποία όμως θα αναπροσαρμόζονταν στη συνέχεια. Αυτές οι ρυθμίσεις είχαν σαν αποτέλεσμα την πτώση της αξίας των κατοικιών. Κατά συνέπεια αυτό οδήγησε στην δυσκολία αποπληρωμής των δανείων , αφού τώρα πια με την άνοδο των επιτοκίων , οι μηνιαίες δόσεις αυξάνονταν και τα μη φερέγγυα νοικοκυριά όλο και αυξάνονταν. Επιπρόσθετα, οι κάτοχοι των τιτλοποιημένων δανείων λόγω αυτής της κατάστασης δεν εισέπρατταν τόκους και κεφάλαιο, με αποτέλεσμα τα εταιρικά ομόλογα να υποστούν σημαντική μείωση της βαθμολογίας τους.

## 3. ΥΠΕΡΒΟΛΙΚΗ ΧΡΗΣΗ ΔΑΝΕΙΑΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΑΠΟ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΑ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ (Financial Leverage)

Η υπερβολική χρήση δανειακών κεφαλαίων (Financial Leverage) από τους καταναλωτές και τις επιχειρήσεις, μείωσε υπερβολικά την αποταμίευση και κατέστησε απαγορευτική την περαιτέρω χρηματοδότηση, με αποτέλεσμα πολλές επιχειρήσεις και νοικοκυριά να οδηγηθούν σε χρεοκοπία. Τα παραπάνω ήταν αποτέλεσμα της πολιτικής της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ, η οποία πρόσφερε χαμηλά επιτόκια και υπερβάλλουσα ρευστότητα όταν ξέσπασε η κρίση. Η αναλογία Υποχρεώσεων προς Ίδια κεφάλαια από 9 προς 1 στις εμπορικές τράπεζες μετατράπηκε σε 20 προς 1 στις επενδυτικές τράπεζες που υπήρξαν ανάδοχοι των εταιρικών ομολόγων (MBS).

## 4. ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η παγκοσμιοποίηση της διεθνούς οικονομίας είχε σαν αποτέλεσμα, το χρηματοοικονομικό πρόβλημα που ξεκίνησε από τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής να μεταδοθεί σαν τοξικό απόβλητο σε ολόκληρο τον κόσμο. Τα «τοξικά» τιτλοποιημένα ομόλογα επηρέασαν τα χαρτοφυλάκια πολλών τραπεζών με αποτέλεσμα να

διαγράφονται οι επισφάλειες και να ζητείται κρατική συνδρομή με τη μορφή κρατικών εγγυήσεων.

Οι Ευρωπαϊκές Τράπεζες, και κυρίως στη Μεγάλη Βρετανία, υπήρχε μεγάλος αριθμός τοξικών ομολόγων που δεν εξυπηρετούνταν, με αποτέλεσμα να κινδυνεύσουν πολλές τράπεζες. Στις ΗΠΑ κρατικοποιήθηκαν οι πιστωτικοί οργανισμοί που παρείχαν στεγαστικά δάνεια (π.χ. Fannie Mae και Freddie Mac). Στη Γερμανία κρατικοποιήθηκε η στεγαστική τράπεζα Hypo Real Estate ενώ στη Μεγάλη Βρετανία κρατικοποιήθηκε η τράπεζα Lloyd's από την κυβέρνηση Γκόρντον Μπράουν.

Η χρηματοπιστωτική κρίση στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής μεταδόθηκε σε ολόκληρο τον κόσμο και οι τράπεζες διέκοψαν τις χρηματοδοτήσεις σε ιδιώτες και επιχειρήσεις. Η κρίση επηρέασε όλους τους κλάδους της οικονομίας, με δυσάρεστα αποτελέσματα, όπως μεγάλη αύξηση της ανεργίας, απολύσεις, συγχωνεύσεις επιχειρήσεων και χρεοκοπίες, το ΑΕΠ να μικραίνει, ο δανεισμός πολλών κρατών να γίνεται πολύ ακριβός ή αδύνατος καθώς και να αυξάνεται το δημόσιο χρέος.

##### 5. ΠΛΗΜΜΕΛΗΣ ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΑΡΜΟΔΙΟΥΣ ΟΙΚΟΥΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

Οι επενδυτικές τράπεζες που εξέδωσαν τα εταιρικά ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης κατόρθωσαν να πείσουν τις εταιρείες Διαβάθμισης (Bond Rating Agencies) να βαθμολογήσουν πολύ υψηλά (AAA, AA, κλπ) τα ομόλογα που είχαν ως αντίκρισμα τα τιτλοποιημένα δάνεια μειωμένης εξασφάλισης. Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αξιολογούν τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, αλλά και την πιστοληπτική ικανότητα των κρατών Ένας από τους λόγους αυτής της 'λανθασμένης' βαθμολόγησης είναι η σχέση εξάρτησης που υπήρχε μεταξύ τους, αφού οι εταιρείες διαβάθμισης πληρώνονται από τις επενδυτικές τράπεζες που είναι ανάδοχοι των ομολόγων.

Από τα τέλη του πρώτου εξαμήνου του 2007, οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης (credit rating agencies) υποβάθμισαν μεγάλο αριθμό προϊόντων (π.χ ομολογιακούς τίτλους με εγγύηση ενυπόθηκων δανείων και άλλα σύνθετα επενδυτικά προϊόντα γνωστά και ως δομημένα ομόλογα (collateralized debt obligations), που

σχετίζονταν με στεγαστικά δάνεια προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις ΗΠΑ.

Επίσης, στις 16 Σεπτεμβρίου 2008, που η 4η επενδυτική τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής (Lehman Brothers) κατέθεσε αίτηση για υπαγωγή στο άρθρο 11 του αμερικανικού πτωχευτικού κώδικα, αξιολογούνταν θετικά από τους διεθνείς οίκους. Μάλιστα πριν λίγες εβδομάδες είχε αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας AAA.

#### 6. ΤΕΡΑΣΤΙΕΣ ΑΜΟΙΒΕΣ (BONUS) ΤΩΝ ΣΤΕΛΕΧΩΝ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ

Τα στελέχη των μεγάλων πολυεθνικών εταιρειών του χρηματοπιστωτικού τομέα (Τράπεζες, Ασφαλιστικές Εταιρείες, Αμοιβαία Κεφάλαια κλπ), λάμβαναν τεράστιες αμοιβές με την μορφή πρόσθετων παροχών (Bonus). Αυτό ήταν η αιτία για τη λήψη επικίνδυνων αποφάσεων για τα οικονομικά αποτελέσματα που πέτυχαν στις εταιρείες τους. Τα στελέχη που είχαν κίνητρο πλουτισμού δεν ενδιαφέρονταν για τα μακροπρόθεσμα οικονομικά αποτελέσματα αλλά μόνο για τα βραχυπρόθεσμα. Η νέα κυβέρνηση των ΗΠΑ, στην προσπάθεια εξάλειψης αυτού του φαινομένου, έθεσε όρια στις αμοιβές των στελεχών των εταιρειών και έλαβαν κρατικές ενισχύσεις.

#### 7. ΕΛΛΕΙΨΗ ΑΥΣΤΗΡΟΥ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΛΕΓΧΟ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Μια από τις αιτίες της χρηματοοικονομικής κρίσης, είναι η παγκοσμιοποίηση των οικονομιών και των αγορών χρήματος, που συνοδεύονταν από ανεπαρκές ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού χώρου. Γι αυτό το λόγο, δεν έγιναν αντιληπτοί από τις εποπτικές αρχές, οι συστημικοί κίνδυνοι, που προέκυπταν από την αλόγιστη, υπερβολική ανάπτυξη του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, προκαλώντας αναταραχή στην παγκόσμια οικονομία.

Ένας βασικός κανόνας που ίσχυε στο χρηματοπιστωτικό σύστημα των ΗΠΑ, ήταν το νομοσχέδιο του Glass Steagall Act που θεσμοθετήθηκε το 1933 (μετά το «κραχ» του 1929) και καταργήθηκε το Νοέμβριο του 1999. Ο νόμος αυτός απαγόρευε τη συνεργασία εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών προκειμένου να προστατεύονται οι επενδυτές.

Από τον νόμο αυτό, το μόνο που παρέμεινε είναι η κρατική εταιρεία FDIC (Federal Deposit Insurance Corporate) στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, που

προσπαθεί να διασφαλίσει την συντριπτική πλειοψηφία των λογαριασμών στο ακέραιο και να εγγυάται τις καταθέσεις των αποταμιευτών στις εμπορικές τράπεζες (μέχρι 100.000 δολάρια ανά τράπεζα). Το ταμείο αυτό προστατεύει τους αποταμιευτές από χρεοκοπίες Εμπορικών Τραπεζών, και δεν αφορά προϊόντα Επενδυτικών Τραπεζών, όπως την προστασία των επενδυτών της επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers. Συνεπώς, μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση που περνάει ο πλανήτης μας οι ηγέτες της παγκόσμιας κοινότητας, δεν φαίνονται διατεθειμένοι να θέσουν αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο στον χρηματοοικονομικό τομέα για την τήρηση των κανόνων και των οδηγιών, προκειμένου να εξασφαλισθεί η εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας στο σύνολο της.

Βασιζόμενοι στους παραπάνω λόγους, η διαδρομή της κρίσης μπορεί τώρα, εκ των υστέρων, να απεικονιστεί καθαρά. Σε κάποιο σημείο, η προσφορά ακινήτων ξεπέρασε τη ζήτησή τους, οδηγώντας σε πτώση των τιμών που με τη σειρά της δημιούργησε αρνητική καθαρή θέση στους δανειολήπτες στεγαστικών δανείων. Έτσι, η χρηματοοικονομική κρίση γρήγορα μετασχηματίστηκε σε οικονομική κρίση και επηρέασε όλες τις χώρες του πλανήτη. Η μεταφορά της κρίσης στην πραγματική οικονομία έγινε μέσω της απομόχλευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

### **2.3. Η κρίση χρέους στην Ευρώπη και την Ελλάδα**

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε το 2007-2008 από την Αμερική και λόγω της στενής σύνδεσης των χρηματοπιστωτικών αγορών μεταξύ τους, δεν μπορούσε να μην επηρεάσει τις χώρες της Ευρωζώνης. Αρχικά η κρίση έπληξε το τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ και στη συνέχεια επεκτάθηκε στις Ευρωπαϊκές χώρες που είχαν την μεγαλύτερη αλληλεξάρτηση με αυτές, όπως η Μ. Βρετανία, Ιρλανδία, Γερμανία.

Οι χρηματιστηριακές «φούσκες» και τα τοξικά χρεόγραφα δεν αποτελούσαν μόνο προνόμιο των αμερικανικών επενδυτικών τραπεζών. Το Ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα αποδείχθηκε ευάλωτο, με αποτέλεσμα την χορήγηση τεράστιων χρηματικών ποσών στις τράπεζες για την ανάπτυξη της ρευστότητας, καθώς και την κρατικοποίηση τραπεζών προκειμένου να αποφύγουν την κατάρρευση. Στη συνέχεια, η κρίση έπληξε τις πραγματικές οικονομίες λόγω της μείωσης του διεθνούς εμπορίου και των επενδύσεων καθώς περιορίστηκε η πολιτική χορήγησης δανείων από τις τράπεζες. Παρατηρήθηκε λοιπόν, μείωση στους ρυθμούς ανάπτυξης του διεθνούς εμπορίου στις αγορές. Η αλλαγή αυτή προκάλεσε αύξηση των δημοσίων δαπανών, και οδήγησε πολλά

κράτη της ευρωζώνης σε κλονισμό της δημοσιονομικής σταθερότητας. Τρία έτη μετά την εμφάνιση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης καταγράφεται η διαφορετική ταχύτητα εξόδου από αυτήν μεταξύ των εθνικών οικονομικών συστημάτων. Οι αναπτυσσόμενες χώρες της παγκόσμιας φαίνεται ότι επανήλθαν στη γνωστή τροχιά της ταχείας ανάπτυξης. Αντιθέτως, οι περισσότερες χώρες του ανεπτυγμένου Βορρά πασχίζουν να καταστήσουν βιώσιμη την επιτευχθείσα ήπια ανάκαμψη και να την ενισχύσουν. Υπάρχουν, όμως και οι χώρες που έχουν να αντιμετωπίσουν σοβαρά διαρθρωτικά και δημοσιονομικά προβλήματα.

Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, σε συνδυασμό με την ύφεση της πραγματικής οικονομίας, προκάλεσε αυξημένες δημόσιες δαπάνες, οι οποίες με τη σειρά τους κλόνισαν τη δημοσιονομική σταθερότητα σε ορισμένες χώρες της Ευρωζώνης και οδήγησαν σε κρίσεις δημοσίου χρέους. Την βαθύτερη κρίση αντιμετωπίζει η Ελλάδα, η Πορτογαλία και η Ιρλανδία προσπαθούν, με καλύτερα αποτελέσματα, να την αντιμετωπίσουν, ενώ αβέβαιο είναι το μέλλον για την Ισπανία και την Ιταλία. Οι περισσότερες χώρες της Ευρωζώνης χαρακτηρίζονται από σχετικά υψηλό δημόσιο χρέος, το οποίο τις οδήγησε, μετά από μία μεγάλη δημοσιονομική επέκταση το 2009, να επιστρέψουν σταδιακά σε περιοριστικές δημοσιονομικές πολιτικές. Τα οξυτάτα προβλήματα τόσο του δημοσίου όσο και του τραπεζικού τομέα σε ορισμένες περιφερειακές χώρες της Ευρωζώνης κατέδειξαν τις διαχειριστικές και πολιτικές αδυναμίες της κοινής νομισματικής διακυβέρνησης.

Στην Ελλάδα, στην Πορτογαλία και την Ιρλανδία υπήρξε μεγάλη αύξηση των επιτοκίων δανεισμού, με κόστος την έξοδο από τις διεθνείς αγορές και την προσφυγή στον μηχανισμό στήριξης, ώστε να χορηγηθεί δημόσια βοήθεια στα κράτη μέλη της ΟΝΕ από το ΔΝΤ, υπό τον όρο της εφαρμογής δραστικών προγραμμάτων προσαρμογής με διεθνή εποπτεία. Τα έντονα προβλήματα των χωρών και ο κίνδυνος πτώχευσης ορισμένων, έφεραν στην επιφάνεια προβλήματα σε θέματα θεσμών, κανόνων και διαδικασιών που αντιμετωπίζει η Ευρωζώνη. Ωστόσο, παρατηρείται η έλλειψη ενός κεντρικού οργάνου για την διαχείριση κρίσεων των κρατών μελών της Ευρωζώνης, καθώς οι Ευρωπαίοι ηγέτες χαρακτηρίζονται από απειρία στην αντιμετώπιση της κρίσης, την στιγμή που οι οίκοι αξιολόγησης υποβαθμίζουν την πιστοληπτική ικανότητα ολόένα και περισσότερων χωρών της Ευρωζώνης.

Η Ε.Ε αναζητώντας τρόπους δράσης για την αντιμετώπιση της κρίσης, έχει προχωρήσει σε προτάσεις θεσμικών μεταρρυθμίσεων, όπως η δημιουργία Ευρωπαϊκού

Νομισματικού Ταμείου, (αγοράζοντας ομόλογα των μελών της ευρωζώνης ), η συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα στην επίλυση της κρίσης (Private Sector Involvement, PSI), η αναδιάρθρωση χρέους με κούρεμα (haircut), μείωση επιτοκίου ή επέκταση της διάρκειας αποπληρωμής, η έκδοση ευρωομολόγου, (δηλαδή κοινή έκδοση ομολόγου από τις χώρες της ευρωζώνης και όχι από κάθε κράτος-μέλος χωριστά). Η απάντηση στην ύφεση στις περισσότερες χώρες της ευρωζώνης ήταν να επιλεγεί η δημοσιονομική επέκταση και η στήριξη αυτής της επέκτασης από τη μείωση των επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Η επεκτατική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ δεν ήταν απόρροια της ύφεσης. Προκειμένου να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα, πρέπει να υπάρχει δημοσιονομική πειθαρχία, οικονομική συνεργασία και ενιαία οικονομική διακυβέρνηση, σύμφωνα με τις αποφάσεις της 9ης Δεκεμβρίου 2011.

Πριν την έναρξη της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης 2007-2008, οι οίκοι αξιολόγησης εκτιμούσαν θετικά την πιστοληπτική ικανότητα των χωρών της Ευρωζώνης, με αποτέλεσμα πολλά κράτη-μέλη να δανείζονται με χαμηλά επιτόκια. Ωστόσο, όταν η κρίση επεκτάθηκε στην Ευρωζώνη και ήρθαν στο προσκήνιο προβλήματα υπερχρέωσης κρατών, (πιστωτικός κίνδυνος και κίνδυνος χρεοκοπίας μιας χώρας), καθώς τα spreads αυξήθηκαν πολύ. Σημαντικό ρόλο έπαιξε η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας πολλών κρατών-μελών της Ευρωζώνης από τους οίκους αξιολόγησης. Έγινε φανερό ότι οι επενδυτές προτιμούν πιο ασφαλείς τοποθετήσεις, αποφεύγοντας επενδύσεις σε χώρες με χαμηλή αξιολόγηση. Η προσχώρηση της Ελλάδος στην Ευρωζώνη έφερε δικαιώματα και υποχρεώσεις. Ευκαιρίες και κινδύνους. Ο δημόσιος τομέας της Ελλάδας έχει βρεθεί στο επίκεντρο της τρέχουσας αναταραχής.

Είναι φανερό ότι η κρίση δημοσίου χρέους δεν προέκυψε από την ανεπάρκεια του κράτους και την αναποτελεσματικότητά του. Τα κράτη της ευρωζώνης λειτούργησαν στο πλαίσιο του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, σύμφωνα με τη συνθήκη του Μάαστριχτ στις αρχές του 1990. Το περιεχόμενο του Συμφώνου στηριζόταν στο ότι, αν το ευρώ επρόκειτο να γίνει διεθνές αποθεματικό νόμισμα και μέσο πληρωμών, θα έπρεπε η δημοσιονομική πολιτική να έχει συνοχή και να είναι προσαρμοσμένη στην ενιαία νομισματική πολιτική. Τυχόν, αύξηση των δημοσίων ελλειμμάτων και συσσώρευση κρατικού χρέους θα μείωναν τη διεθνή αξία του ευρώ. Το Σύμφωνο Σταθερότητας αποτελεί σημαντικό στοιχείο της προσπάθειας του ευρώ να ανταγωνιστεί το δολάριο.



Η Ελλάδα έχει μεγάλο δημόσιο χρέος και γι' αυτό είχε έντονη ανάγκη αναχρηματοδότησης, ειδικότερα όταν ο προϋπολογισμός εμφανίστηκε ελλειμματικός το 2009. Είναι αλήθεια ότι η ελληνική κυβέρνηση παραποιούσε τα στατιστικά στοιχεία, καθώς επίσης ότι αντιμετώπιζε μεγάλο έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Βέβαια αυτές οι πιέσεις θα μπορούσαν να είχαν αντιμετωπιστεί σχετικά ομαλά αν δεν υπήρχε η κερδοσκοπία στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Και η ίδια κερδοσκοπία όμως θα μπορούσε να είχε αντιμετωπιστεί αποφασιστικά, αν οι αρχές της ευρωζώνης είχαν δείξει διάθεση για την αντιμετώπιση του χρηματοπιστωτικού προβλήματος που είχε αρχίσει να ξεσπάει το 2007-2009.

Η απάντηση στην ύφεση για τις περισσότερες χώρες της ευρωζώνης ήταν να επιλεγεί η δημοσιονομική επέκταση και η στήριξη αυτής της επέκτασης, από τη μείωση των επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Η επεκτατική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ δεν ήταν απόρροια της ύφεσης, αλλά της μείωσης του πληθωρισμού. Όπως όλες οι μεγάλες οικονομικές κρίσεις, έτσι και η πρόσφατη κρίση χρέους και ρευστότητας σε ορισμένες χώρες της Ευρωζώνης λειτούργησαν ως διαδικασία αποκάλυψης μίας σειράς αρρυθμιών, προβλημάτων και κενών του συστήματος και της διακυβέρνησης της ΟΝΕ. Με την κρίση της ευρωζώνης απεκαλύφθησαν:

### **Οι δυσλειτουργίες του ευρωπαϊκού μηχανισμού λήψης αποφάσεων**

Η κρίση έδειξε ότι το σύστημα της ΟΝΕ εμφανίζει τεράστια προβλήματα κατά τη λήψη των αποφάσεων. Δεν ανέπτυξε μία κοινή στρατηγική αντιμετώπισης των συνεπειών της χρηματοπιστωτικής κρίσης και αντέδρασε με σημαντική καθυστέρηση στην αντιμετώπιση της κρίσης χρέους και ρευστότητας της Ελλάδος. Λόγω απουσίας ενός θεσμοθετημένου μηχανισμού διαχείρισης κρίσεων και κατανομής ρόλων, ανεδείχθησαν ως πρωταγωνιστές όλες οι συνιστώσες της ΕΕ: Η ΕΚΤ, οι εθνικές κεντρικές τράπεζες, το Eurogroup, το ECOFIN, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, οι κυβερνήσεις των κρατών μελών της ΟΝΕ, τα εθνικά κοινοβούλια, τα εθνικά πολιτικά κόμματα, οι κοινωνικοί εταίροι, τα κοινωνικά κινήματα, οι τράπεζες, τα ερευνητικά ινστιτούτα, μεμονωμένες προσωπικότητες. Ανάμεσα τους και εκτός Ε.Ε. το ΔΝΤ, οι «οίκοι αξιολόγησης», τα μεγάλα διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, οι κυβερνήσεις μεγάλων χωρών και οι «G20». Όλοι οι παραπάνω εξέφρασαν διαφορετικές απόψεις, χωρίς να υπάρχει μια ομόφωνη απόφαση για την καλύτερη αντιμετώπιση της κρίσης χρέους. Η άφθονη πολιτική ρητορική, η

συνεχής δημοσκόπηση προκάλεσαν ανασφάλεια στις κοινωνίες και στις αγορές και επιδείνωσαν την κατάσταση. Η εμπλοκή του ΔΝΤ στη διαχείριση της ευρωπαϊκής κρίσης και η υιοθέτηση των μεθόδων δανεισμού και εποπτείας του, έδειξε την αδυναμία των χωρών της ΟΝΕ να διαχειρισθούν μόνες τους την κρίση και, χωρίς αμφιβολία, έβλαψε την αξιοπιστία και τη διεθνή εικόνα της ΟΝΕ προκαλώντας ανασφάλεια στις κοινωνίες και στις αγορές.

### **Οι ασάφειες και η ελαστικότητα του κανονιστικού πλαισίου της ΟΝΕ**

Το νομικό πλαίσιο του Ευρωσυστήματος προβλέπει μεταξύ άλλων τη μη ανάληψη υποχρεώσεων χρεωμένων χωρών της ΟΝΕ (άρθρο 125 ΣΛΕΕ, πρώην άρθρο 103 ΣΕΚ) καθώς και την απαγόρευση της άμεσης χρηματοδότησης του δημοσίου τομέα από την ΕΚΤ (άρθρο 123 ΣΛΕΕ, πρώην άρθρο 101 ΣΕΚ). Και οι δύο καταστατικές ρυθμίσεις αποδείχθηκαν αδύναμες (Seidel, 2008). Τα κράτη μέλη και η ΕΕ, βασιζόμενα στη διάταξη περί «έκτακτης ανάγκης» (άρθρο 122 ΣΛΕΕ, πρώην άρθρο 100 ΣΕΚ), χορήγησαν χρηματοδότηση στα δοκιμαζόμενα κράτη μέλη, ενώ η ΕΚΤ παρενέβη στη δευτερογενή αγορά και αγόρασε ομόλογα της Ελλάδος, Πορτογαλίας και Ιρλανδίας.

### **Ο κίνδυνος υπερχείλισης της κρίσης σ' ολόκληρη την ευρωζώνη**

Η Ελληνική κρίση, όπως και αυτή των άλλων χωρών, απέδειξε ότι μία σοβαρή εθνική διαταραχή εμπεριέχει κινδύνους για όλες τις χώρες της ΟΝΕ και θέτει σε δοκιμασία το σύνολο της ευρωζώνης. Η κρίση χρέους σε μία χώρα μπορεί να μεταδοθεί και σε άλλες. Επίσης, σχέσεις αλληλεξάρτησης υπάρχουν και μεταξύ των χωρών σε κρίση. Έτσι, ισπανικές τράπεζες έχουν χορηγήσει υψηλά δάνεια (περίπου 80 δις ευρώ) στην Πορτογαλία, ενώ πορτογαλικές τράπεζες κατέχουν ελληνικό δημόσιο και ιδιωτικό χρέος (περίπου 10 δις ευρώ). Από μία στάση πληρωμών ή από μία περικοπή (haircut) των οφειλομένων θα κινδύνευαν με κατάρρευση ή θα αντιμετώπιζαν σοβαρά προβλήματα ρευστότητας πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα άλλων χωρών, με αποτέλεσμα την εκ νέου παρέμβαση των κυβερνήσεων τους για διάσωση. Επιπρόσθετα, η χορήγηση δημόσιων δανείων για στήριξη των χωρών της περιφέρειας, η οποία γίνεται με νέα δάνεια από τις αγορές, ανεβάζει το συνολικό χρέος και τα ελλείμματα και των χωρών του Βορρά, με κινδύνους και για τη δική τους μακροχρόνια πιστοληπτική ικανότητα. Τέλος, η κρίση επηρεάζει την εικόνα και τη συνοχή της ευρωζώνης και μπορεί να προκαλέσει, βραχυπροθέσμως, κρίση του ευρώ (π.χ. μεγάλη υποτίμηση) και φυγή

κεφαλαίων από την ευρωζώνη. Όσο πιο βαθιά η κρίση αυτή, τόσο μεγαλύτερα τα κόστη για όλους.

### **Οι υπερβολικές αντιδράσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών και των οίκων αξιολόγησης**

Σε περιόδους κρίσεων παρατηρείται μία μεγάλη αύξηση των επιτοκίων δανεισμού καθώς και μια πτώση των τιμών των ομολόγων τους στις δευτερογενείς αγορές. Επίσης, μειώνεται η ιδιωτική χρηματοδότηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων, εντείνοντας έτσι το πρόβλημα ρευστότητας και κατ' επέκταση της ύφεσης στις χώρες της περιφέρειας. Ιδιαίτερα αρνητικός αποδείχθηκε ο ρόλος των «οίκων αξιολόγησης», οι βαθμολογίες και οι προβλέψεις τους που επηρεάζουν τη συμπεριφορά των αγορών. Οι υπερβολικά θετικές αξιολογήσεις των χωρών της κρίσης, μετετράπησαν σε υπερβολικά αρνητικές, προκαλώντας ερωτηματικά για την αξιοπιστία και την διαφάνεια των οίκων.

Η οικονομική κρίση, η οποία, αν και εκδηλώθηκε αρχικά στις Ηνωμένες Πολιτείες με επίκεντρο τις τραπεζικές επισφάλειες και ειδικότερα την αδυναμία εξυπηρέτησης των στεγαστικών δανείων, σύντομα έλαβε διαστάσεις επιδημίας. Η χρηματοπιστωτική κρίση επεκτάθηκε ταχύτατα στις αναπτυσσόμενες χώρες και στη συνέχεια σε ολόκληρο τον κόσμο, με δραματικές επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα και τις επιχειρήσεις.

Χαρακτηριστικά θα πρέπει να αναφερθεί η ταυτόχρονη συνύπαρξη των ακόλουθων τριών παραγόντων που οδήγησαν την αμερικάνικη οικονομία σε κρίση. Η φούσκα στις τιμές των ακινήτων σε πολλές περιοχές των ΗΠΑ, η οποία διευκόλυνε την υπέρ-κατανάλωση, με αποτέλεσμα την υπέρ-θέρμανση της οικονομίας και την αύξηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών, όπως πολλές φορές συμβαίνει σε παρόμοιες κρίσεις. Η ραγδαία εξάπλωση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου, από 9% των συνολικών στεγαστικών το 2003 σε 24% το 2007, δηλαδή μια αχαλίνωτη πιστωτική επέκταση σε κατηγορίες νοικοκυριών που υπό κανονικές συνθήκες δεν θα έπρεπε να έχουν δανειοδοτηθεί. Οι τράπεζες παρείχαν δάνεια με μόνη εγγύηση την αναμενόμενη αύξηση στην τιμή της κατοικίας, ενώ διευκόλυναν τα νοικοκυριά με ελκυστικά χαμηλά επιτόκια στα πρώτα χρόνια, τα οποία όμως θα αναπροσαρμόζονταν στη συνέχεια. Πολλές φορές οι τράπεζες αναλάμβαναν να πληρώσουν το δάνειο του νοικοκυριού από άλλη τράπεζα, επειδή το νοικοκυριό είχε πρόβλημα αποπληρωμής. Η μεταφορά του ρίσκου από τους ισολογισμούς των τραπεζών στο κοινό και τους επενδυτές μέσω τιτλοποιήσεων, πολλοί από τους οποίους αγνοούσαν το ύψος του κινδύνου και υπήρξαν επιρρεπείς στις τότε υψηλές αποδόσεις. Η μεταφορά αυτή του ρίσκου επέτρεπε στις

τράπεζες να δανείζουν άφοβα σε μη φερέγγυους δανειολήπτες και στη συνέχεια να αποκτούν ρευστότητα για επιπλέον δανειοδοτήσεις, χωρίς να χρειάζεται να βρουν νέους καταθέτες.

Στην Παγκόσμια Οικονομία, όταν πρωτοεμφανίστηκε η κρίση πολλοί αναλυτές πίστεψαν ότι πρόκειται για ένα τοπικό πρόβλημα που θα ξεπεραστεί γρήγορα. Η οικονομία των Η.Π.Α. γνώριζε σημαντική οικονομική άνθιση στο δεύτερο μισό της δεκαετίας του '90 η οποία συνοδεύτηκε από ισχυρή οικοδόμηση νέων κατοικιών. Η κατάσταση αυτή συνεχίστηκε και μετά το 2001 και ως το 2007. Οι τράπεζες επιδίδονταν την τρέχουσα δεκαετία σε μια πρωτοφανή σύναψη επισφαλών δανείων, πολλά από τα οποία ήταν τα λεγόμενα "no income, no job, no assets loans" ή εν συντομία *ninja loans*. Τα δάνεια είχαν χαρακτηριστικά δυσνόητα στο ευρύ κοινό, με χαμηλό αρχικό επιτόκιο αλλά γρήγορα αυξανόμενο, και τελικά ως και διπλάσιο του αρχικού. Η ευθύνη για την δανειοδότηση με ψευδή στοιχεία βαρύνει σε πολύ μεγάλο βαθμό τις τράπεζες, γεγονός αυταπόδεικτο για τα χαρακτηριστικά των δυτικών οικονομιών.

Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η κρίση μεταφέρεται με σφοδρότητα στην πραγματική οικονομία, με αποτέλεσμα την ύφεση και την πτώση της απασχόλησης. Η αντίδραση των χωρών ήταν άμεση σ' ό,τι αφορά στη λήψη μέτρων για την αντιμετώπιση της κρίσης. Τα μέτρα αυτά, αν και διέφεραν από χώρα σε χώρα, ωστόσο είχαν έναν κοινό στόχο, τη βελτίωση της ρευστότητας, την κινητοποίηση των επενδύσεων με σκοπό την αναθέρμανση της οικονομίας και τη συγκράτηση της απασχόλησης.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, το σχέδιο για την αντιμετώπιση της κρίσης, τη στήριξη και την ανάκαμψη της οικονομίας κατατέθηκε το Δεκέμβριο του 2008. Η ανάπτυξη κοινών στρατηγικών σε συνδυασμό με την προώθηση των μακροπρόθεσμων στόχων της Ευρωπαϊκής Ένωσης ήταν το βασικό χαρακτηριστικό αυτού του σχεδίου. Στόχος είναι η τόνωση της αγοράς και η λήψη μέτρων για τη στήριξη των επιχειρήσεων και της απασχόλησης. Οι βασικοί άξονες για την αντιμετώπιση της κρίσης είναι η εισαγωγή ρευστότητας στην οικονομία ώστε να τονωθεί η ζήτηση και η προώθηση των επενδύσεων με μακροπρόθεσμο στόχο την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της Ευρώπης, πάντα όμως λαμβάνοντας υπόψη τους περιορισμούς του Συμφώνου Σταθερότητας, το οποίο δίνει έμφαση στη δημοσιονομική πειθαρχία και τη νομισματική σταθερότητα.

Σε μια εποχή που η ελληνική κρίση έχει πυροδοτήσει μια κρίση εμπιστοσύνης σε ολόκληρη την ευρωζώνη οι χώρες επιχειρούν να την περιορίσουν με αυστηρά μέτρα περιορισμού των ελλειμμάτων στη χώρα μας, όπου βρίσκεται και η καρδιά της νέας (δημοσιονομικής) φάσης της ευρωπαϊκής κρίσης. Κανείς, ούτε οι καταναλωτές, ούτε οι επιχειρήσεις, ούτε οι εξειδικευμένοι διεθνείς αναλυτές μπορούν να προβλέψουν με βεβαιότητα τη διάρκεια της εγχώριας κρίσης. Η κρίση της ελληνικής οικονομίας συνδέεται εν μέρει με την κρίση της στρατηγικής του ευρώ. Παρά την αρχική αναισιολόγητη αισιοδοξία, οι οικονομικές εξελίξεις στις διεθνείς χρηματαγορές έπληξαν τον πυρήνα του ευρώ και οδήγησαν σε κρίση. Η συμβίωση χωρών με διαφορετικά επίπεδα ανάπτυξης κάτω από τη «στέγη» του ίδιου νομίσματος οδήγησε σε πολύ διαφορετικούς ρυθμούς μεγέθυνσης και κερδοφορίας. Η ταχεία ανάπτυξη στις χώρες της «περιφέρειας» και η σχετική στασιμότητα του «κέντρου» μείωσε δραστικά την αναπτυξιακή «ψαλίδα» μεταξύ τους. Την ίδια στιγμή, οι υψηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης στις πρώτες συνοδεύτηκαν τόσο από ραγδαία μείωση στο κόστος του εγχώριου δανεισμού όσο και από εισροή ξένων «αποταμιεύσεων», γεγονός που δημιούργησε τις προϋποθέσεις για την εμφάνιση σταθερών πλεονασμάτων στο ισοζύγιο των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών. Παρά την αρχική αμηχανία και τις άστοχες αμφιταλαντεύσεις, η κρίση αντιμετωπίζεται ως αφορμή για την ενίσχυση των νεοφιλελεύθερων στρατηγικών που συνδέονται με το σχέδιο του ευρώ

Για πρώτη φορά από την παγκόσμια οικονομική κρίση της δεκαετίας του '30 ο παραγόμενος πλούτος σε ολόκληρο τον κόσμο (παγκόσμιο ΑΕΠ) μειώθηκε. Η συγχρονία της ύφεσης στις ανεπτυγμένες καπιταλιστικές χώρες, αλλά και στις «αναπτυσσόμενες» χώρες ή στις χώρες που είναι «στο κατώφλι» της ανάπτυξης, σημαδεύει αυτή την κρίση του αιώνα μας ως την πρώτη παγκόσμια κρίση στην πολυσυζητημένη «εποχή της παγκοσμιοποίησης». Η πτώση των χρηματιστηρίων σε παγκόσμιο επίπεδο οδηγεί σε μείωση των επενδύσεων, αδυναμία εκτέλεσης κρατικών και επιχειρησιακών προϋπολογισμών, διόγκωση των ελλειμμάτων και μείωση του ρυθμού ανάπτυξης. Οι κεντρικές τράπεζες έλαβαν μέτρα προς δύο βασικές κατευθύνσεις: την ενίσχυση της ρευστότητας και την ενίσχυση της οικονομίας μέσω της νομισματικής πολιτικής.

Ο ρόλος των άλλων εποπτικών αρχών και των κυβερνήσεων επίσης μετασχηματίζεται. Κύριοι στόχοι είναι η διατήρηση της κεφαλαιακής επάρκειας, η επιβολή των κανονισμών σε αυστηρότερο πλαίσιο και η ενδυνάμωση των υπό

κατάρρευση μεγάλων επιχειρήσεων μέσω δανειοδότησης. Τα κράτη της ΕΕ. δεν τοποθετούνται στο περιθώριο της κρίσης, αλλά συνιστούν ένα από τα κέντρα της.

Ως συνέπεια της κρίσης, το κοινωνικό τοπίο υφίσταται μια θεμελιώδη αλλαγή. με διαφορετικές διαστάσεις. Ιδίως στην Ιρλανδία, τη Μεγάλη Βρετανία και την Ισπανία, η έκρηξη της κερδοσκοπικής φούσκας στην αγορά ακινήτων οδήγησε σε μια πελώρια καταστροφή κεφαλαίων. Ενώ στην Ισπανία, εξαιτίας της προηγούμενης γιγάντιας επέκτασης του κατασκευαστικού τομέα, το φαινόμενο αυτό οδήγησε σε μια άνευ προηγούμενου έκρηξη της ανεργίας, ενώ στις αγγλοσαξονικές χώρες οδήγησε σε μια σχεδόν πλήρη κατάρρευση του ιδιωτικού χρηματοπιστωτικού τομέα, η οποία μπορούσε να αντιμετωπιστεί μόνο με εκτεταμένες μερικές εθνικοποιήσεις. Η Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη απειλήθηκε από ένα σενάριο «χρεοκοπίας των κρατών». Στις σκανδιναβικές χώρες, το ειδικό βάρος που διατηρεί ακόμη το κράτος πρόνοιας, με τις «δομικές εξισορροπήσεις» του, κρατά περιορισμένη την οικονομική υποχώρηση. Στον αντίποδα η Γερμανία βρίσκεται στο επίκεντρο της κρίσης, λόγω του ηγετικού οικονομικού της ρόλου, επειδή η εξαγωγική βιομηχανία της κλονίζεται με την υποχώρηση του παγκόσμιου εμπορίου.

Η Ευρώπη παρέμεινε εκτεθειμένη και παγιδευμένη από τους παίκτες των χρηματοοικονομικών αγορών και τις νεοφιλελεύθερες οικονομικές πολιτικές. Συνεπώς, στράφηκε εκ των πραγμάτων κατά την προσωπική της φιλοδοξία να υιοθετήσει το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Μοντέλο και να εξισώσει τις τοπικές ανισότητες. Το χάσμα Ανατολής-Δύσης, όπως επίσης και το χάσμα Βορρά-Νότου, είναι εντονότερο ήταν τουλάχιστον πιο προφανές σήμερα απ' ό,τι τα έτη 2004/2005. Η διαδικασία της νεοπεριθωριοποίησης που πραγματοποιήθηκε από τον γερμανικά κινούμενο ορδοφιλελευθερισμό προκάλεσε εθνική αντίσταση και οδήγησε σε μια περαιτέρω και οξεία μείωση της κοινωνικής εμπιστοσύνης τόσο στους εθνικούς, όσο και στους ευρωπαϊκούς θεσμούς.

Η πραγματικότητα της κρίσης αναδεικνύει το χάσμα μεταξύ Βορρά και Νότου της ηπείρου το οποίο βαθαίνει, αφενός ως αποτέλεσμα της κυρίαρχης θέσης του γερμανικού κεφαλαίου σε σύγκριση με τα κράτη της ευρωπαϊκής περιφέρειας και αφετέρου ως συνέπεια του διαφορετικού επιπέδου δημόσιου χρέους και πιστοληπτικής ικανότητας των διαφόρων χωρών. Για πρώτη φορά από την εισαγωγή του ευρώ, ομολογιακά δάνεια από την Ελλάδα, την Ιρλανδία, την Ισπανία, την Ιταλία και την Πορτογαλία επιβαρύνθηκαν με επιπλέον χρεώσεις λόγω του κινδύνου που αντιπροσωπεύουν και το

κοινό νόμισμα διατρέχει κίνδυνο. Ακόμη και η Γαλλία πρέπει να πληρώνει περισσότερα για τα κρατικά της ομόλογα απ' ό,τι η Γερμανία. Αν ένα από τα κράτη-μέλη αντιμετωπίσει εκτεταμένα προβλήματα με το ισοζύγιο πληρωμών του, θα έχει γίνει ένα επιπλέον βήμα προς την καταστροφή της νομισματικής ένωσης γενικότερα. Η αδυναμία εξόφλησης των χρεών ενός κράτους απέχει μόνο ένα βήμα από την αποχώρηση από τη δομή του ευρώ και την κατάρρευση της νομισματικής ένωσης.

Στην Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αυτοί οι φόβοι κρύφτηκαν κάτω από το χαλί. Σε μια τέτοια περίπτωση όχι μόνο θα έπρεπε να αναληφθούν υπέρογκα οικονομικά βάρη, επειδή το δημόσιο χρέος αποτιμάται σε ευρώ και θα υπήρχε αύξηση της αξίας τους (λόγω της υποτίμησης του εθνικού νομίσματος), αλλά επίσης μια αποχώρηση από την Ευρωζώνη θα ακολουθούσε την έξοδο από την ΕΕ. Πρόκειται για τεράστιο πολιτικό πρόβλημα που καμία χώρα δεν θα μπορούσε να χειριστεί. Κι όμως, οι επιπρόσθετες χρεώσεις των κρατικών ομολόγων ορισμένων χωρών λόγω του υποκείμενου κινδύνου δείχνουν ότι οι αγορές μετρούν διαφορετικά τις οικονομικές δυνατότητες των κρατών-μελών. Σύμπτωμα αυτής της τάσης είναι τα spread. Τα κράτη-μέλη διαφέρουν μεταξύ τους ως προς την ανταγωνιστική ικανότητά τους. Αυτό καθιστά δυσκολότερο για την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα να προωθήσει μια τυποποιημένη δημοσιονομική πολιτική, διότι τα οικονομικά περιθώρια αποκλίνουν προς διάφορες κατευθύνσεις. Απαιτείται περισσότερη συνεργασία όσον αφορά την οικονομική πολιτική ανάμεσα στα κράτη της ΕΕ, αλλιώς η σταθερότητα της νομισματικής ζώνης ίσως διατρέξει κίνδυνο.

Η κρίση στην Ευρώπη μετατράπηκε από μια δημοσιονομική κρίση χρέους σε μια κρίση της Ευρωζώνης και σύντομα στην περίπλοκη κοινωνική και πολιτική κρίση της οποίας το τέλος και οι συνέπειες δεν είναι ακόμη προβλέψιμες. Η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση χτύπησε την ΕΕ σε μια στιγμή αυξανόμενης διαφορετικότητας, αποπροσανατολισμού και τοπικών ανισοτήτων, όταν η ενιαία αγορά δεν ήταν ισορροπημένη και συνδυασμένη με κοινές οικονομικές πολιτικές. Υποφέροντας από έλλειμμα νομιμοποιημένης και υπεύθυνης υπερεθνικής κυβέρνησης, ικανής ηγεσίας και ικανότητες διαχείρισης κρίσεων, η ΕΕ βρίσκεται σε μια φάση αυτοκαταστροφής.

Αυτό που απαιτείται είναι τα μέτρα πρόληψης της κρίσης, όπως η έγκαιρη –και ομολογουμένως περιορισμένη– στήριξη του προϋπολογισμού, αντί για μέτρα ανακούφισης, της τελευταίας στιγμής. Αυτή η ανακούφιση ακολουθεί ακριβώς τη λογική που υποστηρίζει την πολιτική του ΔΝΤ (η οποία αύξησε το δανεισμό των χωρών που προαναφέρθηκαν): προϋπόθεση για τη λήψη κεφαλαίων είναι οι μαζικές περικοπές στις

δημόσιες δαπάνες (μείωση μισθών και ημερομισθίων, μείωση των θέσεων εργασίας στο δημόσιο τομέα), κάτι που με τη σειρά του προκαλεί αποπληθωριστικά φαινόμενα.

Η Ευρώπη είναι ένα περίπλοκο σύστημα που απαιτεί την ταυτοποίηση νέων τρόπων και μεθόδων. Υπεραπλοποιημένες, μονόπλευρες και επιφανειακές «λύσεις», όπως περισσότερα μέτρα λιτότητας, τροποποιήσεις των συνθηκών ή η εισαγωγή νέων δημοσιονομικών πολιτικών, δεν θα είναι σε θέση να λειτουργήσουν ως πραγματικές θεραπείες αλλά μπορεί αντιθέτως να επιδεινώσουν περαιτέρω και να επιταχύνουν την ήδη τρομαχτικά γρήγορη καθοδική πορεία.

Τον τελευταίο χρόνο εμφανίζεται ικανοποιητική πρόοδος στην αντιμετώπιση της κρίσης από τις Ευρωπαϊκές χώρες. Η προσπάθεια και η συγχρονισμένη φιλοδοξία να συνεχιστεί το ευρωπαϊκό οικοδόμημα εξαρτάται άμεσα από την ικανότητα των ευρωπαϊκών δημοκρατιών, των κοινωνικών οικονομικών και πολιτικών δρώντων να συμφωνήσουν για το ευρωπαϊκό δημόσιο συμφέρον, να επαναπροσδιορίσουν το πεδίο δράσης, την ταχύτητα και τη μέθοδο της ολοκλήρωσης. Στις 10.12.2013 η γενική διευθύντρια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, μιλώντας σε επιτροπή του ευρωπαϊκού κοινοβουλίου, ζήτησε από τους Ευρωπαίους να εφαρμόσουν τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις, κυρίως αυτές που αφορούν την τραπεζική ένωση, καλώντας κυρίως την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) να αφήσει για καιρό ακόμα το βασικό της επιτόκιο σε χαμηλό επίπεδο και να καταπολεμήσει την επιβράδυνση του πληθωρισμού. Η τραπεζική ένωση «παραμένει μια προτεραιότητα», την ώρα που οι υπουργοί Οικονομικών της ΕΕ διαπραγματεύονται για τον μηχανισμό που θα αναλάβει να καθορίσει την τύχη των προβληματικών τραπεζών της ευρωζώνης προς μια τραπεζική ένωση με ενιαίο μηχανισμό επιτήρησης και έναν ενιαίο μηχανισμό εκκαθάρισης των τραπεζών που θα διαθέτουν ένα κοινό δίκτυο ασφαλείας σε ένα σύστημα απλό, αποτελεσματικό, δίκαιο και όσο το δυνατόν πιο προβλέψιμο.

#### **2.4. Αναγκαιότητα πιστοληπτικής ικανότητας**

Οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι στενά συνδεδεμένες μεταξύ τους. Η κάμψη στην αγορά μιας χώρας επηρεάζει την οικονομία των άλλων χωρών. Αυτό μπορεί να γίνει αντιληπτό και από τις τελευταίες εξελίξεις στην Ελλάδα όπου η Ελληνική- Ιρλανδική και Πορτογαλική κρίση επηρεάζει άμεσα την πορεία του ευρώ.



Για να αντιμετωπιστούν όλα αυτά τα ζητήματα η Επιτροπή έθεσε σαν στόχο την βελτίωση της διαφάνειας των πρακτικών διαχείρισης κινδύνου και της αποτίμησης των χρηματοπιστωτικών μέσων . Η οικονομική κρίση του 2008 και η απουσία εθνικών κανονισμών ώθησαν την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να θεσπίσει κοινούς κανόνες για να ρυθμίσει καλύτερα τις δραστηριότητες των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Έτσι έγινε επιτακτική η ανάγκη βελτίωσης της ικανότητας εντοπισμού κινδύνων στις χρηματοοικονομικές αγορές με την εξεύρεση πιο ικανοποιητικών μεθόδων αποτίμησης των κινητών αξιών , διασφαλίζοντας ότι οι μη τραπεζικοί επενδυτές διαχειρίζονται σωστά τους κινδύνους τους και διερευνούν τον ρόλο των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης στην τελευταία κρίση.

Συνεπώς, προτού προχωρήσει η μελέτη, κρίνεται σκόπιμο να ορίσουμε τι εννοούμε λέγοντας πιστοληπτική ικανότητα. Η πιστοληπτική ικανότητα είναι η αξιοπιστία μιας επιχείρησης ή ακόμα και μιας χώρας στην αποπληρωμή των χρεών της. Η πιστοληπτική ικανότητα αποκαλύπτει στον δανειστή ή τον επενδυτή την δυνατότητα του δανειολήπτη να ανταποκριθεί στις δανειακές του υποχρεώσεις χωρίς οικονομικό κίνδυνο.

Τα τελευταία χρόνια, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμοποιούνται για την προσαρμογή των απαιτούμενων εγγυήσεων για την έκδοση ενός δανείου. Μια χαμηλή αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας δείχνει υψηλό κίνδυνο ενός δανείου, οδηγώντας την αγορά σε υψηλά επιτόκια ή σε άρνηση χορήγησης δανείου από τον πιστωτή ενώ, όσο καλύτερη είναι η πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη, τόσο πιο πιθανό είναι ένα άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα να επεκτείνει την πίστωση του.

Η πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας ή μιας χώρας, αποτελεί οικονομικό δείκτη για τους επενδυτές των χρεογράφων που εκδίδει, καθώς και τα εμπορικά ομόλογα της. Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των εταιρειών, και των χωρών έχουν ανατεθεί σε διάφορους οίκους αξιολόγησης, με τους τρεις μεγαλύτερους να είναι η Moody's, η Standard & Poor's (S&P) και η Fitch.

Οι οίκοι αξιολόγησης είναι σημαντικοί για τους επενδυτές, τις τράπεζες και τις κυβερνήσεις , καθώς παρακολουθούν τις εξελίξεις (monitoring) και παράλληλα αξιολογούν και διαβαθμίζουν (rating) την πιστοληπτική αξιοπιστία ενός Δημοσίου ή ενός Ιδιωτικού φορέα που προχωρά στην έκδοση χρεογράφων (Κρατικά ή Εταιρικά Ομόλογα). Επίσης, προσφέρουν πληροφορίες σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο που

κρύβουν οι προσδοκώμενες επενδύσεις εκδίδοντας τις αντίστοιχες αξιολογήσεις. Έτσι, ανάλογα με τις εξελίξεις ένας οίκος αξιολόγησης αναβαθμίζει ή υποβαθμίζει την πιστοληπτική αξιοπιστία ενός εκδότη ομολόγων, γεγονός που έχει άμεση επίπτωση στο ύψος των επιτοκίων δανεισμού.

## **2.5. Παράγοντες που επηρεάζουν την πιστοληπτική ικανότητα**

Οι κύριοι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη είναι:

- Το μακροοικονομικό περιβάλλον (ΑΕΠ, Έλλειμμα, Πληθωρισμός, Ανεργία) ➤ Η διαθεσιμότητα των περιουσιακών στοιχείων καθώς και οι εναλλακτικοί τρόποι χρηματοδότησης του Δημόσιου Τομέα
- Η διάρθρωση και ρευστότητα του εγχώριου Τραπεζοασφαλιστικού Τομέα
- Η ανταγωνιστικότητα της παγκόσμιας οικονομίας
- Το ισοζύγιο πληρωμών και η ιστορική αξιοπιστία των προβλέψεων ➤ Οι προβλέψεις για την μελλοντική Καταναλωτική και Αποταμιευτική συμπεριφορά μιας οικονομίας
- Ιστορική διακύμανση επιτοκίων αποπληρωμής των δανείων
- Οι πολιτικές εξελίξεις (political risk) της κάθε χώρας
- Οι εξωγενείς εξελίξεις και παράγοντες που διαμορφώνουν το ρίσκο (market risk και systemic risk)

Η πιστοληπτική διαβάθμιση αντιστοιχεί στην πιστοληπτική αξιοπιστία μιας επιχείρησης ή μιας οικονομίας στο σύνολο. Τα επιτόκια εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από το ρίσκο που συνεπάγεται η συγκεκριμένη επένδυση. Έτσι, ένα ομόλογο χαμηλής διαβάθμισης έχει υψηλό επιτόκιο (απόδοση), προκειμένου να προσελκύσει αγοραστές καθώς αποτελεί επισφαλής επένδυση. Αντίθετα, ένα ομόλογο υψηλής διαβάθμισης προσφέρει μικρότερο επιτόκιο, καθώς η επένδυση θεωρείται πολύ χαμηλού ρίσκου και οι αγοραστές είναι εύκολο να βρεθούν.

## **Κεφάλαιο 3<sup>ο</sup>: Οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας**

### **3.1. Οίκοι αξιολόγησης και ιστορική αναδρομή**

Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας επιχειρήσεων και κρατών έχουν αποκτήσει ιδιαίτερη σημασία διεθνώς τις δύο τελευταίες δεκαετίες. Σ' αυτό συνέβαλε 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 19ου 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 δανειζομένων (ιδιωτών, επιχειρήσεων, κρατών), καθώς επίσης τα ομόλογα και τα χρεόγραφα που εκδίδουν οι δανειζόμενοι παρέχουν έγκυρες πληροφορίες υπέρ των ενδιαφερομένων, 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 AAA και ανήκει στο Τζον Μούντι. Οι σημαντικότεροι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι οι: Moody's, Standard & Poor's και ο Fitch Ratings.

### **Ιστορική αναδρομή**

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 χρηματοδοτηθεί – ακόμη κι αν υπήρχε κρατική υποστήριξη. Για το λόγο αυτό

χρηματοδοτήθηκαν μεγάλα προγράμματα, όπως το σιδηροδρομικό δίκτυο, μέσω μετοχών 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, ακολουθήσε 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 (S&P) με την ένωση της εταιρίας Poor's Publishing Company και της Standard Statistics Company, όπου στη συνέχεια απορροφάται 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 βασίζονταν 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 αθέτησης της υποθήκης, αυξήθηκαν ενώ οι αρχικές αξιολογήσεις έδειχναν υπερβολικά αισιόδοξες. Οι τιμές μειώνονταν και η αβεβαιότητα των ευρέως διαδεδομένων τίτλων, συνέβαλε 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 προκειμένου ν' αποκτήσουν βαθμολογία για την αξιοπιστία των χρηματοπιστωτικών προϊόντων τους. Αυτές οι τρεις εταιρίες παίζουν τον πιο καταλυτικό ρόλο στις διεθνείς χρηματαγορές λόγω του συνολικού μεριδίου αγοράς που

κατέχουν καθώς και τον τύπο 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 είναι: 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.

### **3.2. Οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι και η αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας**

Οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης Moody's, Fitch και S&P, έγιναν ιδιαίτερα γνωστές στη χώρα μας για το ρόλο τους στην ελληνική κρίση. Πρόκειται για αμερικανικές εταιρείες, οι οποίες διαβαθμίζουν την πιστοληπτική ικανότητα κρατών και επιχειρήσεων που εκδίδουν χρεόγραφα (π.χ. ομολογιακά δάνεια) , με στόχο την άντληση κεφαλαίων από τις αγορές. Οι εταιρείες αυτές διαθέτουν μοντέλα και μηχανισμούς αξιολόγησης ομολόγων με βάση κυρίως τις προοπτικές της κάθε χώρας. Οι τρεις αυτοί οίκοι κατέχουν το μεγαλύτερο μερίδιο στην παγκόσμια αγορά πιστοληπτικής αξιολόγησης, ελέγχοντας πάνω από το 95% της παγκόσμιας οικονομίας.

Η αξιολόγηση (rating) που παρέχουν στις επιχειρήσεις και τα κράτη δείχνει, ότι όσο υψηλότερη είναι η βαθμολογία αυτή, τόσο και πιο ασφαλής θεωρείται η επένδυση. Οι οργανισμοί αξιολόγησης χωρίζονται σε δύο κατηγορίες: (i) τους αναγνωρισμένους οίκους και (ii) τους μη αναγνωρισμένους. Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται οι οίκοι που έχουν αναγνωριστεί από τις εποπτικές αρχές κάθε χώρας και κατέχουν τη προδιαγραφή NRSRO. Στις Ηνωμένες Πολιτείες οι πιο μεγάλοι οίκοι που έχουν αναγνωριστεί από την επιτροπή ασφάλειας κεφαλαιαγοράς (Security and Exchange

Commission), οι ήδη γνωστοί οίκοι αξιολόγησης επιχειρήσεων και κρατών: Moody's Investors Service, Standard & Poor's, Fitch Ratings.

### 3.2.1. Moody's

Η Moody's αποτελεί βασικό στοιχείο των παγκόσμιων κεφαλαιοαγορών. Η Moody' Investors Service είναι θυγατρική εταιρεία του οργανισμού Moody's Corporation, η οποία παρέχει υπηρεσίες αξιολόγησης, έρευνας και ανάλυσης οικονομικών κινδύνων για ένα μεγάλο αριθμό σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων στις παγκόσμιες αγορές. Η Moody' s απασχολεί περίπου 7.000 άτομα σε όλο τον κόσμο και διατηρεί γραφεία σε 29 χώρες.

Το 2012, η Moody's δημοσίευσε τζίρο εργασιών 2,7 τρις δολάρια από τις υπηρεσίες των αξιολογήσεων της. Η εταιρεία κατέχει την πιστοληπτική ικανότητα των δανειοληπτών που μετρά την αναμενόμενη ζημιά των επενδυτών σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων των επενδυτών. Στην Moody's Investors Service οι αξιολογήσεις των τίτλων του συστήματος αποδίδονται με βαθμολογία από AAA σε C, με AAA να είναι η υψηλότερη ποιότητα και C η χαμηλότερη.

*Ο πρώτος ορισμός που δόθηκε για τις επιχειρήσεις με βαθμολογία AAA είναι ο εξής: Τα ομόλογα και τα αποθέματα στα οποία δίνεται αυτή η διαβάθμιση , θεωρείται ως η υψηλότερη κατηγορία, όσον αφορά την ασφάλεια και τη γενική μετατρεψιμότητα. Όλες αυτές οι εκδόσεις εξαρτώνται από τις τιμές τους στις τρέχουσες αγορές και δεν μπορούν να επηρεαστούν από τις οικονομικές δυνατότητες των σιδηροδρόμων.*

Η εταιρεία Moody's έχει κάνει την εμφάνιση της στον χρηματοπιστωτικό χώρο για περισσότερο από εκατό χρόνια. Ιδρύθηκε το 1900 με την επωνυμία John Moody & Company από τον John Moody (1868-1958), με κύριο αντικείμενο την δημοσιοποίηση πιστωτικών εκτιμήσεων και την παροχή επενδυτικών συμβουλών. Έτσι, την ίδια χρονιά ο John Moody εξέδωσε το εγχειρίδιο "Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities". Το εγχειρίδιο αυτό παρείχε πληροφορίες για μετοχές και ομόλογα οικονομικών οργανισμών, κυβερνητικών υπηρεσιών, βιομηχανιών και επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας, προκειμένου να προσαρμόζονται στις ανάγκες τις αγορές.

Το 1909 η εταιρεία προχώρησε στην έκδοση ενός ακόμα εγχειριδίου με το τίτλο «Moody's Analysis of Railroad Investments» σημειώνοντας μεγάλη επιτυχία. Το εγχειρίδιο αυτό περιλάμβανε αναλύσεις για τις σιδηροδρομικές εταιρείες και τα

κυκλοφορούντα χρεόγραφα τους, καταγράφοντας παράλληλα συμπεράσματα και αξιολογήσεις για τη σχετική ποιότητα επένδυσης σε αυτά. Η αξιολόγηση αυτή εκφράσθηκε χρησιμοποιώντας ως σύμβολα τα γράμματα, η χρήση των οποίων υιοθετήθηκε από τα τέλη του 19ου αιώνα. Η Moody's λοιπόν με την ανάλυση μετοχών και ομολόγων των Αμερικανικών Σιδηροδρόμων, έγινε η πρώτη εταιρεία αξιολόγησης χρεογράφων της αγοράς.

Το 1913 διεύρυνε τη βάση των εταιρειών που αξιολογούσε, επεκτείνοντας την ανάλυσή της σε βιομηχανικές εταιρείες και εταιρείες κοινής ωφέλειας. Έτσι με το χρόνο οι αξιολογήσεις της έγιναν σημαντικός παράγοντας στην αγορά ομολόγων. Την πρώτη Ιουλίου 1914 δημιουργείται η Moody's Investors Service. Την ίδια χρονιά, η εταιρεία ξεκινά την αξιολόγηση ομολόγων που εκδίδουν αμερικανικές πόλεις και δημοτικές αρχές. Το 1924, οι αξιολογήσεις της Moody's καλύπτουν σχεδόν το 100% της αμερικανικής αγοράς ομολόγων, παρέχοντας στους επενδυτές αξιόπιστες αξιολογήσεις με σκοπό τη ορθότερη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου.

Το 1962 η Dun & Bradstreet εξαγοράζει την Moody's Investors Service. Έτσι δύο στενά συνδεδεμένοι τομείς, αυτοί της ανάλυσης πληροφοριών και της αξιολόγησης ομολόγων βρίσκονται κάτω από την ίδια εταιρική στέγη, αν και μέχρι σήμερα λειτουργούν σαν ανεξάρτητοι οργανισμοί. Την δεκαετία του '70, η εταιρεία γίνεται επίσημα αναγνωρισμένος επενδυτικός σύμβουλος και αποκτά την προδιαγραφή NRSRO, από τις ΗΠΑ (Securities and Exchange Commission). Η εταιρεία επεκτάθηκε στις αγορές των βραχυπρόθεσμων αξιόγραφων εμπορικών συναλλαγών (commercial paper market) και στις τραπεζικές καταθέσεις. Την ίδια επίσης δεκαετία, οι κυριότεροι οίκοι αξιολόγησης, συμπεριλαμβανομένης και της Moody's, καθιέρωσαν την καταβολή αμοιβής για τις υπηρεσίες που παρείχαν τόσο στους εκδότες χρεογράφων όσο και στους επενδυτές. Η λογική αυτής της αλλαγής βασίστηκε στο γεγονός ότι η αξία μιας αντικειμενικής αξιολόγησης ήταν σημαντική για τους εκδότες χρεογράφων καθώς τους παρείχαν πρόσβαση στην αγορά.

Η δεκαετία του 1980 και μετά είδε την παγκόσμια επέκταση της κεφαλαιοαγοράς. Η Moody άνοιξε γραφεία στην Ιαπωνία το 1985, ακολουθησαν τα γραφεία στο Ηνωμένο Βασίλειο το 1986, στη Γαλλία το 1988, η Γερμανία το 1991, το Χονγκ Κονγκ το 1994, η Ινδία το 1998 και την Κίνα το 2001. Ο αριθμός των ομολόγων με αξιολόγηση από τον οίκο Moody αυξήθηκαν σημαντικά.

### 3.2.2. Standard & Poor's

Η Standard & Poors έκανε μια ιστορία που χρονολογείται πάνω από 150 χρόνια, η Standard & Poors είναι γνωστό για τους επενδυτές σε όλο τον κόσμο ως ηγέτης των χρηματοπιστωτικών αγορών. Σήμερα απασχολεί 6.000 εργαζόμενους και έχει γραφεία σε 23 χώρες. Σύμφωνα με στοιχεία, έχει πραγματοποιήσει αξιολογήσεις πάνω από ένα εκατομμύριο σε περισσότερες από 50 χώρες, και κατέχει την προδιαγραφή NRSRO. Η Standard & Poors προσπαθεί να παρέχει στους επενδυτές καλύτερα ενημερωμένες επενδυτικές κινήσεις παρέχοντας τους έρευνα, καθώς και τους κινδύνους και τις λύσεις των υποψήφιων επενδύσεων.

Το 1860 ο Henry Varnum Poor εξέδωσε το εγχειρίδιο "History of Railroads and Canals of the United States" θέτοντας τα θεμέλια της βιομηχανίας πληροφοριών, σε μια εποχή που η Ευρώπη αναζητούσε να μάθει περισσότερα για τις μετοχές της στην πρόσφατα διαμορφωμένη υποδομή της Αμερικής. Η εταιρία ιδρύθηκε το 1906 ως Standard Statics Bureau με κύριο σκοπό την παροχή οικονομικών στοιχείων και εκτιμήσεις για κρατικά και εταιρικά ομόλογα κι άλλου είδους χρέη αμερικάνικων κυρίως εταιρειών. Δέκα χρόνια αργότερα, ξεκίνησε τον προσδιορισμό και την δημοσιοποίηση αξιολογήσεων εταιρικών και κρατικών ομολόγων, ενώ αργότερα ακολούθησαν οι αξιολογήσεις χρεών κρατών. Το 1941, αποτέλεσε χρονιά ορόσημο, καθώς οι εταιρείες Poor's Publishing Company και Standard Statistics Bureau συγχωνεύθηκαν δημιουργώντας την εταιρεία Standard and Poor's. Το 1966, η Standard and Poor's εξαγοράστηκε από τον όμιλο McGraw Hill.

Σήμερα, με ισχυρή παρουσία στην παγκόσμια οικονομία παρέχει υπηρεσίες και στους τομείς επενδυτικής έρευνας, διαμορφώνει χρηματιστηριακούς δείκτες παρέχει χρηματοοικονομικά στοιχεία και κάνει ανάλυση επενδύσεων. Επίσης, αξιολογεί χρηματοοικονομικές εγγυήσεις, τραπεζικά δάνεια και αμοιβαία κεφαλαία κάνει την διαχείριση των χρηματοπιστωτικών κινδύνων με βάση τα διεθνή οικονομικά δεδομένα, εμπορεύεται επενδυτικά στοιχεία, πραγματοποιεί αποτιμήσεις αξίας εταιρειών, χρηματοοικονομικές αναλύσεις, καθώς και γνωμοδοτήσεις για επιχειρήσεις, οργανισμούς και κράτη.



### 3.2.3. Fitch Ratings

Ο τρίτος διεθνής οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι ο Fitch Ratings, ο οποίος παρέχει αξιολογήσεις για περισσότερες από 100 χώρες. Ο οίκος Fitch Ratings προωθεί προϊόντα ομολόγων χρέους, που προσφέρονται σε διάφορους οργανισμούς και επιχειρήσεις, χρηματοοικονομικά ιδρύματα, κρατικές επιχειρήσεις, ασφαλιστικές εταιρείες, δημόσια ασφαλιστικά ταμεία κ.λ.π.. Ξεκίνησε ως εκδοτική επιχείρηση τον Δεκέμβριο του 1913 από τον John Knowles Fitch στην Νέα Υόρκη με εκδόσεις χρηματοπιστωτικών στατιστικών στοιχείων για τους επενδυτές. Το 1924 εισήγαγε τη σημερινή κλίμακα από το AAA μέχρι το D, με στόχο ν' αντιμετωπίσει την αυξανόμενη ζήτηση για ανεξάρτητη ανάλυση των χρηματοπιστωτικών τίτλων. Το 1975, η εταιρεία Fitch Ratings αναγνωρίζεται από την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως εθνικά αναγνωρισμένος οργανισμός αξιολόγησης, κερδίζοντας την προδιαγραφή (NRSRO) και καταλαμβάνοντας έτσι την τρίτη θέση στην κατηγορία των μεγάλων οίκων αξιολόγησης. Το 1989, η Fitch Ratings αύξησε το κεφάλαιο της σύμφωνα με μια νέα διοικητική ομάδα.

Κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1990, η Fitch Ratings σημείωσε τεράστια επιτυχία στην παγκόσμια αγορά και επεκτάθηκε στην περιοχή των χρεογράφων (structured finance) παρέχοντας στους επενδυτές πρωτογενή έρευνα (original research), αυστηρές παρακολουθήσεις και συνεχείς ελέγχους καθώς και πολύπλοκες ερμηνείες στην ανάλυση πιστωτικού κινδύνου. Το 1997, η Fitch Ratings συγχωνεύτηκε με την IBCA Limited, εταιρεία αξιολόγησης με έδρα το Λονδίνο, αυξάνοντας σημαντικά την παγκόσμια παρουσία και κάλυψη της Fitch Ratings στον παγκόσμιο τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό τομέα οικονομικών οργανισμών και κρατών. Μέσα από τη συγχώνευση με την IBCA, η Fitch Ratings έγινε ιδιοκτησία της Fimalac A.E., μιας γαλλικής εταιρείας συμμετοχών η οποία εξαγόρασε την IBCA το 1992. Η συγχώνευση αποτέλεσα το πρώτο βήμα για το σχέδιο της Fitch Ratings για να αντιμετωπίσει την ανάγκη των επενδυτών για ένα εναλλακτικό, παγκόσμιο, πλήρων υπηρεσιών πρακτορείο αξιολόγησης. Τον Απρίλιο του 2000, το επόμενο βήμα προς την εκτόξευση της Fitch Ratings παγκοσμίως ήταν η απόκτηση της Duff & Phelps Credit Rating Co., με έδρα το Σικάγο.

Ακολούθησε το ίδιο έτος η εξαγορά της εταιρείας αξιολογήσεων τραπεζών Thomson BankWatch. Αυτές οι εξαγορές ενίσχυσαν την κάλυψη της Fitch Ratings στον εταιρικό, χρηματοοικονομικό, ασφαλιστικό και δομημένο χρηματοπιστωτικό τομέα της

οικονομίας, καθώς και την προσθήκη ενός σημαντικού αριθμού διεθνών γραφείων και θυγατρικών στην παγκόσμια αγορά. Η Fitch Ratings και η Fitch Solutions, γνωστές και ως Algorithmics, αποτελούν μέρος του ομίλου Fitch, ο οποίος ανήκει με τη σειρά του στον όμιλο Fimalac με έδρα το Παρίσι. Τον Σεπτέμβριο του 2011, η Fitch Group ανακοίνωσε την πώληση των Algorithmics στην IBM για 387 εκατομμύρια \$. Η συμφωνία έκλεισε στις 21 Οκτωβρίου 2011. Ο οίκος αυτός εκτός απ' τις αξιολογήσεις που κάνει, παρέχει επίσης υπηρεσίες συμβουλών σε μια πληθώρα δημόσιων επιχειρήσεων και σε τμήματα διοίκησης.

Σήμερα, η Fitch Ratings είναι ένας παγκόσμιος οργανισμός αξιολόγησης αφοσιωμένος στο να παρέχει στις πιστωτικές αγορές του κόσμου, ανεξάρτητες εκτιμήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Καθώς αναλύει τα οικονομικά δεδομένα, προσφέρει υπηρεσίες έρευνας, καθώς και μετρήσεις για τον κίνδυνο και την απόδοση της εταιρείας που διανέμονται μέσω ενιαίων και ολοκληρωμένων δεδομένων. Η εταιρεία, παρέχει λοιπόν υπηρεσίες τιμολόγησης, ποσοτική ανάλυση και κατάρτιση των υπηρεσιών για τους τραπεζίτες, σταθερούς επαγγελματίες εισοδήματος και τις ρυθμιστικές αρχές. Σήμερα, ο οίκος Fitch Ratings έχει πάνω από 2.000 επαγγελματίες σε περισσότερα από 50 γραφεία σε όλο τον κόσμο. Η Fitch Ratings καλύπτει πιο περιορισμένο μερίδιο αγοράς σε σχέση με τη Moody's και τη Standard & Poor's, το οποίο υπολογίζεται γύρω στο 20% της παγκόσμιας αγοράς ομολόγων και μετοχών.

### **3.3. Διαβαθμίσεις και διαδικασίες των οίκων αξιολόγησης**

Η πιστοληπτική αξιολόγηση αφορά την οικονομική αξιοπιστία μιας επιχείρησης και διενεργείται από ανεξάρτητες εταιρείες χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Οι δείκτες της πιστοληπτικής αξιολόγησης και η χρηματοοικονομική έρευνα βοηθούν τους επενδυτές να εκτιμήσουν την χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης καθώς και το βαθμό επενδυτικής επικινδυνότητας που παρουσιάζει. Απαιτούνται αξιόπιστες πληροφορίες ποσοτικών και ποιοτικών κριτηρίων (έτη παρουσίας στην αγορά, ο κλάδος δραστηριότητας, αριθμός απασχολούμενων, οι εισαγωγές, οι εξαγωγές κ.τ.λ.), καθώς η ερμηνεία αυτών των δεδομένων περιλαμβάνει την γνώμη αυτού που τα αξιολογεί. Οι διαβαθμίσεις είναι τα αποτελέσματα που δημοσιεύουν οι οίκοι αξιολόγησης με σκοπό να μετρήσουν την ικανότητα ενός οργανισμού ή κράτους να ανταπεξέλθει στις οικονομικές συνθήκες ώστε να ανταποκρίνονται στις δανειακές και λοιπές υποχρεώσεις.

Οι διαβαθμίσεις διαφέρουν ανάμεσα στους οργανισμούς χωρίς ουσιαστικές διαφορές, αλλά χρησιμοποιώντας τα σύμβολα με διαφορετικό τρόπο. Όσο πιο ψηλά

είναι στην διαβάθμιση μια εταιρία τόσο πιο ασφαλής θεωρείται η επένδυση, οπότε και πιο φτηνή. Το αντίθετο ισχύει για μια χαμηλή διαβάθμιση, όπου σ' αυτή την περίπτωση η επένδυση χαρακτηρίζεται ως επικίνδυνη. Γίνεται λοιπόν αντιληπτό, ότι οι διαβαθμίσεις εξυπηρετούν την εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου ενός οργανισμού και όχι επενδυτικής συμβουλής. Οι περισσότεροι οίκοι χρησιμοποιούν ως σύμβολα γράμματα ή αριθμούς στην κλίμακα αξιολόγησης. Οι οίκοι S&P και Fitch χρησιμοποιούν τα ίδια σύμβολα ταξινόμησης για να παρέχουν ικανοποιητικότερη διαβάθμιση, η Fitch το 1973 και η Standard and Poor's το 1974 εισήγαγαν τα σύμβολα (+) και (-) στις πιστοληπτικές τους διαβαθμίσεις. Αντίθετα, ο οργανισμός Moody's χρησιμοποιεί τον συνδυασμό γραμμάτων μαζί με αριθμούς 1,2,3 που εισήγαγε το 1982. Η κλίμακα αξιολόγησης για την Moody's ξεκινά από Aaa (ελάχιστου κινδύνου), Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C (στις κατηγορίες Aa έως Caa μπορούν να υποδιαιρεθούν με τα νούμερα 1, 2, 3).

Αξίζει να σημειωθεί ότι συντελείται σημαντική αλλαγή όταν ένας εκδότης τοποθετείται στην πιστοληπτική διαβάθμιση BB+ ή σε χαμηλότερη (για τους S&P's και Fitch) και Ba1 ή χαμηλότερη για τους Moody's – αυτό σηματοδοτεί υποβάθμιση από την επενδυτική βαθμίδα στο επίπεδο αγοράς «σκουπίδια» (junk) Αυτό για τους επενδυτές αποτελεί ένδειξη ότι η επικινδυνότητα για τον εκδότη έχει αυξηθεί σημαντικά, και τώρα υπάρχει μεγαλύτερη πιθανότητα χρεοκοπίας. Επιπρόσθετα, όταν ένα ομόλογο υποβαθμίζεται σε επίπεδο «σκουπίδια» (junk), τους ζητείται να αποσυρθούν από το χαρτοφυλάκιό τους και με αυτό τον τρόπο εξασκείται ακόμα μεγαλύτερη πίεση στη συγκεκριμένη απόδοση του ομολόγου. Η επιρροή που ασκούν οι οίκοι αξιολόγησης με τις ανακοινώσεις των υποβαθμίσεων στο επενδυτικό κοινό είναι τεράστια. Το αποτέλεσμα των διαβαθμίσεων εξαρτάται τόσο από την ανεξάρτητη και αμερόληπτη στάση των οίκων αξιολόγησης και των εταιριών που αξιολογούνται, όσο και από την διαφάνεια της διαδικασίας αξιολόγησης.

### **3.3.1. Στάδια Διαδικασίας Αξιολόγησης**

Η μεθοδολογία κι ο τρόπος αξιολόγησης που χρησιμοποιείται σε κάθε οίκο αξιολόγησης διαφοροποιείται σε κάποια σημεία. Αρκετοί οίκοι στηρίζουν τις αξιολογήσεις τους σε ποσοτικές και ποιοτικές αναλύσεις. Κάποιοι άλλοι βασίζονται σε ποσοτικά μοντέλα.. Παρόλο αυτά, οι μεγαλύτεροι διεθνείς οίκοι, τείνουν να ακολουθούν παρεμφερείς διαδικασίες και οργανωτικές δομές.

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

Η διαδικασία ξεκινά από τη στιγμή που οίκος θα δεχθεί παραγγελία για αξιολόγηση. Η αξιολόγηση της πρώτης φοράς , πραγματοποιείται στην έδρα της νέας επιχείρησης και μπορεί να διαρκέσει μια ολόκληρη μέρα . Ανάλογα με τη φύση του οργανισμού που θα αξιολογηθεί, ο αναλυτής οφείλει να συζητήσει κατά την διάρκεια της συνάντησης με τον εκδότη, τους όρους της διαδικασίας αξιολόγησης και να διασφαλίσει καλύτερη ποιότητα συνεργασίας. Συνήθως, το περιεχόμενο της συνάντησης περιλαμβάνει πληροφορίες για τα εξής:

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

Ο αναλυτής, μετά την συνάντηση θα διεξαγάγει περαιτέρω συζητήσεις με τον εκδότη, προκειμένου να λάβει περισσότερες πληροφορίες και διευκρινίσεις. Μετά την ολοκλήρωση της ανάλυσης ,θα κάνει μια σύσταση στην επιτροπή αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.

Τον μεγαλύτερο ρόλο της διαδικασίας αξιολόγησης παίζει η επιτροπή εκτίμησης η οποία έχει την ευθύνη να ξεκινήσει και να διαμορφώσει την αξιολόγηση. Η επιτροπή αυτή

απαρτίζεται συνήθως από 5 έως 7 μέλη. Τα μέλη που αποτελούν αυτή την επιτροπή είναι συνήθως ένας πιστωτικός αναλυτής, διευθυντές ή επόπτες και άλλο βοηθητικό προσωπικό. Η ομάδα αναλυτών παρέχει τις στατιστικές και χρηματοοικονομικές αναλύσεις που χρειάζονται (τρέχοντα οικονομικά στοιχεία που απορρέουν από προϋπολογισμούς, προβλέψεις, αναλύσεις των τμημάτων πωλήσεων, κινδύνων, συναλλαγών αλλά πληροφορίες της στρατηγικής της επιχείρησης), προκειμένου να προσδιοριστεί η τελική βαθμολογία του αξιολογούμενου οργανισμού.

Όταν η επιτροπή εκτίμησης βγάλει τις πρώτες της εκτιμήσεις, ύστερα από 60 έως 90 ημέρες, ο αναλυτής ενημερώνει τον εκδότη που είχε παραγγείλει την αξιολόγηση και του δίνει ένα σχέδιο του δελτίου τύπου ή και της έκθεσης της εκτίμησης, προτού δημοσιευτεί προκειμένου να την επαληθεύσει αν τυχόν υπάρξει διαφωνία με αυτή την εκτίμηση. ο εκδότης μπορεί να δώσει πρόσθετες πληροφορίες και να ζητήσει την επανεξέτασή της αξιολόγησης από την επιτροπή.

Αν ο εκδότης έχει διαφωνίες με το συγκεκριμένο αποτέλεσμα, έχει την ευκαιρία να δώσει κι άλλες πληροφορίες ώστε να γίνει μια νέα εκτίμηση. Παρόλο αυτά είναι πιθανό η επιτροπή να μην αλλάξει τη βαθμολογία της. Πρέπει να σημειωθεί, ότι για να διασφαλιστεί η ακεραιότητα και η αντικειμενικότητα της διαδικασίας εκτίμησης, οι συζητήσεις και οι πληροφορίες της εκάστοτε εταιρείας διατηρούνται εμπιστευτικά.

Μετά την δημοσίευση της αξιολόγησης, ο οίκος αξιολόγησης θα συναντηθεί με τη διοίκηση, τουλάχιστον σε ετήσια βάση ή συχνότερα, για ενημέρωση των εξελίξεων. Όλες οι δημοσιευμένες εκτιμήσεις ελέγχονται για τουλάχιστον ένα χρόνο. Ο πρωτεύων αναλυτής έχει συνεχή τηλεφωνική επαφή με την εταιρία και ενημερώνεται με την ανάπτυξη και την εξέλιξή της. Αν οι εξελίξεις δεν συμβαδίζουν με τις αρχικές εκτιμήσεις, τότε κανονίζεται μια νέα συνάντηση με τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη της εταιρίας. Όμως ακόμα κι αν δεν υπάρχει κάποια διαφοροποίηση από τις αρχικές εκτιμήσεις, προγραμματίζεται τουλάχιστον μια συνάντηση μέσα στο διάστημα του ενός χρόνου. Υπάρχει πιθανότητα η αρχική εκτίμηση να αλλάξει κατά τη διάρκεια της επιτήρησης.

Συνοπτικά, 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.

Πρόσφατα, οι Moody's και η Standard and Poor's εισήγαγαν στις αξιολογήσεις τους όρους *watchlists* και τα *outlook*. Η ένδειξη *watchlists* σημαίνει ότι οι αξιολογήσεις συνήθως τίθενται υπό παρακολούθηση για να ειδοποιούν τους επενδυτές ότι υπάρχει πιθανότητα αλλαγής της αξιολόγησης και δίνουν την πιθανή κατεύθυνση της αλλαγής αυτής. Όταν μια εταιρία είναι σε κατάσταση *watchlist*, σημαίνει ότι πρόκειται να αλλάξει η διαβάθμισή της λόγω των οικονομικών συνθηκών και γίνεται η επανεξέταση των οικονομικών πληροφοριών, εφόσον η επιχείρηση είναι σε πορεία αλλαγής, υποδηλώνοντας ότι υπάρχει ενδεχόμενο αναθεώρησης μιας αξιολόγησης στους επόμενους 6 με 24 μήνες. Το *outlook* μπορεί να είναι θετικό, αρνητικό ή σταθερό, αφού αφορά στην πιθανή πορεία μιας αξιολόγησης μεσοπρόθεσμα. Επίσης, σημαίνει ότι υπάρχει μια πρόβλεψη που υποδηλώνει την κατεύθυνση μιας αξιολόγησης μέσα σε χρονικό διάστημα 1-2 ετών.

Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι οίκοι ενδέχεται να μην μπορούν να προσδιορίσουν την τάση. Έτσι η πρόβλεψη μπορεί να περιγραφεί ως "*evolving*". Τέλος η ένδειξη *withwatch* σημαίνει ότι μια αξιολόγηση ανακαλείται όταν οι διαθέσιμες πληροφορίες είναι ανεπαρκείς για αξιολόγηση ή όταν μια υποχρέωση λήγει. Αξίζει να σημειωθεί ότι πολλές φορές για να είναι αξιόπιστη η αξιολόγηση και να υπάρχει αντικειμενικότητα και σαφήνεια στα αποτελέσματα, οι οίκοι δεν ανακοινώνουν τους οικονομικούς αναλυτές που θα προβούν στην ανάλυση για να μην υπάρξουν φαινόμενα μεροληψίας.

### **3.3.2. Διαβαθμίσεις οίκων αξιολόγησης**

Οι οίκοι αξιολόγησης χρησιμοποιούν συμβολισμούς για να καταγράψουν τη βαθμολογία που δίνουν στις εταιρίες. Ο ρόλος των διαβαθμίσεων είναι να μετρήσουν την μακροχρόνια πιθανότητα πτώχευσης και όχι μόνο τις διακυμάνσεις του πιστωτικού κινδύνου.

Για τους οίκους S&P και Fitch, ισχύουν οι παρακάτω συμβολισμοί:

AAA : Είναι η υψηλότερη βαθμολογία που μπορεί να κατακτήσει μια επιχείρηση. Υποδηλώνει ότι η ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του είναι εξαιρετικά ισχυρή.

AA: Αυτή η βαθμολογία διαφέρει από την προηγούμενη σε μικρό βαθμό μόνο. Ο οφειλέτης που την αποκομίζει θεωρείται ότι έχει ισχυρή ικανότητα να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του.

A: Αυτή η βαθμολογία δείχνει μια ευαισθησία σε αλλαγές της οικονομικής κατάστασης. Ο οφειλέτης θεωρείται αξιόπιστος.

BBB: Η βαθμολογία αυτή δίνει αρκετή προστασία. Ωστόσο μια αλλαγή στις οικονομικές συνθήκες είναι πιθανό να οδηγήσει τον οφειλέτη στην ανικανότητα κάλυψης οφειλών.

BB: Η εκτίμηση αυτή δείχνει ότι οι υποχρεώσεις υπόκεινται σε κάποια αβεβαιότητα για το κατά πόσο ο οφειλέτης, κάτω από την επίδραση δυσμενών συνθηκών, θα μπορέσει να κάνει πληρωμές.

B: Αυτή η βαθμολογία δείχνει ότι ο οφειλέτης διατρέχει μεγαλύτερη ευαισθησία στις δυσμενείς οικονομικές καταστάσεις σε σχέση με την προηγούμενη κατάταξη.

CCC: Η πληρωμή των υποχρεώσεων του οφειλέτη είναι συνάρτηση των χρηματοοικονομικών συνθηκών. Αν η οικονομική κατάσταση δεν είναι ευνοϊκή, υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να γίνει αθέτηση πληρωμών.

CC: Η αξιοπιστία του οφειλέτη είναι αρκετά χαμηλή, ώστε να θεωρηθεί αδύναμη να ικανοποιήσει τις υποχρεώσεις του

C: Αυτή η βαθμολογία χρησιμοποιείται σε επιχειρήσεις όπου έχουν γίνει πτωχεύσεις, αλλά οι πληρωμές διενεργούνται.

D: Αποτελεί τη χειρότερη βαθμολογία που μπορεί να δοθεί στην επιχείρηση. Η αδυναμία αθέτησης πληρωμών θεωρείται σίγουρη, γιατί ήδη έχει καθυστερήσει

πληρωμές. Είναι υπό επιτήρηση για την χρηματοοικονομική κατάσταση .

NR : Ο συμβολισμός απευθύνεται στην επιχείρηση ή τον κρατικό φορέα που είναι ήδη χρεοκοπημένος , επομένως δεν έχει βαθμολογηθεί.

Οι οίκοι S & P και Fitch για να αποκτήσουν μεγαλύτερη ευχέρεια στις βαθμολογίες τους, χρησιμοποιούν από την κλίμακα "AA" έως "CCC" και τα πρόσσημα (+) και (-).

Για τον τρίτο μεγαλύτερο οίκο τον Moody's που έχει διαφορετικούς συμβολισμούς ισχύουν οι παρακάτω συμβολισμοί:

Aaa: Οι υποχρεώσεις με αυτή τη βαθμολογία θεωρούνται ότι είναι με την καλύτερη ποιότητα όσο αφορά την πληρωμή, γιατί έχουν σχεδόν μηδαμινό ρίσκο.

Aa1, Aa2, Aa3: Οι υποχρεώσεις αυτής της κατηγορίας έχουν υψηλή ποιότητα με πολύ μικρό ρίσκο.

A1, A2, A3: Αυτές οι υποχρεώσεις θεωρούνται ότι είναι πάνω από το μέσο όρο όσο αφορά την ποιότητα κι έχουν μικρό κίνδυνο.

Baa1, Baa2, Baa3: Αυτές οι υποχρεώσεις έχουν έναν μέτριο κίνδυνο. Θεωρούνται μεσαίου επιπέδου επενδύσεις με στίγματα κερδοσκοπικού χαρακτήρα.

Οι συμβολισμοί για τις επενδύσεις με κερδοσκοπικό χαρακτήρα είναι οι εξής:

Ba1, Ba2, Ba3 : Αυτές οι επενδύσεις έχουν κερδοσκοπικά χαρακτηριστικά και διατρέχουν αρκετό πιστωτικό κίνδυνο.

B1, B2, B3 : Είναι αρκετά κερδοσκοπικές επενδύσεις με υψηλό κίνδυνο.

Caa1, Caa2, Caa3 : Δεν είναι καλές επενδύσεις γιατί έχουν πολύ μεγάλο κίνδυνο.

Ca : Είναι επενδύσεις έντονα κερδοσκοπικές και πολύ πιθανό να αθετηθούν πληρωμές με μικρή πιθανότητα ανάκαμψης.

C: Είναι η κατώτερη τάξη όπου ανήκουν τα ομόλογα. Θα υπάρξει αδυναμία πληρωμής με πολύ μικρή πιθανότητα ανάκαμψης.



D : Υπάρχει ήδη αθέτηση πληρωμών.

DS: Δεν έχει βαθμολογηθεί γιατί η βαθμολογία απευθύνεται σε χρεοκοπημένη επιχείρηση ή κράτος.

<u>πίνακας 1:</u> Διαβαθμίσεις Πιστοληπτικής Ικανότητας S&P / Fitch & Moody's		
<b>S&amp;P/Fitch</b>	<b>Moody's</b>	<b>ΕΡΜΗΝΕΙΑ</b>
AAA	Aaa	Η διαβάθμιση AAA υποδηλώνει χαμηλότατο πιστωτικό κίνδυνο και αφορά επιχειρήσεις με εξαιρετική πιστοληπτική ικανότητα.
AA	Aa	Η διαβάθμιση AA υποδηλώνει ιδιαίτερα χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο και αποδίδεται σε επιχειρήσεις με ιδιαίτερα καλή πιστοληπτική ικανότητα. Η διαβάθμιση αυτή διαφέρει από την υψηλότερη διαβάθμιση σε πολύ μικρό βαθμό.
A	A	Η διαβάθμιση A υποδηλώνει πολύ χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο και αναφέρεται σε επιχειρήσεις με πολύ καλή πιστοληπτική ικανότητα. Οι υποχρεώσεις των επιχειρήσεων με αυτή τη διαβάθμιση είναι πιο ευάλωτες σε σχέση με τις υψηλότερες διαβαθμίσεις και οφείλονται σε δυσμενή αποτελέσματα που προέρχονται από μεταβολές των οικονομικών συνθηκών.
BBB	Baa	Η διαβάθμιση BBB υποδηλώνει χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο και αναφέρεται σε επιχειρήσεις με σχετικά καλή πιστοληπτική ικανότητα. Οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες είναι πιο πιθανόν να οδηγήσουν σε μείωση της πιστοληπτικής ικανότητας.

BB	Ba	<p>Η διαβάθμιση BB υποδηλώνει μέσο πιστωτικό κίνδυνο και αναφέρεται σε επιχειρήσεις με μέτρια πιστοληπτική ικανότητα. Οι υποχρεώσεις των επιχειρήσεων με αυτή τη διαβάθμιση έχουν κερδοσκοπικά χαρακτηριστικά, καθώς οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες μπορεί να οδηγήσουν σε ανεπαρκή κάλυψη των υποχρεώσεων.</p>
B	B	<p>Η διαβάθμιση B υποδηλώνει σχετικά αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο και αναφέρεται σε επιχειρήσεις με σχετικά χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Επιχειρήσεις με αυτή τη διαβάθμιση είναι περισσότερο ευάλωτες στην μη αποπληρωμή των υποχρεώσεων τους και οι δυσμενείς</p>
		<p>οικονομικές συνθήκες είναι πιθανόν να οδηγήσουν σε φθορά της πιστοληπτικής τους ικανότητας.</p>
CCC	Caa	<p>Η διαβάθμιση CCC υποδηλώνει αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο και αναφέρεται σε επιχειρήσεις με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Η κάλυψη των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων με αυτή τη διαβάθμιση είναι αμφίβολη και εξαρτάται από την εύνοια των οικονομικών συνθηκών. Σε δυσμενείς οικονομικές συνθήκες η κάλυψη των υποχρεώσεων τους είναι απίθανη.</p>
CC	Ca	<p>Η διαβάθμιση CC υποδηλώνει σημαντικά αυξημένο πιστωτικό κίνδυνο και αναφέρεται σε επιχειρήσεις με σημαντικά χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Η κάλυψη των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων με αυτή τη διαβάθμιση είναι ιδιαίτερα αμφίβολη και οι εταιρίες αυτές θεωρούνται ιδιαίτερα κερδοσκοπικές.</p>
C	C	<p>Η διαβάθμιση C υποδηλώνει υψηλότατο πιστωτικό κίνδυνο και αναφέρεται σε επιχειρήσεις με εξαιρετικά χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Η διαβάθμιση αυτή αποδίδεται σε επιχειρήσεις οι οποίες ήδη έχουν υποβάλει αίτηση χρεοκοπίας, παρόλα αυτά οι υποχρεώσεις τους συνεχίζουν να καλύπτονται.</p>

D/NR	D/DS	Οι διαβαθμίσεις αυτές αποδίδονται σε επιχειρήσεις στις οποίες έχει ήδη ξεκινήσει η διαδικασία της ρευστοποίησης. Οι διαβαθμίσεις αυτές σε αντίθεση με τις προηγούμενες, δεν έχουν προβλεπτικό χαρακτήρα και χρησιμοποιούνται όταν η πτώχευση έχει ήδη συμβεί.
<p>Οι διαβαθμίσεις από AAA μέχρι CCC χωρίζονται σε υποκατηγορίες οι οποίες χαρακτηρίζονται με έναν αριθμό από το 1 έως το 3 για την Moody's ή με ένα πρόσημο + ή - για την S&amp;P και την Fitch. Το 1 ή το + προσδιορίζουν την υψηλότερη υποκατηγορία ενώ το 3 ή το - προσδιορίζουν την χαμηλότερη υποκατηγορία μίας βαθμίδας.</p>		

### 3.3.3. Κριτήρια Εκτίμησης πιστοληπτικής ικανότητας

Οι οίκοι αξιολόγησης για να δώσουν μια βαθμολογία σε μια επιχείρηση δεν εξετάζουν μόνο την χρηματοοικονομική της κατάσταση. Δίνουν έμφαση και στην οικονομική κατάσταση της χώρας στην οποία δραστηριοποιείται. Συγκεκριμένα, σημαντικά κριτήρια για την εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας αποτελεί ο κίνδυνος της χώρας, ο κίνδυνος του κλάδου κι ο επιχειρηματικός κίνδυνος.

#### Κίνδυνος χώρας (Country Risk)

Ο κίνδυνος χώρας συνδέεται με τις χορηγήσεις δανείων σε επιχειρήσεις ή κρατικούς φορείς ξένης χώρας και υπάρχει η πιθανότητα μη τήρησης πληρωμής των τόκων ή του κεφαλαίου του δανείου από το δανειζόμενο, λόγω κυβερνητικών παρεμβάσεων. Μια δεδομένη επένδυση επηρεάζεται από κρατικούς παράγοντες, οι οποίοι είναι πολλοί. Το πλήθος των κινδύνων αυτών διαχωρίζεται σε διάφορους κινδύνους λόγω της συνάφειας των παραγόντων που τους προσδιορίζουν. Ο κίνδυνος χώρας υποδιαιρείται σε οικονομικό κίνδυνο, εμπορικό κίνδυνο και πολιτικό κίνδυνο.

Κύριος λόγος αυτής της αδυναμίας αποτελεί η πραγματική αξία του εθνικού νομίσματος που είναι παράγοντας που επηρεάζει τις συναλλαγές όλων επιχειρήσεων και εταιριών.

Τον κίνδυνο χώρας αγνόησαν πολλές χώρες κατά διαστήματα με αποτέλεσμα να οδηγηθούν σε δυσάρεστες οικονομικές συνέπειες στην παγκόσμια αγορά. Για παράδειγμα, οι τράπεζες των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας, στη δεκαετία του '70, όταν αύξησαν τα δάνειά τους στη Λατινική Αμερική και την Ανατολική Ευρώπη. Στην αρχή της δεκαετίας του '80, το Μεξικό και η Βραζιλία ανακοίνωσαν πάγωμα στις πληρωμές τόκων, με αποτέλεσμα πολλές τράπεζες να βρεθούν σε δύσκολη θέση. Το 1994 η κυβέρνηση του προέδρου Κλίντον (ΗΠΑ) σε συνεργασία με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (International Monetary Fund) χρειάστηκε να παραχωρήσουν βοήθεια στο Μεξικό, περίπου 50 δις. δολαρίων, για να αποφευχθεί παρόμοια κρίση. Πιο πρόσφατα το 1998, οι κυβερνήσεις της Ρωσίας, Κορέας, Ινδονησίας και Ταϊλάνδης δήλωσαν αδυναμία αποπληρωμής του χρέους τους σε δολάρια.

#### Κίνδυνος κλάδου (Sector Risk)

Η δυνατότητα αποπληρωμής των χρεών έχει ως αναγκαία προϋπόθεση την καλή θέση της επιχείρησης στον ανταγωνισμό του κλάδου στον οποίο ανήκει. Μια επιχείρηση θεωρείται, ότι μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της, όταν εξασφαλίζει χρηματοδότηση, εφόσον δεν υπάρχει ανταγωνισμός στον κλάδο και όταν δραστηριοποιείται σε μια αγορά με λίγους περιορισμούς και πολιτικές παρεμβάσεις.

#### Επιχειρηματικός κίνδυνος ( Enterprise Risk)

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος συνδέεται με την επιχειρηματική στρατηγική της εταιρίας. Όλοι οι επιμέρους κίνδυνοι που την απαρτίζουν, όπως ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος, ο κίνδυνος επιτοκίου, ο συναλλαγματικός κίνδυνος, ο κίνδυνος ρευστότητας, ο τεχνολογικός κι ο επιχειρησιακός κίνδυνος, μπορούν να επιδράσουν στο να μην εγγυάται μια χώρα πιστοληπτική ικανότητα, ώστε να προσφέρει ασφαλείς επενδύσεις σε άλλες.

### **3.4. Η προδιαγραφή NRSRO**

Ένας οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας αξιολογεί την πιστοληπτική ικανότητα του οφειλέτη ως οντότητα στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Το 1975 στις ΗΠΑ, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) σχεδίασε την προδιαγραφή NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization), προκειμένου να εξασφαλίσει την ύπαρξη αξιόπιστων και ασφαλών οίκων αξιολόγησης

πιστοληπτικής ικανότητας. Ο εν λόγω οργανισμός είναι "εθνικά αναγνωρισμένος" από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και αυτό σημαίνει ότι οι αξιολογήσεις που κάνει είναι αξιόπιστες και λαμβάνονται υπόψη από τους εκδότες των ομολόγων, τους επενδυτές και τους συμμετέχοντες στις χρηματαγορές.

Ένας οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μπορεί να υποβάλει αίτηση στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για καταχώρηση ως ένα εθνικά αναγνωρισμένος οργανισμός αξιολόγησης ("NRSRO"). Οι αξιολογήσεις έχουν ιδιαίτερη βαρύτητα μόνο αν εκδίδονται από ένα εθνικά αναγνωρισμένο οργανισμό αξιολόγησης, ως δείγμα ασφάλειας για τη διαχείριση κυβερνητικών ή ιδιωτικών κεφαλαίων. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC), δίνει την προδιαγραφή NRSRO σε έναν οίκο αξιολόγησης αν πληρεί ένα σύνολο από κριτήρια. Οι διαδικασίες αναγνώρισης ενός οίκου αξιολόγησης ως NRSRO δεν είναι απόλυτα ξεκάθαρες.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Security Exchange Commission) θεωρεί κύριο κριτήριο την αναγνώριση που λαμβάνει ο συγκεκριμένος οίκος από την αγορά. Αυτό όμως, αυτομάτως, σημαίνει ότι θα πρέπει ο αιτών οίκος να έχει και αρκετά χρόνια προϋπηρεσίας για να πάρει την προδιαγραφή NRSRO, ώστε να τον θεωρούν ως ένα οίκο έκδοσης αξιόπιστων αξιολογήσεων. Συνεπώς, αυτό το κριτήριο κάνει πραγματικά δύσκολη την είσοδο και την ίδρυση νέων οργανισμών. Με άλλα λόγια, γίνεται ένας αρχικός διαχωρισμός μεταξύ των οίκων, αποκλείοντας εκείνους που δεν έχουν αποκτήσει ακόμα "όνομα" στην αγορά.

Άλλοι παράγοντες που μελετούνται και αναλύονται είναι η ιστορία της εταιρείας, η οργανωτική δομή, το ιδιοκτησιακό καθεστώς της κάθε εταιρείας, το ανθρώπινο δυναμικό, οι πηγές χρηματοδότησης για να διασφαλίζεται ότι αυτοί οι οργανισμοί είναι ανεξάρτητοι από κάθε είδους πίεση, οι πολιτικές της εταιρείας 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 δημόσιων πληροφοριών.

Επίσης, η έλλειψη ξεκάθαρων κριτηρίων με τα οποία γίνεται η αξιολόγηση δημιουργεί αρκετά εμπόδια στους οίκους που εμφανίζονται για πρώτη φορά στην αγορά πιστοληπτικής ικανότητας. Αρχικά, η απαίτηση ότι ένας οίκος πρέπει να είναι ήδη αναγνωρισμένος από την αγορά για να λάβει αναγνώριση ως NRSRO ευνοεί πολιτικές εξαρτήσεις και υποχρεώσεις, μ' αποτέλεσμα οι νεοεισερχόμενοι στην αγορά των αξιολογήσεων που δεν κατέχουν αυτό τον τίτλο να συναντούν μεγάλες δυσκολίες στην

προσέλκυση πελατών. Το πρόβλημα βέβαια γίνεται ακόμα πιο έντονο για τους μη αμερικανικούς οίκους αξιολόγησης.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) έδωσε την προδιαγραφή NRSRO το 1975 στους τρεις οίκους αξιολόγησης Moody's, Standard and Poor's (S&P) και Fitch. Καθώς όμως η αγορά ομολόγων και η βιομηχανία αξιολογήσεων αυξανόταν, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αναγνώρισε και άλλους οίκους ως NRSRO. Το 1982 αναγνωρίστηκε η Duff and Phelps. Το 1983 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς παρείχε αναγνώριση στην McCathy, Crisanti and Maffei, ενώ η δυνατότητα αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας παραχωρήθηκε το 1991 στην Duff and Phelps. Την ίδια χρονιά ακολούθησε η IBCA και το 1992 η Thomson Bank Watch. Το 2003, η Dominion Bond Rating Service Ltd μια εταιρία από τον Καναδά μπήκε στη λίστα ενώ αργότερα, η Duff and Phelps εξαγοράστηκε από την Fitch Ratings, που είχε ήδη την προδιαγραφή NRSRO.

## **Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup>: Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης**

### **4.1. Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης στις χρηματαγορές**

Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν διαδραματίσει ηγετικό ρόλο στις παγκόσμιες αγορές, τόσο στη διαχείριση των επιχειρήσεων όσο και στην ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου των κρατών και των επενδυτικών προϊόντων για πάνω από τριάντα χρόνια. Ένας οίκος αξιολόγησης παρακολουθεί τις εξελίξεις ενώ παράλληλα αξιολογεί και διαβαθμίζει την πιστοληπτική ικανότητα ενός Δημοσίου ή ενός Ιδιωτικού φορέα που προχωρά στην έκδοση χρεογράφων (Κρατικά ή Εταιρικά Ομόλογα). Ανάλογα με τις εξελίξεις, ένας οίκος αξιολόγησης αναβαθμίζει ή υποβαθμίζει την πιστοληπτική αξιοπιστία ενός εκδότη ομολόγων, γεγονός που έχει άμεση επίπτωση στο διαμορφούμενο ύψος των επιτοκίων δανεισμού που χρεώνεται. Αυτό γίνεται έντονα εμφανές και στην περίπτωση της παρούσας κρίσης χρέους της Ευρωζώνης.

Οι οίκοι αξιολόγησης, σήμερα, διαδραματίζουν κυρίαρχο ρόλο σε όλο το φάσμα της αγοράς των πιστώσεων. Τρεις είναι οι πιο σημαντικοί οίκοι αξιολόγησης διεθνώς. Ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's που είναι ο αρχαιότερος όλων καθώς ιδρύθηκε το 1860, ο οίκος αξιολόγησης Moody's που ιδρύθηκε το 1909 και ο οίκος Fitch που ιδρύθηκε από το 1913. Οι οίκοι αυτοί συμμετέχουν άμεσα στην διαδικασία έκδοσης χρεογράφων, από την παροχή συμβουλών στις επενδυτικές τράπεζες και τους πελάτες τους, σχετικά με δομημένα χρεόγραφα CDOs και τα προϊόντα χρέους, έως τη δημοσίευση αξιολογήσεων για τα εν λόγω

προϊόντα. Η κλίμακα των αξιολογήσεων της πιστωτικής ποιότητας, αποτέλεσε τη βάση των αγορών κεφαλαίου και χρησιμοποιείται από τους επενδυτές προκειμένου να προβαίνουν σε επενδυτικές αποφάσεις καθώς συμπεριλαμβάνονται στους κανονισμούς των ρυθμιστικών αρχών, ως βάση για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις των τραπεζών. Λαμβάνοντας υπόψη το σημαντικό αυτό καθεστώς, οι οίκοι αξιολόγησης θα πρέπει να έχουν εγκριθεί από εθνικές ρυθμιστικές αρχές ώστε να έχουν το πιστοποιητικό «Εθνικά αναγνωρισμένου οργανισμού στατιστικής αξιολόγησης» (NRSRO) από την SEC.

Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης, είναι να βοηθούν τις αγορές να γίνουν πιο αποδοτικές, βελτιώνοντας τη διαφάνεια και προσφέροντας πληροφορίες προς τους επενδυτές, μειώνοντας με τον τρόπο αυτό τις δανειοληπτικές δαπάνες. Πρόσφατα με την εφαρμογή της συνθήκη της Βασιλείας II, οι οίκοι αξιολόγησης αύξησαν την ισχύ τους και αποτελούν πλέον το 90% των χρηματοπιστωτικών αξιολογήσεων. Οι αξιολογήσεις αποδεικνύονται χρήσιμες γι' αυτούς που αξιολογούνται, γιατί πιστοποιούν το επίπεδο της πιστοληπτικής τους ικανότητας. Τα κριτήρια που χρησιμοποιούν οι οίκοι αξιολόγησης στην εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας επένδυσης είναι συνδεδεμένα με τους κανόνες των χρηματοοικονομικών αγορών. Μια υψηλή αξιολόγηση της «φερεγγυότητας» ενός πιστωτή θα του επιτρέψει την άνετη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές υψηλής ρευστότητας ενώ μια χαμηλής ποιότητας εκτίμηση τον αποκλείει ουσιαστικά από τις σημαντικές αγορές. Η μεγάλη επιρροή των οίκων αξιολόγησης στις διεθνείς κεφαλαιαγορές βασίζεται στο ότι οι μεγάλοι επενδυτές στηρίζονται στις εκτιμήσεις των οίκων αξιολόγησης για την πρόσβαση τους στις διαφανείς κεφαλαιαγορές. Συνεπώς, αυτοί αποτελούν τους ρυθμιστές των χρηματοοικονομικών αγορών.

Δεδομένης της έντονης συμμετοχής των οίκων αξιολόγησης στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές τις τελευταίες δεκαετίες, παρατηρείται ότι οι οίκοι αξιολόγησης καταλαμβάνουν πολλαπλούς ρόλους στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα :

- Η βελτίωση της διαφάνειας στην αγορά και η διάδοση πληροφοριών θεωρείται ότι αποτελούν το ρόλο του παραδοσιακού μοντέλου οίκου αξιολόγησης .
- Η ανάγκη ύπαρξης και λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης στηρίζεται σε μια «θεωρία συντονισμού», σύμφωνα με την οποία οι οίκοι αυτοί ασκούν συντονιστικό ρόλο μεταξύ εκδοτών ομολόγων/δανείων και επενδυτών. Δηλαδή, οι επενδυτές είναι αποδέκτες πολλών πληροφοριών και οι οίκοι αξιολόγησης τους προσφέρουν καθοδήγηση ώστε να πάρουν τις ορθές αποφάσεις.

➤ Η μετατροπή των πληροφοριών που μπορεί να κατέχουν, λόγω της στενής τους σχέσης με τους εκδότες είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν από τους επενδυτές και τις ρυθμιστικές αρχές. Ένας από τους λόγους είναι η παγκοσμιοποίηση. Οι εταιρείες και τα άτομα έχουν την επιλογή να επενδύσουν τα χρήματά τους λόγω της διαφοροποίησης των επενδυτικών τους χαρτοφυλακίων. Επίσης, η διάθεση στην αγορά σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων καθώς και ο αυξανόμενος ρόλος που διαδραματίζουν οι οίκοι αξιολόγησης στις παγκόσμιες οικονομικές εξελίξεις, συμβάλλουν στην πολυπλοκότητα της δραστηριότητας των οίκων αξιολόγησης

Από τότε που οι οίκοι αξιολόγησης αναμείχθηκαν με τις επιχειρήσεις στην αρχή του 20ου αιώνα, η επιρροή που ασκούν στους οφειλέτες αυξάνεται συνεχώς. Επιπλέον, η χρήση των μεγάλων οίκων αξιολόγησης έχει γίνει υποχρεωτική, λόγω της μονοπωλιακής θέσης τους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Για την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, οι οφειλέτες εξαρτώνται άμεσα από τις υπηρεσίες αξιολόγησης της φερεγγυότητας των εταιρειών. Κατά γενικό κανόνα, κανένας δεν αναγκάζεται να εκτιμηθεί από κάποιο οίκο αξιολόγησης, στην πραγματικότητα όμως είναι πολύ δύσκολο να ξεφύγει από την επιρροή τους και την παράκαμψη των οίκων αξιολόγησης. Συνεπώς, ο πιστωτικός κίνδυνος περιλαμβάνεται στις οικονομικές συναλλαγές όπου η παρουσία των οίκων αξιολόγησης κρίνεται απαραίτητη. Τέλος, είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι οι εταιρίες έχουν πολύ περιορισμένες επιλογές. Συνήθως απαιτούνται τουλάχιστον δύο εκτιμήσεις για την πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων. Επιπλέον, η Moody's και η Standard & Poor's είναι κυρίαρχες στο χώρο, καθώς ο οίκος Fitch, δραστηριοποιείται σε εξειδικευμένες αγορές, κυρίως στην εκτίμηση των εταιρειών παροχής οικονομικών υπηρεσιών. Αυτή η μονοπωλιακή θέση των μεγάλων οίκων αξιολόγησης μπορεί να εξηγηθεί από τις δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι πιθανοί ανταγωνιστές στην προσπάθεια τους για να εισέρθουν στην αγορά με βάση την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας.

#### **4.2. Λόγοι ύπαρξης μικρού αριθμού οίκων αξιολόγησης**

Παρά το γεγονός ότι φαίνεται να υπάρχουν περίπου 150 οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης, σε όλο τον κόσμο, οι Moody's, Standard & Poor's, και Fitch είναι οι πλέον δεσπόζουσες εταιρίες. Και οι τρεις λειτουργούν σε παγκόσμια βάση, με πολλά γραφεία σ' όλες τις ηπείρους και η καθεμία έχει αξιολογήσεις που αφορούν δεκάδες τρισεκατομμύρια δολάρια



χρεογράφων. Το 1930 η αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) αποφάσισε ότι οι τράπεζες δε θα μπορούσαν να αγοράσουν ομόλογα με βαθμό χειρότερο από BBB και επιπλέον πως οι μόνες αποδεκτές βαθμολογίες είναι αυτές των τριών οίκων αξιολόγησης. Έτσι δημιουργήθηκε ένα «καρτέλ» που λειτουργεί μέχρι και σήμερα.

Φυσικά, στην βιομηχανία πιστοληπτικής αξιολόγησης δε πρόκειται να υπάρξουν ποτέ πολυάριθμοι μικροί συμμετέχοντες. Στην αγορά πληροφοριών των ομολόγων τα ενδεχόμενα εμπόδια εισόδου, όπως οι οικονομίες κλίμακας, τα πλεονεκτήματα της εμπειρίας, και η φήμη του εμπορικού σήματος είναι πολύ σημαντικά χαρακτηριστικά.

Οι νέες εταιρείες αξιολόγησης κινδυνεύουν να αγνοηθούν από τα περισσότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και κατά συνέπεια και από τους εκδότες ομολόγων. Επιπλέον, η SEC ήταν εξαιρετικά αδιαφανής στη διαδικασία ορισμού του πλαισίου αξιολόγησης. Ποτέ δεν καθιέρωσε τα τυπικά κριτήρια ώστε μια εταιρία να χαρακτηριστεί ως «εθνικά αναγνωρισμένος στατιστικός οργανισμός αξιολόγησης» και να πάρει την προδιαγραφή NRSRO. Το τελευταίο διάστημα η ΕΕ ζητεί τρόπους για τη δημιουργία ευρωπαϊκού οίκου πιστοληπτικής αξιολόγησης που θα λειτουργεί ως αντίβαρο στο «καρτέλ» των τριών οίκων που αξιολογούν σήμερα την οικονομική πορεία επιχειρήσεων και κυβερνήσεων.

#### **4.3. Κριτική για την αξιοπιστία των οίκων αξιολόγησης: σφάλματα και αδυναμίες.**

Η ιστορία των τριών μεγάλων οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης ξεκινάει στις αρχές του 20ου αιώνα αλλά ο ρόλος τους πραγματικά αναβαθμίστηκε τις τελευταίες δεκαετίες με αποτέλεσμα να πάρει τις σημερινές διαστάσεις και σε μεγάλο βαθμό να συμβάλει στην ένταση της κρίσης. Όταν ξέσπασε η χρηματοπιστωτική κρίση, οι τρεις μεγάλοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης (Moody's, η S&P και η Fitch) βρέθηκαν στο στόχαστρο της παγκόσμιας κριτικής καθώς ο ρόλος τους θεωρήθηκε καθοριστικός. Μία από τις βασικές αιτίες της οικονομικής κρίσης είναι τα περίφημα πακέτα δανείων (CDOs) κυρίως στεγαστικών, που πωλήθηκαν σε διάφορους τραπεζικούς και άλλους οργανισμούς. Δεν κατάφεραν να αναγνωρίσουν το πραγματικό επενδυτικό κίνδυνο των χρεογράφων, τα οποία ήταν συνδεδεμένα με επισφαλή στεγαστικά δάνεια στα οποία έδιναν υψηλές βαθμολογίες και στην συνέχεια δεν ειδοποίησαν τους επενδυτές για τους υψηλούς κινδύνους που είχαν αναλάβει με την απόκτηση των σύνθετων πιστωτικών προϊόντων με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί μια «φούσκα» στα στεγαστικά. Αυτό οδήγησε σε μια πληθώρα

μηνύσεων, αγωγών και καταγγελιών από συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά ταμεία, από επενδυτικά χαρτοφυλάκια και επενδυτές, που εμπιστεύτηκαν την λανθασμένη κρίση και αξιολόγηση των διεθνών οίκων αξιολόγησης.

Είναι ευρέως γνωστό, ότι οι εν λόγω οίκοι αξιολόγησης είναι πολυεθνικές εταιρίες που έχουν στόχο τόσο την αύξηση του τζίρου όσο και των καθαρών κερδών τους. Οι επιχειρήσεις ή οι κυβερνήσεις που θέλουν να εκδώσουν κινητές αξίες επιδιώκουν αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας για να μπορέσουν να τις πουλήσουν. Η απόκτηση υψηλής βαθμολογίας από έναν οίκο αξιολόγησης, καθιστά πολύ ευκολότερο να πωληθεί το προϊόν καθώς πολλοί θεσμικοί επενδυτές αγοράζουν προϊόντα που χαρακτηρίζονται ποιοτικά βάση της διαβάθμισης τους από εταιρίες αξιολόγησης που κατέχουν και την προδιαγραφή NRSRO για λόγους ασφάλειας. Επίσης, έχει ζητηθεί από τους οίκους να ενημερώνουν τους οργανισμούς και τα κράτη αρκετό διάστημα πριν από την ανακοίνωση των τελικών αξιολογήσεων τους, για τα κρατικά χρέη και να δίνουν την ανάλυση της μελέτης πάνω στην οποία βασίζουν τις αξιολογήσεις τους.

Οι οίκοι ενδυναμώθηκαν από το 2004, όταν η Συνθήκη της Βασιλείας II καθιέρωσε την αξιολόγηση των κρατικών και εταιρικών ομολόγων, προκειμένου να υπολογίζεται η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών. Η ανάγκη για αξιολόγηση του κινδύνου έγινε απαραίτητη για κράτη, κεντρικές τράπεζες, επιχειρήσεις. Οι οίκοι αξιολόγησης κατέχουν την παγκόσμια αγορά ομολόγων καθώς επίσης καταλαμβάνουν το 90% της παγκόσμιας αγοράς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Από τις βαθμολογίες εξαρτώνται οι αποδόσεις των παράγωγων προϊόντων. Από αυτές επηρεάζονται τα διεθνή χρηματιστήρια, οι κυβερνήσεις, οι εποπτικές αρχές και η νομισματική πολιτική.

Οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης αξιολογώντας με υψηλό βαθμό τράπεζες και οργανισμούς δεν πρόβλεψαν το σκάσιμο της φούσκας των εταιρειών νέας τεχνολογίας και Ιντερνετ στις αρχές της δεκαετίας του 2000. Κάτι ανάλογο έγινε και με την εταιρεία Enron το 2001, όπου οι οίκοι αξιολόγησης βαθμολογούσαν με υψηλό βαθμό την εταιρεία και αργότερα κατάρρευσε. Το 2008, η Lehman Brothers δύο ημέρες πριν κλείσει και συμπαρασύρει ολόκληρη την αμερικανική οικονομία, η Standard & Poor's αναβάθμισε την πιστοληπτική της ικανότητα. Επίσης, είναι γνωστή η πρόσφατη περίπτωση της Ισλανδίας, την οποία είχαν αναβαθμίσει λίγο πριν καταρρεύσει.

Μετά από αυτά τα γεγονότα, η κριτική από την Ευρώπη και τις ΗΠΑ για το ρόλο των οίκων αξιολόγησης έγινε πολύ έντονη και αναζητήθηκαν τρόποι για να μειωθεί το κύρος

τους. Στα τέλη του 2008, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή για θέματα εσωτερικής αγοράς χαρακτήρισε αδιαφανή και αναξιόπιστη τη λειτουργία των οίκων. Με το ρόλο των οίκων ασχολήθηκαν και οι αμερικανικές αρχές, στο πλαίσιο της έρευνας που έκαναν για την αναζήτηση των αιτίων που οδήγησαν στη μεγάλη κρίση. Η αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακοίνωσε μια σειρά μέτρων για τη σταδιακή απεξάρτηση της αμερικανικής χρηματοπιστωτικής αγοράς από τις αξιολογήσεις των οίκων. Στην πραγματικότητα, η ρυθμιστική χρήση των οίκων αξιολόγησης έχει καταστεί ως μια ευρέως αποδεκτή πρακτική παγκοσμίως, όπου συστήνεται η χρήση των εκτιμήσεων για τον καθορισμό των κύριων απαιτήσεων επιφύλαξης των τραπεζών.

Σε αρκετές περιπτώσεις παρατηρήθηκαν λάθη στις εκτιμήσεις των οίκων πιστοληπτικής ικανότητας και αυτό προκάλεσε έντονη καχυποψία για τον πραγματικό ρόλο τους στην παγκόσμια οικονομία. Από το 1975 μέχρι το 2009 μόνο μία χώρα πτώχευσε από όσες είχαν βαθμολογήσει με τη χαμηλότερη αξιολόγηση (CCC-). Αντίθετα, πτώχευσαν τέσσερις χώρες με βαθμολογία B- και χώρες με BB-. Γίνεται ξεκάθαρο, ότι οι βαθμολογίες κάτω του BB- είναι γνωστές και ως non investment grade, δηλαδή χαρακτηρίζουν αβέβαιη την επένδυση σε αυτή την χώρα ή οργανισμό καθώς και τις αποδόσεις τους, όπου εγκυμονούν πολλοί κίνδυνοι. Οι βαθμολογίες αυτές για τα ομόλογα αποκαλούνται στον οικονομικό κόσμο «σκουπίδια» ή junk. Το προφανές ερώτημα ήταν πάντα: γιατί κάνουν τόσα λάθη; Τρεις διαφορετικές δυνατότητες έχουν συζητηθεί στη βιβλιογραφία: προβληματικά μοντέλα, κακά κίνητρα, συγκεντρωτική δομή της αγοράς.

Η πρώτη πιθανότητα είναι ότι οι οίκοι αξιολόγησης δεν κατάλαβαν ή δεν έβαλαν σε σωστά μοντέλα τα οικονομικά θεμελιώδη. Για παράδειγμα, ο Morgan συζητά την αβεβαιότητα του μοντέλου αξιολόγησης με βάση τις διαφορές στις αξιολογήσεις, το οποίο τείνει να είναι σύνηθες για πιο περίπλοκους και αδιαφανείς εκδότες. Άλλα κείμενα έχουν εστιάσει στη διερεύνηση της αιτιώδους σχέσης μεταξύ των αποδόσεων των ομολόγων και των αλλαγών των αξιολογήσεων και τείνουν να βρίσκουν ότι οι αξιολογήσεις έχουν μια επιρροή στις τιμές των ομολόγων. Επομένως το συμπέρασμα θα ήταν ότι οι οίκοι αξιολογήσεις είναι αρκετά ισχυροί, αλλά συχνά κάνουν λάθος.

Το δεύτερο σκέλος της βιβλιογραφίας διερευνά διαρθρωτικές αιτίες για τις συστηματικά εσφαλμένες εκτιμήσεις με συγκρούσεις συμφερόντων. Για παράδειγμα, οι οίκοι αξιολόγησης μπορεί να έχουν κίνητρα να δώσουν υψηλή αξιολόγηση σε ένα προϊόν εάν πουλάνε προσοδοφόρες συμβουλευτικές υπηρεσίες σχετικά με τη διάρθρωση του εν λόγω προϊόντος. Πιο γενικά, οι οίκοι αξιολόγησης θεωρούνται ύποπτοι για «φούσκωμα» των αξιολογήσεων σε μια προσπάθεια να προσελκύσουν εκδότες και να

αυξήσουν τα έσοδα από τις προμήθειες. Αυτό μπορεί να είναι η ακούσια συνέπεια του μοντέλου «πληρωμής από τον εκδότη», όπου ο εκδότης του ομολόγου πληρώνει τον οίκο αξιολόγησης ενώ ο επενδυτής λαμβάνουν την πληροφορία τσάμπα. Η λογική του «πληρώνει ο εκδότης» είναι πιθανό να είναι πιο έντονη για τις εταιρικές εκδόσεις από ό,τι για τα κράτη. Οι κρατικές αξιολογήσεις είναι ως επί το πλείστον ανεπιθύμητες, ως εκ τούτου τα κράτη δεν πληρώνουν καμιά προμήθεια και η αγορά της καλύτερης αξιολόγησης δεν είναι δυνατή.

Ο τρίτος λόγος για τη συστηματικά εσφαλμένη εκτίμηση των κρατικών αξιολογήσεων από τους οίκους, θα μπορούσε να είναι η ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς. Η αγορά των οίκων αξιολόγησης κυριαρχείται από τρεις παίκτες, οι οποίοι καταλαμβάνουν και το 95% αυτής. Η Moody's, η Standard & Poor's έχουν η κάθε μία 40% και η Fitch Ratings έχει το 15%. Σε πολλές περιπτώσεις οι ρυθμιστικές αρχές έχουν «σφραγίσει» την κυριαρχία των Big Three ενσωματώνοντας τις αξιολογήσεις τους στους κανονισμούς, όπως για παράδειγμα στην περίπτωση των κεφαλαιακών απαιτήσεων. Η κρίση χρέους στην Ευρώπη βρήκε την Ελλάδα το 2008 με βαθμολογία A από τη Fitch, με A1 από τη Moody's και με A- από την S&P. Η Ισλανδία πριν από τη χρεοκοπία είχε βαθμό A+ από τη Fitch, Aaa από τη Moody's και A+ από την S&P. Αντίστοιχα, η Ιρλανδία εισήλθε στην κρίση (καταλήγοντας τελικά στον Μηχανισμό Στήριξης της τρόικας) με βαθμολογία AAA από τη Fitch. Ο ίδιος οίκος μέχρι το 2010 υποβάθμισε την Ιρλανδία κατά τρεις μονάδες, σε AA-. Την περίοδο της ασιατικής κρίσης (1997-1998) η Ινδονησία ξεκίνησε με αξιολόγηση BBB- και υποβαθμίστηκε μέχρι το B-. Η Κορέα εισήλθε στην κρίση με AA- από τη Fitch, ενώ η Ρωσία, λίγο πριν χρεοκοπήσει είχε βαθμολογία BB+ από τη Fitch, Ba2 από τη Moody's και BB- από την S&P.

Επιπρόσθετα, ότι οι οίκοι αξιολόγησης δέχθηκαν μεγάλη κριτική στην πρόσφατη κρίση χρέους της Ευρωζώνης, αφού με τις υποβαθμίσεις τους εκτίναξαν το κόστος δανεισμού δημιουργώντας έναν φαύλο κύκλο: υποβάθμιση, αύξηση του κόστους δανεισμού, επιδείνωση δημοσιονομικής κατάστασης, δυσκολία άντλησης κεφαλαίων των κρατών από τις αγορές και νέα υποβάθμιση που έχει να κάνει με την αλλαγή του ρόλου των οίκων αξιολόγησης και την λειτουργία τους όσον αφορά το πεδίο εφαρμογής των αξιολογήσεων. Υπήρξε μια αλλαγή στη φύση της εργασίας των οίκων αξιολόγησης, που προκλήθηκε από την τεράστια ανάπτυξη των δομημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων CDOs (Collateralized Debt Obligations), τα οποία πωλήθηκαν σε διάφορους τραπεζικούς και άλλους οργανισμούς. Αυτό έχει τοποθετήσει τους οίκους αξιολόγησης σε ένα, ποιοτικά, διαφορετικό ρόλο που έχει επεκταθεί πολύ πιο πέρα από αυτό των περισσότερων φορέων παροχής πληροφοριών..

Ένα μεγαλύτερο πρόβλημα προέκυψε όταν οι οίκοι άλλαξαν το επιχειρηματικό τους μοντέλο. Ιστορικά, οι επενδυτές τους πλήρωναν για την αξιολόγηση. Αν ο οίκος έπεφτε έξω συχνά, τότε ο επενδυτής στρέφονταν προς έναν από τους ανταγωνιστές του. Στη δεκαετία του 1970, οι οίκοι στράφηκαν προς ένα μοντέλο στο οποίο ο εκδότης του ομολόγου είναι αυτός που πληρώνει για τη βαθμολόγηση. Αυτό δημιούργησε μια τεράστια σύγκρουση συμφερόντων καθώς ο εκδότης πάντα επιζητεί τον καλύτερο βαθμό και αν δεν τον πάρει, πάει αλλού. Επίσης, η μεθοδολογία των οίκων, που ήταν απαραίτητο εργαλείο της δουλειάς τους, ήταν και παραμένει άγνωστη καθώς δεν ήταν υποχρεωμένοι να την αποκαλύψουν. Αυτό οδήγησε σε μια πλήρη αδιαφάνεια στη διαδικασία των αξιολογήσεων. Είχαμε λοιπόν μια νομικά κατοχυρωμένη έλλειψη ανταγωνισμού, και μια θεσμοθετημένη αδιαφάνεια.

Για την εκτεταμένη και συστηματική επιχείρηση παραπλάνησης και εξαπάτησης της αγοράς και των επενδυτών, ευθύνονται βασικά οι ακόλουθοι λόγοι:

- α) οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης πληρώνονται από τους εκδότες των τίτλων. Έτσι στην περίπτωση της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, όσοι προχωρούσαν στην έκδοση τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων υπό την μορφή σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων κατέβαλλαν και την σχετική αμοιβή στους διεθνείς οίκους αξιολόγησης. Συνεπώς, αυτοί οι οίκοι δεν θα βρίσκονταν απέναντι από τα συμφέροντα όσων τους πλήρωναν αδρά για την διεξαγωγή του βαθμού πιστοληπτικής ικανότητας τους.
- β) οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης, είτε μέσω θυγατρικών τους, είτε μέσω των μητρικών τους εταιρειών, είτε μέσω εταιρειών -τραπεζών που τους ελέγχουν μετοχικά, προχωρούν στην δημιουργία και αγοραπωλησία σύνθετων χρηματοοικονομικών και επενδυτικών προϊόντων χωρίς εγγυημένη απόδοση και μεγάλο επενδυτικό ρίσκο
- γ) οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης δεν διασφαλίζουν μια σειρά πραγματικών ποιοτικών κριτηρίων που να αφορούν την πιο αντικειμενική και ορθή αξιολόγηση των υπό έκδοση τιτλοποιημένων δανείων στεγαστικής πίστης.
- δ) οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης δεν είχαν αναπτύξει σωστές και αξιόπιστες εφαρμογές προληπτικής εποπτείας και αξιολόγησης του χρηματοοικονομικού συστήματος ώστε να κερδίσουν την εμπιστοσύνη του αγοραστικού κοινού στην παγκόσμια αγορά σε βάθος χρόνου.
- ε) η υπερβολική ανάπτυξη της συγκεκριμένης κτηματικής αγοράς - που οδήγησε και στην γρήγορη πτώση και κατάρρευση - ευνόησε την πεποίθηση ότι όλα αυτά τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, είχαν αξιολογηθεί σωστά και αξιόπιστα ως προς το βαθμό κινδύνου/ρίσκου, τόσο από τις τράπεζες που προχωρούσαν στην έκδοσή τους, όσο και από διεθνείς οίκους αξιολόγησης.

Σύμφωνα με όλα τα παραπάνω, η μελέτη καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι τρεις πιο ισχυροί οίκοι αξιολόγησης (Moody's, Standard & Poor's και Fitch) ευθύνονται για την αύξηση του κόστους δανεισμού των κρατών και με τις βαθμολογίες τους ενισχύουν την χρηματοπιστωτική αστάθεια στον επιχειρηματικό κόσμο και πιθανώς έχουν οικονομικά συμφέροντα από τις διεθνείς διακυμάνσεις τόσο των spreads των CDOS όσο και από τις διακυμάνσεις των διεθνών νομισματικών ισοτιμιών. Το σημαντικότερο, όμως είναι ότι οι αξιολογήσεις αυτές χαρακτηρίζονται από μεγάλο βαθμό αδιαφάνειας. Δεν είναι ξεκάθαρο ποιες ποιοτικές μεταβλητές λαμβάνονται υπόψη ή το πώς σταθμίζονται με τις ποσοτικές αξιολογήσεις. Ένα ακόμα θέμα αποτελούν οι κλίμακες αξιολόγησης, καθώς κάθε οίκος χρησιμοποιεί μια δική του κλίμακα και η βαθμολογία τους διαφέρει.

Η διεθνής οικονομική κρίση δημιούργησε πολλά ερωτηματικά όσο αφορά την αξιοπιστία των αξιολογήσεων των τριών οίκων. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο πίεσε για μεγαλύτερη διαφάνεια στη λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και διευκρίνηση των μεθόδων εργασίας, Μέσα από τις νέες προτάσεις του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου προσπαθεί ν' αποφύγει να μειώσει τις δυνατότητες των ιδιωτικών οίκων σε ό,τι αφορά τις αξιολογήσεις του δημόσιου χρέους, Ζητάει, να δοθούν περισσότερες διευκρινήσεις για τον τρόπο με τον οποίο οι οίκοι αυτοί πραγματοποιούν τις αξιολογήσεις δημοσίου χρέους, και τονίζει ότι πρέπει να εξηγήσουν τη μεθοδολογία που χρησιμοποιούν, καθώς και τους λόγους για τους οποίους οι αξιολογήσεις τους αποκλίνουν από τις προβλέψεις των κυριότερων διεθνών χρηματοπιστωτικών οργανισμών. Τέλος, τονίζουν, ότι οι αξιολογήσεις αυτές έχουν την τάση να οδηγούν σε αύξηση των spreads και απαιτεί να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στο θέμα αυτό.

Για τον λόγο αυτό, γίνεται λόγος για την δημιουργία ενός ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης ώστε να λειτουργήσει ως ευρωπαϊκό αντίβαρο έναντι των τριών μεγαλύτερων οίκων αξιολόγησης, οι οποίοι φαίνεται να έχουν μία δεσπόζουσα θέση στην ευρωπαϊκή σκηνή. Το ψήφισμα καλεί την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να προβεί σε αναλυτική εκτίμηση του αντίκτυπου και της βιωσιμότητας ενός πλήρως ανεξάρτητου ιδρύματος αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, με χρηματοδότηση από τον κλάδο των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών για τα πρώτα πέντε χρόνια περίπου. Με την δημιουργία αυτή ενός τέτοιου οίκου, ξεκινάει η εφαρμογή μια σειράς μέτρων προκειμένου να μειωθεί η εξάρτηση από τις τρεις εταιρίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Αυτό σημαίνει, αύξηση της χρήσης των

εσωτερικών αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας από τα μεγάλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που έχουν τη δυνατότητα να προβαίνουν σε αξιολογήσεις κινδύνων καθώς και την ενίσχυση του ανταγωνισμού.

Είναι φανερό όμως, ότι η σημασία των οίκων αξιολόγησης είναι αρκετά ισχυρή καθώς και η βαθμολογία των αξιολογήσεων τους, με αποτέλεσμα να είναι ιδιαίτερα δύσκολη η απεξάρτηση από τους τρεις μεγάλους οίκους ώστε να περιοριστεί η δράση τους. Οι επενδυτικοί όμιλοι και ορισμένες κεντρικές τράπεζες δεν έχουν το εργατικό δυναμικό για να καλύψουν το κενό και να αναλάβουν μόνοι τους την έρευνα πιστοληπτικής αξιολόγησης. Η μεγάλη διαφορά ανάμεσα στην τρέχουσα διαμάχη και σε εκείνες του παρελθόντος είναι πως οι κυβερνήσεις δεν μένουν στην κριτική, αλλά θέτουν και νέους κανόνες. Στην Ευρώπη τους τελευταίους μήνες προτείνονται νέα μέτρα όπως η αστική ευθύνη των οίκων και οι κανόνες για την ενίσχυση του ανταγωνισμού σε έναν κλάδο όπου πρωτοστατούν τρεις οίκοι. Οι οίκοι αξιολόγησης επιμένουν ότι ως προς τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις θα κινούνται όπως οφείλουν .

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι οίκοι αξιολόγησης με τους επενδυτές έχουν μεγάλη εξάρτηση λόγω της διεξαγωγής βαθμολογίας για την πιστοληπτική ικανότητα τους. Τα τραπεζικά κεφάλαια, οι κανόνες ασφάλισης όπως επίσης και οι δείκτες δανείων συχνά στηρίζονται στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις. Οι οίκοι, έχουν δεχθεί εκατοντάδες αγωγές από επιχειρήσεις που τους εμπιστεύτηκαν υπερβολικά, οι οποίες όμως δεν γίνονται δεκτές, καθώς οι αξιολογήσεις τους θεωρούνται βάσει νόμου απλές "απόψεις" ή "γνώμες" και κατά συνέπεια είναι πλήρως προστατευμένες. Ακόμη, οι εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης ταλανίζονται από μία σειρά σκανδάλων και κατηγοριών, οι οποίες ξεκινούν από εσκεμμένες παραλείψεις δημοσίευσης πληροφοριών στο κοινό για διάφορες εταιρίες και φτάνουν μέχρι της κατηγορίες για εκβιασμό. Γίνεται λοιπόν αναγκαίο να μειωθεί η εξάρτηση από τους οίκους αξιολόγησης όσο αφορά την αξιολόγηση για τον βαθμό αξιοπιστίας των οργανισμών και των κρατών.

#### **4.4. Εποπτεία των οίκων αξιολόγησης και κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας**

Η χρηματοπιστωτική σταθερότητα αποτελεί προϋπόθεση προκειμένου η πραγματική οικονομία να παράγει απασχόληση, ενίσχυση συνθηκών ανταγωνισμού και ανάπτυξη. Η χρηματοπιστωτική κρίση αποκάλυψε σημαντικές ελλείψεις στην

χρηματοπιστωτική εποπτεία, η οποία δεν κατάφερε να αποτρέψει τη συσσώρευση υπερβολικών κινδύνων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Σήμερα τα χρηματοοικονομικά συστήματα αναπτύσσονται με έντονους ρυθμούς εξαιτίας της τεχνολογικής εξέλιξης, των θεσμικών αλλαγών, της αύξησης των διασυνοριακών συναλλαγών, καθώς και της ανάπτυξης της πληροφορικής. Κάτι τέτοιο κάνει ακόμα πιο επιτακτική την ανάγκη ύπαρξης ενός ευέλικτου θεσμικού πλαισίου, το οποίο θα επιδέχεται προσαρμογές ανάλογα με τις αλλαγές που επιτελούνται στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον. Κρίνεται απαραίτητο να διατηρείται η ισορροπία μεταξύ του θεσμικού πλαισίου και της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς χωρίς να καταπατείται το δημόσιο συμφέρον.

#### 4.4.1. Η εξέλιξη του ρυθμιστικού πλαισίου

Πιο συγκεκριμένα ο ρόλος του θεσμικού πλαισίου αναφέρεται:

- ❖ Στην επίβλεψη της ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοοικονομικών οργανισμών
- ❖ Στον προσδιορισμό της δομής και λειτουργίας των χρηματοοικονομικών οργανισμών
- ❖ Στην προστασία των επενδυτών
- ❖ Προσδιορίζει και να ποσοτικοποιεί τον κίνδυνο
- ❖ Υποστηρίζει την ορθολογική λήψη και διαχείριση κινδύνου
- ❖ Ελέγχει εάν η κεφαλαιακή απαίτηση και κάθε άλλη μορφή εποπτείας είναι αρκετή να οδηγήσει σε αποτελεσματική διαχείριση κινδύνου.

Βέβαια θα πρέπει να σημειωθεί ότι ένα αποτελεσματικό θεσμικό περιβάλλον, δηλαδή ένα πλαίσιο που εκπληρώνει το ρόλο του, θα πρέπει να είναι κατάλληλα προσαρμοσμένο στο εκάστοτε οικονομικό περιβάλλον αλλά και στις ιδιοσυγκρασίες της κάθε κεφαλαιαγοράς.

Η ύπαρξη ρυθμιστικού πλαισίου δεν αποσκοπεί μόνο στην επιβολή περιορισμών της λειτουργίας των οργανισμών αλλά συμβάλλει και στην προσπάθεια



τους να διαχειρίζονται τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Σύμφωνα με τους διεθνείς οργανισμούς, το θεμελιώδες καθήκον του θεσμικού πλαισίου είναι ο προσδιορισμός και η ποσοτικοποίηση του κινδύνου.

Οι κύριοι στόχοι του θεσμικού πλαισίου είναι:

- > Η διατήρηση του ανταγωνισμού στην αγορά
- > Η διαρκής αποτίμηση και παρακολούθηση του κινδύνου της αγοράς
- > Οι ανωτέρω στόχοι οι οποίοι πρέπει να επιτελούνται αποτελεσματικά. Υπάρχει αλληλοσύνδεση μεταξύ των τριών ρόλων του θεσμικού πλαισίου.

Σημαντικότερη θέση στους στόχους των εποπτικών αρχών κατέχει η επίβλεψη της ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοοικονομικών οργανισμών λόγω της διεθνοποίησης των αγορών. Ο δεύτερος ρόλος, ο προσδιορισμός της δομής και της λειτουργίας των χρηματοοικονομικών οργανισμών, σύμφωνα με την σύγχρονη οικονομική πραγματικότητα και τον αυξανόμενο ανταγωνισμό των αγορών, κατέληξε να έχει υψηλό κόστος σε όρους αποτελεσματικότητας. Με τις ασυμμετρίες πληροφόρησης που υπάρχουν μεταξύ των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών και των επενδυτών, η προστασία των επενδυτών αποτελεί έναν από τους βασικότερους ρόλους του θεσμικού πλαισίου. Για την αποτροπή της εξαπάτησης σε βάρος των επενδυτών σημαντική θέση κατέχει η συχνότητα, εγκυρότητα και εγκαιρότητα της ροής των πληροφοριών στην αγορά.

#### **4.4.2. Ευρωπαϊκές και αμερικάνικες εποπτικές αρχές**

Οι αμερικανικές και ευρωπαϊκές ρυθμιστικές αρχές εξετάζουν τώρα το ρόλο που έχουν διαδραματίσει οι οίκοι αξιολόγησης στην παρούσα πιστωτική κρίση. Η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Χρηματιστηριακής Εποπτείας (IOSCO) συζητά μια συντονισμένη λύση, ως απάντηση στις αποτυχίες των οίκων αξιολόγησης να βαθμολογήσουν τις χώρες, ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) διεξάγουν παρόμοιες έρευνες. Οι οίκοι αξιολόγησης εξετάζονται διεξοδικά και αναθεωρείται η αντικειμενικότητά τους και η επιρροή τους στην σύγχρονη χρηματοπιστωτική κρίση. Οι οργανώσεις έχουν εκφράσει την δυσαρέσκεια τους σχετικά με την ολιγοπωλιακή φύση της αγοράς, επιδράσεις των οίκων αξιολόγησης στις αλλαγές των συνθηκών της αγοράς καθώς και την έλλειψη ανεξαρτησίας όσον αφορά τις εταιρείες και τα κράτη που αξιολογούν.

IOSCO: Η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Χρηματιστηριακής Εποπτείας (IOSCO) διερεύνησε τον ρόλο των οίκων αξιολόγησης, όσον αφορά την πρόσφατη πιστωτική κρίση. Έτσι, έθεσαν υψηλά κριτήρια για τους οίκους αξιολόγησης, τους εκδότες και γενικά για τους συμμετέχοντες στις κεφαλαιαγορές, ώστε να προστατεύσει τους επενδυτές, να μειώσει τις συγκρούσεις συμφερόντων, να αυξήσει την διαφάνεια στον κλάδο και την αποτελεσματικότητα. Ο οργανισμός αποφάσισε να αναπτύξει έναν πιο λεπτομερή κώδικα που θα διέπει τους οίκους εκτίμησης.

Ο οργανισμός έθεσε τις αρχές που πρέπει να ακολουθούν οι οίκοι και οι οποίες αφορούν τέσσερις τομείς: Την ποιότητα και την ακεραιότητα της διαδικασίας εκτίμησης, την ανεξαρτησία των οίκων και τη σύγκρουση συμφερόντων, τη διαφάνεια και τη χρονική περίοδο που πρέπει να γίνονται ανακοινώσεις και τη χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών από τους οίκους. Αυτές οι αρχές μπορούν να εφαρμοστούν ανάλογα με τις συνθήκες κάθε τοπικής αγοράς και σύμφωνα με το νομοθετικό της σύστημα.

#### 1. Ποιότητα και ακεραιότητα της διαδικασίας εκτίμησης

Η εκτίμηση για μία εταιρία ή για ένα αξιόγραφο έχει αξία για τους επενδυτές όταν το νόημα της είναι σαφές και ξεκάθαρο, ώστε να χρησιμοποιηθεί σε επενδυτικές αποφάσεις. Όταν αυτά τα χαρακτηριστικά δεν ισχύουν μακροπρόθεσμα, τότε οι οίκοι έχουν ουσιαστικά αποτύχει. Ο οίκος και οι υπάλληλοί του πρέπει να είναι συμμορφώνονται με τους νόμους και τους κανονισμούς και να προωθούν την δίκαιη συνεργασία με τους επενδυτές και τους εκδότες. Η εκτίμηση πρέπει να βασίζεται σε μια ανάλυση σύμφωνη με την έγκυρη και δοκιμασμένη μεθοδολογία κάθε οίκου. Η αρχή αυτή ενθαρρύνει τους οίκους να υιοθετήσουν μηχανισμούς ώστε να γίνονται έλεγχοι στην ποιότητα της εκτίμησης και να εκφράζουν γνώμες που μειώνουν την έλλειψη πληροφόρησης στην αγορά.

#### 2. Ανεξαρτησία και συγκρούσεις συμφερόντων

Αν υπάρχουν υποψίες από τους επενδυτές ότι οι οίκοι δεν δρουν ανεξάρτητα κι ότι υπόκεινται σε συμφέροντα, τότε βλάπτεται η αγορά ως σύνολο. Η δεύτερη αρχή παρακινεί τους οίκους να προβούν σε τέτοιες ενέργειες ώστε να μην διακυβεύεται η ανεξαρτησία τους. Δεν πρέπει να επηρεάζονται οι εκτιμήσεις τους από τον φόβο για τις αντιδράσεις που θα φέρουν στην οικονομική και πολιτική ζωή. Στις εκτιμήσεις δεν θα πρέπει να εμπλέκονται συμφέροντα οικονομικά με τους πελάτες και οι οίκοι θα πρέπει να απομονώνουν την λειτουργία της εκτίμησης με κάθε είδους άλλη λειτουργία όπως

είναι οι συμβουλευτικές υπηρεσίες. Είναι απαραίτητη η υιοθέτηση διαδικασιών και μηχανισμών που αναγνωρίζουν και αποτρέπουν τις συγκρούσεις συμφερόντων. Επίσης, θα πρέπει να γίνεται σωστή κατανομή εργασίας στους υπαλλήλους, δηλαδή το προσωπικό που ασχολείται με τις αξιολογήσεις δεν θα πρέπει να έχει συμμετοχή στον διακανονισμό των αμοιβών.

### 3. Διαφάνεια και χρονική περίοδος ανακοινώσεων των εκτιμήσεων

Η τρίτη αρχή έχει σχεδιαστεί για να λαμβάνουν οι επενδυτές έγκαιρες πληροφορίες για την εκτίμηση, τις διαδικασίες της, τις μεθοδολογίες και τις υποθέσεις που έχουν γίνει. Επίσης, προβλέπει για να ενημερώνονται οι επενδυτές σχετικά με τις βαθμολογίες που είχε εκδώσει ένας οίκος στο παρελθόν και επιπλέον να διευκρινίζεται αν μια εκτίμηση είναι ύστερα από αίτημα ή όχι. Ακόμη, οι εταιρίες ενθαρρύνονται να δίνουν όσο το δυνατόν πιο έγκυρες πληροφορίες γιατί με αυτό τον τρόπο διευκολύνεται η ακεραιότητα και η αντικειμενικότητα της διαδικασίας. Ένας οίκος οφείλει να ανακοινώνει τις αξιολογήσεις στον κατάλληλο χρόνο οι οποίες θα περιέχουν και τις μεθοδολογίες, τις εκθέσεις, τις αλλαγές και την γνώμη των αναλυτών. Οι οίκοι θα πρέπει να εκδίδουν ιστορικά στοιχεία αξιολογήσεων για κάθε είδους εκτίμηση ώστε να μπορούν οι επενδυτές να συγκρίνουν τα αποτελέσματα των οίκων.

### 4. Εμπιστευτική πληροφόρηση

Η τέταρτη αρχή προωθεί τη συνεργασία των εταιριών με τους οίκους βεβαιώνοντας ότι θα ισχύσουν διαδικασίες με τις οποίες θα προστατεύονται οι εμπιστευτικές πληροφορίες. Ένα σημαντικό κριτήριο για την αξιοπιστία ενός οίκου είναι ο χειρισμός των εμπιστευτικών πληροφοριών. Πρέπει και για αυτό το κριτήριο να ακολουθηθούν συγκεκριμένες διαδικασίες και να δημιουργηθούν μηχανισμοί που να καλλιεργούν κλίμα εμπιστοσύνης. Η επιτροπή IOSCO επισημαίνει ότι οι οίκοι θα πρέπει να εξετάζουν το ενδεχόμενο ότι ορισμένες πληροφορίες είναι ιδιαίτερα χρήσιμες για τους επενδυτές, επειδή μειώνουν την ασυμμετρία πληροφόρησης, και θα πρέπει να γίνονται γνωστές.

Ο κώδικας που συντάχθηκε επειδή δεν έχει τη μορφή νόμου αλλά είναι συμβουλευτικό κείμενο, έδωσε και μια γενική προτροπή ως προς τον τρόπο εφαρμογής του. Συγκεκριμένα, κάθε οίκος θα πρέπει να δημιουργήσει έναν εταιρικό κώδικα που θα περιγράφει πλήρως αν ενσωματώνονται οι οδηγίες και οι αρχές του IOSCO. Επίσης,

ένας οίκος θα πρέπει να αναφέρει γιατί υπάρχουν διαφοροποιήσεις από τον κώδικα και πώς προστατεύονται οι αρχές του IOSCO.

SEC: Η Αμερικάνικη Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, διερεύνησε τις επιχειρηματικές πρακτικές των οίκων αξιολόγησης, τον ρόλο τους στην διαδικασία δανεισμού, τον τρόπο με τον οποίο οι αξιολογήσεις τους χρησιμοποιούνται, καθώς και πως η δημιουργία CDOs άλλαξε την βιομηχανία ενυπόθηκων δανείων. Μέρος αυτής της διαδικασίας αναθεώρησης, έχει σαν στόχο να διασφαλίσει ότι οι οίκοι αξιολόγησης έχουν επαρκή βαθμό αντικειμενικότητας και να επιφέρει μεγαλύτερη διαφάνεια για κάθε αξιολόγηση. Αυτό θα πρέπει να υλοποιηθεί, ζητώντας από τους οίκους αξιολόγησης την παροχή πληροφοριών σχετικά με προηγούμενες αξιολογήσεις και την ακρίβεια που πέτυχαν όσον αφορά την επίδοση του χρεογράφου.

CESR: Η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς (CESR), δημιούργησε ένα θεσμικό πλαίσιο για την διαδικασία ελέγχου των οίκων και έχει σκοπό να βελτιώνει τον συντονισμό των εποπτικών αρχών, σύμφωνα με τις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και να διαβεβαιώνει την εφαρμογή των νομοσχεδίων των κρατών. Έτσι η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κεφαλαιαγοράς (CESR), ξεκίνησε μια διαδικασία διαβούλευσης στο τέλος του 2007, για την αναθεώρηση του ρόλου των οίκων αξιολόγησης, όσον αφορά τα δομημένα χρηματοοικονομικά χρεόγραφα. Η αναθεώρηση αυτή στοχεύει στη διαφάνεια στις διαδικασίες αξιολόγησης, στην παρακολούθηση των αξιολογήσεων, στην ποιότητα του προσωπικού των οίκων αξιολόγησης και στις πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων.

Η CESR έχει καταλήξει σε μια σειρά προτάσεων για τη βελτίωση της διαφάνειας κατά την διαδικασία αξιολόγησης για την αποτελεσματικότερη διαχείριση των συγκρούσεων συμφερόντων. Οι προτάσεις αυτές αφορούν σαφή και ουσιαστική επικοινωνία, βελτιώσεις στην παρακολούθηση των αξιολογήσεων της πιστοληπτικής ικανότητας, διαφάνεια στην δομή των αμοιβών και κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με την αλληλεπίδραση των οίκων αξιολόγησης και τους εκδότες των δομημένων προϊόντων.

Η Επιτροπή CESR δημοσίευσε τα συμπεράσματά της τον Δεκέμβριο του 2006, στα οποία φαίνεται ότι οι εταιρικοί κώδικες συμμορφώνονται σε μεγάλο βαθμό με τον επίσημο κώδικα και οι διαφοροποιήσεις δεν αποτελούν παραβίαση του.

ESME: Παράλληλα με την CESR, η Ευρωπαϊκή Ομάδα Εμπειρογνομώνων Χρηματαγορών (ESME) ζητήθηκε να ενημερώσει την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σχετικά με τον ρόλο των οίκων αξιολόγησης και τη σημασία των βαθμολογιών τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η ESME εστίασε σε συγκεκριμένα θέματα, όπως, την ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς, την ποιότητα των αξιολογήσεων, την διαφάνεια των μεθόδων αξιολόγησης, την αξιολόγηση δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων σε σχέση με την εταιρική πιστοληπτική ικανότητα καθώς και την διαφάνεια στις αλλαγές των αξιολογήσεων.

#### **4.5. Το Νομοθετικό πλαίσιο της Βασιλείας I, II, III**

Τα τελευταία χρόνια, οι αλλαγές στο χρηματοπιστωτικό σύστημα ανέδειξαν την ανάγκη δημιουργίας ενός πλήρους και αξιόπιστου κανονιστικού πλαισίου για την ομαλή λειτουργία της οικονομίας σε διεθνές επίπεδο. Πολλοί ήταν οι λόγοι, που οδήγησαν στην κατεύθυνση αυτή. Οι έντονες διακυμάνσεις στις χρηματιστηριακές αγορές, η απελευθέρωση της αγοράς χρήματος, η αύξηση της ταχύτητας, η καθιέρωση νέων πολύπλοκων χρηματοοικονομικών παραγώγων προϊόντων, η διαρκής εξέλιξη της τεχνολογίας και η αυξανόμενη χρήση των τραπεζικών συναλλαγών καθώς και η ανάγκη για προστασία των επενδυτών από τους κινδύνους οδήγησαν πολλούς θεσμικούς οργανισμούς αλλά και κράτη να πάρουν προληπτικά μέτρα. Στην περίοδο αυτή δόθηκε εξουσία στους οίκους αξιολόγησης αφού έδωσαν αρκετή βαρύτητα στις εκτιμήσεις τους και τις κατέστησαν αναγκαίο συστατικό για μια συναλλαγή. Η αναγνώριση έγινε από την Επιτροπή της Βασιλείας, η οποία στήριξε τον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των γνωστών οίκων αξιολόγησης.

#### **Επιτροπή της Βασιλείας**

Οι στόχοι της Επιτροπής της Βασιλείας είναι :

- α. Η διασφάλιση της σταθερότητας του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος
- β. Η διασφάλιση ισοδύναμων όρων ανταγωνισμού κυρίως σε διεθνές επίπεδο μεταξύ των διεθνώς δραστηριοποιημένων τραπεζών και ο των διεθνών επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών

γ. Η διατύπωση θέσεων για διάφορα θέματα σχετικά με τη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος.

Στα πλαίσια αυτά, καταρτίσθηκαν από την Επιτροπή της Βασιλείας τα εποπτικά πλαίσια (Βασιλεία I & II), που βασίσθηκαν στις διεθνείς βέλτιστες τραπεζικές πρακτικές που εφαρμόζονταν ή είχαν σχεδιασθεί από τους περισσότερο εξελιγμένους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Τον Σεπτεμβρίου 2010 επήλθε νέα τροποποίηση στο παραπάνω Σύμφωνο (Βασιλεία II), η οποία ήταν αποτέλεσμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και θα τεθεί σε εφαρμογή σταδιακά από τον Ιανουάριο του 2013 έως τον Ιανουάριο του 2019. Η νέα αυτή συμφωνία, γνωστή και ως Βασιλεία III, πρακτικά τριπλασιάζει τα κεφαλαιουχικά αποθέματα τα οποία θα πρέπει να διατηρούν οι τράπεζες.

Οι πρώτοι κανόνες για τη κεφαλαιακή επάρκεια των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων θεσπίστηκαν το 1988 και μετέπειτα αναμορφώθηκαν από την Επιτροπή της Βασιλείας. Αρχικά, δημιουργήθηκε το πλαίσιο της Βασιλείας I και στη συνέχεια ύστερα από επικρίσεις αυτό το πλαίσιο αναμορφώθηκε και σχηματίστηκε η Βασιλεία II που τέθηκε σε ισχύ το 2007. Ενδιαφέρον είναι ο ρόλος που διαδραματίζουν οι αξιολογήσεις των οίκων στην εφαρμογή της Βασιλείας. Βέβαια, κατά τη λήψη στοιχείων από τις αξιολογήσεις αναγνωρίζονται περιορισμένοι οίκοι, και συνήθως αυτοί που κατέχουν προδιαγραφή NRSRO, δίνοντας τους ακόμα μεγαλύτερη αξία. Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ανήλθαν σε ακόμα καλύτερη θέση ως προς την επιρροή που ασκούν για τον καθορισμό του απαραίτητου κεφαλαίου των τραπεζών. Η εξέλιξη των πλαισίων της Βασιλείας μας δείχνει πώς οι οίκοι έγιναν μέρος της κανονιστικής εξουσίας κι έδωσαν σε αυτούς ένα ρόλο πέρα από συμβουλευτικό.

#### **4.5.1. Βασιλεία I**

Το κίνητρο για την πρώτη Συμφωνία της Βασιλείας του 1988 δόθηκε από τη σκέψη των G-10 χωρών ότι το κεφάλαιο των σπουδαιότερων παγκόσμιων τραπεζών έχει μειωθεί σε επικίνδυνα χαμηλά επίπεδα, λόγω του υψηλού ανταγωνισμού του κλάδου και στη συνέχεια τροποποιήθηκε τέσσερις φορές από το 1991 έως το 1998 , ενώ ενσωματώθηκε στο Ευρωπαϊκό Κοινοτικό Δίκαιο με την έκδοση των Οδηγιών 89/299/EK και 89/647/EK , 92/121/EK, 93/6/EK, 98/31/EK.

**Ουσιαστικά, το αρχικό σύμφωνο της Βασιλείας ήταν η πρώτη οργανωμένη προσπάθεια προς την κατεύθυνση της σταθεροποίησης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.**

Σύμφωνα λοιπόν με τη συγκεκριμένη συμφωνία οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που δραστηριοποιούνται παγκοσμίως οφείλουν να διατηρούν κεφάλαιο πάνω από 8% των σταθμισμένων ως προς τον κίνδυνο στοιχείων του Ενεργητικού τους. Τα στοιχεία του ενεργητικού χωρίζονται σε τέσσερις κατηγορίες κινδύνου 0%, 20%, 50%, 100% ανάλογα με το είδος του δανειζόμενου. Σημειώνεται ότι οι εμπορικές τράπεζες πρέπει να υπολογίζουν επιπλέον έναν συντελεστή 20%.

Με την πάροδο του χρόνου έγινε αντιληπτό ότι έπρεπε να γίνουν κάποιες τροποποιήσεις. Ειδικότερα, ο ενιαίος συντελεστής του 8% κρίθηκε μη αποδοτικός, διότι δημιούργησε κωλύματα στη διαδικασία παροχής δανείων ακόμα και για αρκετά αξιόπιστες εταιρίες, οι οποίες δεν μπορούσαν να δημιουργήσουν ένα χαρτοφυλάκιο δανείων σύμφωνα με τις ικανότητές τους. Επιπλέον, η Βασιλεία I δεν κατάφερε να ενσωματώσει στο σχέδιό της κανόνες ώστε να αποφευχθούν οι κίνδυνοι της ρευστότητας, ο συστηματικός κίνδυνος της αγοράς και οι λειτουργικοί κίνδυνοι οι οποίοι είναι όλοι συνυφασμένοι με τη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος.

Ταυτόχρονα οι συντελεστές για την κεφαλαιακή επάρκεια ήταν μεν ένα μέτρο για τον πιστωτικό κίνδυνο αλλά δεν συμφωνούσαν με τις εκτιμήσεις των χρηματαγορών. Ένα ακόμη αρνητικό σημείο είναι το γεγονός ότι το πλαίσιο της Βασιλείας I έδωσε ώθηση σε χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς να ψάχνουν τρόπους να αποφύγουν τα μέτρα των κεφαλαιακών απαιτήσεων και να αναπτύξουν την αγορά των παραγώγων έχοντας να αντιμετωπίσουν αρκετούς κινδύνους. Η Επιτροπή της Βασιλείας για την κάλυψη των αδυναμιών του πρώτου συμφώνου και έχοντας στόχο να δημιουργήσει ένα νέο πλαίσιο λειτουργίας για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ώστε να βρεθούν καλύτεροι τρόποι διαχείρισης κινδύνου και για να ενδυναμώσει γενικότερα τον τραπεζικό κλάδο διεθνώς, δημοσίευσε τρία Συμβουλευτικά κείμενα τον Ιούνιο του 1999, τον Ιανουάριο του 2001 και τον Απρίλιο του 2003. Συγκεκριμένα, αυτά τα τρία κείμενα αποτελούν τη νέα συμφωνία της Βασιλείας II που στόχο έχει να αντιμετωπιστούν τόσο ο πιστωτικός όσο και ο λειτουργικός κίνδυνος, αλλά και να διευκολύνει τις τράπεζες να επιλέγουν μεθόδους για τη σωστή κεφαλαιακή επάρκεια τους σύμφωνα με την επιχειρησιακή στρατηγική τους.

#### 4.5.2. Βασιλεία II

Η συνειδητοποίηση των αδυναμιών του συμφώνου της Βασιλείας I, 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. Σκοπός, είναι να ενισχυθούν και να εποπτευθούν οι διεθνείς τραπεζικές απαιτήσεις. Το 2001, η Επιτροπή Βασιλείας εξέδωσε και νέο έγγραφο, στο οποίο παρουσιάζονται με λεπτομερέστερο τρόπο οι αναθεωρημένες προτάσεις, με προβλεπόμενο χρόνο εφαρμογής το 2004. Έτσι, στις 26 Ιουνίου 2004 εκδόθηκε το αναθεωρημένο εποπτικό πλαίσιο της Κεφαλαιακής Επάρκειας, το οποίο είναι γνωστό ως Βασιλεία II και πρόκειται να εφαρμοστεί πλήρως, μέχρι το 2015.

Οι βασικοί στόχοι του νέου Συμφώνου συνίστανται στο να αποδοθεί έμφαση στην εποπτική εξέταση καθώς και στη διαφάνεια της αγοράς. Το πλαίσιο της Βασιλείας II, αποβλέπει να φέρει τις εποπτικές κεφαλαιακές απαιτήσεις όσο το δυνατόν πλησιέστερα στο οικονομικό κεφάλαιο των τραπεζών. Το νέο πλαίσιο εισάγει ριζικές μεταβολές στον τομέα αυτό και χρησιμοποιεί τη διαβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας ως κριτήριο διαφοροποίησης. Το Νέο Σύμφωνο χωρίζεται σε τρεις πυλώνες, ώστε να εκσυγχρονιστεί το προηγούμενο πλαίσιο και συγχρόνως να διατηρηθεί ο στόχος της σωστής κεφαλαιακής επάρκειας για τη διατήρηση της λειτουργίας και βιωσιμότητας του τραπεζικού συστήματος. Οι πυλώνες αυτοί αναλύονται ως εξής:

- I. Ο πρώτος *πυλώνας*, αφορά τον καθορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων για την κάλυψη του πιστωτικού και του λειτουργικού κινδύνου.
- II. 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.
- III. 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.

### ΠΥΛΩΝΑΣ Ι : ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΕΠΑΡΚΕΙΑ

Στον Πυλώνα 1 αναφέρεται ότι 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 αυτό τον τρόπο, θα έχουν τη δυνατότητα να επιβάλλουν σε κάθε χρηματοοικονομικό ίδρυμα τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις, οι οποίες θα μπορούν να είναι και υψηλότερες από το ελάχιστο όριο των 8%, ανάλογα με την εκτιμώμενη έκθεση κινδύνου της τράπεζας.

Οι ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις υπολογίζονται, αν διαιρέσουμε τα κεφάλαια με τον άθροισμα του πιστωτικού κινδύνου, του κινδύνου αγοράς και του λειτουργικού κινδύνου. Το κλάσμα αυτό πρέπει να είναι μεγαλύτερο ή ίσο από τον Δείκτη Κεφαλαιακής Επάρκειας, του οποίου η τιμή είναι 8%, τουλάχιστον

$$\frac{\text{Εποπτικά κεφάλαια}}{\text{Πιστωτικός κίνδυνος} + \text{Κίνδυνος Αγοράς} + \text{Λειτουργικός Κίνδυνος}} \geq 8$$

Όσον αφορά την μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου ο τρόπος υπολογισμού μπορεί να γίνει, είτε με τη Τυποποιημένη μέθοδο (Standardized approach), όπου οι συντελεστές στάθμισης προσδιορίζονται με βάση τις διαβαθμίσεις των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, είτε τη μέθοδο των Εσωτερικών Συστημάτων Διασφάλισης (Internal Ratings based approach), όπου τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούν με βάση εσωτερικές εκτιμήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των πιστούχων να εκτιμήσουν τον πιστωτικό κίνδυνο, ο οποίος υπολογίζεται με την εισαγωγή δύο εναλλακτικών προσεγγίσεων : της θεμελιώδους προσέγγισης (Foundation Approach) και της Εξελιγμένης (Advanced Approach) προσέγγισης. Τα βασικότερα σημεία του Πυλώνα Ι είναι τα ακόλουθα: α. Υπολογισμός πιστωτικού κινδύνου, β. Υπολογισμός Λειτουργικού Κινδύνου (Ζημιές), γ. Υπολογισμός Κινδύνου Αγοράς, δ. Διαμόρφωση του πλαισίου τιλοποιημένων απαιτήσεων

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι συστατικό κομμάτι αυτής της προσέγγισης, αφού σύμφωνα με το πλαίσιο της Βασιλείας ΙΙ, οι εμπορικές τράπεζες πρέπει να υπολογίζουν την κεφαλαιακή τους επάρκεια με συντελεστές οι οποίοι θα βασίζονται στις αξιολογήσεις των οίκων. Οι βαθμολογίες των οργανισμών αξιολόγησης

πιστοληπτικής ικανότητας πρέπει να πληρούν κάποια κριτήρια (αντικειμενικότητα, ανεξαρτησία, διαφάνεια, διεθνή πρόσβαση, αξιοπιστία), που κρίνονται απαραίτητα για τη Βασιλεία II και φυσικά ελέγχονται από τις εποπτικές αρχές.

## ΠΥΛΩΝΑΣ II - ΕΠΟΠΤΙΚΗ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ

Ο Πυλώνας II αποτελεί σημαντική καινοτομία του νέου εποπτικού πλαισίου της «Βασιλείας II» αφού συμπληρώνει και ενδυναμώνει τους κανόνες του Πυλώνα I. Με τον Πυλώνα II θεσπίζεται ένα ολοκληρωμένο πλαίσιο προληπτικής εποπτείας των πιστωτικών κινδύνων. Το πλαίσιο προληπτικής εποπτείας των κινδύνων εντάσσεται στο γενικότερο πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης των Πιστωτικών Ιδρυμάτων.

Ο δεύτερος πυλώνας αφορά κυρίως τη διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης. 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. Η Επιτροπή της Βασιλείας αναθέτει στους επόπτες να εξασφαλίσουν ότι οι τράπεζες έχουν σε ισχύ σωστές εσωτερικές διαδικασίες. Δηλαδή, ότι οι εποπτικές αρχές θα αξιολογούν πόσο ικανοποιητικά οι τράπεζες εκτιμούν την κεφαλαιακή τους επάρκεια σε αντιστοιχία με τους κινδύνους που διατρέχουν. Επιπλέον, οι εσωτερικές διαδικασίες θα υπόκεινται σε εποπτική αναθεώρηση και στη συνέχεια οι επόπτες θα επεμβαίνουν όποτε αυτό κρίνεται απαραίτητο. 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 .

Ο δεύτερος πυλώνας του Συμφώνου της Βασιλείας στοχεύει στο να ενθαρρύνει την τήρηση υψηλών προδιαγραφών στη διαφάνεια και παρουσίαση των αναλαμβανόμενων κινδύνων. Όσες τράπεζες εκτιμάται στην αγορά, ότι ανήκουν σε υψηλού κινδύνου ιδρύματα ή έχουν ανεπαρκές σύστημα διαχείρισης κινδύνων, θα τους επιβάλλονται κυρώσεις μέσω υψηλότερων περιθωρίων επιτοκίου στο διατραπεζικό δανεισμό και στο εκδιδόμενο χρέος. Η διαφάνεια των στοιχείων είναι υποχρεωτική, και επικεντρώνεται σε στοιχεία που αφορούν την κεφαλαιακή επάρκεια και τη σύνθεση των εποπτικών ιδίων κεφαλαίων, την αναλυτική παρουσίαση των εκθέσεων σε κίνδυνο ανά προϊόν και την διαφάνειες των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων.

Συνοπτικά ο δεύτερος πυλώνας βασίζεται στις εξής τέσσερις βασικές αρχές :

- ❖ Πρόβλεψη διαδικασιών από τα πιστωτικά ιδρύματα για την εσωτερική αξιολόγηση της κεφαλαιακής τους επάρκειας και τη διαμόρφωση στρατηγικής για τη διατήρηση του επιπέδου ιδίων κεφαλαίων.
- ❖ Καθιέρωση της εξουσίας εποπτικού ελέγχου της αρτιότητας των διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων των τραπεζών.
- ❖ Δυνατότητα επιβολής από την αρμόδια εποπτική αρχή κεφαλαιακής απαίτησης για κάλυψη έναντι του πιστωτικού κινδύνου καθ' υπέρβαση του ελαχίστου ορίου (8%) σε συγκεκριμένα πιστωτικά ιδρύματα.
- ❖ Καθιέρωση της εξουσίας έγκαιρης παρέμβασης των εποπτικών αρχών σε περίπτωση επιδείνωσης του δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας ενός πιστωτικού ιδρύματος.

### ΠΥΛΩΝΑΣ III : Η ΠΕΙΘΑΡΧΙΑ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ - ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

Ο πυλώνας III κρίνει αναγκαία τη πειθαρχία της αγοράς και για αυτό το λόγο απαιτεί τη δημοσιοποίηση στοιχείων από τις τράπεζες, ώστε να μπορούν να ενημερώνονται για την κεφαλαιακή επάρκεια μια τράπεζας και παράλληλα για τους κινδύνους που αντιμετωπίζει. Επιπρόσθετα, εισάγει την πληροφόρηση για το ύψος των αναλαμβανόμενων κινδύνων, τις κεφαλαιακές απαιτήσεις έναντι των κινδύνων αυτών και την ακολουθούμενη στρατηγική, προκειμένου μέσω της διαφάνειας να ενισχυθεί η πειθαρχία της αγοράς.

Η Επιτροπή της Βασιλείας πρότεινε ένα σύγχρονο σύστημα διεθνούς εποπτείας το οποίο και στηρίζεται στον Πυλώνα της πειθαρχίας της αγοράς, ως μηχανισμού ενδυνάμωσης της φερεγγυότητας των Τραπεζών, απαιτώντας μεγαλύτερη διαφάνεια. Η ανάγκη για μεγαλύτερη διαφάνεια έχει γίνει πολύ πιο επιτακτική, αφού οι δραστηριότητες του χρηματοοικονομικού τομέα είναι πιο πολύπλοκες. Η τάση προς ενίσχυση των δυνάμεων της αγοράς στην ανάληψη πιο ενεργού εποπτικού ρόλου συνδέεται, τόσο με τις διαρθρωτικές αλλαγές που χαρακτηρίζουν τη σύγχρονη τραπεζική πραγματικότητα, όσο και με το στρατηγικό στόχο της καθιέρωσης ενός εποπτικού πλαισίου που δε θα βλάπτει την αποτελεσματικότητα.

Στα στοιχεία που δημοσιοποιούνται περιλαμβάνονται: Πληροφορίες γενικής φύσεως, διάρθρωση ιδίων κεφαλαίων, τρόπος υπολογισμού κεφαλαιακής επάρκειας, έκθεση του Πιστωτικού Ιδρύματος σε κινδύνους και αξιολόγησή

Συμπερασματικά, παρατηρείται ότι ο στόχος του Νέου Συμφώνου της Βασιλείας II είναι να τονώσει την ασφάλεια και την αποτελεσματικότητα του Τραπεζικού Συστήματος, θεσπίζοντας τις εσωτερικές διαδικασίες ελέγχου, την εποπτική διαδικασία και την πειθαρχία της αγοράς. Το Νέο Σύμφωνο επιφέρει ριζικές αλλαγές στο πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων και υπολογισμού των κεφαλαιακών απαιτήσεων των Πιστωτικών Ιδρυμάτων Σε κάθε περίπτωση, το νέο πλαίσιο της Βασιλείας αποβλέπει στην αυξημένη ευαισθησία των κεφαλαιακών απαιτήσεων έναντι των κινδύνων που αναλαμβάνουν οι Τράπεζες, που δεν πρέπει να οδηγεί σε μείωση των συνολικών κεφαλαιακών απαιτήσεων, αλλά στην ορθολογική κατανομή τους.

Ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας των Τραπεζών αντιπροσωπεύει την αναλογία μεταξύ των εποπτικών Ιδίων Κεφαλαίων της Τράπεζας και των στοιχείων του Ενεργητικού (εντός και εκτός Ισολογισμού), τα οποία έχουν σταθμιστεί ανάλογα με τον κίνδυνο, που τους αντιστοιχεί. Το νέο πλαίσιο προτείνει μια σειρά από εναλλακτικούς τρόπους, που διαβαθμίζονται από απλής μέχρι σύνθετης μεθοδολογίας με σκοπό τη μέτρηση του πιστωτικού και λειτουργικού κινδύνου καθώς και του κινδύνου αγοράς για να προσδιορισθεί το επίπεδο των απαιτούμενων εποπτικών κεφαλαίων. Με το νέο σύμφωνο για την κεφαλαιακή επάρκεια, διατηρήθηκε ο δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας στο ελάχιστο ύψος του 8%, που υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο:

$$\frac{\text{Εποπτικά κεφάλαια}}{\text{Πιστωτικός κίνδυνος} + \text{Κίνδυνος Αγοράς} + \text{Λειτουργικός Κίνδυνος}} \geq 8$$

Η δομή του νέου συμφώνου της Επιτροπής της Βασιλείας περιλαμβάνει 3 θεματικές ενότητες (Πυλώνες), οι οποίοι είναι αλληλένδετοι και αμοιβαία αλληλοενισχυόμενοι.

Πυλώνας I	Πυλώνας II	Πυλώνας III
Υπολογισμός κεφαλαιακής επάρκειας	Εποπτεία σε μόνιμη βάση	Πειθαρχία της αγοράς

Με βάση ένα πλαίσιο υπολογισμού των ελάχιστων κεφαλαιακών υποχρεώσεων έναντι του πιστωτικού και λειτουργικού κινδύνου καθώς και του κινδύνου αγοράς	Με θέσπιση διαδικασιών για τον έλεγχο σε μόνιμη βάση της επάρκειας των ιδίων κεφαλαίων των Τραπεζών	Με γνωστοποίηση πληροφοριών με σκοπό την ενδυνάμωση της πειθαρχίας που επιβάλλει η αγορά στις Τράπεζες.
---	---	---

#### 4.5.3. Βασιλεία III

Η Συνθήκη Βασιλείας III είναι ένα σύνολο προτεινόμενων αλλαγών επί των διεθνών κανόνων που αφορούν την κεφαλαιακή επάρκεια και τη ρευστότητα των τραπεζών καθώς και κάποια άλλα θέματα που σχετίζονται με την τραπεζική εποπτεία. Πρόκειται για μια μεταρρυθμιστική κίνηση που έλαβε χώρα στην προσπάθεια της διεθνούς κοινότητας να αντιμετωπίσει την πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση το 2007-2008. Η δεύτερη σημαντική αναθεώρηση των κανόνων τραπεζικής εποπτείας επικυρώθηκε από το εποπτικό σώμα της Βασιλείας και άνοιξε το δρόμο για την τελική της έγκριση από τη σύνοδο κορυφής των G20 στη Σεούλ το Νοέμβριο του 2010.

Η εφαρμογή των κανόνων της Συνθήκης Βασιλείας III θα έχει μεγάλες επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία. Οι νέοι αυστηρότεροι κανόνες για την κεφαλαιακή επάρκεια, την ρευστότητα των τραπεζών και την διαφάνεια των διαδικασιών θα καταστήσουν ασφαλέστερες τις οικονομίες των χωρών και συνεπώς θα σταθεροποιήσει και το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα. Η αυξημένη ασφάλεια θα αναγκάσει τις τράπεζες να δεσμεύσουν επιπλέον κεφάλαια για να διατηρήσουν υψηλότερα επίπεδα ρευστότητας.

Η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία εξέδωσε τον Δεκέμβριο του 2009 ένα συμβουλευτικό, για την αναθεώρηση των διεθνών κανόνων ρευστότητας και κεφαλαιακής επάρκειας επιδιώκοντας τη δημιουργία ενός πιο εύκαμπτου τραπεζικού τομέα σε παγκόσμιο επίπεδο. Στόχος είναι να βελτιωθεί η ικανότητα του τραπεζικού συστήματος να ξεπερνά τις οικονομικές κρίσεις αποτρέποντας την εξάπλωση τους από τον χρηματοπιστωτικό τομέα στην πραγματική οικονομία. Παράλληλα, οι προσπάθειες της Επιτροπής στρέφονται και προς τη βελτίωση των διαδικασιών διαχείρισης του κινδύνου, εταιρικής διακυβέρνησης, διαφάνειας και δημοσιοποίησης των πληροφοριών.

Τα βασικά σημεία των προτάσεων της Επιτροπής Βασιλείας είναι :

□ Η ποιότητα, η συνέπεια και η διαφάνεια της κεφαλαιακής βάσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων πρέπει να βελτιωθεί. Έτσι θα διασφαλιστεί η ικανότητα των μεγάλων τραπεζών που λειτουργούν σε διεθνές επίπεδο.

□ Το πλαίσιο κεφαλαιακής επάρκειας που αφορά την κάλυψη του κινδύνου θα ενισχυθεί. Η Επιτροπή προτείνει την ενίσχυση των κεφαλαιακών απαιτήσεων σε περίπτωση πιστωτικού κινδύνου από παράγωγα ή άλλες χρηματοδοτικές δραστηριότητες, καθώς έτσι στοχεύουν στην μείωση μετάδοσης των προβλημάτων μεταξύ των τραπεζών.

□ Η Επιτροπή προτείνει την καθιέρωση ενός Δείκτη Μόχλευσης των τραπεζικών ιδρυμάτων, σαν συμπληρωματικό μέτρο στο υφιστάμενο ρυθμιστικό πλαίσιο του Πυλώνα 1 της Συνθήκης Βασιλείας II. Αυτό το μέτρο θα βελτιώσει το μοντέλο υπολογισμού του κινδύνου.

□ Η Επιτροπή προτείνει την υιοθέτηση μιας σειράς μέτρων για τη δημιουργία ειδικών σταθεροποιητικών κεφαλαιακών αποθεμάτων σε περιόδους κρίσης. Αυτή η κίνηση αναμένεται να συνεισφέρει στη σταθερότητα του τραπεζικού συστήματος και να μετριάσει τις επιπτώσεις των κρίσεων.

□ Τέλος, η Επιτροπή καθιερώνει ένα ελάχιστο απαιτούμενο επίπεδο ρευστότητας για τράπεζες που δραστηριοποιούνται σε διεθνές επίπεδο καθώς περιλαμβάνει μια δέσμη μέτρων που υποβοηθά τις εποπτικές αρχές να παρακολουθούν τις τάσεις ρευστότητας.

#### **4.6. Αναδιάρθρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και αλλαγή του τρόπου αξιολόγησης από τους οίκους πιστοληπτικής ικανότητας.**

##### **4.6.1. Η ΕΑΚΑΑ και ο ρόλος της στο χρηματοπιστωτικό σύστημα**

Η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών, με τον ρόλο της στη διαμόρφωση κανόνων και στον συντονισμό, είναι επί του παρόντος η μόνη Ευρωπαϊκή Εποπτική Αρχή η οποία ασκεί άμεσες εποπτικές αρμοδιότητες στους συμμετέχοντες στην αγορά. Η ίδρυση της ΕΑΚΑΑ μπορεί να εκληφθεί ως η αρχή μιας νέας εποχής όσον αφορά τους τρόπους προστασίας των επενδυτών και τη διασφάλιση της ύπαρξης και της σταθερής και εύρυθμης λειτουργίας των αγορών σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση. Ασκή τις αρμοδιότητες αυτές στον κρίσιμο τομέα της εποπτείας των

οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας (ΟΑΠΙ), οι οποίοι δεν υπόκειντο προηγουμένως σε ρύθμιση.

Από τον Ιούλιο του 2011, η ΕΑΚΑΑ είναι ο μόνος εποπτικός φορέας των ΟΑΠΙ στην ΕΕ και κάθε ΟΑΠΙ ο οποίος επιθυμεί να δραστηριοποιηθεί στην ΕΕ πρέπει να υποβάλει αίτηση εγγραφής στην ΕΑΚΑΑ. Το 2011, η ΕΑΚΑΑ προέβη στην εγγραφή συνολικά 16 ΟΑΠΙ, συμπεριλαμβανομένων των κύριων παραγόντων της αγοράς Fitch, Moody's και Standard & Poor's, αλλά και άλλων παρόχων αξιολόγησης οι οποίοι δραστηριοποιούνται στην ΕΕ. Η ένταξη των ΟΑΠΙ υπό την ευρωπαϊκή εποπτεία αποτελεί επίτευγμα-ορόσημο και προαπαιτούμενο για μια πιο αξιόπιστη διαδικασία αξιολόγησης, η οποία μπορεί να συμβάλει στη βελτίωση της λειτουργίας των αγορών.

Τα ακόλουθα έξι χαρακτηριστικά περιγράφουν την ΕΑΚΑΑ και τον τρόπο με τον οποίο υλοποιεί την αποστολή και τους στόχους της.

- **ευρωπαϊκή:** κατά την εκτέλεση των καθηκόντων της, η ΕΑΚΑΑ ενεργεί για το συμφέρον της ΕΕ. Η οργάνωση αντικατοπτρίζει την ποικιλομορφία της ΕΕ.
- **ανεξάρτητη:** η ΕΑΚΑΑ είναι ανεξάρτητη από τα θεσμικά όργανα της ΕΕ, τις εθνικές αρχές και τους συμμετέχοντες στις χρηματοοικονομικές αγορές.
- **συνεργατική:** η ΕΑΚΑΑ σχηματίζει, μαζί με τις εθνικές αρχές, ένα δίκτυο εποπτικών φορέων των χρηματοοικονομικών αγορών στην ΕΕ. Συνεργάζεται με όλους τους οικείους ευρωπαϊκούς φορείς, συμπεριλαμβανομένων της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (ΕΑΤ), της Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΑΑΕΣ) και του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ), καθώς και με ρυθμιστικούς φορείς εκτός της ΕΕ.
- **υπόλογη:** η διαδικασία λήψης αποφάσεων της ΕΑΚΑΑ είναι διαφανής και η Αρχή συναλλάσσεται με τους συμφεροντούχους με ανοικτό τρόπο και χωρίς αποκλεισμούς. Ο οργανισμός λογοδοτεί στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και στο ευρύτερο κοινό.
- **επαγγελματική:** η ΕΑΚΑΑ επιδιώκει την επαγγελματική αριστεία απασχολώντας προσωπικό υψηλής ποιότητας με ισχυρή τεχνική εμπειρογνωμοσύνη, γνώσεις και πείρα στις χρηματοοικονομικές αγορές, και ακολουθώντας αξιόπιστες πρακτικές και διαδικασίες και

- **αποτελεσματική:** η ΕΑΚΑΑ χρησιμοποιεί τους πόρους της αποδοτικά, προκειμένου να μεγιστοποιήσει τον αντίκτυπό της στην προώθηση της προστασίας των επενδυτών και στη σταθερή και εύρυθμη λειτουργία των αγορών στην ΕΕ.

Για την επίτευξη εναρμονισμένων κανόνων και την εφαρμογή τους σε ολόκληρη την Ένωση, η ΕΑΚΑΑ είναι υπεύθυνη για τη θέσπιση προτύπων σε σχέση με τη νομοθεσία περί κινητών αξιών και παρέχει τεχνικές συμβουλές, όταν της το ζητεί η Επιτροπή. Διαδραματίζει επίσης σημαντικό ρόλο στην άμεση εποπτεία χρηματοοικονομικών παραγόντων με πανευρωπαϊκή εμβέλεια, όπως οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας επί του παρόντος ή αρχεία καταγραφής συναλλαγών στο μέλλον.

#### **4.6.2. Κανονισμοί της ΕΕ για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας**

Η Ευρωπαϊκή Ένωση προσπάθησε επί σειρά ετών να συγκροτήσει ένα ισχυρό νομικό πλαίσιο για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (ΟΑΠΙ), συμπεριλαμβανομένων των εποπτικών εξουσιών που παραχωρήθηκαν στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο.

Η ΕΑΚΑΑ αποτελεί τον κεντρικό επόπτη των ΟΑΠΙ που δραστηριοποιούνται στην ΕΕ. Η ΕΑΚΑΑ έχει την εξουσία να διερευνά και να επιβάλλει πρόστιμα εάν ένας ΟΑΠΙ παραβιάζει τις υποχρεώσεις που υπέχει βάσει του ενωσιακού δικαίου. Τον Μάρτιο 2012 η ΕΑΚΑΑ εξέδωσε την πρώτη έκθεσή της σχετικά με την εποπτεία των ΟΑΠΙ. Η Επιτροπή έχει επίγνωση του γεγονότος ότι παραμένουν σημαντικές ανησυχίες, ιδίως όσον αφορά, μεταξύ άλλων, τις αξιολογήσεις του δημόσιου χρέους, τις μεθοδολογίες για τις αξιολογήσεις, την ευθύνη των ΟΑΠΙ και την υπερβολική εμπιστοσύνη στις αξιολογήσεις. Ως εκ τούτου, τον Νοέμβριο 2011 η Επιτροπή υπέβαλε τρίτη πρόταση για την τροποποίηση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου, προκειμένου να αντιμετωπιστούν τα προαναφερόμενα ζητήματα. Η πρόταση αυτή αποτελεί τώρα αντικείμενο διαπραγματεύσεων μεταξύ του Συμβουλίου και του Κοινοβουλίου, αναμένεται δε να εγκριθεί έως τα τέλη 2013.

Η πίεση για αλλαγές από τις ρυθμιστικές αρχές στην Ευρώπη και στις ΗΠΑ, προκάλεσε την υιοθέτηση αμυντικής στάσης από τους οίκους αξιολόγησης, που προσπαθούν να αποφύγουν την κριτική, εξηγώντας το ρόλο τους και, ταυτόχρονα, πραγματοποιώντας προσπάθειες για τη μεταρρύθμιση των διαδικασιών τους. Σύμφωνα



με τους οίκους αξιολόγησης, μεγάλο μέρος της κριτικής που έχουν λάβει βασίζεται σε έλλειψη πραγματικής κατανόησης των ρόλων τους και του πεδίου εφαρμογής των αξιολογήσεών τους.

Ο κανονισμός CRA I της ΕΕ για οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, που ισχύει από τον Δεκέμβριο του 2010, ήταν μέρος της απάντησης της Ευρώπης σε αυτές τις δεσμεύσεις. Ο κανονισμός τροποποιήθηκε τον Μάιο του 2011 για να την προσαρμόσει στη δημιουργία της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) από τον λεγόμενο κανονισμό CRA.

Αυτοί οι κανονισμοί ΟΑΠΙ επικεντρώνονται στα εξής:

- **καταχώριση:** προκειμένου να καταχωρηθεί, ένας ΟΑΠΙ πρέπει να πληρεί μια σειρά από υποχρεώσεις σχετικά με την άσκηση των δραστηριοτήτων τους, με σκοπό να εξασφαλίσει την ανεξαρτησία και την ακεραιότητα της διαδικασίας αξιολόγησης και να βελτιώσουν την ποιότητα των αξιολογήσεων που εκδίδονται. Στην ΕΑΚΑΑ έχει ανατεθεί από τον Ιούλιο του 2011, η ευθύνη για την καταγραφή και την άμεση εποπτεία των ΟΑΠΙ στην ΕΕ.
- **διεξαγωγή των επιχειρήσεων:** τον προηγούμενο κανονισμό (CRA I) που απαιτείται από τους ΟΑΠΙ, ώστε να αποφεύγουν τις συγκρούσεις συμφερόντων για να εξασφαλιστεί η ποιότητα των αξιολογήσεων (για παράδειγμα, απαιτείται η συνεχής παρακολούθηση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας), τις μεθόδους αξιολόγησης (που πρέπει να είναι, μεταξύ άλλων, αυστηρή και συστηματική) και ένα υψηλό επίπεδο διαφάνειας
- **εποπτεία:** η ΕΑΚΑΑ έχει πολλαπλό εύρος εξουσιών έρευνας, συμπεριλαμβανομένης της δυνατότητας να ζητήσει οποιοδήποτε έγγραφο ή τα δεδομένα, να καλέσει σε ακρόαση πρόσωπα, να διενεργήσει επιτόπιους ελέγχους και να επιβάλλει διοικητικές κυρώσεις, πρόστιμα και χρηματικές ποινές. Αυτό συγκεντρώνει και απλοποιεί την εποπτεία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας σε ευρωπαϊκό επίπεδο και εξασφαλίζει ένα ενιαίο σημείο επαφής για τους εγγεγραμμένους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Αυτό συμβάλλει σημαντικά στην βελτίωση της αποτελεσματικότητας λόγω της μικρότερης και λιγότερο περίπλοκης εγγραφής και εποπτείας της διαδικασίας με μια πιο συνεκτική εφαρμογή των κανόνων για τους ΟΑΠΙ.

#### 4.6.3. Προσαρμογή στα νέα δεδομένα και αλλαγή του τρόπου αξιολόγησης

Η συνεχιζόμενη κρίση χρέους της ευρωζώνης έφερε στην επιφάνεια τομείς στους οποίους απαιτείται μεγαλύτερη εποπτεία. Για να καλυφθούν τα υφιστάμενα κενά, η Επιτροπή πρότεινε νέα μέτρα, ώστε να σταθεροποιηθούν οι χρηματοπιστωτικές αγορές και να παρέχεται στους επενδυτές καλύτερη πληροφόρηση όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο. Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας αναφέρεται στη φερεγγυότητα. Για παράδειγμα, μια υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας, μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερα επιτόκια, γεγονός που καθιστά ακριβότερη τη δανειοληψία για τη χώρα αυτή.

Συνεπώς, τα νέα μέτρα έχουν σκοπό:

- να **μειώσουν την υπέρμετρη στήριξη στις αξιολογήσεις**, ώστε οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί να μην στηρίζονται αποκλειστικά στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας όταν επιλέγουν πού θα επενδύσουν.
- να **καταστήσουν υποχρεωτική τη συχνότερη αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των χωρών**, ώστε να επικαιροποιούν τις αξιολογήσεις των χωρών της ΕΕ δύο φορές τον χρόνο. Για να αποφευχθεί η αναστάτωση στις αγορές, οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των χωρών θα πρέπει να δημοσιεύονται μόνο μετά το κλείσιμο των αγορών.
- να **διασφαλίσουν την αρχή της ανεξαρτησίας**, και οι οίκοι αξιολόγησης να υποχρεώνονται να αλλάζουν τους εκδότες χρεογράφων κάθε 3 χρόνια. Επιπλέον, για πολυσύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα θα απαιτούνται αξιολογήσεις από δύο διαφορετικούς οίκους αξιολόγησης.
- να **κάνουν τους οίκους περισσότερο υπόλογους**, με την έννοια ότι οι επενδυτές θα μπορούν να ασκούν αγωγές ενώπιον αστικών δικαστηρίων κατά ενός οίκου, εάν αυτός έχει παραβεί λόγω δόλου ή αμελείας τους κανόνες της ΕΕ.

Ο κανονισμός CRA II, που τέθηκε σε ισχύ το 2011, παρόλα αυτά δεν ρυθμίζει τη χρήση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και τις επιπτώσεις τους στην αγορά. Η χρήση εξωτερικών αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα ήταν προηγουμένως ρυθμιστεί σε τομεακή χρηματοπιστωτική νομοθεσία (π.χ. την οδηγία για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις

Στο πλαίσιο αυτό, η νομοθεσία προβλέπει ότι χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και επενδυτικοί οίκοι θα πρέπει να έχουν και δικό τους εσωτερικό μηχανισμό αξιολόγησης του κινδύνου των επενδύσεών τους, ενώ για τα δομημένα ομόλογα θα πρέπει να

λαμβάνονται υπ' όψιν οι αξιολογήσεις από δύο διαφορετικούς οίκους ταυτόχρονα, με αλλαγή των συμβεβλημένων οίκων ανά τετραετία. Σε ότι αφορά την αξιολόγηση του δημοσίου χρέους, οι Οίκοι θα μπορούν να εκδίδουν αξιολόγηση μόνο σε συγκεκριμένες στιγμές του έτους, με πλήρη επεξήγηση της βαθμολόγησης και χωρίς καμία συνοδευτική σύσταση πολιτικής για τις χώρες που αξιολογούν.

Οι νέοι κανόνες απαγορεύουν στους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας να παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες. Η αξιολόγηση χρηματοπιστωτικών μέτρων θα πρέπει να στηρίζεται σε επαρκείς και ποιοτικές πληροφορίες. Δεν τους επιτρέπεται να αξιολογούν χρηματοπιστωτικά μέσα εάν δεν έχουν επαρκείς ποιοτικές πληροφορίες στις οποίες βασίζονται οι αξιολογήσεις τους. Θα πρέπει να δημοσιοποιούν υποδείγματα, μεθοδολογία και βασικά κριτήρια στα οποία στηρίζουν την αξιολόγησή τους, παρουσιάζοντας μια ετήσια έκθεση διαφάνειας και να συγκροτούν εσωτερικούς μηχανισμούς λειτουργίας για την επανεξέταση της ποιότητας των αξιολογήσεων που πραγματοποιούν. Επιπλέον, στα Δ.Σ. θα πρέπει να διαθέτουν τουλάχιστον 3 ανεξάρτητους διευθυντές, οι οποίοι θα διορίζονται για μια μόνο θητεία μέχρι 5 ετών. Τουλάχιστον ένας από τους διευθυντές θα πρέπει να είναι εμπειρογνώμονας σε θέματα τιτλοποίησης και δομημένων χρηματοπιστωτικών μέτρων.

Η υιοθέτηση των κανόνων της επιτροπής, ασφαλώς, θα συμβάλλει στο σοβαρότερο έλεγχο και στη διαφάνεια των χρηματοπιστωτικών φορέων. Σύμφωνα με την επιτροπή, οι οίκοι αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να υπόκεινται σε αυστηρούς κανόνες ώστε να διασφαλίζεται ότι οι αξιολογήσεις δεν επηρεάζονται από συγκρούσεις συμφερόντων, ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι σε εγρήγορση στα θέματα της ποιότητας της μεθοδολογίας αξιολόγησης και βελτιώνουν την ποιότητα της μεθοδολογίας που χρησιμοποιούν.

Το νέο καθεστώς ορίζει τις υποχρεώσεις των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που επιθυμούν να δραστηριοποιηθούν στην Ε.Ε. μέσω της εγγραφής τους και της συμμόρφωσης τους σε ένα νέο πλαίσιο κανονισμών. Με βάση τους νέους κανονισμούς, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (ΕΡΑΑΚΑ) είναι η μόνη εποπτική αρχή για τους οργανισμούς αξιολόγησης. Σε αυτό το πλαίσιο η Επιτροπή θα πρέπει να αναλάβει το έργο της καταχώρησης των οργανισμών, ελέγχοντας εάν συμμορφώνονται με τους κανόνες. Σε περίπτωση που κάποιος οργανισμός τους παραβιάζει, η Επιτροπή είναι σε θέση να του αφαιρεί την άδεια. Η Επιτροπή ελέγχει τις επιδόσεις των οργανισμών αξιολόγησης κατά

το παρελθόν και εκδίδει στατιστικά στοιχεία σχετικά με την αξιοπιστία τους. Επιπλέον, οι εθνικές αρχές των κρατών-μελών θα συγκροτήσουν επιτροπή προκειμένου να αποτελέσει μια πλατφόρμα ανταλλαγής πληροφοριών μεταξύ των εθνικών αρχών και να βελτιώσει τον συντονισμό των δραστηριοτήτων τους.

## Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup>: Χρηματοπιστωτική κρίση στην Ελλάδα

### 5.1. Ιστορική αναδρομή και πορεία της ελληνικής οικονομίας

Η μελέτη της σύγχρονης ελληνικής ιστορίας είναι σημαντική τόσο για μια αποτελεσματικότερη ερμηνεία της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης και της κρίσης στο οικονομικό επίπεδο, όσο και για οποιαδήποτε απόπειρα πρόβλεψης σχετικά με τις επερχόμενες πολιτικές εξελίξεις στην Ελλάδα.

Οικονομική κρίση είναι το φαινόμενο κατά το οποίο μια οικονομία χαρακτηρίζεται από μια διαρκή και αισθητή μείωση της οικονομικής της δραστηριότητας. Με τον όρο οικονομική δραστηριότητα εννοούνται όλα τα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας, όπως η απασχόληση, το εθνικό προϊόν, οι τιμές, οι επενδύσεις κ.λπ. Ο βασικότερος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας είναι οι επενδύσεις, οι οποίες, όταν αυξομειώνονται, συμπαρασύρουν μαζί τους και όλα τα υπόλοιπα οικονομικά μεγέθη.

Η οικονομική κρίση αποτελεί τη μία από τις δύο φάσεις των οικονομικών διακυμάνσεων και συγκεκριμένα τη φάση της καθόδου, όταν δηλαδή η οικονομική δραστηριότητα βρίσκεται σε μια συνεχή συρρίκνωση. Οι οικονομικές διακυμάνσεις ορίζονται ως οι διαδοχικές αυξομειώσεις της οικονομικής δραστηριότητας μέσα σε μια οικονομία. Λέγονται αλλιώς και κυκλικές διακυμάνσεις ή οικονομικοί κύκλοι.

Μια οικονομική κρίση δεν αποκλείεται να οδηγήσει σε πτώχευση κράτους, δηλαδή στην κατάσταση αδυναμίας αυτού να ανταποκριθεί στις οικονομικές του υποχρεώσεις, εσωτερικές και κυρίως εξωτερικές, η οποία δηλώνεται με επίσημη εξαγγελία της ίδιας της κυβέρνησης ότι αδυνατεί να πληρώσει τα ληξιπρόθεσμα χρέη της χώρας (εξ ολοκλήρου, ενός μέρους ή των τόκων τους). Ως εκ τούτου η χρεοκοπία ορίζεται ως «η αδυναμία πληρωμής των χρεών, επειδή οι οφειλές προς τους πιστωτές υπερβαίνουν τα οικονομικά διαθέσιμα».

Το ελληνικό κράτος από την απελευθέρωση μέχρι σήμερα έχει βρεθεί 4 φορές στην ανάγκη να κηρύξει στάση πληρωμών και πτώχευση. Η πρώτη επίσημη ελληνική πτώχευση λαμβάνει χώρα το 1827, πριν ακόμη αναγνωριστεί το «Βασίλειον της Ελλάδος», όταν η ελληνική διοίκηση του Ιωάννη Καποδίστρια αδυνατεί να πληρώσει τα τοκοχρεολύσια των «δανείων της Ανεξαρτησίας». Αποτέλεσμα αυτής της πτώχευσης ήταν οι δανειστές, που ήταν οι μεγάλες Δυνάμεις της εποχής, να επιβάλλουν στην Ελλάδα το θεσμό της βασιλείας και τον Όθωνα ως πρώτο βασιλιά των Ελλήνων.

Έκτοτε το ελληνικό αστικό κράτος θα κηρύξει πτώχευση τρεις ακόμη φορές, το 1843, το 1893 και το 1932.

Όλες οι πτωχεύσεις μέχρι σήμερα συνδέθηκαν άμεσα ή έμμεσα με σημαντικές πολιτικές εξελίξεις, που σημάδεψαν την πολιτική και κοινωνική ζωή. Αυτό συνέβη σε όλες τις μέχρι σήμερα οικονομικές κρίσεις στην Ελλάδα. Η χρεοκοπία του 1827 έφερε τη βασιλεία του Όθωνα, η χρεοκοπία του 1843 έφερε την επανάσταση της 3ης Σεπτεμβρίου, η χρεοκοπία του 1893 έφερε το κίνημα στο Γουδί και τον Ελευθέριο Βενιζέλο, η χρεοκοπία του 1932 έφερε τη δικτατορία του Μεταξά. Η ιστορία δείχνει ότι το τέλος μια εποχής σηματοδοτεί την αρχή μιας άλλης όχι μόνο σε οικονομικό αλλά επίσης και σε πολιτικό επίπεδο.

Η εμπλοκή του διεθνούς παράγοντα στην εσωτερική ζωή της Ελλάδας, οικονομικής και πολιτικής, εμφανίζεται από τα πρώτα χρόνια της ελληνικής επανάστασης και συνεχίζεται ως και τη σημερινή εποχή. Στις περισσότερες περιπτώσεις η ευθύνη για αυτές τις παρεμβάσεις προέρχεται πρωτίστως από την ελληνική ιθύνουσα τάξη και τους πολιτικούς της εκπροσώπους αυτής. Για την πληρέστερη ανάλυση της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης ακολουθεί μια επισκόπηση στις κυριότερες αντίστοιχες περιπτώσεις του 19ου και του 20ου αιώνα. Οι σημαντικότερες φάσεις και τα στάδια της Ελληνικής οικονομίας αναφορικά με τον δανεισμό και το χρέος μπορούν να συνοψισθούν στην επισκόπηση η οποία για λόγους συνοχής και καλύτερης διαχείρισης των θεματικών ενοτήτων της παρούσης ερευνητικής διατριβής παρατίθεται στο παράρτημα στο τέλος της διατριβής.

## **5.2. Η τρέχουσα ελληνική κρίση**

### **5.2.1. Η περίοδος 2000-2010**

Το 2001 η Ελλάδα συμμετέχει στην ONE κάνοντας την πρώτη ανατίμηση της δραχμής στην ιστορία της (συμβολικό γεγονός) αφού από 353,109 η ισοτιμία διαμορφώθηκε στις 340,75. Το κύριο στοιχείο της περιόδου αυτής είναι τα χαμηλά επιτόκια. Με την είσοδο της Ελλάδος στην ONE τα επιτόκια που δανείζονται οι πολίτες και το κράτος πέφτουν δραματικά. Ήδη από το 1997 η πλειοψηφία των Ελλήνων έχει αρχίσει να αυξάνει το δανεισμό από τις τράπεζες όμως οι διεθνείς συνθήκες μετά το 2001 είχαν αρχίσει να αλλάζουν. Η ύφεση της παγκόσμιας οικονομίας φρέναρε αρχικώς την ελληνική οικονομία.

Μετά από το 2003 που η ανάπτυξη επανήλθε διεθνώς οι αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας άρχισαν να διαφαίνονται. Σύντομα το κράτος αρχίζει να δανείζεται μεγάλα ποσά κυρίως από το εξωτερικό. Ποσά που προστίθενται σε ένα ήδη μεγάλο δημόσιο χρέος. Σε αυτό το περιβάλλον ανέλαβε την διακυβέρνηση της χώρας το 2004 η νέα κυβέρνηση υπό τον πρωθυπουργό Κώστα Καραμανλή. Αργά και σταθερά η έλλειψη ανταγωνιστικότητας, το αυξημένο δημόσιο χρέος, η μειωμένη παραγωγικότητα σε σχέση με τον διεθνή ανταγωνισμό, τα μεγάλα ελλείμματα λόγω "κοινωνικών" παροχών και ολυμπιακών αγώνων, η νέα οικονομική κρίση που άρχισε να φαίνεται από το 2007, και η γενικευμένη αδράνεια του κυβερνητικού επιτελείου έφεραν την οικονομία σε νέο αδιέξοδο. Η ανταγωνιστικότητα της εργασίας άρχισε να πέφτει, η ανάπτυξη άρχισε να μειώνεται, τα ελλείμματα να αυξάνονται και το δημόσιο χρέος να διογκώνεται. Και όσο αυτός ο φαύλος κύκλος συνεχιζόταν τόσο το δημόσιο δανειζόταν για να χορηγεί "κοινωνικές" παροχές με σκοπό να αναπληρώσει την αγοραστική δύναμη που χανόταν λόγω της έλλειψης ανταγωνιστικότητας.

Το φθινόπωρο του 2004, ο υπουργός οικονομικών Γιώργος Αλογοσκούφης προχωρεί σε οικονομική απογραφή κατόπιν πίεσης από την Eurostat. Η απογραφή αποκάλυψε αποκρύψεις δαπανών της προηγούμενης κυβέρνησης με αποτέλεσμα να αναθεωρηθούν τα ελλείμματα των προηγούμενων ετών προς τα πάνω. Το γεγονός αυτό οδήγησε σε μείωση της αξιοπιστίας της χώρας και σε τριετή επιτήρηση από την Ε.Ε.. Την ίδια χρονιά η Eurostat προχώρησε σε αναθεώρηση παλαιότερων ελλειμμάτων της Ελλάδας, από τα οποία προέκυπτε ότι η Ελλάδα δεν ικανοποιούσε ποτέ τα κριτήρια σύγκλισης του Μάαστριχτ αφού ακόμα και την κρίσιμη χρονιά του 1999 εξακολουθούσε να έχει έλλειμμα πάνω από 3% . Την τριετία 2004-2007 το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξάνεται ενώ σημειώνονται υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης με το εθνικό εισόδημα να αυξάνεται κατά 12-15 δισ. τον χρόνο.

Από το ξεκίνημα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης το 2007 και μετά, οι μηχανισμοί των αγορών είδαν αμέσως την αχίλλειο πτέρνα της ελληνικής οικονομίας, τα δυσανάλογα χαμηλά επιτόκια και το τεράστιο πλέον δημόσιο χρέος. Τα spreads άρχισαν να ανεβαίνουν, κάτι που θα οδηγούσε με μαθηματική βεβαιότητα σε παύση πληρωμών, αδυναμία πληρωμής ομολόγων αν συνεχιζόταν. Αυτό φάνηκε στον ορίζοντα ήδη από τον Οκτώβριο του 2008. Από το φθινόπωρο του 2008 όμως, λόγω της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, η ελληνική οικονομία εκτροχιάζεται και το έλλειμμα άλλα και το χρέος αρχίζουν να αυξάνονται με γρήγορους ρυθμούς. Ο δανεισμός της Ελλάδος ακολούθησε

συνοπτικά την εξής πορεία τα τελευταία χρόνια: 1996-2001=29 δις ευρώ, 2001-2004=43 δις ευρώ, 2004-2009=186 δις ευρώ.

Η νέα κυβέρνηση που προηγήθηκε από τις εκλογές της 4ης Οκτώβρη 2009 με πρωθυπουργό τον Γεώργιο Παπανδρέου άφησε τις συνθήκες να πιέσουν αφόρητα δημιουργώντας ακόμη μεγαλύτερες συνθήκες εκτάκτου ανάγκης μέχρι τον Μάιο του 2010 οπότε και θέτει την Ελλάδα υπό διεθνή οικονομική κηδεμονία. Αποσβολωμένος ο ελληνικός λαός παρακολουθεί τις εξελίξεις μετά τις εκλογές, οπότε και αποκαλύφθηκε σε όλες της τις διαστάσεις η χειρίστη κατάσταση της ελληνικής οικονομίας. Τα σκληρά μέτρα τα οποία ακολουθούν περιλαμβάνουν μεγάλες περικοπές στους μισθούς και τις συντάξεις.

Τον Νοέμβριο του 2010 η Eurostat προχώρησε σε αναθεώρηση των ελληνικών ελλειμμάτων των τελευταίων ετών. Σύμφωνα με τα στοιχεία αυτά το έλλειμμα του 2006 τοποθετήθηκε 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 (22,3 δις ευρώ) και του 2009 στο 15,4% του ΑΕΠ (36,1 δις. ευρώ). Αντίστοιχα αναθεωρήθηκε προς τα πάνω και το χρέος, με το χρέος του 2009 να αναθεωρείται στο 126,8% του ΑΕΠ που αντιστοιχεί σε 298 δις Ευρώ.

### **5.2.2. Η κρίσιμη περίοδος 2010-2013**

Το πραγματικό ετήσιο δημοσιονομικό έλλειμμα της τάξης του 15% για το 2009 σήμαινε ότι μέσα σε ένα χρόνο το δημόσιο χρέος αυξήθηκε από περίπου 110% σε πάνω από 125% ως ποσοστό του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος. Αυτό συνέβη διότι λόγω της διεθνούς οικονομικής κρίσης, αλλά και άλλων παραγόντων, υπήρχε στασιμότητα του ΑΕΠ και ύφεση ήδη από το 2008. Ως εκ τούτου, το ετήσιο έλλειμμα απλά προστίθετο στο χρέος. Ο παρανομαστής (το ΑΕΠ) ήταν πλέον στάσιμος. Η τότε κυβέρνηση προσπάθησε να αποκρύψει τα δυσάρεστα αυτά δεδομένα από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τις διεθνείς χρηματαγορές. Η προσπάθεια αυτή ήταν ωστόσο μάταιη αφού υπήρχαν δημοσιευμένοι κι άλλοι δείκτες, όπως το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου, που απεικόνιζαν ξεκάθαρα την έκταση του προβλήματος.

Στις 20 Οκτωβρίου του 2009, ο πρωθυπουργός Κώστας Καραμανλής ανακοίνωσε στο ECOFIN ότι το έλλειμμα για το 2009 βρίσκεται στο 12,5% από 6% που το υπολόγιζε η προηγούμενη κυβέρνηση (τελικά το 2010 αναθεωρήθηκε στο 15,4%). Δύο μέρες μετά ο οίκος αξιολόγησης Fitch υποβάθμισε την Ελλάδα από Α σε Α-. Παρόλα



αυτά η κυβέρνηση απέφυγε να προχωρήσει άμεσα σε λήψη μέτρων δημοσιονομικής εξυγίανσης, με σκοπό να καθυσυχάσει τις αγορές.

Λίγο μετά την κατάθεση του προϋπολογισμού υπήρξε νέα αρνητική εξέλιξη που αφορούσε την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας. Στις 8 Δεκεμβρίου ο οίκος Fitch υποβάθμισε για δεύτερη φορά την ελληνική οικονομία στο επίπεδο BBB+. Με την σειρά του ο οίκος Standard and Poor's προχώρησε στις 16 Δεκεμβρίου σε υποβάθμιση της ελληνικής οικονομίας, κρίνοντας το πρόγραμμα της κυβέρνησης για τη δημοσιονομική εξυγίανση της χώρας ανεπαρκές. Ακολούθησε τρίτη υποβάθμιση της ελληνική οικονομίας, στις 23 Δεκεμβρίου, αυτή την φορά από τον οίκο Moody's. Από τα μέσα Ιανουαρίου του 2010 ξεκίνησε συνεχής άνοδος των spreads, που αναφερόταν συχνά στον τύπο ως ράλι ή κούρσα των spreads. Στις 21 Ιανουαρίου του 2010 το spread των 10ετών ομολόγων ξεπέρασε τις 300 μονάδες και στη συνέχεια ακολούθησε έντονα αυξητική πορεία ξεπερνώντας ακόμα και τις 1000 μονάδες τον Απρίλιο του 2010.

Στις 9 Φεβρουαρίου 2010 η κυβέρνηση ανακοίνωσε μέτρα για τον δημόσιο τομέα που περιλάμβαναν πάγωμα μισθών, περικοπές επιδομάτων 10%, περικοπές υπερωριών και οδοιπορικών. Στο επόμενο διάστημα άρχισε να αναφέρεται έντονα το ενδεχόμενο της χρεοκοπίας. Για την αποφυγή του ενδεχομένου η κυβέρνηση έλαβε στις 3 Μαρτίου νέα σκληρά μέτρα. Η Ελλάδα δεν κατάφερε να βελτιώσει την θέση της στις διεθνείς αγορές παρά την λήψη των μέτρων, με αποτέλεσμα ενάμιση μήνα μετά να προσφύγει στην βοήθεια του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, που συγκρότησαν από κοινού «Μηχανισμό Στήριξης» για την Ελλάδα. Στις 3 Μαΐου 2010, η Ελλάδα αιτήθηκε €80δισ από τις υπόλοιπες (15) χώρες του Ευρώ και €30δισ από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ). Την αίτηση συνόδευσαν 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 αυτών των συμφωνιών ονομάζεται συχνά για συντομία "Μνημόνιο". Στη συνέχεια σχηματίστηκε ομάδα

εκπροσώπων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (ΕΕ), της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), γνωστή και ως "Τρόικα", η οποία ανά τρίμηνο αξιολογεί την πρόοδο του προγράμματος εφαρμογής των όρων του "Μνημονίου" (ΜΟΧΠ και ΣΠΟΠ) και αποφασίζει για την εκταμίευση της αντίστοιχης δόσης του δανείου.

Από το καλοκαίρι ήδη άρχισαν να φαίνονται οι συνέπειες των μέτρων. Η ανεργία και ο πληθωρισμός άρχισαν να εκτινάσσονται ενώ οι μικροεπιχειρήσεις έβλεπαν τον τζίρο τους συνεχώς να μειώνεται με αποτέλεσμα να οδηγούνται όλο και περισσότερες στο κλείσιμο, γεγονός που περιγραφόταν ως κύμα λουκέτων. Στις 9 Δεκεμβρίου 2010 η κυβέρνηση κατέθεσε στη βουλή το πολυνομοσχέδιο για τα εργασιακά και τις ΔΕΚΟ.

Το 2011 η πραγματική οικονομία εξακολούθησε να επιδεινώνεται με συνέχιση του αποκαλούμενου κύματος λουκέτων στην αγορά και την ανεργία να συνεχίζει να καλπάζει φτάνοντας τον Μάρτιο σε ποσοστό 16,2%. Στις 12 Μαρτίου 2011 υπήρξε συμφωνία για μείωση του ποσοστού δανεισμού κατά 1 ποσοστιαία μονάδα και επιμήκυνση του χρόνου απόσβεσης στα 7.5 χρόνια. Στα μέσα Ιουνίου ήρθαν στο φως 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", το οποίο προβλέπει μία σειρά από μέτρα για τον περιορισμό των δαπανών και αύξησης των εσόδων. Περιορίζονται μισθολογικές και λειτουργικές δαπάνες και προστίθενται νέα φορολογικά μέτρα. Ιδρύεται οργανισμός Αποκρατικοποιήσεων (Ταμείο Δημόσιας Περιουσίας) με σκοπό την αξιοποίηση της δημόσιας περιουσίας. Στόχος είναι έσοδα 50 δις από αποκρατικοποιήσεις. Στα εργασιακά υπήρξαν επίσης σημαντικές αλλαγές.

Μέσα στον Ιούλιο υπήρξε σύνοδος κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα χρέους της Ελλάδας αλλά και να εξευρεθούν τρόποι θωράκισης του Ευρώ απέναντι σε κερδοσκοπικές επιθέσεις. Η σύνοδος κορυφής κατέληξε την 21η Ιουλίου σε συμφωνία νέας δανειοδότησης της Ελλάδας. Η συμφωνία περιλάμβανε νέο δάνειο για την χώρα ύψους 158 δις Ευρώ. Από αυτά τα 109 δις θα προέλθουν από την ΕΕ και το ΔΝΤ (49 δις από αυτά είναι το υπόλοιπο από το πρώτο πακέτο διάσωσης), 37 δις από τη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα, ενώ άλλα 12 δις θα προέλθουν από την επαναγορά ομολόγων. Ακόμη προβλέπεται 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 υποβάθμισαν την Ελλάδα σε καθεστώς περιορισμένης χρεοκοπίας. Στο τέλος Αυγούστου ανακοινώθηκε πως η οικονομία της Ελλάδας βρισκόταν εκτός στόχων, καθώς υπήρχε μεγάλη υστέρηση εσόδων και αύξηση δαπανών. Η κατάσταση αυτή συνεπικουρούμενη και από την απειλή της τρόικας για την μη καταβολή της έκτης δόσης του δανείου του πρώτου πακέτου διάσωσης, οδήγησε την κυβέρνηση σε μία σειρά έκτακτων συμπληρωματικών μέτρων τα οποία ανακοινώθηκαν κατά τη διάρκεια του Σεπτεμβρίου 2011.

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

Την ίδια περίοδο η πραγματική οικονομία συνέχιζε να επιδεινώνεται με την ανεργία να καταγράφει νέο ρεκόρ κατά τον μήνα Αύγουστο φτάνοντας το 18,4% και ακόμα υψηλότερα κατά τον μήνα Νοέμβριο όπου έφτασε, σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, στο 20,9%. Τα νέα μέτρα που συνοδεύουν το μνημόνιο εγκρίθηκαν από την Κυβέρνηση στις 10 Φεβρουαρίου 2012 οδήγησαν σε παραίτηση στελεχών της Κυβέρνησης και αποχώρηση του ΛΑΟΣ λίγες μέρες πριν την ψήφισή του. Το δεύτερο Μνημόνιο συζητήθηκε 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

επείγουσες διατάξεις για τη μείωση του δημοσίου χρέους και τη διάσωση της εθνικής οικονομίας») και ψηφίστηκε τις πρώτες πρωινές ώρες της 13ης Φεβρουαρίου.

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

Στις 6 Μαΐου διεξήχθησαν εθνικές εκλογές των οποίων το αποτέλεσμα οδήγησε σε ριζική αλλαγή του πολιτικού τοπίου. Στις 16 Μαΐου ορίστηκε υπηρεσιακή κυβέρνηση και προκηρύχθηκαν νέες εκλογές για τις 17 Ιουνίου. Οι εκλογές της 17ης Ιουνίου ανέδειξαν την Νέα Δημοκρατία πρώτο κόμμα, χωρίς όμως αυτοδυναμία. Με την συνεργασία του ΠΑΣΟΚ και της ΔΗΜΑΡ, επιτεύχθηκε σχηματισμός κυβέρνησης συνεργασίας με πρωθυπουργό τον Αντώνη Σαμαρά.

Οι διαπραγματεύσεις διαρκείας της κυβέρνησης με την τρόικα κατέληξαν στην κατάρτιση του μεσοπρόθεσμου πλαισίου δημοσιονομικής στρατηγικής 2013-2016. Το πολυνομοσχέδιο κατατέθηκε στη βουλή στις 5 Νοεμβρίου 2012 και υπερψηφίστηκε δυο μέρες αργότερα. Προέβλεπε μέτρα ύψους 18,9 δις Ευρώ, από τα οποία τα 9,4 δις αφορούν το έτος 2013.

### **5.3. Τα αίτια της τρέχουσας οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα**

Η κυριότερη αιτία της χρεοκοπίας ενός κράτους (όπως και μίας επιχείρησης) είναι αναμφίβολα η υπερχρέωσή του, η οποία μεταξύ άλλων μπορεί να προέλθει από 1. την κερδοσκοπική επίθεση εναντίον του εθνικού νομίσματος (κίνδυνος που σε μία χώρα της Ευρωζώνης δεν υφίσταται, λόγω του κοινού νομίσματος), 2. την αρνητική οικονομική συγκυρία στις χρηματαγορές, η οποία μπορεί να καταστήσει αδύνατο ακόμη και τον «υγιή», τον εγγυημένο δηλαδή δανεισμό της, 3. ως αποτέλεσμα μίας «σειράς ετών» ελλειμματικών προϋπολογισμών, κατά τη διάρκεια των οποίων το κράτος δαπανούσε περισσότερα από όσα εισέπραττε, ενώ χρηματοδοτούσε τα ελλείμματα του με συνεχώς αυξανόμενα δάνεια (ομόλογα) από τους πολίτες, από τις τράπεζες, από επενδυτές και από άλλα κράτη και 4. το συνδυασμό, από την χρονική «συνύπαρξη» δηλαδή των παραπάνω διαφορετικών αιτιών.

Η σημερινή κατάσταση της Ελλάδας με την απόλυτη εξάρτηση από τους μηχανισμούς του Δ.Ν.Τ και της Ε.Ε εμφανίζει χαρακτηριστικές ομοιότητες με τις περιόδους των πτωχεύσεων του παρελθόντος, με βασικότερες τον ανεξέλεγκτο δανεισμό ως μοντέλο «ανάπτυξης» και το τεράστιο εξωτερικό χρέος, τις εξωτερικές επεμβάσεις που ασκούν απόλυτο έλεγχο τόσο στην οικονομία όσο και στους πολιτικούς θεσμούς και τη δυσaráεσκεια του ελληνικού λαού απέναντι στο πολιτικό σύστημα. Ο συνδυασμός ελλείμματος και χρέους είναι ο χειρότερος στην Ευρώπη. Το χρέος συνεχίζει να αυξάνει, αφού η παραγωγική βάση της χώρας έχει διαλυθεί. Η σημερινή ελληνική οικονομία δεν μπορεί εύκολα να παράγει ανταγωνιστικά προϊόντα και υπηρεσίες και να δημιουργεί πλούτο για να ενσωματώσει τους νέους στο εργατικό δυναμικό της. Απαιτείται άμεσα μια στροφή στο υπόδειγμα ανάπτυξης με έμφαση τις εξαγωγές και την ανταγωνιστικότητα.

Ταυτόχρονα αυτή η οικονομική κρίση, ενώ έχει πολλές ομοιότητες με όσες συνέβησαν στο παρελθόν, χαρακτηρίζεται από μια ουσιαστική διαφορά, που μπορεί να φανεί καθοριστική. Η Ελλάδα έχει νόμισμα το ευρώ και είναι μέλος της ευρωζώνης. Αυτό δε σημαίνει ότι δεν μπορεί να οδηγηθεί σε κατάρρευση μια χώρα της ευρωζώνης, αλλά ότι δε συμφέρει τις άλλες χώρες της ευρωζώνης να καταρρεύσει ένα μέλος της, γιατί αυτό ενδέχεται να οδηγήσει στην κατάρρευση ολόκληρου του οικοδομήματος. Αναλυτικότερα θα αναπτυχθούν ακολούθως τα ενδογενή ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της τρέχουσας οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα.

Η κρίση του ελληνικού οικονομικού και πολιτικού συστήματος που από τέλος του 2008 συμπληρώνοντας πλέον πέντε χρόνια συνεχούς και βαθιάς ύφεσης έχει αρκετά κοινά στοιχεία με την παγκόσμια κρίση που εκδηλώθηκε ένα χρόνο νωρίτερα, αλλά και κάποιες ιδιαιτερότητες που την καθιστούν δυσανάγνωστη από την πλευρά της οικονομικής ανάλυσης. Η πρόσφατη οικονομική κρίση δεν ήταν ένα ανεξάρτητο και απρόσμενο φαινόμενο.

Τα κοινά στοιχεία έχουν κυρίως να κάνουν με τον θεμελιώδη μηχανισμό δημιουργίας της κρίσης που δεν είναι άλλος από τον μαρξικό νόμο της πτωτικής τάσης του ποσοστού κέρδους. Η συγκεκριμένη μορφή εκδήλωσής του τα τελευταία χρόνια είναι αποτέλεσμα της συσσώρευσης των αντιθέσεων των σύμφυτων με τον τρόπο με τον οποίο έγινε προσπάθεια να αντιμετωπισθεί η οικονομική κρίση της δεκαετίας του 1970 σε όλες τις καπιταλιστικές οικονομίες αλλά και στην Ελλάδα, κατά την περίοδο του νεοφιλελευθερισμού που μεσολάβησε. Για την ελληνική οικονομία ειδικότερα, η κρίση

είναι το συνδυασμένο αποτέλεσμα της επανεμφάνισης της κρίσης υπερσυσώρευσης κεφαλαίου και της δημοσιονομικής κρίσης που οξύνθηκε από το ξέσπασμα της κρίσης στην πραγματική οικονομία.

Το τρέχον πρόβλημα της Ελλάδας είναι ο συνδυασμός υψηλού χρέους, μεγάλου ελλείμματος και χαμηλής ανταγωνιστικότητας. Ο συνδυασμός αυτών των παραγόντων ευθύνεται για το γεγονός ότι η Ελλάδα μπορεί να δανειστεί μόνο με πολύ υψηλά επιτόκια στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Τα αίτια της κρίσης πρέπει να αναζητηθούν αφενός στα χρόνια διαρθρωτικά προβλήματα και τις πολιτικές που εφαρμόστηκαν αλλά και στη διεθνή συγκυρία της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης που τα ανέδειξε με εντονότερο και οξύτερο τρόπο. Κυρίαρχο χαρακτηριστικό της οικονομίας μας, είναι ύπαρξη διαρθρωτικών προβλημάτων πολύ πριν την εμφάνιση 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 αναμένεται να έχει μεγαλύτερο βάθος και διάρκεια από ότι σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ακριβώς γιατί η δομή και τα διαρθρωτικά της προβλήματα όχι μόνο είναι διαφορετικά, αλλά διατηρούνται και καθημερινά γίνονται μεγαλύτερα και οξύτερα, αντί να αμβλύνονται, κάτω και από τις συνθήκες της διεθνούς κρίσης.

Η παραγωγική βάση της Ελληνικής Οικονομίας είναι ισχνη καθώς στηρίχθηκε, σε αντίθεση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες, σε τομείς όπως ο τουρισμός, η ναυτιλία και η οικοδομή, κλάδοι που πλήττονται πρώτοι και με ιδιαίτερη ένταση από την κρίση. Ακόμη, οι Τράπεζες το πιο ισχυρό τμήμα του ελληνικού κεφαλαίου, οι οποίες λειτούργησαν με πρωτόγνωρους ρυθμούς πιστωτικής επέκτασης, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό, με την επέκταση τους στα Βαλκάνια και τη Νοτιοανατολική Ευρώπη, μαζί με άλλες μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις, είναι εκτεθειμένες στην διεθνή κρίση με την ανάληψη υψηλών κινδύνων, καθώς η κρίση αυτή πλήττει με ιδιαίτερη σφοδρότητα τις χώρες αυτές

Για τις αιτίες της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης θα πρέπει επίσης να γίνει αναφορά στους ακόλουθους παράγοντες: 1) Στις πολιτικές δραστηριότητες μείωσης των φορολογικών εσόδων που ακολούθησαν οι ελληνικές κυβερνήσεις για πάνω από μια δεκαετία πριν την κρίση. 2) Στη νεοφιλελεύθερη στρατηγική της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που απέκλειε τη στήριξη των δημόσιων οικονομικών της Ευρωζώνης με απευθείας δανεισμό από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, αλλά υποχρέωνε τις κυβερνήσεις να

αντλούν δάνεια μόνο από τις εμπορικές τράπεζες και γενικότερα τις χρηματοπιστωτικές αγορές, με αποτέλεσμα την εκτίναξη των επιτοκίων δανεισμού στη συγκυρία της κρίσης. 3) Στην εμμονή παράλληλα της ελληνικής κυβέρνησης στις νεοφιλελεύθερες συνταγές διαχείρισης της οικονομίας. Όταν οι χρηματαγορές απέσυραν την εμπιστοσύνη τους προς την ελληνική οικονομία, τα επιτόκια δανεισμού του Δημοσίου εκτινάχθηκαν σε δυσβάσταχτα ύψη. 4) Στην ίδια την ύπαρξη του ευρώ που, πριν την κρίση, διευκόλυνε τη μεταφορά πόρων προς τις χώρες που αναπτύσσονταν ταχύτερα. Οι κεφαλαιακές αυτές εισροές ισοσκέλιζαν το ισοζύγιο πληρωμών της χώρας, δηλαδή επέτρεπαν πριν την κρίση στην Ελλάδα και άλλες χώρες της λεγόμενης «ευρωπαϊκής περιφέρειας» να διατηρούν ένα σημαντικό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Με το ξέσπασμα της κρίσης η δυνατότητα αυτή εξανεμίσθηκε, καθώς συρρικνώθηκαν οι κεφαλαιακές εισροές.

Στην πραγματικότητα η οικονομική εξήγηση της ελληνικής κρίσης δεν παρέχει ένα επαρκές και αξιόλογο πλαίσιο ανάλυσης αφού δεν περιλαμβάνει το πολιτικό και θεσμικό πλαίσιο μέσα στο οποίο αυτό το φαινόμενο έλαβε μέρος. Η ελληνική χρηματοοικονομική κρίση έχει μια πολιτική πλευρά η οποία δεν μπορεί να παραβλεφθεί και η οποία είναι τελείως διαφορετική από τα άλλα ευρωπαϊκά κράτη που αντιμετώπιζουν την ευρωπαϊκή κρίση χρέους. Αυτό είναι ένα σημαντικό χαρακτηριστικό της κρίσης το οποίο δεν πρέπει να ξεχνάμε και το οποίο διαφοροποιεί την ελληνική περίπτωση.

Η Ελλάδα αποτελεί παράδειγμα για το πως η πολιτική και θεσμική υπανάπτυξη καθώς και ο στρεβλός τρόπος διακυβέρνησης μπορεί να οδηγήσει σε επικίνδυνες κρίσεις όχι μόνο την χώρα αλλά και παγκόσμια. Αυτό το στρεβλό μοντέλο διακυβέρνησης δημιουργήθηκε τα τελευταία τριάντα χρόνια και ενδυναμώθηκε από τα φαινόμενα του κρατισμού, της διαφθοράς, των προσοδοθηρικών συμπεριφορών, της πολιτικής ανισορροπίας, του λαϊκισμού, και της πολιτικής και κοινοβουλευτικής ανισορροπίας. Δηλαδή αυτό που από με την πρώτη ματιά μπορεί να φαίνεται πως είναι το αποτέλεσμα κακών δημόσιων οικονομικών πρακτικών, στην πραγματικότητα είναι η έλλειψη ενός ικανοποιητικού και επαρκούς μοντέλου διακυβέρνησης.

Το μοντέλο οικονομικής ανάπτυξης της Ελλάδας έχει κατά κύριο λόγο 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 φαίνεται πως σταμάτησαν να αγοράζουν τα ελληνικά προϊόντα και οι ελληνικές βιομηχανίες έκλεισαν ή μεταφέρθηκαν σε άλλες χώρες. Είναι φανερό δηλαδή ότι το

μοντέλο οικονομικής ανάπτυξης της Ελλάδας τα τελευταία τριάντα χρόνια βασίστηκε σε μια στρεβλή και καταστροφική επιχειρηματολογία που έκανε το κράτος το βασικό μηχανισμό ανάπτυξης ενώ ταυτόχρονα ο ρόλος της ελεύθερης αγοράς και της ελεύθερης οικονομίας, της επιχειρηματικότητας και της καινοτομίας υποβαθμίστηκε.

Στην Ελλάδα υπάρχουν εκείνα τα πολιτικά και οικονομικά στοιχεία που την διαφοροποιούν από οποιοδήποτε άλλο παράδειγμα υπερχρεωμένων χωρών του ανεπτυγμένου κόσμου. Τα ποσοστά μεγέθυνσης της χώρας ήταν ένας δείκτης, ο οποίος δεν έδειχνε την πραγματική οικονομική ανάπτυξη της χώρας κυρίως γιατί περιελάμβανε αδύναμα δομικά στοιχεία αλλά και γιατί επηρεαζόταν άμεσα από τυχαία γεγονότα. Το δημόσιο χρέος ήταν ένας ακόμα δείκτης πολύ παραπλανητικός για την εν γένει λειτουργία της οικονομίας στην Ελλάδα. Έστω και αν είχε την ίδια ροπή με τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες δεν μπορεί από μόνος του σαν δείκτης να δικαιολογήσει το γιατί η ελληνική οικονομία και η ελληνική πολιτεία κατέρρευσε σε τέτοιο σημαντικό βαθμό που διέλυσε ολόκληρο τον κοινωνικό ιστό της χώρας. Τα ποσοστά παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας επηρεάζονταν και συνεχίζονται να επηρεάζονται από την λειτουργία ισχυρών συνδικαλιστικών κινημάτων, ενώσεων και ομάδων ενδιαφέροντος τα οποία και πάλι σχετίζονται με το μοντέλο πολιτικής και οικονομικής ανάπτυξης της χώρας. Τα ποσοστά επενδύσεων δεν προέρχονταν από την ιδιωτική πρωτοβουλία αλλά κυρίως προέρχονταν από τον κρατικό τομέα (κρατικές επενδύσεις), ή από τις επενδύσεις των νοικοκυριών (αγορά κατοικίας). Η απάντηση του γιατί ο επιχειρηματικός τομέας στην Ελλάδα έχει από τα χαμηλότερα ποσοστά επενδύσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση βρίσκεται και πάλι πίσω από την λειτουργία του πολιτικού και θεσμικού πλαισίου στην Ελλάδα και του μοντέλου καλής διακυβέρνησης.

Με βάση τα παραπάνω είναι φανερό πως οι οικονομικοί δείκτες από μόνοι τους δεν μπορούν να μας δώσουν ασφαλή συμπεράσματα για την Ελληνική κρίση. Μόνο εάν συνδυαστούν με τα πολιτικά και θεσμικά στοιχεία της ελληνικής πολιτείας θα μπορέσουμε να καταλάβουμε γιατί η κρίση στην Ελλάδα είναι πολύ διαφορετική 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 περαιτέρω ανάλυση. Πρώτον, η περίοδος 2000-2004 ήταν για την Ελλάδα η περίοδος προετοιμασίας των Ολυμπιακών αγώνων της Αθήνας και τεράστια ποσά από τις κυβερνήσεις και από την Ευρωπαϊκή Ένωση δαπανήθηκαν για αυτό το σκοπό. Δεύτερον, η χώρα είχε πετύχει να γίνει μέλος της Ευρωζώνης και έτσι σε ολόκληρη την χώρα ήταν εμφανές το αίσθημα αισιοδοξίας για το μέλλον της. Τρίτον, την ίδια περίοδο



οι επιχειρηματικές επενδύσεις στην Ελλάδα ήταν από τις χαμηλότερες σε ολόκληρη την Ευρωζώνη. Αυτό σημαίνει πως όχι μόνο το κράτος επηρέαζε σε μεγάλο βαθμό την οικονομική ανάπτυξη της χώρας αλλά και ότι το ελληνικό οικονομικό μοντέλο μεγέθυνσης ήταν πολύ διαφορετικό από τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Αυτό όμως ήταν ένα φανερό αποτέλεσμα της πολιτικής, οικονομικής και θεσμικής υπανάπτυξης της χώρας στην Ελλάδα. Για αυτό το λόγο η οικονομική αισιοδοξία της πρώτης περιόδου ήταν παραπλανητική. Μετά το 2003 τα συνολικά ποσοστά επενδύσεων μειώθηκαν και το 2009 η Ελλάδα ήταν η προτελευταία ευρωπαϊκή χώρα σε αυτά τα ποσοστά.

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

Η οικονομική σύγκλιση της χώρας ήταν μόνο ονομαστική και δεν συνδυάστηκε με αλλαγές στο πολιτικό και θεσμικό επίπεδο και στο μοντέλο διακυβέρνησης. Έτσι το προσωρινό ή και τυχαίο αισιόδοξο οικονομικό κλίμα δεν μπόρεσε να συνεχιστεί μακροχρόνια. Η ελληνική κρίση φαίνεται πως κρύβει σημαντικά πολιτικά στοιχεία και για αυτό το λόγο φαίνεται πως είναι πολύ δύσκολο να αλλάξει σε ένα σύντομο χρονικό διάστημα. Αυτά τα στοιχεία που αναλύθηκαν παραπάνω όπως το φαινόμενο του κρατισμού, η αποτυχία του Εξευρωπαϊσμού, τα επίπεδα διαφθοράς, η επίδραση των συνδικάτων και των ομάδων ενδιαφέροντος και το ασταθές πολιτικό και κοινοβουλευτικό καθεστώς δημιούργησαν ένα πολιτικό και οικονομικό περιβάλλον εντελώς διαφορετικό από τα άλλα υπερχρεωμένα κράτη της Ευρωζώνης. Για αυτό το λόγο είναι πολύ δύσκολο έστω και αν τα οικονομικά μέτρα λιτότητας που επέβαλαν οι ευρωπαίοι αξιωματούχοι έχουν στο μέλλον ικανοποιητικά αποτελέσματα, να αλλάξει σε ένα σύντομο διάστημα η ελληνική πολιτική κουλτούρα.

#### **5.4. Οι διεθνείς οικονομικοί οίκοι αξιολόγησης και η διαμάχη τους με την ευρωζώνη: Αξιολόγηση της Ελλάδας από τους οίκους**

Εντός του Ευρωπαϊκού πλαισίου, η Ελλάδα στις οικονομικές διεθνείς σχέσεις καλείται να αντιμετωπίσει συμφέροντα και αποφάσεις που άλλοτε είναι ευνοϊκά και

άλλοτε κρίνονται ως δυσάρεστα. Παρακολουθώντας την εσωτερική και εξωτερική διαμόρφωση της κοινής γνώμης γύρω από το ζήτημα του ρόλου των Οίκων Αξιολόγησης στην ανεύρεση μίας «τεχνικής λύσης» για τη δημιουργία των πακέτων στήριξης προς την Ελλάδα διακρίνεται μια συναισθηματική απλοποίηση ενός πλαισίου φίλων και εχθρών. Θα πρέπει να τονισθεί, ότι με τις ευνοϊκές αξιολογήσεις των οίκων αυτών, την περίοδο 1999 – 2002 η χώρα εισήλθε στην Ευρωζώνη. Από την άλλη μεριά με τις δυσοίωνες αξιολογήσεις τους βάρυνε η οικονομική κρίση εμπιστοσύνης στην Παγκόσμια και την Ελληνική οικονομία.

Η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της ελληνικής οικονομίας από τους οίκους αξιολόγησης αφορά άμεσα τα ελληνικά ομόλογα και εμμέσως επηρεάζει τις ελληνικές τράπεζες. Με την υποβάθμιση αυτή, τα ελληνικά ομόλογα κατατάσσονται στα λεγόμενα «σκουπίδια», δηλαδή στην κατηγορία ομολόγων που ενέχουν κίνδυνους. Με άλλα λόγια, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης πιστεύουν ότι η Ελλάδα έχει μεγαλύτερες πιθανότητες να χρεοκοπήσει με αποτέλεσμα να μην μπορεί να δώσει τα χρήματα πίσω σε αυτούς που έχουν αγοράσει ομόλογα και με τον τρόπο αυτό την έχουν δανείσει. Η υποβάθμιση αυτή δημιουργεί μια σειρά από παρενέργειες, οι οποίες δυσκολεύουν κατ' αρχήν τις τράπεζες σε ό,τι αφορά τη ρευστότητά τους με τους εξής τρόπους:

Πρώτον, αν και το κομμάτι του δανεισμού από τα κρατικά ομόλογα που δίνουν ως ενέχυρο στην ΕΚΤ δεν επηρεάζεται, οι ελληνικές τράπεζες έχουν δικά τους ομόλογα (έχουν εκδώσει ομόλογα για να πάρουν χρήματα) και έχουν τιλοποιήσει δάνεια («πούλησαν» τα δάνεια που είχαν χορηγήσει μαζί με τις δόσεις που θα έπαιρναν). Έτσι, πήραν χρήματα με την υποχρέωση να δίνουν σε αυτούς που αγόρασαν τα δάνεια έναν τόκο. Δηλαδή μετέτρεψαν τα δάνεια σε ομόλογα. Αν η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της ελληνικής οικονομίας οδηγήσει σε αντίστοιχη υποβάθμιση την αξιολόγηση των ελληνικών τραπεζών, τότε υποβαθμίζονται αυτόματα και τα ομόλογα αυτά. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι οι τράπεζες δεν θα μπορούν να χρησιμοποιούν τα δικά τους ομόλογα ως ενέχυρο για να δανείζονται. Αυτό, εκτιμάται, θα τους στερήσει δυνατότητα δανεισμού ρευστότητας περίπου 15 δισ. ευρώ, εφόσον οι ελληνικές τράπεζες υποβαθμιστούν από όλους τους οίκους αξιολόγησης στη βαθμίδα του Ελληνικού Δημοσίου. Για το λόγο αυτό είχε προγραμματισθεί και εγκριθεί η παροχή επιπλέον εγγυήσεων στις ελληνικές τράπεζες από την ΕΚΤ. Επίσης, έχουν γίνει κι άλλες προληπτικές κινήσεις, όπως διασφάλιση γραμμών πιστώσεων στη διατραπεζική, «ανταλλαγές» ιδιωτικών ομολογιών με κρατικά ομόλογα κλπ.

Δεύτερον, η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της ελληνικής οικονομίας «μειώνει» αναλογικά την αξιοπιστία των ελληνικών τραπεζών. Αυτό αυξάνει το κόστος με το οποίο μπορούν να βρίσκουν χρήματα. Δηλαδή γίνεται πιο ακριβό το κόστος χρήματος. Έτσι θα αναγκάζονται να δίνουν υψηλότερο επιτόκιο σε όποιους τις δανείζει, είτε είναι άλλη τράπεζα είτε είναι καταθέτης.

Τρίτον, όσο μειώνεται η ρευστότητα ή γίνεται πιο ακριβή, τόσο κλείνουν οι στρόφιγγες του δανεισμού. Με άλλα λόγια, η υποβάθμιση σημαίνει λιγότερα και ακριβότερα δάνεια. Επομένως, η υποβάθμιση των ελληνικών ομολόγων σημαίνει: α) Αύξηση επιτοκίων για τους καταθέτες, αλλά και για τους δανειολήπτες. β) Χορήγηση λιγότερων δανείων (στεγαστικά, καταναλωτικά, επιχειρηματικά). γ) Περαιτέρω περικοπές λειτουργικού κόστους από τις τράπεζες (απολύσεις, αναδιάρθρωση δικτύου κλπ). Εξ' αιτίας της έντονης παρουσίας των οίκων αξιολόγησης στο προσκήνιο της χρηματοπιστωτικής κρίσης και κυρίως των λανθασμένων προβλέψεων σχετικά με μεγάλες επιχειρήσεις και τράπεζες, οι οίκοι έχουν δεχθεί τεράστια κριτική. Η αμφισβήτηση τους στρέφεται κυρίως στον τρόπο με τον οποίο οι οίκοι αναλύουν και βαθμολογούν επιχειρήσεις και χώρες. Επίσης, ασάφεια καλύπτει το κομμάτι της πληρωμής των οίκων από τους πελάτες τους, καθώς υπάρχουν υποψίες για μυστικές συμφωνίες με κράτη και εταιρείες με σκοπό την αυξημένη βαθμολόγηση τους. Έντονη κριτική έχει δεχθεί η ολιγοπωλιακή μορφή συγκρότησης του κλάδου, καθώς τα εμπόδια εισόδου είναι σημαντικά.

Από τις αναλύσεις των οίκων αξιολόγησης έχει περάσει και η Ελλάδα με συνεχείς υποβαθμίσεις των ελληνικών κρατικών τίτλων. Το αποτέλεσμα είναι η χώρα να έχει βυθιστεί σε βαθιά οικονομική κρίση καθώς δυσκολεύεται στην εξεύρεση δανειακών κεφαλαίων από ξένους επενδυτές. Μετά την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας οι διεθνείς οίκοι υποβάθμισαν πέντε ελληνικές τράπεζες, αλλά επί της ουσίας μόνο την ΑΤΕbank, η οποία είναι κρατική και επηρεάζεται άμεσα. Για τις τέσσερις υπόλοιπες μεγάλες τράπεζες (Εθνική, Alpha Bank, Eurobank και Πειραιώς), οι οίκοι επιβεβαιώνουν την πιστοληπτική τους ικανότητα, αφήνοντας αμετάβλητα, προς το παρόν, τα ratings και υποβαθμίζοντας μόνο τα support rating floors. Αυτό βέβαια προεξοφλεί μια νέα υποβάθμιση εκ μέρους των ξένων οίκων για την μακροπρόθεσμη και βραχυπρόθεσμη πιστοληπτική ικανότητα των μεγάλων τραπεζών, δεδομένου ότι είθισται οι τράπεζες, όσο και αν είναι κολοσσοί, να μην είναι στο ίδιο επίπεδο αξιολόγησης με την χώρα, αλλά τουλάχιστον μια βαθμίδα χαμηλότερα. Οι τραπεζίτες και

μεν ανησυχούν για μια επικείμενη υποβάθμιση, όμως διευκρινίζουν ότι δεν πρόκειται για υποβάθμιση των προοπτικών της κάθε τράπεζας.

Οι οίκοι εκτιμούν ότι η ικανότητα της ελληνικής κυβέρνησης να υποστηρίξει τις τράπεζες παραμένει αμετάβλητη, αλλά από την άλλη πλευρά αυτή η ικανότητα είναι που έχει μειωθεί, όπως αντανάκλαται στην υποβάθμιση της μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής ικανότητας του ελληνικού δημοσίου στο «Α-». Η πιστοληπτική ικανότητα των τεσσάρων μεγάλων τραπεζών σε μακροπρόθεσμη βάση παραμένει ανεπηρέαστη από την υποβάθμιση της ελληνικής Δημοκρατίας. Αυτό σημαίνει πρακτικά ότι για τους ξένους οίκους και κατ' επέκταση για τους διεθνείς δανειστές της χώρας, από τους οποίους εξαρτάται απόλυτα εξαιτίας της υπερχρέωσης, η δημοσιονομική εξυγίανση και οι μεταρρυθμίσεις είναι μονόδρομος.

Σύμφωνα με τον διεθνή οίκο Fitch, που μαζί με τον Moody's, έχουν ήδη προιδεάσει για αναβάθμιση υπό προϋποθέσεις, και τον Standard & Poor's που παρακολουθούν στενά τις εξελίξεις στην Ελλάδα και οι όποιες αποφάσεις τους θα κρίνουν την προοπτική παγίωσης θετικού κλίματος για τη χώρα και εξόδου στις αγορές. Η αξιολόγηση της Ελλάδας (B- με σταθερή προοπτική) θα μπορούσε να επηρεαστεί θετικά από τα εξής: Διατηρήσιμη οικονομική ανάπτυξη με πλήρη υλοποίηση του προγράμματος προσαρμογής, συνεπή παραγωγή πρωτογενών πλεονασμάτων και σταθεροποίηση και ανάκαμψη του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αντίθετα, υποβάθμιση θα μπορούσε να προκαλέσει, ενδεχόμενη αδυναμία εκτέλεσης του προγράμματος προσαρμογής, ανάκαμψης της οικονομίας και δημιουργία πρόσθετων χρηματοδοτικών αναγκών καθώς και ένα γύρο πολιτικής αστάθειας που θα εκτροχιάζε την προσαρμογή, αυξάνοντας τον κίνδυνο εξόδου από το ευρώ.

Ο Fitch, στις τελευταίες του εκτιμήσεις για την ελληνική οικονομία τον Δεκέμβριο 2013, υιοθετεί την πρόβλεψη για ύφεση 4% για το έτος αυτό, προβλέποντας οριακή ανάπτυξη 0,5% το 2014 και 2% το 2015, ενώ αναμένει αύξηση του χρέους στο 176,1% του ΑΕΠ το 2014 και μικρή αποκλιμάκωση το 2015. Αναμένει αποκλιμάκωση του δημοσιονομικού ελλείμματος στο 4,1% του ΑΕΠ, από 10% πέρσι και περαιτέρω μείωση του στο 3,7% το 2014 και στο 2,7% το 2015, επίπεδα ελαφρώς υψηλότερα από εκείνα που ενσωματώνονται στην επικαιροποίηση του Μνημονίου τον Ιούλιο. Για το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών αναμένεται αποκλιμάκωση στο 1,1% του ΑΕΠ το 2013 και αύξηση στο 1,5% και στο 2,3% αντιστοίχως το 2014 και το 2015.

Την ίδια χρονική περίοδο, αμετάβλητη στο B - /B διατήρησε την αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's με σταθερές προοπτικές. Όπως επισημαίνει ο οίκος, η μείωση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών, η δημοσιονομική εξυγίανση και η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας αποδεικνύουν ότι η οικονομία επανεξισορροπείται. «Θεωρούμε ότι τα κράτη-μέλη της ευρωζώνης παραμένουν αποφασισμένα να διατηρήσουν την Ελλάδα στην ευρωζώνη και ως εκ τούτου επιβεβαιώνουμε την αξιολόγησή μας B - /B για τη χώρα», σημειώνει στην αξιολόγησή της ο Standard & Poor's. «Το outlook για τη μακροπρόθεσμη αξιολόγηση είναι σταθερό και ισορροπεί την άποψή μας για τη δέσμευση της κυβέρνησης έναντι της δημοσιονομικής και διαρθρωτικής προσαρμογής, σε σχέση με τις οικονομικές και πολιτικές προκλήσεις που συναντά στην προσπάθειά της να το κάνει», αναφέρει. Ο οίκος αξιολόγησης εκτιμά ότι το ελληνικό ΑΕΠ θα συρρικνωθεί κατά 4% το 2013 και κατά 1% το 2014 ενώ θα εμφανίσει ρυθμό ανάπτυξης 1% το 2015. Μετά το κλείσιμο της αγοράς της Νέας Υόρκης στις 29.11.2013, ο οίκος αποφάσισε να ανακοινώσει την αναβάθμιση, αξιολογώντας πλέον την Ελλάδα στην βαθμίδα «Caa3» από «C» που ήταν μέχρι τώρα. Μάλιστα, διατηρεί σταθερές τις προοπτικές, κάτι που σημαίνει ότι δεν θεωρεί πιθανό να υποβαθμίσει την ελληνική οικονομία στο επόμενο διάστημα.

Αξίζει να σημειωθεί ότι στους λόγους για τους οποίους ο οίκος προχώρησε στην κίνηση αυτή συμπεριλαμβάνεται η βελτίωση των προοπτικών της ελληνικής οικονομίας κατά τους τελευταίους μήνες. Τα καλύτερα μακροοικονομικά μεγέθη (με την εντονότερη υποχώρηση της ύφεσης από το προβλεπόμενο), καθώς και η διαφαινόμενη επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος φέτος, συνετέλεσαν στην απόφαση του οίκου. Επίσης, σημαντικός παράγοντας ήταν και η μείωση της επιβάρυνσης των επιτοκίων, καθώς βελτιώνονται οι συνθήκες εξυπηρέτησης του ελληνικού χρέους.

Ο Moody's αναφέρει επίσης στην ανακοίνωσή του τον Δεκέμβριο 2013, ως «βασικό κίνητρο» για την αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας «τις προόδους που έχει επιτύχει η (ελληνική) κυβέρνηση στη δημοσιονομική σταθεροποίηση της χώρας στο πλαίσιο του προγράμματος που υποστηρίζεται από την Τρόικα» (Ευρωπαϊκή Ένωση, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και Διεθνές Νομισματικό Ταμείο). «Ο προϋπολογισμός του 2014 εξισορροπεί το εύθραυστο κοινωνικό και πολιτικό περιβάλλον της χώρας με τις δεσμεύσεις της προς τους διεθνείς πιστωτές της», επισημαίνεται στην ανακοίνωση του οίκου αξιολόγησης. «Ως εκ τούτου, ο οίκος αξιολόγησης εκτιμά ότι ο προϋπολογισμός θα παραμείνει επικεντρωμένος στα έσοδα από διαρθρωτικές αλλαγές και όχι από περαιτέρω περικοπές δαπανών». Ο Moody's

πιστεύει 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 αναβάθμιση από τον Moody's είναι «οι ενδείξεις ότι η ελληνική οικονομία έφτασε στο χαμηλότερο σημείο της μετά από σχεδόν έξι χρόνια ύφεσης». Ο οίκος εκτιμά ότι «ο συνδυασμός των κυκλικών παραγόντων και της εφαρμογής των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων οδηγούν στη σταδιακή βελτίωση των προοπτικών μεσοπρόθεσμης ανάπτυξης». Εξάλλου, σύμφωνα με τον οίκο αξιολόγησης, η ελληνική οικονομία θα συρρικνωθεί κατά 0,5% του ΑΕΠ το 2014, όμως το 2015 θα σημειώσει ανάπτυξη 1%, με τις εξαγωγές και τον τουρισμό να παραμένουν οι κύριες πηγές εσόδων.

Επίσης στην αναβάθμιση πέντε ελληνικών τραπεζών προχώρησε ο οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης Moody's, στις 6.12.2013 σε συνέχεια της πρόσφατης αναβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας της ελληνικής οικονομίας κατά 2 βαθμίδες (σε Caa3 από C). Η Moody's αναβάθμισε κατά μία βαθμίδα (σε Caa1 από Caa2) την αξιολόγηση της Εθνικής Τράπεζας Ελλάδος, της Τράπεζας Πειραιώς και της Alpha Bank. Παράλληλα, αναβάθμισε σε θετική από αρνητική την προοπτική της Eurobank διατηρώντας σταθερή την αξιολόγηση Caa2, ενώ αναβάθμισε σε σταθερή από αρνητική και την προοπτική της Attica Bank με αξιολόγηση Caa2.

### **5.5. Είναι αναγκαία η δημιουργία ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης;**

Το τελευταίο χρονικό διάστημα μεγάλη συζήτηση έγινε για την αξιοπιστία των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και την αναγκαιότητα ίδρυσης ενός ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ο οποίος σε συνεργασία με την Eurostat θα προέβαινε σε αξιόπιστη και δυναμική αξιολόγηση όλων των κρατών της Ευρωζώνης, αλλά και άλλων χωρών που ζητούν χρηματοδότηση από κεντρικές τράπεζες. Στο ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι τρεις μεγάλοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης βρέθηκαν στο στόχαστρο της παγκόσμιας κριτικής, καθώς ο ρόλος τους είχε θεωρηθεί καθοριστικός. Δεν κατάφεραν να προειδοποιήσουν επαρκώς τους επενδυτές για τους υψηλούς κινδύνους που είχαν αναλάβει με την ανάληψη των σύνθετων πιστωτικών προϊόντων, τα οποία βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης. Για το λόγο αυτό επλήγη η αξιοπιστία τους.

Στην περίπτωση της δημοσιονομικής κρίσης της Ελλάδας, οι τρεις μεγάλες εταιρείες αξιολόγησης (Moody's, Fitch και S&P) εμφανίστηκαν στο παρελθόν μάλλον

αισιόδοξες, κυρίως από τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης στην Ελλάδα, τις μεγάλες συμφωνίες, τα έργα που γίνονταν, την ευρωστία των ελληνικών Πιστωτικών Ιδρυμάτων (Π.Ι.) και την ταχεία ανάπτυξή τους στην Βαλκανική και εν γένει την εξωστρέφεια του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Σήμερα, όμως υπάρχει μια θεαματική στροφή στις εκτιμήσεις τους. Οι υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας μας, κατά το τελευταίο εξάμηνο, έχουν δημιουργήσει ένα σύνθετο και συνάμα χωρίς προηγούμενο οικονομικό σκηνικό για τη χώρα μας. Για πολλούς, οι υποβαθμίσεις αυτές συντέιναν σε μεγάλο βαθμό και στην ταχεία υποβάθμιση της άντλησης δανεισμού της χώρας μας από τις διεθνείς αγορές χρήματος, με συνέπεια την προσφυγή στο μηχανισμό στήριξης της Ευρωπαϊκής Ένωσης και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.

Οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν δημιουργήσει ένα σύστημα βαθμολογίας των ομολόγων που εκδίδουν τα κράτη και οι εταιρείες. Έτσι, με την αξιολόγηση των ομολόγων των χωρών ανά τον κόσμο, δημιουργούν νέα δεδομένα οικονομικής εξουσίας, διαμορφώνοντας στην πράξη τις συνθήκες χρηματοδότησης χρέους των χωρών, γεγονός που αναδεικνύει με τον πιο κατηγορηματικό τρόπο τα νέα δεδομένα της οικονομικής παγκοσμιοποίησης που βιώνουμε σήμερα. Αδιαμφισβήτητα, οι αξιολογήσεις των τριών μεγαλύτερων οίκων πιστοληπτικής ικανότητας κρίνουν σε σημαντικό βαθμό τα οικονομικά, κοινωνικά και πολιτικά δεδομένα ολόκληρων χωρών, ακόμη και ηπείρων, διαμορφώνοντας ανάλογες κατά τόπους εξελίξεις στις χώρες που εφαρμόζονται.

Η υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης της χώρας μας από την Moody's τον Ιούνιο 2010, σηματοδότησε και την υποβάθμιση στην αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας έξι ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων : της Εθνικής Τράπεζας, της EFG Eurobank, της Alpha Bank A.E., της Αγροτικής Τράπεζας, της Εμπορική Bank και της Γενικής Τράπεζας. Κύριο χαρακτηριστικό της υποβάθμισης αυτής αποτέλεσε η μείωση του ύψους των καταθέσεων των ελληνικών Π.Ι. και κυρίως -ως επακόλουθο αυτού- η αύξηση της εξάρτησής τους από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), η οποία συνέχισε να δέχεται ομόλογα χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης.

Οι συμμετέχοντες στη νέα σύμπραξη προσπαθούν να διαλύσουν τους φόβους αυτούς και σε κοινή τους ανακοίνωση τονίζουν ότι η Universal Credit Rating Group, όπως θα ονομάζεται, «δεν εκπροσωπεί τα συμφέροντα κανενός κράτους και καμίας ομάδας».

Μερίδιο της πίτας αναμένεται να διεκδικήσει όμως και ο ευρωπαϊκός οίκος αξιολόγησης. Την εκπόνηση και υλοποίηση του σχεδίου, έχει αναλάβει η εταιρεία συμβούλων επιχειρήσεων Roland Berger, αναμένεται να ξεκινήσει την ερχόμενη χρονιά. Ένα ακόμη φιλόδοξο μοντέλο παρουσίασε την περασμένη άνοιξη το γερμανικό ίδρυμα Bertelsmann και αφορά τη σύσταση ενός διεθνούς, μη κερδοσκοπικού, οίκου αξιολόγησης. Είναι ένας σκληρός ανταγωνισμός για τον τίτλο του επικρατέστερου στην πρόσφατη σειρά των οικονομικών κρίσεων.

Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν δεχθεί τεράστια δημόσια οργή για την πρόκληση ή τουλάχιστον την ενίσχυση της οικονομικής κρίσης και της κρίσης κρατικού χρέους ειδικότερα. Στον απόηχο σειράς υποβαθμίσεων ευρωπαϊκών χωρών, μερικοί παρατηρητές υποψιάζονται μια συνωμοσία των –με έδρα στις ΗΠΑ- οίκων αξιολόγησης και θεωρούν ότι ολόκληρες χώρες έμεναν αβοήθητες στο έλεος των κακόβουλων προθέσεων κάποιων ιδιωτικών οίκων αξιολόγησης. Ακόμη και πιο ψύχραιμοι παρατηρητές πειραματίστηκαν γύρω από τον κίνδυνο κερδοσκοπικών επιθέσεων και αυτοεκπληρούμενων προφητειών που προκάλεσαν οι βιαστικές, ανενήμερες, εταιρείες αξιολόγησης.

Η δημιουργία ενός ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης, τουλάχιστον για τις κρατικές αξιολογήσεις, φαινόταν καλή ιδέα. Ωστόσο, υπάρχουν ήδη ευρωπαϊκοί οίκοι αξιολόγησης. Ο Jean-Claude Juncker, ο τότε επικεφαλής του Eurogroup, απηύθυνε κάλεσμα «να δημιουργήσουμε εμείς τον δικό μας ευρωπαϊκό οίκο αξιολόγησης στην Ευρώπη, έτσι ώστε να έχουμε αξιόπιστα και έγκυρα στοιχεία από την ίδια την Ευρώπη για σκοπούς αξιολόγησης». Στην πραγματικότητα, η Ευρωπαϊκή Αρχή Τίτλων και Αγορών απαριθμεί 17 εκτός από τα περιφερειακά υποκαταστήματα των Big Three, πιστοποιημένους και εγγεγραμμένους ευρωπαϊκούς οργανισμούς πιστοληπτικής αξιολόγησης. Δεν είναι τόσο μεγάλοι και γνωστοί όπως οι Big Three, αλλά δύο από αυτούς δίνουν κρατικές αξιολογήσεις από μια ευρωπαϊκή βάση.

Κρατικές αξιολογήσεις παρέχονται από την Japan Credit Rating Agency Ltd, Feri EuroRating Services AG (Γερμανία), DBRS Ratings Limited (Καναδάς) και την Capital Intelligence (Κύπρος).

Η Feri EuroRating Service για παράδειγμα, είναι ένας γερμανικός οίκος αξιολόγησης, ο οποίος έχει δημοσιεύσει αξιολογήσεις δημοσίου χρέους για 60 χώρες από το 1991. Επομένως, η υπόθεση ότι οι εδρεύοντες στην Ευρώπη οίκοι αξιολόγησης συμπεριφέρονται διαφορετικά από αυτούς που εδρεύουν στις ΗΠΑ, μπορεί στην



πραγματικότητα να ελεγχθεί με τα υπάρχοντα δεδομένα. Αν και γεννάται ευκολα η υποψία, επειδή οι Big Three έχουν όλες έδρα τις ΗΠΑ με γραφεία στη Νέα Υόρκη, ότι οι ευρωπαϊκές χώρες ίσως να μην τυγχάνουν ίσης μεταχείρισης με τις ΗΠΑ ή τους αγγλόφωνους συγγενείς τους, τα ευρήματα υποδηλώνουν ωστόσο ότι και οι ευρωπαϊκοί οίκοι αξιολόγησης δεν είναι τόσο διαφορετικοί στις αξιολογήσεις τους.

Αναλύοντας τις επιδόσεις αξιολόγησης του Feri, του μεγαλύτερου γερμανικού οίκου αξιολόγησης, διαπιστώνεται ότι ο Feri ήταν ακόμη πιο επιθετικός σε ό,τι αφορά ένα χαμηλότερο επίπεδο και μια υψηλότερη τάση για άμεση υποβάθμιση των προβληματικών χωρών της ευρωζώνης από ό,τι οι Big Three. Ο Feri έχει κάνει μεγαλύτερες υποβαθμίσεις σε μέλη του «πυρήνα» της ευρωζώνης. Γενικότερα, ο Feri ήταν πιο γρήγορος στο να υποβαθμίσει χώρες από την επενδυτική στη speculative βαθμίδα. Ωστόσο, αυτό αποδεικνύει επίσης ένα μεγάλο αριθμό ανατροπής. Ο Feri φαίνεται να είναι λιγότερο σταθερός αλλά επίσης λιγότερο «ομαδικός» από ό,τι οι Big Three. Τέλος, διαπιστώνουμε ότι ο Feri τείνει να έχει μια αρνητική μεροληψία στη γειτονιά. Δηλαδή, ήταν πιο σκληρή στις ευρωπαϊκές χώρες από ό,τι οι αγγλοσάξονες ανταγωνιστές του, υποβαθμίζοντάς τους πιο γρήγορα και επιθετικά στη διάρκεια της κρίσης. Συνολικά, οι αξιολογήσεις κρατών του Feri τείνουν να είναι περισσότερο ευμετάβλητες από αυτές των Big Three οι περισσότεροι ήπιες στις αναδυόμενες οικονομίες.

Συνολικά, τα στοιχεία από τις αξιολογήσεις του Feri υποδηλώνουν ότι οι ευρωπαϊκές χώρες έχουν δεχθεί ακόμη πιο σκληρή μεταχείριση από έναν ευρωπαϊκό οίκο αξιολόγησης από ό,τι από τους οίκους με έδρα στις ΗΠΑ. Τώρα, ο Feri μπορεί να μην είναι αυτό που είχαν στο μυαλό τους οι πολιτικοί όταν ζητούσαν έναν ευρωπαϊκό οίκο αξιολόγησης. Ο Feri είναι ένας ιδιωτικός, μικρός και ανεξάρτητος παίχτης. Κύριο μέλημά του πρέπει να είναι η ικανοποίηση του πελάτη και η καλή φήμη. Τα ρυθμιστικά θέματα ή η πολιτική πίεση δεν είναι πιθανό να προκαλούν ανησυχία και επομένως οι αξιολογήσεις του Feri μπορεί να θεωρηθούν μια αμερόληπτη ευρωπαϊκή άποψη. Εάν αυτό είναι που ζητούν οι πολιτικοί, έχουν μια απάντηση αλλά μάλλον όχι αυτή που ανέμεναν.

Τη σύσταση ευρωπαϊκής αρχής αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των κρατών-μελών της ευρωζώνης και των χρηματοπιστωτικών τους ιδρυμάτων πρότεινε στην Κομισιόν και ο Ευρωβουλευτής της ΝΔ Γιώργος Παπαστάμκος και ανέφερε ότι εμφανίζονται δύο παράδοξα: Πρώτον, υφίστανται διεθνοποιημένοι οίκοι αξιολόγησης,

χωρίς διεθνοποιημένη εποπτεία. Δεύτερον, ιδιωτικά σχήματα και συμφέροντα εκτός Ευρώπης εμφανίζονται ως επικυρίαρχα έναντι ευρωπαϊκών θεσμών και κρατών.

Στην απάντησή του στην Ολομέλεια του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου στο Στρασβούργο, ο Γάλλος Επίτροπος Μισέλ Μπαρνιέ, αρμόδιος για την εσωτερική αγορά και τις υπηρεσίες, σημείωσε πως το ζήτημα που αναδεικνύει ο κ. Παπαστάμκος είναι ουσιώδες για την εύρυθμη λειτουργία της οικονομίας και των χρηματοπιστωτικών αγορών. Επίσης, αναφέρθηκε στο νέο ρυθμιστικό πλαίσιο που υιοθέτησε η ΕΕ τον Σεπτέμβριο του 2009 για τους οίκους αξιολόγησης η θέση σε ισχύ του οποίου βελτιώνει αποφασιστικά την ανεξαρτησία, ενισχύει τη διαφάνεια και την ποιότητα των αξιολογήσεων, συμπεριλαμβανομένων αυτών που αφορούν στο χρέος κυρίαρχων κρατών, κρατών-μελών της ΕΕ και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων της ΕΕ.

Γενικά είναι σήμερα αποδεκτό ότι οι οίκοι με τη λειτουργία τους, επηρεάζουν τις οικονομικές εξελίξεις και έχουν ομοκυκλική συμπεριφορά, δηλαδή επιτείνουν τις εξελίξεις (δηλαδή εάν έχουμε κάθοδο επιτείνουν την κάθοδο και αντίστοιχα εάν έχουμε άνοδο επιτείνουν την άνοδο). Για όλους τους παραπάνω λόγους οι ΗΠΑ κάνουν ισχυρή παρέμβαση στη λειτουργία τους (Dodd – Frank Financial Law) που βρίσκεται υπό συζήτηση στα νομοθετικά σώματα των ΗΠΑ. Επίσης, η Ευρωπαϊκή Ένωση βρίσκεται σε διαδικασία παρέμβασης στο ίδιο ζήτημα. Προς το παρόν, όμως, οι Οίκοι είναι εξαιρετικά ισχυροί σε κύρος και αυτό ουσιαστικά το έχει αποδεχθεί η Ευρωπαϊκή Ένωση τόσο καιρό, αφού ουδεμία κίνηση έχει γίνει προς την κατεύθυνση μείωσης της επιρροής τους στην Ευρωπαϊκή οικονομική ζωή. Έτσι, όμως οι Οίκοι ανακατεύονται στην πολιτική ζωή της Ευρώπης παρεμβαίνοντας κυρίως στο χρόνο με τον οποίο ξετυλίγεται η οικονομική της πολιτική. Εδώ τα πράγματα γίνονται δύσκολα και περίπλοκα. Επιθυμούν όλοι τη διατήρηση της Ευρωζώνης όπως είναι σήμερα;

Η συνεχής αναζήτηση χρόνου από τους κύριους παίκτες αφήνει μια αμφιβολία για τις πραγματικές μακροχρόνιες προθέσεις τους, παρόλο που όλοι γνωρίζουμε ότι η επίλυση των δύσκολων προβλημάτων απαιτεί χρόνο και το αποτέλεσμα θα φανεί στην στο τέλος της διαδρομής αυτής. Γίνεται αντιληπτό, ότι όσο πιο γρήγορα προκύψει μια Ευρωζώνη που έχει δικά της χρηματοοικονομικά εργαλεία (Ευρωμόλογα, εθνικά δάνεια, κλπ.), τόσο πιο γρήγορα θα ανοίξει ο δρόμος για την αποκατάσταση της κοινωνικής και οικονομικής ομαλής λειτουργίας.

## Κεφάλαιο 6<sup>ο</sup>: Ανακεφαλαίωση - Συμπεράσματα

### 6.1. Ανακεφαλαίωση - Συμπεράσματα

Η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση 2007-2008 που ξεκίνησε από την αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης στις Η.Π.Α., εξελίχθηκε στη σφοδρότερη οικονομική κρίση παγκοσμίως των τελευταίων 80 χρόνων και δημιούργησε συνθήκες ύφεσης. Ταυτόχρονα, ανέδειξε αδυναμίες του υπάρχοντος εποπτικού και ρυθμιστικού πλαισίου και οδήγησε σε μια συντονισμένη δράση των διεθνών και εθνικών εποπτικών και ρυθμιστικών αρχών και φορέων με σκοπό τη θωράκιση του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος.

Η ύπαρξη και η εφαρμογή ενός κανονιστικού πλαισίου ρύθμισης και εποπτείας του τραπεζικού συστήματος κατά το δυνατό εναρμονισμένου σε διεθνές επίπεδο, είναι επιτακτική δεδομένου ότι σε συνθήκες οικονομικής κρίσης μόνο οι εποπτικές και ρυθμιστικές οικονομικές αρχές μπορούν να εγγυηθούν την απρόσκοπτη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η παρούσα εργασία περιγράφει ποιοι είναι οι οίκοι αξιολόγησης και πώς απέκτησαν ζωτικό ρόλο στις παγκόσμιες χρηματιστηριακές και τραπεζικές αγορές. Συγκεκριμένα, εστιάζει στο ρόλο που διαδραμάτισαν στην πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση και στο πώς εξελίχθηκε το νομοθετικό πλαίσιο που διέπει αυτούς τους οργανισμούς σε προσπάθειες των ρυθμιστικών αρχών να εξυγιάνουν την διαδικασία αξιολόγησης και να διασφαλιστεί η αξιοπιστία λειτουργίας τους.

Η κρίση στην Ελλάδα αναμένεται να έχει μεγαλύτερο βάθος και διάρκεια από ότι σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς η δομή και τα διαρθρωτικά της προβλήματα όχι μόνο είναι διαφορετικά, αλλά διατηρούνται και καθημερινά γίνονται μεγαλύτερα και οξύτερα, αντί να αμβλύνονται, κάτω και από τις συνθήκες της διεθνούς κρίσης. Τα μέτρα που έλαβε η Ευρωπαϊκή Ένωση σύμφωνα με τις Συνθήκες της Βασιλείας II για τη συμμόρφωση των οίκων αξιολόγησης και τη νέα θέση τους στο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Ο ρόλος τους στην παγκόσμια οικονομία είναι πάρα πολύ σημαντικός και παρέχουν στους επενδυτές σημαντικές πληροφορίες που τους βοηθά να αξιολογήσουν

τους κινδύνους, ενώ παράλληλα μειώνει το κόστος των εκδοτών για την αναζήτηση κεφαλαίων. Η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένα δημόσιο αγαθό το οποίο ωφελεί το σύνολο της οικονομικής δραστηριότητας καθώς το κόστος μιας τραπεζικής κρίσης εκτείνεται σε όλο το φάσμα της οικονομίας. Ένα αποδοτικό τραπεζικό σύστημα με υγιή κεφαλαιακή βάση αποτελεί την καλύτερη εγγύηση για τη διατήρηση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα αλλά και για την άμβλυνση των επιπτώσεων από δυσμενείς οικονομικές συνθήκες.

Τα τελευταία χρόνια ο κίνδυνος χώρας προσδιορίζεται και αναλύεται από τις εταιρείες παροχής επενδυτικών πληροφοριών, τους λεγόμενους οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Οι οίκοι αξιολόγησης παίζουν ένα καθοριστικό ρόλο στις χρηματοπιστωτικές αγορές συμβάλλοντας στη μείωση της ασυμμετρίας πληροφόρησης μεταξύ δανειστών και επενδυτών. Η δύναμη των οίκων αξιολόγησης έχει ενισχυθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, έπειτα από τη διάσκεψη της Βασιλείας και κυρίως μετά την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008. Οι πιο γνωστοί οίκοι αξιολόγησης είναι ο οίκος Moody's, Standard&Poor's και ο Fitch, οι οποίοι καλύπτουν σχεδόν ολόκληρη την αγορά αξιολογήσεων. Ακολουθώντας παρόμοιο τρόπο βαθμολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας μιας χώρας, οι οίκοι στις αξιολογήσεις τους λαμβάνουν υπ' όψη διάφορα ποιοτικά και ποσοτικά κριτήρια. Οι αξιολογήσεις τους έχουν μεγάλη βαρύτητα και εμπιστεύονται από μεγάλους επενδυτές παγκοσμίως.

Εξ' αιτίας της έντονης παρουσίας των οίκων αξιολόγησης στο προσκήνιο της χρηματοπιστωτικής κρίσης και κυρίως των λανθασμένων προβλέψεων σχετικά με μεγάλες επιχειρήσεις και τράπεζες, οι οίκοι έχουν δεχθεί τεράστια κριτική. Η αμφισβήτηση τους στρέφεται κυρίως στον τρόπο με τον οποίο οι οίκοι αναλύουν και βαθμολογούν επιχειρήσεις και χώρες. Επίσης, ασάφεια καλύπτει το κομμάτι της πληρωμής των οίκων από τους πελάτες τους, καθώς υπάρχουν υποψίες για μυστικές συμφωνίες με κράτη και εταιρείες με σκοπό την αυξημένη βαθμολόγηση τους. Έντονη κριτική έχει δεχθεί η ολιγοπωλιακή μορφή συγκρότησης του κλάδου, καθώς τα εμπόδια εισόδου είναι σημαντικά.

Από τις αναλύσεις των οίκων αξιολόγησης έχει περάσει και η Ελλάδα με συνεχείς υποβαθμίσεις των ελληνικών κρατικών τίτλων. Το αποτέλεσμα είναι η χώρα να έχει βυθιστεί σε βαθιά οικονομική κρίση καθώς δυσκολεύεται στην εξεύρεση δανειακών κεφαλαίων από ξένους επενδυτές.

## **6.2. Προτάσεις για περαιτέρω διερεύνηση του θέματος**

Οι οίκοι αξιολόγησης παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο στις διεθνείς χρηματαγορές. Οι αξιολογήσεις τους χρησιμοποιούνται για διάφορους σκοπούς, ενώ πολλοί σημαντικοί παράγοντες των αγορών 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 II 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.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας χρησιμεύουν σε μεγάλο βαθμό σε πολλές λειτουργίες των πιστωτικών αγορών. Τα γεγονότα που προέκυψαν όμως τις τελευταίες δεκαετίες έσπειραν την ανησυχία στους επενδυτές, στις κανονιστικές αρχές, στις κυβερνήσεις. Από τη μία μεριά εκδηλώθηκαν σκάνδαλα που σε αυτά είχαν εν μέρει ενεργό μέρος οι οίκοι, αφού δεν κατάφεραν να προστατέψουν τους επενδυτές. Ταυτόχρονα όμως τους δόθηκε εξουσία και αναγνώριση αφού οι εκτιμήσεις τους έγιναν κριτήριο για την αποδοχή συναλλαγών. Η μεγαλύτερη αναγνώριση πραγματοποιήθηκε με τη Βασιλεία II η οποία λαμβάνει υπόψη τις εκτιμήσεις των οίκων για τον υπολογισμό της κεφαλαιακής επάρκειας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Οι επιπτώσεις στην παγκόσμια οικονομία είναι εμφανείς. Η αξιοπιστία των οίκων έχει υποστεί μεγάλο πλήγμα που δύσκολα θα ξεπεραστεί. Έγιναν κάποιες ενέργειες για μεγαλύτερο και αυστηρότερο έλεγχο αυτών των οίκων, αλλά οι αρμόδιες δημόσιες επιτροπές πρέπει να αναλάβουν το δικό τους μερίδιο ευθύνης σαν «διαιτητές» των πιστωτικών αγορών. Φαίνεται ότι το σύστημα όπως λειτουργεί σήμερα μάλλον δημιουργεί παρά αξιολογεί τον επενδυτικό κίνδυνο. Πλέον έχουν τεθεί σε εφαρμογή κάποιες διασφαλίσεις ώστε οι οίκοι αξιολόγησης να διορθώσουν τις περισσότερες από τις αδυναμίες τους. Μένει να διαπιστωθεί αν θα το επιτύχουν.

Η σύγχρονη τάση που διαμορφώθηκε, με αυτές τις εξελίξεις, είναι η δημιουργία κανόνων και αρχών που πρέπει να διέπουν τους οίκους. Η αρχή έγινε με τον IOSCO που εξέδωσε γενικές αρχές και τις κωδικοποίησε. Στη συνέχεια παρατηρούμε ότι δημιουργείται ένα ρυθμιστικό πλαίσιο από άλλους αρμόδιους φορείς (SEC, CESR), για τους οίκους των οποίων οι εκτιμήσεις λαμβάνονται υπόψη επισήμως. Αυτό το ρυθμιστικό πλαίσιο θέλουν

τα κράτη με αναπτυσσόμενες χρηματαγορές όπως οι ΗΠΑ και η Ευρωπαϊκή Ένωση να του δώσουν τη μορφή νόμου. Είναι σίγουρο ότι υπάρχουν ανεπάρκειες στον τομέα των εκτιμήσεων και κυρίως τα θέματα που προβληματίζουν είναι οι συγκρούσεις συμφερόντων, η κακή χρήση των εμπιστευτικών πληροφοριών και το ολιγοπωλιακό καθεστώς που έχει δημιουργηθεί στην Αγορά επειδή οι αναγνωρισμένοι οίκοι είναι λίγοι. Μετά την εντεινόμενη κόντρα Ευρώπης και των τριών αμερικανικών οίκων αξιολόγησης, η ιδέα για τη δημιουργία ενός ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης, που θα μπορέσει να ανταγωνιστεί την Standard & Poor's, την Fitch και την Moody's ολοένα και κερδίζει έδαφος. Ιδιαίτερα με τις τελευταίες οικονομικές εξελίξεις γίνεται πιο επιτακτική η ανάγκη για την δημιουργία ενός ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης καθώς και μεγαλύτερης διαφάνειας στον τρόπο λειτουργίας και αξιολόγησης των υπαρχόντων μεγάλων οίκων.

Επιπλέον πρόσφατα ψηφίστηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της Ευρώπης ο κανονισμός για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Οι ευρωπαϊκές όμως πρωτοβουλίες, επισημαίνουν, παράγοντες της αγοράς, έχουν μεν αξία αλλά ο έλεγχος και η εποπτεία αυτών των οργανισμών είναι ένα διεθνές θέμα. Στην Αμερική οι απόψεις διχάζονται καθώς υπάρχουν οι αμετανόητοι οπαδοί της άποψης ότι η αγορά θα ρυθμίσει όλα τα ζητήματα από μόνη της και οι οπαδοί που εκτιμούν ότι θα πρέπει να υπάρξουν αλλαγές με ένα ενδιάμεσο φορέα που θα ισορροπήσει την παντοδυναμία τους.

Συνοψίζοντας, προτείνουμε ότι η μελλοντική έρευνα πρέπει να συγκεντρωθεί προς την απάντηση των παρακάτω ερωτημάτων. Το ισχύον κανονιστικό σύστημα είναι προς το συμφέρον των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των χρηματοπιστωτικών αγορών γενικότερα; Σε ποιο βαθμό θα μπορέσουν περαιτέρω νομοθετικές ρυθμίσεις να επιτύχουν την πίεση των οίκων αξιολόγησης ώστε να πραγματοποιούν καλύτερες αξιολογήσεις στις μέλλον; Μπορούν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αναζητήσουν μόνα τους τις πηγές των πληροφοριών σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των χρηματοπιστωτικών προϊόντων;

Τα θεσμικά όργανα είναι σε αναμονή των εξελίξεων. Μελετούν, καταγράφουν και ψάχνουν προτάσεις και λύσεις επισταμένως. Δεν θέλουν να ελέγξουν με κυρώσεις την άποψη των οίκων αλλά θέλουν να την χρησιμοποιήσουν με κάποιους όρους.

Ενισχύουν μια φιλελεύθερη οικονομία χωρίς μεγάλους περιορισμούς και εμπιστεύονται την κρίση των επενδυτών. Όσον αφορά την περίπτωση της Ελλάδας, πρέπει να αναφέρουμε ότι την στιγμή που γράφεται αυτή η πτυχιακή οι διεργασίες για την

αντιμετώπιση της κρίση χρέους της Ευρωζώνης αλλά και της Ελλάδας είναι υπό διαμόρφωση και εξελίσσονται διαρκώς. Αξιοσημείωτο είναι ότι μόλις πρόσφατα, μετά από το τελευταίο haircut στα ελληνικά ομόλογα μέσω του μηχανισμού PSI και καθώς βελτιώνονται οι συνθήκες εξυπηρέτησης του ελληνικού χρέους, οι οίκοι αξιολόγησης αναβάθμισαν την πιστοληπτική ικανότητα της ελληνικής οικονομίας.

Ως συνέπεια των παραπάνω είναι εμφανές ότι η περαιτέρω διερεύνηση του θέματος είναι αν όχι επιτακτική σίγουρα πολύ ενδιαφέρουσα και σημαντική για την ολοκληρωμένη και εμπειριστατωμένη ανάλυση των θεμάτων που άπτονται αυτής της διπλωματικής διατριβής.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΝ

## Παράρτημα

### 1. 19<sup>ος</sup> αιώνας στην Ελλάδα: Επισκόπηση οικονομικών γεγονότων

Η χρονική περίοδος 1821-1860 μπορεί να θεωρηθεί σαν εποχή οικονομικής στασιμότητας. Το 1832 ο Οθωνας έφερε σε ισχύ το νομισματικό σύστημα που καθιέρωνε την δραχμή σαν το επίσημο Ελληνικό νόμισμα. Επίσης το 1832 η Ελλάδα λαμβάνει δάνειο 60 εκατ. χρυσών φράγκων (το γνωστό και ως “Διακυβερνητικό Δάνειο των Τριών Δυνάμεων”). Το 1841 ιδρύεται η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΣΕ) και το 1842 κυκλοφόρησαν από την ΕΣΕ τα πρώτα τραπεζογραμμάτια (χαρτονομίσματα). Οι τόκοι που έπρεπε να καταβάλλονται κάθε χρόνο ήταν 7 εκατομμύρια δραχμές και ισοδυναμούσαν με το μισό των συνολικών εσόδων του ελληνικού κράτους που έφταναν μετά βίας τα 14 εκατομμύρια ετησίως. Στην πραγματικότητα, με την καταβολή των τόκων δεν περίσσευε τίποτα να επενδυθεί προς όφελος του ελληνικού λαού. Ως κυριότεροι σταθμοί μπορούν να θεωρηθούν:

Η αναγνώριση της ελληνικής ανεξαρτησίας ήταν προϊόν των πολεμικών επιτυχιών των ελλήνων κυρίως από το 1821 ως το 1824, του φιλελληνικού κινήματος αλλά και του ανταγωνισμού των μεγάλων δυνάμεων της εποχής. Οι χρηματοπιστωτικοί οίκοι του Λονδίνου εκχώρησαν το 1824 και 1825 τα γνωστά και ως «δάνεια της ανεξαρτησίας» με επαχθείς όρους για τους επαναστατημένους Έλληνες. Ένα μόνο μικρό ποσό από τα συνολικά ποσά των δανείων δαπανήθηκε για τις ανάγκες της επανάστασης. Το μεγαλύτερο δρομολογήθηκε στην προπληρωμή τόκων και προμηθειών, στα χρηματιστήρια της Ευρώπης ή σε παραγγελίες πολεμικού υλικού που ποτέ δεν έφτασε στην Ελλάδα. Το πιο επαχθές όμως μέτρο που προβλέπονταν για την αποπληρωμή των δανείων ήταν η υποθήκευση των «εθνικών κτημάτων» που είχαν εγκαταλειφθεί από τους Τούρκους ιδιοκτήτες τους.

Για την διασπάθιση των «δανείων της ανεξαρτησίας» ευθύνονται ως ένα βαθμό και οι ίδιοι οι Έλληνες καθώς ένα τμήμα τους δόθηκε για την διεξαγωγή των εμφυλίων πολέμων στα χρόνια της επανάστασης. Θα πρέπει ωστόσο να αναγνωριστεί ότι η αποδοχή από τη μεριά τους των ληστρικών δανείων ήταν εν μέρει δικαιολογημένη με βάση τις πολεμικές συνθήκες, την διάλυση της οικονομίας και κυρίως την ανάγκη για διεθνή αναγνώριση. Το 1827 ο Ιωάννης Καποδίστριας απευθύνει έκκληση στις μεγάλες δυνάμεις για χορήγηση νέου δανείου για την αποπληρωμή ενός μέρους των τόκων των προηγούμενων δανείων και την ανόρθωση της κατεστραμμένης ελληνικής οικονομίας. Όμως η απάντηση ήταν αρνητική. Η αδυναμία καταβολής των τοκοχρεολυσίων θα



οδηγήσει στην πρώτη πτώχευση, νωρίτερα και από τη δημιουργία του ελληνικού κράτους.

Με την ίδρυση του ελληνικού κράτους και την επιβολή του Όθωνα ως βασιλιά το 1832, με την εγγύηση των τριών προστάτιδων Δυνάμεων (Γαλλία, Βρετανία, Ρωσία) εγκρίνεται η παροχή δανείου 60 εκ. γαλλικών φράγκων (σε γενικές γραμμές το δάνειο που δεν είχε δοθεί το 1827). Μέχρι το 1833 είχαν εκχωρηθεί τα 2/3 του δανείου. Η διάσκεψη που συνήλθε στο Λονδίνο έθεσε αυστηρούς όρους για την καταβολή των ελληνικών οφειλών, όρισε επιτροπή ελέγχου της ελληνικής οικονομίας και επέβαλε την εκχώρηση όλων των εθνικών πόρων για την εξυπηρέτηση των δανείων.

Στην πραγματικότητα το ποσό που έφτασε και πάλι στην Ελλάδα ήταν πολύ μικρότερο ενώ το μεγαλύτερο μέρος του δαπανήθηκε στο στρατό, την κρατική γραφειοκρατία και την εξυπηρέτηση των δανειακών υποχρεώσεων. Παράλληλα, τα «εθνικά κτήματα» συνέχιζαν να είναι υποθηκευμένα. Μέχρι το 1843 η οικονομική ανάκαμψη δεν φαινόταν πουθενά. Η χώρα αδυνατούσε να εκπληρώσει το δημόσιο χρέος της. Οι ξένες δυνάμεις αρνήθηκαν να καταβάλουν την τρίτη δόση του δανείου του 1832.

Την άνοιξη του 1843, υπό τον φόβο της εισβολής των μεγάλων δυνάμεων και κάτω από την υπόδειξή τους προχωρεί στη μείωση των τακτικών δαπανών που περιλαμβάνει και περικοπές μισθών. Η κυβέρνηση παίρνει μέτρα λιτότητας, τα οποία όμως δεν αποδίδουν, ώστε να συγκεντρωθούν τα απαιτούμενα για την ετήσια δόση χρήματα. Έτσι τον Ιούνιο του 1843 η ελληνική κυβέρνηση αναγκάστηκε να κηρύξει επίσημη πτώχευση ενημερώνοντας ότι αδυνατεί να καταβάλει το ποσό που χρωστάει και ζητά νέο δάνειο από τις μεγάλες δυνάμεις, ώστε να αποπληρώσει τα παλιά.

Οι μεγάλες δυνάμεις (Αγγλία-Γαλλία-Ρωσία), αντί να εγκρίνουν νέο δάνειο, κάνουν μια διάσκεψη στο Λονδίνο για το ελληνικό χρέος και μετά από διαπραγματεύσεις με την ελληνική πλευρά υπογράφουν μνημόνιο, σύμφωνα με το οποίο η Ελλάδα πρέπει να πάρει μέτρα, ώστε να εξοικονομήσει το αστρονομικό ποσό των 3,6 εκατομμυρίων δραχμών για τους δανειστές της. Για να είναι μάλιστα σίγουροι ότι το μνημόνιο θα εφαρμοστεί κατά γράμμα, απαιτούν να παραβρίσκονται οι πρεσβευτές τους στις συνεδριάσεις του Υπουργικού Συμβουλίου, που θα εγκρίνει τα μέτρα και να παίρνουν ανά μήνα λεπτομερή κατάσταση της πορείας εφαρμογής τους

Το 1854 ξεσπάει ο Κριμαϊκός πόλεμος ανάμεσα στην Ρωσία από τη μια και τους αγγλογάλλους από την άλλη και ο 1857 συγκροτείται μια επιτροπή Διεθνούς Οικονομικού Ελέγχου, που είχε ως στόχο την εξεύρεση τρόπων για την πληρωμή των ελληνικών δόσεων του δανείου του 1832. Η επιτροπή αποφασίζει την εκχώρηση των εσόδων του ελληνικού κράτους από τα κυβερνητικά μονοπώλια, τους φόρους του καπνού, τα έσοδα φορολόγησης και τους τελωνειακούς δασμούς. Παράλληλα, καταθέτει προτάσεις και υποδείξεις για την εξυγίανση των δημοσιονομικών και τον εκσυγχρονισμό της δημόσιας διοίκησης.

Μετά την έξωση του Όθωνα και τη μεταπολίτευση του 1862 οι δαπάνες διευρύνονται εξαιτίας των εξελίξεων στο εσωτερικό της χώρας (Κρητική επανάσταση, εσωτερικές ανωμαλίες κλπ), και ο δανεισμός αυξάνεται σε σημείο, που θα οδηγήσει στην επόμενη πτώχευση, του 1893.

Παρόλα αυτά κατά την χρονική περίοδο 1860-1880 άρχισε να σημειώνεται μια οικονομική δραστηριότητα με μια ταυτόχρονη υποχώρηση των φεουδαρχικών σχέσεων. Η αστάθεια ήταν το βασικό χαρακτηριστικό του πολιτικού συστήματος με το Βασιλέα Γεώργιο να δίνει εντολή σχηματισμού κυβέρνησης ακόμη και στους εκπροσώπους των μειοψηφούντων κομμάτων. Μόνο το διάστημα 1870 – 1875 έγιναν τέσσερις εκλογικές αναμετρήσεις και σχηματίστηκαν εννιά κυβερνήσεις. Το ίδιο χρονικό διάστημα έλαβε χώρα το τεράστιο οικονομικό και χρηματιστηριακό σκάνδαλο των μεταλλείων του Λαυρίου με θύματα πολλούς Έλληνες, οι οποίοι και έχασαν τις αποταμιεύσεις τους.

Σ' αυτή τη ζοφερή κατάσταση ο Χαρίλαος Τρικούπης δημοσίευσε το περίφημο άρθρο του «τις πταίει;» για τη συνεχιζόμενη κρίση της πολιτικής ζωής. Όταν αναλαμβάνει την πρωθυπουργία το 1881 παρά τις προσπάθειες του για εξορθολογισμό της λειτουργίας του κράτους, στην οικονομική του πολιτική υπηρετεί πιστά τις ανάγκες του μεγάλου κεφαλαίου της εποχής. Την ίδια χρονιά στην Ελλάδα προσαρτάται η Θεσσαλία και η Άρτα. Το εξωτερικό χρέος μεγαλώνει λόγω και των οικονομικών αποζημιώσεων που χρειάζεται να καταβληθούν στην Τουρκία για την παραχώρηση των περιοχών αυτών. Επίσης τέθηκε σε εφαρμογή το φιλόδοξο πρόγραμμα εκτέλεσης μεγάλων έργων υποδομής, για τη χρηματοδότηση του οποίου αντλήθηκαν κεφάλαια από τα κρατικά μονοπώλια (αλατιού και σπέρτων), από υψηλή φορολογία (κυρίως έμμεσοι φόροι) και από υπέρμετρο – για την αντοχή της χώρας – εξωτερικό δανεισμό.

Η χρονική περίοδος 1879-1893 χαρακτηρίζεται σαν περίοδος των εξωτερικών δανείων, (όπου υπογράφηκαν τα εξωτερικά δάνεια του 1879, 1881, 1884, 1887, 1889,

1890, 1891 και του 1893. Η χώρα δανείζεται αλόγιστα ενώ αναγκάζεται να εκχωρεί σε δάνεια το 40 με 50% των εσόδων της. Ο κρατικός προϋπολογισμός τις χρονιές εκείνες είναι μονίμως ελλειμματικός και το ισοζύγιο πληρωμών αρνητικό. Τη δεκαετία του 1880 υπάρχει ραγδαία πτώση στις εξαγωγές του κύριου εξαγωγικού προϊόντος, της σταφίδας, εξαιτίας και της ανάκαμψης των γαλλικών εξαγωγών. Η ελληνική οικονομία φτάνει στην κατάρρευση καθώς τα έσοδα από την εξαγωγή της σταφίδας διοχετεύονταν στην αποπληρωμή του εξωτερικού χρέους.

Στην περίοδο 1890-1893 άλλαξαν πέντε κυβερνήσεις, που προσπάθησαν με διάφορους οικονομικούς αυτοσχεδιασμούς να δανειοδοτήσουν την καταρρέουσα οικονομία, ενώ ταυτόχρονα ελήφθησαν μέτρα για αυστηρές περικοπές σε όλες τις κρατικές δραστηριότητες. Παράλληλα, ψηφίστηκαν νέοι φόροι και τέλη, που προκάλεσαν μεγάλες αντιδράσεις.

Το «Δυστυχώς επτωχέυσαμεν» του Τρικούπη στις 10 Δεκεμβρίου 1893 σηματοδοτεί ανάγλυφα τη θλιβερή κατάληξη μιας οικονομικής πολιτικής. Ως συνέπεια της χρεοκοπίας επήλθε και η ήττα του Τρικούπη από το Δηλιγιάννη το 1895 και κατόπιν η Ελλάδα οδηγήθηκε στον ελληνοτουρκικό πόλεμο του 1897, όπου η Ελλάδα υπέστη στρατιωτική πανωλεθρία. Ως αποτέλεσμα της ήττας αναγκάστηκε να πληρώσει πολεμικές αποζημιώσεις 4 εκ. τουρκικών λιρών και να δεχθεί το 1898, νέο Διεθνή Οικονομικό Έλεγχο (ΔΟΕ) ο οποίος υποχρέωσε τη χώρα σε πολιτική αυστηρότητας λιτότητας ως το 1910 τουλάχιστον, για να καταργηθεί τυπικά μετά τον Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο. Σύμφωνα με τον διακανονισμό παρακρατούνται ορισμένα ποσά από τα διάφορα κρατικά έσοδα (όπως π.χ. το αλάτι, πετρέλαιο, παιγνιόχαρτα και καπνός) που προοριζόντουσαν για την εξασφάλιση των τοκοχρεολυσίων. Ο «Έλεγχος», εκτός από τη διαχείριση όλων των οικονομικών πόρων του κράτους ανέλαβε να καθορίζει και τη νομισματική πολιτική. Η εθνική κυριαρχία της χώρας είχε δεχθεί ακόμη ένα ισχυρό πλήγμα.

## **2. 20<sup>ος</sup> αιώνας στην Ελλάδα: Επισκόπηση οικονομικών γεγονότων**

Η πτώχευση του 1893 είχε ως αποτέλεσμα και τη χρεοκοπία του παλιού πολιτικού συστήματος. Η ολοκληρωτική ήττα στον ελληνοτουρκικό πόλεμο του 1897 επέτεινε το πολιτικό αδιέξοδο. Χαρακτηριστικό της χρονικής περιόδου 1899-1911 είναι η μεγάλη μετανάστευση στο εξωτερικό η οποία υπολογίζεται ότι ξεπέρασε τα 200.000 άτομα.

Γενικά η χρονική περίοδος 1909-1922 χαρακτηρίζεται από τον εξωτερικό δανεισμό, (λόγω των μεγάλων στρατιωτικών δαπανών, και των ταμειακών υποχρεώσεων). Αργότερα η Μικρασιατική καταστροφή επέφερε νέα πλήγματα στην οικονομική, κοινωνική ζωή της Ελλάδας καθώς επίσης και διάφορα εθνολογικά προβλήματα που φτάνουν μέχρι τις ημέρες μας.

Με την επικράτηση του Βενιζέλου εγκαινιάζεται μια νέα περίοδος πολιτικής κυριαρχίας από το «κόμμα των Φιλελευθέρων», που επαγγέλθηκε τον εκσυγχρονισμό του ελληνικού κράτους. Παρά τις επιτυχίες του ωστόσο στην εξωτερική πολιτική με την προσθήκη των «νέων χωρών» ύστερα από τους Βαλκανικούς πολέμους του 1912-13 και τον Α΄ παγκόσμιο, στα χρόνια των κυβερνήσεων του (1910-15, 1917-20, 1928-32) στηρίχθηκε κατά κόρον στον εξωτερικό δανεισμό. Από το 1923 ως το 1932 τα συνεχή δάνεια από το εξωτερικό αυξάνουν το ανυπέρβλητο πια δημόσιο χρέος, ενώ το ισοζύγιο πληρωμών παρά τις όποιες προσπάθειες παραμένει αρνητικό.

Η περίοδος χαρακτηρίζεται επίσης από την μεγάλη παγκόσμια οικονομική κρίση που άρχισε στις 24 Οκτωβρίου 1929 από το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και επεκτάθηκε σε ολόκληρο τον κόσμο και την Ευρώπη με πρώτες τη Γερμανία- Αυστρία, που κάλυπταν ένα μέρος των υποχρεώσεών τους (πολεμικές αποζημιώσεις) με αμερικανικά χρήματα. Η Ελλάδα επηρεάστηκε ιδιαίτερα από τη διεθνή κρίση, αφού οι βασικές της εξαγωγές ήταν προϊόντα πολυτελείας, όπως ο καπνός, η σταφίδα και το ελαιόλαδο. Η αξία των ελληνικών εξαγωγών είχε πέσει από ένα ετήσιο μέσο όρο 125.000.000 δολαρίων μεταξύ 1922 και 1930 σε 50.000.000 δολάρια το 1932. Τον ίδιο χρόνο συνέβη και μια μεγάλη μείωση του συναλλάγματος των μεταναστών και των προσόδων από τη ναυτιλία, τα βασικά μέσα με τα οποία υπερνικούσε το έλλειμμα ισοζυγίου πληρωμών. Σ' αυτές τις δύσκολες συνθήκες ο εξωτερικός δανεισμός ήταν μια λύση για τον Ε. Βενιζέλο. Όμως, η Ελλάδα είχε ήδη μεγάλα εξωτερικά χρέη, αφού είχε δανειοδοτηθεί από τη διεθνή χρηματαγορά για την αποκατάσταση των προσφύγων.

Η δραχμή για να παραμείνει στον «κανόνα χρυσού» συνδέεται τώρα με το αμερικανικό δολάριο. Το Σεπτέμβριο του 1931 προκαλείται πανικός με «φυγάδευση» στο εξωτερικό 3,6 εκ. δολαρίων από ιδιώτες και τράπεζες. Η κυβέρνηση αναζητά εναγωνίως νέα δάνεια χωρίς επιτυχία. Η κατάσταση είναι πια μη αναστρέψιμη. Την άνοιξη του 1932 ο Βενιζέλος αναγκάζεται να εγκαταλείψει καθυστερημένα τον «χρυσό κανόνα» και να υποτιμήσει την δραχμή. Την πρωτομαγιά του 1932 ανακοινώνει στη βουλή την πτώχευση της Ελλάδας και την στάση πληρωμών του εξωτερικού χρέους.

Από το 1932 μέχρι το 1936 η πολιτική ζωή χαρακτηρίστηκε από την παρουσία βραχύβιων κυβερνήσεων και στρατιωτικών πραξικοπημάτων. Το αστικό πολιτικό σύστημα μπροστά στην αδυναμία του να διαχειριστεί όλα τα προηγούμενα χρόνια τις οικονομικές δυσκολίες είχε χάσει κατά πολύ το λαϊκό του έρεισμα. Η επιστροφή του βασιλιά Γεώργιου το 1935 έδωσε το έναυσμα για την άνοδο στην εξουσία του Ιωάννη Μεταξά, που εγκαθίδρυσε τη συγγνή δικτατορία της 4ης Αυγούστου 1936. Ο Μεταξάς επανέλαβε την αποπληρωμή του εξωτερικού χρέους και σύναψε νέα ασύμφορα δάνεια από την Αγγλία και τη Γερμανία προσδένοντας ακόμη περισσότερο τη χώρα στο άρμα του διεθνούς ιμπεριαλισμού.

Κατά την περίοδο του Β' παγκοσμίου πολέμου και του εμφυλίου πολέμου η Ελληνική οικονομία γνώρισε μεγάλη καταστροφή τόσο σε έμψυχο όσο και σε άψυχο υλικό (υπολογίζεται ότι κατά την διάρκεια της κατοχής πέθαναν πάνω από ένα εκατομμύριο Έλληνες). Οι παραγωγικές δυνατότητες της Ελληνικής οικονομίας, η γεωργική και βιομηχανική παραγωγή καθώς και ο τριτογενής τομέας υπέστησαν ανυπολόγιστες ζημιές και η δραστηριότητα τους μειώθηκε δραματικά κατά το χρονικό αυτό διάστημα.

Κατά την διάρκεια της Γερμανικής Κατοχής στην Ελλάδα, η Γερμανία επέβαλε αναγκαστικό δάνειο ύψους 3,5 δισ. δολαρίων (σε τιμές 1944). Ο πληθωρισμός κατά την περίοδο του Β' παγκοσμίου πολέμου αυξήθηκε κατά πέντε εκατομμύρια φορές σχετικά με αυτόν του 1941, γεγονός που έπληξε την Ελληνική οικονομία ακόμη περισσότερο. Για να αντιμετωπισθούν τα προβλήματα που προκάλεσε η μεγάλη αύξηση του πληθωρισμού καθορίστηκε το 1941 με την απελευθέρωση η ισοτιμία μιας νέας δραχμής προς 50 δισεκατομμύρια παλαιές δραχμές, καθώς επίσης και η ισοτιμία της χάρτινης λίρας προς 600 νέες δραχμές και του δολαρίου προς 150 δραχμές.

Η Ελλάδα μετά τον Β' παγκόσμιο πόλεμο και τον ένοπλο εμφύλιο σπαραγμό, ήταν μια κατεστραμμένη χώρα. Δεν είχε κεφάλαια, υποδομές και μηχανολογικό εξοπλισμό. Η Ελλάδα βρισκόταν σε μια άθλια κατάσταση παντελούς ισοπέδωσης. Ο αγροτικός τομέας παρήγαγε κάτω από το μισό της προπολεμικής περιόδου, υπήρχε υπερπληθωρισμός και τεράστιες υποτιμήσεις της δραχμής. Κάτω από αυτές τις συνθήκες έγιναν σύμφωνα με το "Δόγμα Τρούμαν" (Μάρτιος 1947) και το "Σχέδιο Μάρσαλ" μαζικές επενδύσεις στη χώρα μας από κεφάλαια των ΗΠΑ. Γύρω από το 1950 οι επενδύσεις αυτές άρχισαν να αποδίδουν και η παραγωγή έφτασε στα προ του Β' παγκοσμίου πολέμου επίπεδα αλλά με τον πληθωρισμό ακόμη κοντά στο 10% και το έλλειμμα στο 25%.

Από το 1948 γίνονται ορατά τα σημάδια ανάκαμψης και ανάπτυξης της Ελληνικής οικονομίας. Στην περίοδο αυτή δίνεται έμφαση στα βασικά έργα υποδομής τόσο στον γεωργικό (εγγειοβελτιωτικά έργα), όσο και στον βιομηχανικό και τριτογενή τομέα. Στον βιομηχανικό τομέα οι κλωστο-υφαντουργικές επιχειρήσεις, οι βιομηχανίες ειδών διατροφής, οι βιομηχανίες ξύλου, δέρματος, χάρτου, ιματισμού, και οι χημικές και οικοδομικές βιομηχανίες κατέχουν την πρώτη θέση. Από το 1950 και μετά η Ελλάδα άρχισε να ανακάμπτει τάχιστα. Μετά την μεγάλη υποτίμηση του 1953 η οποία έγινε για αναπτυξιακούς λόγους, ακολουθήθηκε μια φιλελεύθερη οικονομική πολιτική ενώ λόγω της οικονομικής σταθερότητας αυξήθηκε η αποταμίευση βάζοντας τα θεμέλια για τη συνέχιση της οικονομικής προόδου και της μείωσης του πληθωρισμού.

Κατά τις δεκαετίες 1960 και 1970 τα διάφορα οικονομικά μεγέθη δείχνουν μια σημαντική αύξηση και ανάκαμψη της Ελληνικής οικονομίας. Παρατηρείται μια σημαντική αύξηση κατά πέντε περίπου φορές του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος. Η Ελλάδα με πρωθυπουργό τον Κων/νο Καραμανλή υπέγραψε τελωνειακή ένωση με την Ευρωπαϊκή Κοινότητα το Νοέμβριο του 1962. Η Ελλάδα του 1960 γνώρισε μια τρομακτική ανάπτυξη, νέα κτίρια, νέοι δρόμοι, νέα εργοστάσια, φτηνό εργατικό δυναμικό, μεγάλη αύξηση της παραγωγικότητας, μεγάλες εγχώριες επενδύσεις από τις αποταμιεύσεις που είχαν αρχίσει από το 1953. Ακολούθησε η περίοδος της δικτατορίας όπου ο πληθωρισμός αυξήθηκε, το δημόσιο χρέος τριπλασιάστηκε, η ανάπτυξη προσγειώθηκε απότομα και η διαφθορά του κράτους έβαλε φραγμό στις Ευρωπαϊκές φιλοδοξίες.

Η μεταπολίτευση βρήκε την ελληνική οικονομία σε στασιμότητα και τη διεθνή οικονομία να ταλανίζεται. Μετά τη δικτατορία άρχισε και πάλι να αυξάνεται η ανάπτυξη και το εθνικό προϊόν κατά σημαντικά ποσοστά (3%-4% ανά έτος). Η δεκαετία του 1970 ήταν μια δεκαετία πετρελαϊκών κρίσεων και κλυδωνισμών του κεϋνσιανού μοντέλου διεθνώς. Η Ελλάδα είχε ακόμη αρκετά περιθώρια ανάπτυξης αλλά οι διεθνείς συνθήκες δεν επέτρεψαν - παρά την καλύτερευση της ελληνικής οικονομίας- την επιστροφή στα επίπεδα του 1960. Παρόλα αυτά η Ελλάδα γίνεται μέλος της ΕΟΚ και η οικονομία της αργά αλλά σταθερά αντιμετωπίζει τις διεθνείς δυσκολίες. Εκείνη την περίοδο το δημόσιο χρέος ήταν στα επίπεδα του 28% του ΑΕΠ. Η περίοδος μετά το 1974 υπήρξε περίοδος μεγάλου δανεισμού για την Ελλάδα με συνέπεια τη γρήγορη διόγκωση του χρέους.

Οι μεγάλες διεθνείς οικονομικές κρίσεις τελειώνουν το 1982 αλλά στην Ελλάδα ο πληθωρισμός μόλις τότε αρχίζει να ανεβαίνει ανεξέλεγκτα φτάνοντας στα επίπεδα του 20%, το δημόσιο χρέος εκτοξεύεται μέχρι στο 1989-1990 στο 100% του ΑΕΠ ενώ οι κρατικές δαπάνες δεν έχουν κανένα αναπτυξιακό όραμα και τα ελλείμματα φτάνουν

επίσης το 20%. Το χρέος από τα περίπου 680 δις δρχ. το 1980, ανέρχεται το 1990 στα περίπου 11 τρις δρχ. Στη δεκαετία του 1980 η χώρα θα βυθιστεί σταδιακά σε ένα οικονομικό τέλμα και θα έρθει μπροστά σε τεράστια αδιέξοδα. Ο Ανδρέας Παπανδρέου θα κερδίσει τις εκλογές φέρνοντας στην επιφάνεια τις οικονομικές ανισότητες. Ιδρύονται αμέτρητοι δημόσιοι οργανισμοί, τιμαριθμοποιείται η μισθολογική κλίμακα, γίνονται μεγάλες δημόσιες καταναλωτικές δαπάνες υπό τη μορφή μαζικών προσλήψεων στο δημόσιο, δημιουργία νέων θέσεων εργασίας στον δημόσιο τομέα, κοινωνικών παροχών, συντάξεων κτλ. Η παραγωγικότητα της εργασίας καταρρέει, οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν εντελώς ασταθές οικονομικό περιβάλλον ενώ είχαν επιπλέον να αντιμετωπίσουν πανίσχυρα συνδικάτα, αντιπαραγωγική εργασιακή κουλτούρα, μεγάλες αυξήσεις μισθών και περιορισμούς στις αυξήσεις των τιμών των προϊόντων τους. Παρόλο που κάποιες χρονιές το ΑΕΠ μειώθηκε και η ανεργία αυξήθηκε από το 2,4% το 1980 στο 6,4% το 1990, η δεκαετία του 1980 μείωσε τις εισοδηματικές διαφορές. Το δε εξωτερικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώθηκε παρόλο που το συνολικό δημόσιο χρέος εκτοξεύτηκε.

Παρά την άσκηση σφιχτής οικονομικής πολιτικής η οικονομία δεν μπόρεσε να επανέλθει σε ανταγωνιστική τροχιά στα περίπου 3 χρόνια της επόμενης διακυβέρνησης από τον Κωνσταντίνο Μητσotάκη. Ο πληθωρισμός και το έλλειμμα μειώθηκαν οριακά. Το δημόσιο χρέος είχε ήδη μια ανεξέλεγκτη ανοδική τροχιά και έτσι αυξήθηκε περισσότερο ενώ το ΑΕΠ έμεινε στάσιμο λόγω της πολύ περιοριστικής πολιτικής. Άρχισαν να γίνονται οι πρώτες ιδιωτικοποιήσεις δημοσίων οργανισμών. Μετά το 1993 η οικονομία μπήκε σε έναν πιο ομαλό δρόμο με στόχο να ικανοποιήσει τα κριτήρια σύγκλισης της συνθήκης του Μάαστριχτ.

Στην συνέχεια, από το 1994-1996 από τη νέα κυβέρνηση του Ανδρέα Παπανδρέου εφαρμόστηκε πιο σφιχτή οικονομική πολιτική και ακολούθησε η διακυβέρνηση της χώρας από τον Κώστα Σημίτη το 1996, όπου μέσα σε λίγα χρόνια τα ελλείμματα αποκλιμακώθηκαν ραγδαία, ο πληθωρισμός επανήλθε σε μονοψήφιο αριθμό μετά από περίπου 20 χρόνια και επιχειρηθήκαν σημαντικές απόπειρες ιδιωτικοποιήσεων. Χάρη στην επίτευξη υψηλότερων ρυθμών ανάπτυξης και αποκρατικοποιήσεων το χρέος άρχισε να μειώνεται ελαφρά ως ποσοστό του ΑΕΠ και το έλλειμμα έπεσε μέχρι το 1999 κάτω από 3%, πετυχαίνοντας τελικά η Ελλάδα να γίνει μέλος της ΟΝΕ. Τον Μάρτιο του 1998 η δραχμή υποτιμάται και η δραχμή "δένεται" στον ευρωπαϊκό μηχανισμό συναλλαγματικών ισοτιμιών με ισοτιμία 353,109 δραχμές ανά ευρώ.

Η ανάπτυξη εκτοξεύεται μετά από πολλά χρόνια σε επίπεδα της τάξης του 4%, οι επενδύσεις αυξάνονται, η παραγωγικότητα της εργασίας αυξάνεται, η ανεργία μειώνεται, ο πληθωρισμός εκμηδενίζεται και η χώρα εξαφανίζει τα ελλείμματά της. Το δημόσιο χρέος συνεχίζει να αυξάνεται αλλά πλέον δεν αποτελεί πρόβλημα γιατί αυξάνεται παράλληλα και το ΑΕΠ της χώρας με πολύ ταχείς ρυθμούς. Αργότερα αποκαλύφθηκε πως οι σχετικά υψηλές επιδόσεις που παρουσιάζονταν αυτή την περίοδο οφείλονταν σε αποκρύψεις ελλειμμάτων και δανείων, πρακτική που ονομάστηκε δημιουργική λογιστική, στην υλοποίηση της οποίας βοήθησε και η τράπεζα επενδύσεων Goldman Sachs.

### 3. Λίστα οίκων αξιολόγησης παγκοσμίως

Name of CRA	Country of Residence	Status	Effective date
Euler Hermes Rating GmbH	Germany	Registered	16-Nov-10
Japan Credit Rating Agency Ltd	Japan	Certified	06-Jan-11
Feri EuroRating Services AG	Germany	Registered	14-Apr-11
BCRA-Credit Rating Agency AD	Bulgaria	Registered	06-Apr-11
Creditreform Rating AG	Germany	Registered	18-May-11
Scope Ratings GmbH	Germany	Registered	24-May-11
ICAP Group SA	Greece	Registered	07-Jul-11
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	Germany	Registered	28-Jul-11
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	Germany	Registered	18-Aug-11
ARC Ratings, S.A. (Companhia Portuguesa de Rating, S.A)	Portugal	Registered	26-Aug-11
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	UK	Registered	08-Sep-11
DBRS Ratings Limited	UK	Registered	31-Oct-11
Fitch France S.A.S.	France	Registered	31-Oct-11
Fitch Deutschland GmbH	Germany	Registered	31-Oct-11
Fitch Italia S.p.A.	Italy	Registered	31-Oct-11
Fitch Polska S.A.	Poland	Registered	31-Oct-11



Fitch Ratings España S.A.U.	Spain	Registered	31-Oct-11
Fitch Ratings Limited	UK	Registered	31-Oct-11
Fitch Ratings CIS Limited	UK	Registered	31-Oct-11
<b>Name of CRA</b>	<b>Country of Residence</b>	<b>Status</b>	<b>Effective date</b>
Moody's Investors Service Cyprus Ltd	Cyprus	Registered	31-Oct-11
Moody's France S.A.S.	France	Registered	31-Oct-11
Moody's Deutschland GmbH	Germany	Registered	31-Oct-11
Moody's Italia S.r.l.	Italy	Registered	31-Oct-11
Moody's Investors Service España S.A.	Spain	Registered	31-Oct-11
Moody's Investors Service Ltd	UK	Registered	31-Oct-11
Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S.	France	Registered	31-Oct-11
Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.	Italy	Registered	31-Oct-11
Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited	UK	Registered	31-Oct-11
CRIF S.p.A.	Italy	Registered	22-Dec-11
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	Cyprus	Registered	08-May-12
European Rating Agency, a.s.	Slovakia	Registered	30-Jul-12
Axesor SA	Spain	Registered	01-Oct-12
CERVED Group S.p.A.	Italy	Registered	20-Dec-12
Kroll Bond Rating Agency	USA	Certified	20-Mar-13
The Economist Intelligence Unit Ltd	UK	Registered	03-Jun-13
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)	Italy	Registered	13-Jun-13
Spread Research	France	Registered	01-Jul-13

#### 4. Διαβαθμίσεις στην αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας

MOODY'S	STANDARD & POOR'S	Fitch	Πιστοληπτική Ικανότητα
Aaa	AAA	AAA	
Aa1	AA+	AA+	
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	
Caa2	CCC		
Caa3	CCC-		
Ca	CC		
C	C	DDD	
/	D	DD	
/		D	

## 5. Πρόσφατες Αξιολογήσεις Πιστοληπτικής Ικανότητας Κρατών

	S&P Rating		Moody's rating		Fitch Rating	
ALBANIA	B	NEGATIVE	B1	STABLE		
ANDORRA	A-	NEGATIVE				
ANGOLA	BB-	STABLE	Ba3	POSITIVE	BB-	POSITIVE
ARGENTINA	CCC+	NEGATIVE	B3	NEGATIVE	CC	
ARMENIA			Ba2	STABLE	BB-	STABLE
ARUBA	BBB+	STABLE			BBB-	NEGATIVE
AUSTRALIA	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE
AUSTRIA	AA+	STABLE	Aaa	NEGATIVE	AAA	STABLE
AZERBAIJAN	BBB-	STABLE	Baa3	STABLE	BBB-	STABLE
BAHAMAS	BBB	NEGATIVE	Baa1	NEGATIVE		
BAHRAIN	BBB	STABLE	Baa2	NEGATIVE	BBB	STABLE

	S&P Rating		Moody's rating		Fitch Rating	
--	------------	--	----------------	--	--------------	--

BANGLADESH	BB-	STABLE	Ba3	STABLE		
BARBADOS	BB+	NEGATIVE	Ba3	NEGATIVE		
BELARUS	B-	STABLE	B3	NEGATIVE		
BELGIUM	AA	NEGATIVE	Aa3	NEGATIVE	AA	STABLE
BELIZE	B-	STABLE	Caa2	STABLE		
BERMUDA	AA-	NEGATIVE	Aa3	NEGATIVE	AA-	NEGATIVE
BOLIVIA	BB-	STABLE	Ba3	STABLE	BB-	STABLE
BOSNIA AND HERZEGOVINA	B	STABLE	B3	STABLE		
BOTSWANA	A-	STABLE	A2	STABLE		
BRAZIL	BBB	NEGATIVE	Baa2	STABLE	BBB	STABLE
BULGARIA	BBB	NEGATIVE	Baa2	STABLE	BBB-	STABLE
BURKINA FASO	B	STABLE				
CAMBODIA	B	STABLE	B2	STABLE		
CAMEROON	B	STABLE			B	STABLE
CANADA	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE
CAPE VERDE	B+	NEGATIVE			B+	NEGATIVE
CAYMAN ISLANDS			Aa3	STABLE		
CHILE	AA-	STABLE	Aa3	STABLE	A+	STABLE
CHINA	AA-	STABLE	Aa3	STABLE	A+	STABLE
COLOMBIA	BBB	Stable	Baa3	POSITIVE	BBB	STABLE
CONGO	B-	STABLE	B3	STABLE		
COSTA RICA	BB	STABLE	Baa3	NEGATIVE	BB+	STABLE
CROATIA	BB+	NEGATIVE	Ba1	STABLE	BB+	STABLE
CUBA			Caa1	STABLE		
CYPRUS	B-	Stable	Caa3	NEGATIVE	B-	NEGATIVE
CZECH REPUBLIC	AA-	STABLE	A1	STABLE	A+	STABLE
DENMARK	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE
DOMINICAN REPUBLIC	B+	STABLE	B1	STABLE	B	STABLE
ECUADOR	B	POSITIVE	Caa1	STABLE	B	STABLE
EGYPT	B-	STABLE	Caa1	NEGATIVE	B-	Negative
EL SALVADOR	BB-	NEGATIVE	Ba3	STABLE	BB-	NEGATIVE
ESTONIA	AA-	STABLE	A1	STABLE	A+	STABLE
FIJI	B	STABLE	B1	STABLE		
FINLAND	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE
FRANCE	AA	STABLE	Aa1	NEGATIVE	AA+	STABLE
GABON	BB-	STABLE			BB-	STABLE
GEORGIA	BB-	STABLE	Ba3	STABLE	BB-	STABLE
GERMANY	AAA	STABLE	Aaa	NEGATIVE	AAA	STABLE
GHANA	B	NEGATIVE	B1	STABLE	B	STABLE

GREECE	B-	STABLE	Caa3	STABLE	B-	STABLE
GRENADA	SD					
GUATEMALA	BB	STABLE	Ba1	STABLE	BB+	NEGATIVE

	S&P Rating		Moody's rating		Fitch Rating	
HONDURAS	B	STABLE	B2	NEGATIVE		
HONG KONG	AAA	STABLE	Aa1	STABLE	AA+	STABLE
HUNGARY	BB	NEGATIVE	Ba1	NEGATIVE	BB+	STABLE
ICELAND	BBB-	NEGATIVE	Baa3	STABLE	BBB	STABLE
INDIA	BBB-	NEGATIVE	Baa3	STABLE	BBB-	STABLE
INDONESIA	BB+	STABLE	Baa3	STABLE	BBB-	STABLE
IRELAND	BBB+	POSITIVE	Ba1	STABLE	BBB+	STABLE
ISLE OF MAN	AA+	STABLE	Aa1	STABLE		
ISRAEL	A+	STABLE	A1	STABLE	A	STABLE
ITALY	BBB	Negative	Baa2	NEGATIVE	BBB+	Negative
JAMAICA	B-	STABLE	Caa3	STABLE	CCC	
JAPAN	AA-	NEGATIVE	Aa3	STABLE	A+	NEGATIVE
JORDAN	BB-	NEGATIVE	B1	STABLE		
KAZAKHSTAN	BBB+	STABLE	Baa2	POSITIVE	BBB+	STABLE
KENYA	B+	STABLE	B1	STABLE	B+	STABLE
KUWAIT	AA	STABLE	Aa2	STABLE	AA	STABLE
LATVIA	BBB+	POSITIVE	Baa2	Positive	BBB+	STABLE
LEBANON	B-	NEGATIVE	B1	NEGATIVE	B	STABLE
LESOTHO					BB-	STABLE
LIECHTENSTEIN	AAA	STABLE				
LITHUANIA	BBB	POSITIVE	Baa1	STABLE	BBB+	STABLE
LUXEMBOURG	AAA	STABLE	Aaa	NEGATIVE	AAA	STABLE
MACAO			Aa3	STABLE	AA-	STABLE
MACEDONIA	BB-	STABLE			BB+	STABLE
MALAYSIA	A-	STABLE	A3	POSITIVE	A-	Negative
MALTA	BBB+	STABLE	A3	STABLE	A	STABLE
MAURITIUS			Baa1	STABLE		
MEXICO	BBB+	STABLE	Baa1	STABLE	BBB+	STABLE
MOLDOVA			B3	STABLE		
MONGOLIA	BB-	NEGATIVE	B1	STABLE	B+	NEGATIVE
MONTENEGRO	BB-	NEGATIVE	Ba3	STABLE		
MOROCCO	BBB-	NEGATIVE	Ba1	NEGATIVE	BBB-	STABLE
MOZAMBIQUE	B+	NEGATIVE	B1	STABLE	B+	STABLE
NAMIBIA			Baa3	STABLE	BBB-	STABLE
NETHERLANDS	AA+	STABLE	Aaa	NEGATIVE	AAA	NEGATIVE

NEW ZEALAND	AA	STABLE	Aaa	STABLE	AA	STABLE
NICARAGUA			B3	STABLE		
NIGERIA	BB-	STABLE	Ba3	STABLE	BB-	STABLE
NORWAY	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE
OMAN	A	STABLE	A1	STABLE		
PAKISTAN	B-	STABLE	Caa1	NEGATIVE		
PANAMA	BBB	STABLE	Baa2	STABLE	BBB	STABLE
PAPUA NEW GUINEA	B+	STABLE	B1	STABLE		
	<b>S&amp;P Rating</b>		<b>Moody's rating</b>		<b>Fitch Rating</b>	
PARAGUAY	BB-	STABLE	Ba3	STABLE	BB-	STABLE
PERU	BBB+	STABLE	Baa2	POSITIVE	BBB+	STABLE
PHILIPPINES	BBB-	STABLE	Baa3	POSITIVE	BBB-	STABLE
POLAND	A-	STABLE	A2	STABLE	A-	Stable
PORTUGAL	BB	Negative	Ba3	STABLE	BB+	NEGATIVE
QATAR	AA	STABLE	Aa2	STABLE		
REPUBLIC OF THE CONGO	B+	STABLE	Ba3	STABLE	B+	STABLE
ROMANIA	BB+	POSITIVE	Baa3	NEGATIVE	BBB-	STABLE
RUSSIA	BBB	STABLE	Baa1	STABLE	BBB	STABLE
RWANDA	BB+	STABLE			B	POSITIVE
SAN MARINO					BBB+	NEGATIVE
SAUDI ARABIA	AA-	POSITIVE	Aa3	STABLE	AA-	POSITIVE
SENEGAL	B+	STABLE	B1	STABLE		
SERBIA	BB-	NEGATIVE	B1	STABLE	BB-	NEGATIVE
SEYCHELLES					B	POSITIVE
SINGAPORE	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE
SLOVAKIA	A	STABLE	A2	STABLE	A+	STABLE
SLOVENIA	A-	STABLE	Ba1	Negative	BBB+	NEGATIVE
SOUTH AFRICA	BBB	NEGATIVE	Baa1	NEGATIVE	BBB	Stable
SOUTH KOREA	A+	STABLE	Aa3	STABLE	AA-	STABLE
SPAIN	BBB-	STABLE	Baa3	NEGATIVE	BBB	NEGATIVE
SRI LANKA	B+	STABLE	B1	STABLE	BB-	STABLE
ST VINCENT AND THE GRENADINES			B2	STABLE		
SURINAME	BB-	POSITIVE	Ba3	POSITIVE	BB-	STABLE
SWEDEN	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE
SWITZERLAND	AAA	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	STABLE
TAIWAN	AA-	STABLE	Aa3	STABLE	A+	STABLE
THAILAND	BBB+	STABLE	Baa1	STABLE	BBB+	Stable
TRINIDAD AND TOBAGO	A	STABLE	Baa1	STABLE		
TUNISIA			Ba3	NEGATIVE	BB+	NEGATIVE

TURKEY	BB+	STABLE	Baa3	STABLE	BBB-	STABLE
UGANDA	B+	NEGATIVE	B1	STABLE	B	POSITIVE
UKRAINE	B-	STABLE	Caa1	RUR-	B-	NEGATIVE
UNITED ARAB EMIRATES	AA	STABLE	Aa2	STABLE	AA	STABLE
UNITED KINGDOM	AAA	NEGATIVE	AA1	STABLE	AA+	STABLE
UNITED STATES	AA+	STABLE	Aaa	STABLE	AAA	NEGATIVE
URUGUAY	BBB-	STABLE	Baa3	POSITIVE	BBB-	STABLE
VENEZUELA	B-	NEGATIVE	Caa1	NEGATIVE	B+	NEGATIVE
VIETNAM	BB-	STABLE	B2	STABLE	B+	STABLE
ZAMBIA	B+	NEGATIVE	B1	STABLE	B+	NEGATIVE

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική

Νικόλαος Δ. Φίλιππας, Αμοιβαία Κεφάλαια: Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις, Εκδόσεις Μπάμπalos Β.- Στυλιανίδης Σ.Ε.Ε., Αθήνα 2010

N.Gregory Mankiw, Αρχές της Οικονομικής Α' Τόμος, Εκδόσεις Τυποθήτω Γιώργος Δαρδάνος, Αθήνα 2001

Ελληνική Ένωση Τραπεζών, «Το ελληνικό τραπεζικό σύστημα το 2009», 1η Έκδοση, ΕΕΤ Ιούνιος 2010.

Ελληνική Ένωση Τραπεζών, Συλλογικός Τόμος, Επιμέλεια Γκίκας Α. Χαρδουβελής, Χρήστος Γκόρτσος, «Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό σύστημα», 1η έκδοση, ΕΕΤ, Ιούνιος 2011.

Παναγιώτης Ε. Πετράκης, «Οι οίκοι αξιολόγησης και η κρίση χρέους», όπως εμφανίστηκε στην ιστοσελίδα: [www.capital.gr](http://www.capital.gr) στις 14 Ιουλίου 2011.

Σιάτρας Γιάννης, «Η ιστορία των χρεοκοπιών και των αναδιαρθρώσεων κρατικών χρεών», όπως εμφανίστηκε στην ιστοσελίδα: [www.eurocapital.gr](http://www.eurocapital.gr) στις 07 Ιουνίου 2010.

Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης, «Διεθνείς οίκοι αξιολόγησης: Ρόλος και χαρακτηριστικά Απαιτήση για υιοθέτηση κατάλληλου ρυθμιστικού πλαισίου για την Ε.Ε.», όπως εμφανίστηκε στην ιστοσελίδα: <http://www.accountancygreece.gr> στις 20 Ιουνίου 2012.

Γεώργιος Παπαστάμκος & Άγγελος Κότιος, «Η Κρίση Της Ευρωζωνής: Κρίση του Συστήματος ή της Πολιτικής;», όπως εμφανίστηκε στην ιστοσελίδα: <http://www.naftemporiki.gr> στις 11 Ιουλίου 2011.

Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών Alpha Bank, «Εβδομαδιαίο Δελτίο Οικονομικών Εξελίξεων», όπως εμφανίστηκε στην ιστοσελίδα: <http://www.tovima.gr> στις 5 Δεκεμβρίου 2013.

Πέτσας Στυλιανός, «Παγκόσμια οικονομική κρίση: Οι αιτίες και η αντιμετώπισή της» όπως εμφανίστηκε στην ιστοσελίδα: <http://blogs.eliamep.gr> στις 8 Ιανουαρίου 2009.

Τρύφων Κολλίντζας, Μιχάλης Ψαλιδόπουλος, Νικόλαος Καραμούζης, Γκίκας Χαρδούβελης, «Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές», Eurobank Research Οικονομία και αγορές, Τόμος IV, τευχος 8, Δεκέμβριος 2009.

Γαβάνας Παναγιώτης, «Οίκοι αξιολόγησης μέρος Α και Β» όπως εμφανίστηκε στην ιστοσελίδα: <http://www.inprecor.gr/> στις 19 Φεβρουαρίου 2012.

Θανάσης Κουκάκης, «Σε πόλεμο με τους οίκους αξιολόγησης» ρεπορτάζ όπως εμφανίστηκε στην ιστοσελίδα: <http://www.tanea.gr> στις 9 Φεβρουαρίου 2013.

Λεωνίδας Στεργίου, «Πληρώνουμε ακριβά τις αξιολογήσεις» άρθρο όπως εμφανίστηκε στην ιστοσελίδα: <http://portal.kathimerini.gr/> στις 30 Ιανουαρίου 2012.

## Ξενόγλωσση

White Lawrence J., "The Credit Rating Agencies", *Journal of Economic Perspectives*, Vol 24, No 2, Spring 2010, pp 211–226.

Michael G.Arghyrou & John D.Tsoukalas, "The world economy The greek debt crisis: likely causes, mechanics and outcomes", Blackwell Publishing 2011.

Partnoy Frank, "Historical Perspectives on the Financial Crisis: Ivar Kreuger, the Credit-Rating Agencies, and Two Theories about the Function, and Dysfunction, of Markets", *Yale Journal on Regulation*, Vol. 26, San Diego Legal Studies Paper No. 10009, January 2010.

Tadahiro Asami, "Rating Agencies: An Oligopoly?", Institute for International Monetary Affairs, Newsletter No.4, 2002.

Ben Macdonald "Rating change Timeless across Rating Agencies", The Leonard N. Stern School of Business, April 2006.

Smith R.C. and I. Walter "Rating Agencies: Is there an Agency issue?", Stern School of Business, New York university, February 2001.

White Lawrence J., "The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis", New York University, Leonard N. Stern School of Business, March 2001.

Marwan Elkhoury, "Credit Rating Agencies and Their Potential Impact On Developing Countries", UNCTAD Discussion Paper No. 186, January 2008.

Richard Sylla, "A Historical Primer on the Business of Credit Ratings", New York University, March 2001.

Cantor R. and Packer F., "The Credit Rating Industry", Federal Reserve Bank of New York Quarterly, Review Summer-Fall, 1994.

Committee on the Global Financial System, *"The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications"*, BIS CGFS Publications No 23, January 2005.

The technical committee of the International Organization of Securities Commissions, *"Report on the activities of Credit Rating Agencies"*, IOSCO, September 2003.

Gautam Setty Randall Dodd, *"Credit Rating Agencies: Their Impact On Capital Flows To Developing Countries"*, Financial Policy Forum Derivatives Study Center, Special Policy Report 6, April 2003.

Basel Committee on Banking Supervision: *"Strengthening the Resilience of the Banking Sector"*, Consultive Document, BIS, December 2009.

Basel Committee on Banking Supervision: Basel III: *"A global regulatory framework for more resilient Banks and Banking Systems"*. BIS, December 2010.

Basel Committee of Banking Supervision, *"The New Basel Capital Accord: An Explanatory note"*, BIS, January 2001

Coffee John C., *"What Went Wrong? An Initial Inquiry into the Causes of the 2008 Financial Crisis"*, Journal of Corporate Law Studies, Vol. 9, No.1, April 2009, pp.1-22.

Graciela Kaminsky and Sergio L. Schmukler, *"Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?"*, The world bank economic review, vol. 16, no. 2, August 2002, pp171–195

Legislative act, *"Regulation (Eu) No 462/2013 of The European Parliament and of the Council of 21 May 2013 Amending Regulation (Ec) No 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, Official Journal of the European Union", 31.5.2013

BlackRock's Government Regulatory Group, *"Reform of Credit Rating Agency Regulation in Europe: An End-investor Perspective"*, Blackrock Viewpoint, April 2012

Gunther Tichy, Karel Lannoo, Owain ap Gwilym, Rasha Alsakka, Donato Masciandaro and Bartholomew Paudyn, Forum: *"Credit Rating Agencies: Part of the Solution or Part of the Problem?"*, DOI:10.1007/s10272-011-0389-0, Intereconomics October 2011

John Kiff, Sylwia Nowak, and Liliana Schumacher, *"Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings"*, IMF Working Paper Monetary and Capital Markets Department, January 2012.

Cesare Fracassi, Stefan Petry, Geoffrey Tate, *"Are Credit Ratings Subjective? The Role of Credit Analysts in Determining Ratings"*, Chapel Hill, April 2013.

Στοιχεία και πληροφορίες από τις ηλεκτρονικές διευθύνσεις των κυριότερων οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής διαβάθμισης: [www.standardandpoors.com/ratings](http://www.standardandpoors.com/ratings), [www.fitchibca.com](http://www.fitchibca.com), <https://www.moodys.com/>.

Δεδομένα και πληροφορίες για τις πρόσφατες αξιολογήσεις χωρών όπως εμφανίστηκαν στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.tradingeconomics.com/countrylist/rating> στις 05.01.2014.



U.S Securities and Exchange Commission, “Credit Rating Agencies and Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs)” όπως εμφανίστηκε στην ηλεκτρονική διεύθυνση: <http://www.sec.gov/answers/nrsro.htm>, στις 31/5/2013.

Finch Nigel, “*Rating the Ratings: The Acceptability of International Rating Methodologies*” 2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=902782> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.902782>

Han Seung Hun, Pagano Michael S. and Shin Yoon S., “*Rating Agency Reputation, the Global Financial Crisis, and the Cost of Debt*”, September 20, 2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1680084> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1680084>

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ