

Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου
Σχολή Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών
Τμήμα Πολιτικής Επιστήμης και Διεθνών Σχέσεων

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών

«Παγκόσμια Πολιτική Οικονομία»

**«Οι οίκοι αξιολόγησης και η επίδραση τους στην
ελληνική οικονομική κρίση»**

Λουκάς Φώτιος

Κόρινθος, Δεκέμβριος 2015

University of Peloponnese
Faculty of Social and Political Sciences
Department of Political Studies and International
Relations

Master Program in “Global Political Economy”

**“The credit rating agencies and their impact on the
greek economic crisis”**

Loukas Fotios

Corinth, December 2015

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερος τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Σπυρίδωνα Ρουκανά για τη βοήθεια του και τις ουσιαστικές παρατηρήσεις του καθ' όλη τη διάρκεια της συγγραφής της διπλωματικής μου εργασίας, καθώς και τον καθηγητή μου, κ. Πύρρο Παπαδημητρίου για τις χρήσιμες υποδείξεις του στην εν λόγω διπλωματική εργασία.

Περίληψη

Στη παρούσα διπλωματική εργασία διερευνάται ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης και η επίδραση που είχαν στην εκδήλωση της ελληνικής οικονομικής κρίσης από τα τέλη του 2009 μέχρι σήμερα. Πιο συγκεκριμένα, η εργασία εστιάζει στην ανάπτυξη των οίκων αξιολόγησης στη παγκόσμια οικονομία, στο ρόλο και τη λειτουργία των οίκων, στα χαρακτηριστικά τους και στο ρυθμιστικό πλαίσιο που υπάρχει τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση (ΕΕ). Στη συνέχεια, η έρευνα επικεντρώνεται στη διεθνή οικονομική κρίση, στα αίτια επέκτασης και λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης και στο ρόλο που διαδραμάτισαν στις διεθνείς οικονομικές κρίσεις. Ακόμα, παρατίθεται το αναλυτικό πλαίσιο της Σύνθετης Δημοσιονομικής Κρίσης της Ελλάδας και οι διαβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας από τους οίκους αξιολόγησης με τις επιδράσεις που αυτές προκάλεσαν στην ελληνική οικονομία. Κλείνοντας, γίνεται μια σύνοψη των γεγονότων και εξαγωγή των συμπερασμάτων που προέκυψαν.

Σημαντικοί όροι: οίκοι αξιολόγησης, ελληνική οικονομική κρίση, παγκόσμια οικονομία, ρυθμιστικό πλαίσιο, διεθνής οικονομική κρίση, σύνθετη δημοσιονομική κρίση

Summary

The present dissertation studies the role of credit rating agencies and their influence that they had in the beginning of Greek economic crisis from the end of 2009 until today. More specifically, the dissertation focuses on the development of credit rating agencies in the global economy, the role and function of CRAs, their characteristics and the regulatory framework that exists in both the USA and the European Union (EU). Then, the research focuses on the international economic crisis, the expansion and operation of causes of CRAs and the role they played in international economic crises. Moreover, it presents the analytical framework of Complex Financial Crisis in Greece and the ratings of Greek economy from the CRAs with the effects that they have caused in Greek economy. Finally, there is a summary of the facts and the conclusions that obtained.

Keywords: credit rating agencies, Greek economic crisis, global economy, regulatory framework, international economic crisis, complex financial crisis

Περιεχόμενα

Πίνακας περιεχομένων

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	8
ΣΚΟΠΟΣ, ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ, ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΤΗΣ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	8
1.1 Εισαγωγή.....	8
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	10
Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....	10
2.1 Ρόλος και λειτουργία των οίκων αξιολόγησης.....	10
2.2 Τα χαρακτηριστικά των οίκων αξιολόγησης.....	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	23
Η ΔΙΑΣΥΝΔΕΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΜΕ ΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ	23
3.1 Η διεθνής οικονομική κρίση.....	23
3.1.1 Η μετάδοση της κρίσης στις αναπτυσσόμενες οικονομίες.....	25
3.2 Τα αίτια της διεθνούς επέκτασης και λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης.....	26
3.3 Ο Ρόλος των οίκων αξιολόγησης στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις.....	28
3.3.1 Η ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς και οι επιπτώσεις της.....	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....	35
Ο ΡΟΛΟΣ ΠΟΥ ΔΙΑΔΡΑΜΑΤΙΣΑΝ ΟΙ ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΟΙΚΟΥΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΚΔΗΛΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	35
4.1 Το αναλυτικό πλαίσιο της Σύνθετης Δημοσιονομικής Κρίσης.....	35
4.2 Οι διαβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας από τους οίκους αξιολόγησης και οι επιδράσεις τους.....	37
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	55
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	57

Κατάλογος Πινάκων

2.1 Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας από τους τρεις μεγάλους οίκους	12
2.2 Αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας	14
3.1 Βασικά επιχειρηματικά δεδομένα των οίκων αξιολόγησης	31
4.1 Αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας από τον οίκο αξιολόγησης Fitch Ratings	40
4.2 Αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας από τον οίκο αξιολόγησης Moody's	41
4.3 Έλλειμμα γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ, 2007-2010	45

Κατάλογος Διαγραμμάτων

4.1 Το αναλυτικό πλαίσιο εξωστρέφειας-εσωστρέφειας των κρατών	36
4.2 Η εξέλιξη της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας	38
4.3 Απόδοση 10ετών ελληνικών ομολόγων	42
4.4 Σειρά κατάταξης στο Δείκτη Διεθνούς Ανταγωνιστικότητας	46
4.5 Που πήγαν τα λεφτά το 2009	47

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΣΚΟΠΟΣ, ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ, ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΤΗΣ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

1.1 Εισαγωγή

Η παρούσα διπλωματική εργασία θα εξετάσει ένα θέμα το οποίο έχει αναχθεί ιδιαίτερα επίκαιρο στην Ελλάδα από το 2010 και έπειτα εξαιτίας της έλευσης των μνημονίων. Αυτό είναι ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης και η επίδραση τους στην ελληνική οικονομική κρίση. Ειδικότερα, θα αναλυθεί διεξοδικά ο ρόλος και η λειτουργία των οίκων αξιολόγησης στη παγκόσμια οικονομία και ποιες είναι οι επιπτώσεις που προκαλούν. Ακόμα, θα αναφερθούμε στα χαρακτηριστικά των οίκων αξιολόγησης, τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην ΕΕ. Στη συνέχεια, θα αναλυθεί το γενικό πλαίσιο της διεθνούς οικονομικής κρίσης, καθώς και τα αίτια επέκτασης και λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και η διασύνδεση που έχουν με τη διεθνή οικονομική κρίση. Επιπλέον, παρατίθεται το αναλυτικό πλαίσιο της Σύνθετης Δημοσιονομικής Κρίσης και τέλος, ο ρόλος που διαδραμάτισαν οι διαβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας από τους οίκους αξιολόγησης, αλλά και τις επιδράσεις τους στην εκδήλωση της ελληνικής κρίσης.

Ο σκοπός της διπλωματικής εργασίας είναι η μελέτη του ρόλου που διαδραμάτισαν οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης στην εκδήλωση της ελληνικής οικονομικής κρίσης. Η παρουσία των διεθνών οίκων αξιολόγησης και οι επιδράσεις τους, άρχισαν να γίνονται ευρύτερα γνωστά την περίοδο που ξέσπασε η κρίση των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, και στην Ελλάδα, από το 2010 που υιοθετήθηκε το πρώτο Μνημόνιο.

Η μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί στη διπλωματική εργασία είναι η περιγραφική στατιστική και η μελέτη της ελληνικής και ξενόγλωσσης βιβλιογραφίας, τόσο έντυπης όσο και ηλεκτρονικής, έτσι ώστε να κατανοηθεί πλήρως η συμβολή των οίκων αξιολόγησης στην ελληνική κρίση.

Η δομή της διπλωματικής εργασίας είναι η εξής: Στο πρώτο κεφάλαιο, θα αναφέρεται ο σκοπός της διπλωματικής εργασίας, η μεθοδολογία, η δομή και η συνεισφορά της.

Το δεύτερο κεφάλαιο μελετά την ανάπτυξη των οίκων αξιολόγησης στην παγκόσμια οικονομία. Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύεται η διασύνδεση των οίκων αξιολόγησης με τη διεθνή οικονομική κρίση. Έπειτα, επιχειρείται η κατανόηση του ρόλου που διαδραμάτισαν οι διαβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης και οι επιδράσεις τους στην εκδήλωση της ελληνικής οικονομικής κρίσης. Τέλος, αναλύονται τα συμπεράσματα της μεταπτυχιακής διπλωματικής εργασίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

2.1 Ρόλος και λειτουργία των οίκων αξιολόγησης

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, είναι ιδιωτικές επιχειρήσεις που σκοπό έχουν να προσφέρουν συμβουλευτικές υπηρεσίες στους επενδυτές, στη δευτερογενή αγορά¹. Αποσκοπούν κυρίως να δώσουν μια αξιόπιστη λύση στην ασύμμετρη πληροφόρηση γύρω από την πιστωτική ποιότητα των ομολόγων² που έχουν εκδοθεί από εταιρείες και κρατικές κυβερνήσεις (White, 2010). Με την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειζομένων, είτε αυτοί είναι επιχειρήσεις είτε ιδιώτες είτε κράτη, καθώς και των χρεογράφων που εκδίδουν οι δανειζόμενοι, οι οίκοι αξιολόγησης παρέχουν τις κατάλληλες πληροφορίες ώστε να λαμβάνονται οι ασφαλέστερες χρηματοδοτικές αποφάσεις. Ουσιαστικά, οι οίκοι αξιολόγησης είναι ιδιωτικοί μη-πλειοψηφικοί ρυθμιστές διεθνών κεφαλαιαγορών, με έντονο και σημαντικό ρόλο αφού οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που διενεργούν, δύνανται να επηρεάσουν τη διεθνή αγορά. (Grauwe, 2008).

Οι οίκοι αξιολόγησης επιδρούν και στα δύο μέρη μιας πιστωτικής σχέσης, τόσο στο δανειστή όσο και στο δανειζόμενο. Στο δανειστή παρέχεται η πληροφόρηση του πιστωτικού κινδύνου για τις επενδυτικές ευκαιρίες που τον απασχολούν, ενώ στον δανειζόμενο προσφέρονται οι απαραίτητες πληροφορίες για να προσαρμόσει τις εσωτερικές του διαδικασίες και δραστηριότητες σύμφωνα με τα πρότυπα πιστοληπτικής ικανότητας. (BIS, 2003).

Η προστιθέμενη αξία των πληροφοριών που παρέχονται εξαρτάται από το βαθμό πρόσβασης στις κατάλληλες πληροφορίες, το ανθρώπινο δυναμικό των οίκων αξιολόγησης και τα κίνητρά τους για την ποιότητα των αξιολογήσεων που παρέχουν. Επίσης, εκτός από την αξιολόγηση ομολόγων και χρεογράφων, οι διεθνείς οίκοι

¹ Δευτερογενής [αγορά](#), σε αντίθεση με την [πρωτογενή](#), είναι η αγορά όπου διαπραγματεύονται [χρεόγραφα](#) παλαιότερων εκδόσεων. Δεν δημιουργούνται δηλαδή νέα αξιόγραφα και οι διαπραγματεύσεις γίνονται μεταξύ των [επενδυτών](#). (Ευρετήριο Οικονομικών Όρων, 2015).

² Ομόλογα είναι μακροπρόθεσμα [χρεόγραφα](#) που εκδίδονται είτε από το Δημόσιο είτε από ιδιωτικούς οργανισμούς (πχ τράπεζες, επιχειρήσεις κλπ), και χρησιμοποιούνται για το δανεισμό κεφαλαίων από το [επενδυτικό κοινό](#). (Ευρετήριο Οικονομικών Όρων, 2015).

αξιολογούν και την πιστοληπτική ικανότητα διαφόρων κυβερνήσεων. Συνήθως οι οργανισμοί αξιολόγησης, δεν αποτελούν μέρος της διαδικασίας αγοράς ή πώλησης τίτλων, αλλά εκτιμούν τη δυνατότητα που έχει ο εκδότης να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις του δανείου του. Αυτή η διαδικασία, συνεπάγεται τις ευρείες επιπτώσεις που έχουν στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές οι αξιολογήσεις των οίκων. (Kotios, et al., 2012).

Στις μέρες μας, η πιστοληπτική αξιολόγηση των κρατών έχει ίσως τη μεγαλύτερη σημασία. Οι εθνικές κυβερνήσεις αποτελούν το μεγαλύτερο πελάτη των διεθνών κεφαλαιαγορών, με πάνω από το 60% των δανείων που έχουν εκδοθεί να τις αφορά. (Bank of England, 2011). Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας των κρατών, καθιερώθηκαν έτσι ώστε να προστατεύσουν τους δανειστές, αλλά κυρίως τις τράπεζες που δανείζουν σε κράτη, με σκοπό την ομαλότερη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου. Ωστόσο, οι επιπτώσεις από τη λειτουργία των οίκων αξιολόγησης των ομολόγων, έχουν αυξηθεί δραματικά τα τελευταία 20 έτη. Οι εκτιμήσεις, σήμερα, συνδέονται με χρηματοοικονομικές συμβάσεις και επενδυτικές διαδικασίες που αφορούν όλο το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης, διότι οι ανακοινώσεις των οίκων έχουν συστημικές συνέπειες. (Bank of England, 2011). Για παράδειγμα, μια αρνητική αξιολόγηση για ένα κράτος, μπορεί να επηρεάσει άμεσα το επιτόκιο που δανείζεται ή να κάνει απαγορευτικό το δανεισμό του από τις αγορές. Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να έχουν μια αρμονία μεταξύ της αξιολόγησης, της σταθερότητας και της βραχυπρόθεσμης ακρίβειας. Για την άμβλυνση των αντιθέσεων μεταξύ της σταθερότητας και της ακρίβειας, οι οίκοι αξιολόγησης δημοσιεύουν τις δηλώσεις προθέσεων, όμως δεν αλλάζουν τα ποσοστά που έχουν προκύψει. Στην πραγματικότητα, οι δηλώσεις προθέσεων και οι εκτιμήσεις των οίκων έχουν την ίδια επίδραση στις αγορές. (IMF, 2011).

Όλες οι αξιολογήσεις των οίκων πραγματοποιούνται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (συναλλαγματικές) εταιριών, κρατών, χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, και στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, δηλαδή τα ομόλογα. Η αξιολόγηση του αξιόγραφου βασίζεται στη δυνατότητα του δανειζόμενου να αποπληρώσει το κεφάλαιο και τους τόκους σύμφωνα με την υπάρχουσα κάθε φορά συμφωνία δανεισμού.

Ειδικότερα, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας μπορεί να οριστεί ως μια γνώμη σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα μιας οντότητας, ένα χρέος ή μια οικονομική υποχρέωση, σχετικά με χρεωστικούς τίτλους, προνομιούχες μετοχές ή άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα. Ακόμα, μπορεί να αναφέρεται σε εκδότη ενός χρέους ή οικονομικής υποχρέωσης, χρεωστικών τίτλων, κατόχου μετοχών ή άλλων χρηματοπιστωτικών προϊόντων και η οποία εκδίδεται μέσω ενός καθιερωμένου συστήματος αξιολόγησης που περιλαμβάνει κατηγορίες (European Commission, 2010). Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι η βαθμολογία αναφέρεται μόνο στον πιστωτικό κίνδυνο. Άλλοι κίνδυνοι, όπως για παράδειγμα, ο κίνδυνος μεταβολών των τιμών της αγοράς ή ο κίνδυνος ότι ένα περιουσιακό στοιχείο δεν μπορεί να διαπραγματευτεί αρκετά γρήγορα στην αγορά για να αποτρέψει την απώλεια, δεν καλύπτονται.

Υπάρχουν περίπου 150 οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, αλλά το 95% της αγοράς το μοιράζονται οι 3 μεγαλύτεροι οίκοι, Standard and Poor's, Moody's και Fitch Ratings. Οι δύο πρώτοι κατέχουν έκαστος, περίπου, το 40% της αγοράς και ο Fitch το 15%. (DNB Working Paper, 2011). Ο ακόλουθος Πίνακας 2.1 περιγράφει πως ορίζει ο καθένας από τους τρεις οίκους τις αξιολογήσεις που παρέχει.

Πίνακας 2.1

Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας από τους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης

FITCH

Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας εκφράζουν τον κίνδυνο σε σχέση με τη σειρά κατάταξης κάνοντας μετρήσεις πιστωτικού κινδύνου και δεν προβλέπουν με συγκεκριμένη συχνότητα τον κίνδυνο αθέτησης ή ζημιάς. Οι αξιολογήσεις του οίκου μας δεν αφορούν άμεσα κάθε κίνδυνο εκτός από τον πιστωτικό και δεν σχετίζονται με τον κίνδυνο απώλειας αξίας της ονομαστικής ασφάλειας εξαιτίας των αλλαγών στα επιτόκια, στη ρευστότητα και άλλων εκτιμήσεων της αγοράς.

MOODY'S

Υπάρχει μια προσδοκία ότι οι αξιολογήσεις θα βασίζονται, κατά μέσο όρο, στη μετέπειτα συχνότητα των αθετήσεων, αν και τυπικά δεν ορίζονται ως εκτιμήσεις του ακριβούς ποσοστού αθέτησης. Ως εκ τούτου, ο Moody's προορίζεται να μεταφέρει τις απόψεις του σε σχέση με την πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτών και όσων έχουν ανάλογες υποχρεώσεις...Ο Moody's, σχηματίζει επίσης απόψεις σχετικά με την πιθανότητα αληθοφανών σεναρίων ή αποτελεσμάτων χωρίς πρόβλεψη, αλλά ρίχνοντας το βάρος στη πιθανή εμφάνιση των πιστωτικών συνεπειών. Οι φυσιολογικές διακυμάνσεις στην οικονομική δραστηριότητα, περιλαμβάνονται σε αυτά τα σενάρια και ενσωματώνουν τις απόψεις μας για την αξιοπιστία αυτών των σεναρίων. Στις αξιολογήσεις μας παρέχουμε σχετική σταθερότητα έναντι των οικονομικών κύκλων και της αίσθησης του χρονικού ορίζοντα.

STANDARD & POOR'S

Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας του Standard & Poor's, έχουν σχεδιαστεί, κυρίως, για να παρέχουν αξιολογήσεις στους εκδότες και γενικότερα όσων χρειάζονται την πιστοληπτική φερεγγυότητα. Οι αξιολογήσεις δεν αποτελούν μετρήσεις της πιθανότητας αθέτησης. Η πιστοληπτική ικανότητα εμπεριέχει τη πιθανότητα να αθετηθεί και επίσης περιλαμβάνει την πληρωμή με προτεραιότητα, με ανάκτηση και την πιστωτική σταθερότητα.

Πηγή: IMF, 2010

Ενώ οι περισσότεροι οργανισμοί αξιολόγησης είναι περιφερειακοί, οι τρεις μεγαλύτεροι παρέχουν κυριολεκτικά παγκόσμια κάλυψη στην παροχή των υπηρεσιών τους. Οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας εκφράζονται με μια κλίμακα που αποτελείται από γράμματα και αριθμούς, όπως παρουσιάζονται στον Πίνακα 2.2. (DNB Working Paper, 2011). Οι οίκοι αξιολόγησης συνήθως εκφράζουν εκ των προτέρων την πρόθεσή τους για αλλαγές στις αξιολογήσεις, μέσω των προβλέψεων και των βαθμολογιών που δημοσιοποιούν. Λαμβάνοντας υπόψη πως οι προβλέψεις αντιπροσωπεύουν τις απόψεις των οίκων για την ανάπτυξη μιας αξιολόγησης μεσοπρόθεσμα, οι λεγόμενες «λίστες παρακολούθησης» εστιάζουν σε ένα μικρότερο χρονικό διάστημα που είναι συνήθως τρεις μήνες.

Οι διαδικασίες παρακολούθησης θεωρούνται πως είναι, γενικά, προάγγελοι των αλλαγών στη βαθμολογία σε σχέση με τα άλλα δημόσια δεδομένα (Hill, et al., 2010). Οι προβλέψεις και οι λίστες παρακολούθησης, παρέχονται για την έγκαιρη πληροφόρηση του πιστωτικού κινδύνου από τους παράγοντες της αγοράς και δεύτερον, μπορούν να ερμηνευθούν σαν μια σιωπηρή σύμβαση με την εταιρεία που δανείζεται. (DNB Working Paper, 2011).

Πίνακας 2.2

Αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας

Interpretation	Fitch and S&P	Moody's
Highest quality	AAA	Aaa
High quality	AA+	Aa1
	AA	Aa2
	AA-	Aa3
Strong payment capacity	A+	A1
	A	A2
	A-	A3
Adequate payment capacity	BBB+	Baa1
	BBB	Baa2
	BBB-	Baa3
Likely to fulfill obligations, ongoing uncertainty	BB+	Ba1
	BB	Ba2
	BB-	Ba3
High-risk obligations	B+	B1
	B	B2
	B-	B3
Vulnerable to default	CCC+	Caa1
	CCC	Caa2
	CCC-	Caa3
Near or in bankruptcy or default	CC	Ca
	C	C
	D	D

Πηγή: IMF, 2010

Σε ένα θεωρητικό μοντέλο, η διαδικασία της λίστας παρακολούθησης είναι η θεσμοθετημένη μορφή που ακολουθούν οι οίκοι αξιολόγησης (Boot, et al., 2006). Απειλώντας τις εισηγμένες εταιρίες με υποβαθμίσεις αξιολόγησης, οι οίκοι μπορούσαν να τις πείσουν να μην συμμετέχουν σε περαιτέρω ενέργειες που θα ενίσχυαν τον κίνδυνο, έτσι ώστε να διατηρήσουν την αρχική τους βαθμολογία. Οι Bannier και Hirsch διαπίστωσαν ότι ειδικά για τους δανειολήπτες χαμηλής ποιότητας,

η λίστα παρακολούθησης λειτουργεί σαν μια ενεργή συσκευή παρακολούθησης, που επιτρέπει στους οίκους αξιολόγησης να ασκούν πραγματική πίεση στις εν λόγω εταιρείες. (Bannier & Hirsch, 2010).

Οι οργανισμοί αξιολόγησης παρέχουν συχνά διαφορετικές αξιολογήσεις για την ίδια επιχείρηση. Αυτές οι διαφωνίες είναι συχνότερες για τις αξιολογήσεις δημόσιου χρέους από τις αντίστοιχες για τις διάφορες εταιρείες-επιχειρήσεις. (Alsakka & Gwilym, 2009). Όπως αναφέρουν οι δυο συγγραφείς, στο δείγμα των αξιολογήσεων του δημόσιου χρέους, ο οίκος Moody's και ο Standard and Poor's, διαφωνούν σχετικά με το 50,6% της καθημερινής αξιολόγησης που παρέχουν. Ο Moody's και ο Fitch διαφωνούν στο 46,9% των αξιολογήσεων δημοσίου χρέους, ενώ ο Standard and Poor's και ο Fitch έχουν το μικρότερο ποσοστό διαφωνίας επί των αξιολογήσεων, ήτοι 35,9%.

Υπάρχουν κάποιες εξηγήσεις για την υψηλή συχνότητα των διαφωνιών των τριών κύριων οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Πρώτον, οι οργανισμοί δίνουν βάρος σε διαφορετικούς παράγοντες αξιολόγησης. Δεύτερον, οι οργανισμοί μπορεί να διαφωνούν σε μεγαλύτερο βαθμό για κάποιες κερδοσκοπικές εκδόσεις ομολόγων. Τρίτον, κάποιοι οργανισμοί μπορεί να έχουν την τάση να βαθμολογούν εκδότες ευνοϊκότερα, διότι ανήκουν στο ίδιο κράτος με αυτούς. Όσον αφορά το τελευταίο επιχείρημα, κατά τους Guttler και Wahrenburg, ο Moody's και ο Poor's δεν εφαρμόζουν καμία τέτοια προτίμηση. Αντιθέτως, οι συγγραφείς βρίσκουν ότι και οι δυο οργανισμοί κάνουν πιο συντηρητικές εκτιμήσεις στους εκδότες των ΗΠΑ, παρά στους εκδότες εκτός των ΗΠΑ. Αυτό μπορεί να οφείλεται στην καλύτερη ικανότητα πρόβλεψης στην εγχώρια αγορά ή στα υψηλής ποιότητας λογιστικά στοιχεία στις ΗΠΑ ή ενδεχομένως, και στη διαφορετική νομοθεσία των κρατών για την χρεοκοπία. (Guttler & Wahrenburg, 2007).

Οι βαθμολογίες διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς οι επενδυτές τις χρησιμοποιούν για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του κινδύνου των χρηματοπιστωτικών μέσων. Η αξιολόγηση των εν λόγω μέσων απαιτεί ειδικές γνώσεις και επιπλέον, είναι αρκετά χρονοβόρα, γεγονός που καθιστά ιδιαίτερα ελκυστικό στους μεμονωμένους επενδυτές να επικαλεστούν την βαθμολογία των οίκων αξιολόγησης. Επιπροσθέτως, οι αξιολογήσεις επιδρούν και στο επιτόκιο που πρέπει να πληρώσουν οι οφειλέτες. Μπορεί να γίνει εύκολα

αντιληπτό ότι μια υποβάθμιση μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση των επιτοκίων των δανείων. Αυτό σημαίνει ότι εφόσον η υποβάθμιση ξεπεράσει κάποιο συγκεκριμένο όριο, οι επενδυτές θα αρχίσουν να ρευστοποιούν και θα ακολουθήσει το φαινόμενο της «αγελαίας συμπεριφοράς». Αυτό το φαινόμενο μπορεί να οδηγήσει σε άνοδο της αστάθειας της αγοράς και μπορεί ακόμη να προκαλέσει μία αυτοσυντηρούμενη καθοδική πορεία των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, με πιθανές αρνητικές συνέπειες για την χρηματοοικονομική σταθερότητα. (European Commission, 2010). Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτής της περίπτωσης αποτελεί η κρίση των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ το 2008.

Οι οίκοι αξιολόγησης διαδραματίζουν, επίσης, σημαντικό ρόλο στην εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και ως εκ τούτου πράττουν ένα δημόσιο λειτούργημα, τόσο στην ΕΕ όσο και στις ΗΠΑ. Στην ΕΕ, προκειμένου να καλύψουν διάφορους κινδύνους, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα απαιτείται να διαθέτουν ένα ελάχιστο επίπεδο ιδίων οικονομικών πόρων, δηλαδή ένα ελάχιστο κεφάλαιο. Αυτό το κεφάλαιο χρησιμεύει ως αντιστάθμισμα έναντι απροσδόκητων ζημιών, για την προστασία των καταθετών και συμβάλει στη συνολική σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Η οδηγία της ΕΕ για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις, η οποία βασίζεται στην εφαρμογή του πλαισίου της Βασιλείας II, προβλέπει τη χρήση εξωτερικών αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας για τον προσδιορισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων που εφαρμόζονται με την έκθεση της τράπεζας ή της επενδυτικής εταιρίας. Η εξωτερική πιστοληπτική αξιολόγηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί μόνο για αυτό το σκοπό, εφόσον το ίδρυμα που παρέχει την αξιολόγηση του κινδύνου έχει αναγνωριστεί από τις αρμόδιες αρχές. (Weber & Darbellay, 2008). Εν ολίγοις, αυτό προϋποθέτει ότι η μεθοδολογία αξιολόγησης του οργανισμού συμμορφώνεται με τις αρχές της αντικειμενικότητας, της ανεξαρτησίας, της συνεχούς αναθεώρησης και της διαφάνειας. Ακόμα, με βάση την οδηγία για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις, η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (CEBS), στο παρελθόν είχε εκδώσει μη νομικά δεσμευτικές κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με την αναγνώριση των εξωτερικών οργανισμών πιστοληπτικής ικανότητας. Στόχος ήταν η συνεπής λήψη αποφάσεων στις διάφορες έννομες τάξεις, η ενίσχυση του ισότιμου ανταγωνισμού και η μείωση του διοικητικού φόρτου για όλους τους συμμετέχοντες,

συμπεριλαμβανομένων των δυνητικά επιλέξιμων οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ιδρυμάτων και εποπτικών αρχών. Στις ΗΠΑ, οι οίκοι αξιολόγησης διαδραματίζουν παρόμοιο ρόλο. Μόνο οι αξιολογήσεις που αναγνωρίζονται από τον εθνικό οργανισμό στατιστικής αξιολόγησης (NRSRO), μπορούν να χρησιμοποιηθούν για κανονιστικούς σκοπούς. (Richards, 2009). Στην πραγματικότητα, «οι αποφάσεις της πιστοληπτικής ικανότητας αυτών των τρίτων βαθμολογητών, έφτασαν την ισχύ του νόμου». (White, 2010).

Ο ρόλος-κλειδί των οίκων αξιολόγησης υπογραμμίζεται, άλλωστε, και από το γεγονός ότι οι κεντρικές τράπεζες συχνά απαιτούν τα περιουσιακά στοιχεία να έχουν μια ελάχιστη βαθμολογία για να είναι αποδεκτά ως ασφαλή για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εάν θέλουν να δανειστούν από την κεντρική τράπεζα. Για παράδειγμα, μέχρι πρόσφατα, η ΕΚΤ, απαιτούσε τα εμπορεύσιμα περιουσιακά στοιχεία να έχουν τουλάχιστον μια βαθμολογία BBB- από έναν εκ των τεσσάρων αποδεκτών οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Εξαίρεση αποτελούσαν οι τίτλοι που προέρχονταν από τιτλοποίηση, για τους οποίους η αξιολόγηση έπρεπε να ήταν AAA.

Δεδομένου του καθοριστικού ρόλου των οργανισμών αξιολόγησης για την τωρινή λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών, είναι ζωτικής σημασίας οι αξιολογήσεις να είναι όσο το δυνατόν περισσότερο αντικειμενικές και αξιόπιστες. (Cantor & Mann, 2007). Ωστόσο, αυτή η πρακτική ενέχει και σοβαρές ελλείψεις. Στις αρχές του 20^{ου} αιώνα, οι αξιολογήσεις ήταν βάσει συνδρομής και αγοράζονταν από τους επενδυτές, αλλά αργότερα οι οίκοι αξιολόγησης άλλαξαν αυτή τη μέθοδο πληρωμής σε ένα σύστημα όπου οι οίκοι πληρώνονταν από τους εκδότες για να δημοσιεύσουν μια αξιολόγηση. Στις μέρες μας, ο κανόνας ότι «ο εκδότης πληρώνει» είναι το κύριο μοντέλο αμοιβής που χρησιμοποιείται από τους οργανισμούς αξιολόγησης, δημιουργώντας περισσότερο από τα 2/3 των συνολικών εσόδων τους. (European Commission, 2010b). Επιπλέον, οι οίκοι παρέχουν και αξιολογήσεις που δεν έχουν ζητηθεί από κάποιον εκδότη, αλλά γενικά πιστεύεται ότι αυτές είναι λιγότερο αξιόπιστες και ακριβείς, διότι βασίζονται σε διαθέσιμες στο κοινό πληροφορίες. (Kormos, 2008). Βέβαια, και η μέθοδος της πληρωμής από τον εκδότη έχει κάποια προβλήματα, δεδομένου ότι δημιουργεί, εν μέρει, ασυμβίβαστα κίνητρα. (Pagano & Volpin, 2010). Από τη μια πλευρά, όταν οι εκδότες πληρώνουν για τις αξιολογήσεις

τους οίκους, οι τελευταίοι ενδέχεται να υπερεκτιμούν την πιστοληπτική ικανότητα ενός συγκεκριμένου προϊόντος, προκειμένου να δημιουργηθεί μια καλή σχέση με τον εκδότη. Από την άλλη πλευρά, μπορεί να υποστηριχθεί ότι οι οίκοι αξιολόγησης πρέπει να διασφαλίζουν την αξιοπιστία τους στη σχέση τους με τους επενδυτές, ειδάλλως δεν θα έχουν αξία στην αγορά. Υπό αυτό το πρίσμα, οι οργανισμοί αξιολόγησης πρέπει να ισορροπούν οποιοδήποτε βραχυπρόθεσμο κέρδος από την ικανοποίηση του εκάστοτε εκδότη, με την μακροπρόθεσμη φήμη τους στην αγορά. (EEAG, 2009).

Ωστόσο, είναι αρκετά αμφίβολο κατά πόσο η πιθανή απώλεια φήμης συγκρατεί επαρκώς τις αξιολογήσεις των οίκων, και μάλιστα, εάν μπορεί να λειτουργήσει ως αποτελεσματική μορφή κύρωσης. Επίσης, διατυπώνεται η άποψη ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης, αντιμετώπιζαν στο παρελθόν πρόβλημα ηθικού κινδύνου, καθώς οι πληρωμές που δέχονταν για να κάνουν αξιολογήσεις επηρέαζαν πολύ έντονα το αποτέλεσμα. (Carprio, et al., 2008). Κατά συνέπεια, στο πλαίσιο της κρίσης των ενυπόθηκων δανείων, η υποτίμηση της επικινδυνότητας των στεγαστικών δανείων οδήγησε τους αγοραστές να επενδύσουν σε πολύ επισφαλή περιουσιακά στοιχεία που είχαν θεωρηθεί χαμηλού κινδύνου. Ομοίως, υποστηρίζεται ότι κατά την αξιολόγηση σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων, γίνεται πάντα μια πιο χαλαρή αξιολόγηση η οποία μεγεθύνει την τελική βαθμολογία, διότι οι οίκοι λαμβάνουν ένα σημαντικό εισόδημα από αυτή τη διαδικασία. (Mathis, et al., 2009). Οι οίκοι αξιολόγησης είναι εφικτό να χειραγωγηθούν από τους εκδότες ξεπερνώντας με πονηρό τρόπο τα πρότυπα αξιολόγησης, δηλαδή εξαγοράζοντας τη βαθμολογία που επιθυμούν οι εκδότες. (Committee, 2008).

Αυτή η συμπεριφορά των οίκων σχετικά με τις πιστωτικές αξιολογήσεις μπορεί να διαπράττεται μόνο από λίγους μεγάλους οίκους, καθώς οι κυρίαρχοι οργανισμοί αξιολόγησης δεν φοβούνται για τυχόν ποιοτικούς ανταγωνιστές, με αποτέλεσμα να μπορούν να κρατήσουν τις εισροές των πόρων τους σε χαμηλότερα επίπεδα. (Blaubrock, 2007). Αυτή η ουσιαστική έλλειψη ανταγωνισμού έχει αναγνωριστεί από ρυθμιστικές αρχές που βρίσκονται και στις δυο όχθες του Ατλαντικού. (European Commission, 2010). Η επιτροπή «Issing Committee» έχει συμπεράνει ότι η αυτοπειθαρχία λόγω της φήμης δεν μπορεί να εφαρμόζεται σε όλες τις περιπτώσεις, έστω και με κανονική λειτουργία της αγοράς. Πλέον, θα χρειάζονται μεγάλα

διαστήματα για να επαληθεύεται ότι τα στατιστικά των αξιολογήσεων έχουν παραποιηθεί, και άρα παραμένει ασαφές το πώς οι εταιρίες που εξαπατούσαν θα τιμωρούνται από την αγορά. (Committee, 2008). Επίσης, ορθώς έχει υποστηριχθεί ότι οι μεθοδολογίες αξιολόγησης δεν θα πρέπει να παρακολουθούνται, διότι οι οίκοι θα μπορούσαν να ισχυριστούν ότι είναι «εν μέρει» υπεύθυνοι για τις δημοσιευμένες εκτιμήσεις. (Utzig, 2010).

2.2 Τα χαρακτηριστικά των οίκων αξιολόγησης

Η ιστορία των διεθνών οίκων αξιολόγησης ξεκινάει το 1909, την περίοδο της κατασκευής του σιδηροδρομικού δικτύου των ΗΠΑ, όταν ο John Moody έφτιαξε μια φόρμουλα για να μπορούν να αξιολογούνται αντικειμενικά τα επιτόκια των αμερικανικών σιδηροδρόμων. Εκείνη την εποχή, 200 εταιρείες ανταγωνίζονταν στις ΗΠΑ για το ποια θα κερδίσει την προώθηση των δρομολογίων και των γραμμών που επεκτείνονταν. Όσοι επένδυναν χρήματα στο χρηματιστήριο, όπως ήταν φυσικό, ήθελαν να γνωρίζουν εκ των προτέρων που θα έχουν τις μεγαλύτερες αποδόσεις για να μεγιστοποιούν τα κέρδη τους.

Έχοντας λοιπόν κερδίσει αρκετοί χρήματα με αυτό τον τρόπο, εμφανίστηκε μια δεύτερη εταιρεία αξιολόγησης το 1916, η Standard Company, που αργότερα μαζί με την Poor σχημάτισαν τον οίκο αξιολόγησης “Standard and Poor’s”. Ο ανταγωνισμός που προέκυψε οδήγησε σε διεύρυνση του κύκλου εργασιών τους και σε προϊόντα άλλων τομέων όπως για παράδειγμα, ταχυδρομεία και τηλεφωνία. (Μιχελής, 2010). Όπως μπορεί να γίνει αντιληπτό, οι επενδύσεις στο σιδηροδρομικό δίκτυο και στους άλλους τομείς, έδωσαν την ευκαιρία για επένδυση μεγάλων συσσωρευμένων κεφαλαίων. Τα αξιόγραφα που εκδίδονταν γι’ αυτό το σκοπό ήταν ταυτόχρονα τόσο επιθυμητά ως επενδύσεις όσο και κατάλληλα για κερδοσκοπία και απάτες. Οι γρήγορες «πληροφορίες για την αγορά» αποτέλεσαν συνεπώς, ένα σπάνιο και επιθυμητό αγαθό, το οποίο δεν άργησε πολύ να μετατραπεί σε εμπόρευμα. (Κόλμερ, 2008).

Από τα μέσα της δεκαετίας του 1850 ιδρύθηκαν τα πρώτα περιοδικά, τα οποία έδιναν πληροφορίες γύρω από τις αγορές, τα δρόντα πρόσωπα και τα σχέδια των σιδηροδρόμων. Το περιοδικό «Poor’s American Railroad Journal» εκδόθηκε στα

μέσα της δεκαετίας του 1850, ενώ το Poor's εξέδωσε το πρώτο εγχειρίδιο για το σιδηροδρομικό δίκτυο των ΗΠΑ. Στις αρχές της δεκαετίας του 1880 το περιοδικό είχε ήδη 5.000 συνδρομητές. Επιπλέον, την ίδια περίοδο, το 1851, ιδρύθηκε και το διεθνές ειδησεογραφικό πρακτορείο «Reuters».

Πρέπει να τονιστεί ότι εκείνη την εποχή, οι τράπεζες δεν συνδέονταν με τις αξιολογήσεις των οίκων αξιολόγησης, διότι δεν ήθελαν οι διαμεσολαβητές να εισχωρήσουν στα αδιαφανή κριτήρια λειτουργίας τους. Όμως, αυτό κράτησε μέχρι το χρηματιστηριακό «κραχ του 1929», οπότε και οι αμερικανικές αρχές αποφάσισαν τον υποχρεωτικό έλεγχο των τραπεζών.

Μέχρι το 1972, οι εν λόγω οίκοι αξιολόγησης έγιναν με απόφαση του SEC (Securities and Exchange Commission), δηλαδή του αμερικανικού οργάνου ασφαλείας του χρηματιστηρίου, σε Ανώτατο Όργανο Στατιστικής και Πιστοποίησης του Χρηματιστηρίου. Εντωμεταξύ, είχε προστεθεί και η Goldman Sachs, μια παλιά τράπεζα του 1869, στους οίκους αξιολόγησης. (Μιχαηλός, 2010). Οι τρεις μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης σε παγκόσμιο επίπεδο είναι οι ακόλουθοι :

- **STANDARD AND POOR'S (S&P)**

Ο οίκος S&P δημιουργήθηκε το 1941 με τη συγχώνευση των εταιρειών «Standard Statistics» και «Poor's Publishing». Η εταιρεία, που ξεκίνησε από τον ιδρυτή της Henry Varnum Poor, παρέχει σήμερα υπηρεσίες με εξαγωγή εξειδικευμένων πληροφοριών σε σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα και σε αγορές ανά τον κόσμο. Η S&P εμπορεύεται επενδυτικά στοιχεία, πραγματοποιεί αποτιμήσεις αξίας εταιρειών, χρηματοοικονομικές αναλύσεις, καθώς και γνωμοδοτήσεις για επιχειρήσεις, οργανισμούς και κράτη. Η ναυαρχίδα των προϊόντων της, βέβαια, είναι ο δείκτης S&P 500, ο οποίος αποτελεί δείκτη βαρόμετρο για τις αγορές των NYSE και NASDAQ, διότι περιλαμβάνει 500 επιλεγμένες μετοχές με βάση το μέγεθος της αγοράς, τη ρευστότητα και τον κλάδο δραστηριότητας και φανερώνει τα χαρακτηριστικά ρίσκου/απόδοσης των εταιρειών αυτών, που διαπραγματεύονται στις αγορές των ΗΠΑ. Υπολογίζεται ότι ποσά άνω των 1.5 τρις δολαρίων επενδυμένων κεφαλαίων ακολουθούν τον δείκτη S&P 500 μαζί και με άλλους δείκτες της «Standard & Poor's». Οι κύριες κατηγορίες εργασιών της περιλαμβάνουν από υπολογισμό πολιτικού κινδύνου και αποτίμησης δημόσιου χρέους, μέχρι και

αξιολόγηση πιστοληπτικής διαβάθμισης χώρας, με χρήση σύνθετων ποσοτικών και ποιοτικών μοντέλων, κατά τα πρότυπα της πιστοληπτικής αξιολόγησης των επιχειρήσεων. Η McGraw-Hill Companies απέκτησε την Standard & Poor's το 1966. (StandardandPoor's, 2015).

- **MOODY'S**

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

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

- i. Οικονομική διάρθρωση και επίδοση χώρας (π.χ. δείκτες ΑΕΠ, πληθωρισμού, ανεργίας, εισαγωγών και εξαγωγών κ.λπ.).
- ii. Δημοσιονομικούς δείκτες (π.χ. δημόσια έσοδα, δαπάνες, ισορροπία εσόδων – δαπανών, χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ κ.λπ.).

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

iv. Νομισματική ισορροπία και παράγοντες ρευστότητας χώρας (π.χ. βραχυπρόθεσμο ύψος επιτοκίων, εγχώρια πίστωση, αποθεματικά χώρας, ωρίμανση χρέους, περιουσιακά στοιχεία πιστωτικών ιδρυμάτων κ.λπ.). (Moody's, 2015).

- **FITCH RATINGS**

Ο τρίτος διεθνής οίκος αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι ο «Fitch Ratings», ο οποίος παρέχει αξιολογήσεις και έρευνα για περίπου 150 χώρες διεθνώς. Ο Fitch Ratings προωθεί προϊόντα ομολόγων χρέους, που προσφέρονται σε διάφορους οργανισμούς και επιχειρήσεις, χρηματοοικονομικά ιδρύματα, κρατικές επιχειρήσεις, ασφαλιστικές εταιρείες, δημόσια ασφαλιστικά ταμεία κ.λπ. Το 1979 η εταιρεία Fimalac S.A., με έδρα το Παρίσι, απέκτησε πλειοψηφικό πακέτο μετοχών του οίκου Fitch Ratings. Η Fimalac S.A. απέκτησε στη συνέχεια το 2000 και την αμερικανική εταιρεία χρηματοπιστωτικής αξιολόγησης Duff & Phelps. Από τότε ο οίκος Fitch Ratings διευρύνεται σταδιακά, ανοίγοντας νέα γραφεία στην Κεντρική Ευρώπη και δημιουργώντας συνεργασίες με ασιατικές εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης. Ο Fitch Ratings είχε έσοδα το 2009 ύψους 614,6 εκ. δολαρίων, σημειώνοντας πτώση κατά 15,9% σε σχέση με τη χρήση του 2008 (731,2 εκ. δολάρια), συνεισφέροντας στην εταιρεία Fimalac S.A. με κέρδη ύψους 222,5 εκ. δολαρίων. (FitchRatings, 2015).

Συνοψίζοντας, η πιστοληπτική αξιολόγηση των κρατών έχει τη μεγαλύτερη σημασία διότι τα κράτη είναι ο μεγαλύτερος πελάτης των κεφαλαιαγορών. Οι οίκοι αξιολόγησης είναι πιθανόν να χειραγωγηθούν από τους εκδότες ξεπερνώντας με δόλιο τρόπο τα πρότυπα αξιολόγησης και εξαγοράζοντας τη βαθμολογία που επιθυμούν οι εκδότες. Επίσης, οι οργανισμοί αξιολόγησης παρέχουν συχνά διαφορετική αξιολόγηση για την ίδια την επιχείρηση. Αυτές οι διαφωνίες είναι συχνότερες για τις αξιολογήσεις δημόσιου χρέους από τις αντίστοιχες για τις λοιπές επιχειρήσεις. Ο ρόλος-κλειδί των οίκων υπογραμμίζεται και από το γεγονός ότι οι κεντρικές τράπεζες συχνά απαιτούν τα περιουσιακά στοιχεία να έχουν μια ελάχιστη βαθμολογία για να είναι αποδεκτά από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Η ΔΙΑΣΥΝΔΕΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΜΕ ΤΗ ΔΙΕΘΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ

3.1 Η διεθνής οικονομική κρίση

Οι τρεις κύριοι οίκοι αξιολόγησης μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008 θεωρούνται ως βασικοί παράγοντες στη διεθνή οικονομία και την πολιτική. (Sinclair, 2008). Στην αρχή, οι οίκοι υπέστησαν μια επιθετική κριτική για τις ευνοϊκές αξιολογήσεις σε πολλά υπερχρεωμένα πιστωτικά ιδρύματα, όπως είναι η Lehman Brothers, καθώς και σε πολλά παράγωγα και σύνθετα χρηματοοικονομικά μέσα που συνδέονται με ενυπόθηκα δάνεια. Ορισμένοι άνθρωποι της αγοράς θεωρούν ότι οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας των ομολόγων, συνέβαλαν στη «φούσκα» των ακινήτων στις ΗΠΑ, από την οποία προκλήθηκε η παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση. Για παράδειγμα, σύμφωνα με το ΔΝΤ, περισσότερα από τα τρία τέταρτα του συνόλου των δανείων των ιδιωτικών κατοικιών που εκδόθηκαν στις ΗΠΑ μεταξύ 2005-2007, βαθμολογήθηκαν με AAA από την Standard and Poor's. Πλέον, αυτά τα δάνεια αξιολογούνται κάτω από BBB-, δηλαδή κάτω από τον επενδυτικό βαθμό. (DNB Working Paper, 2011).

Το ίδιο το ΔΝΤ κατέληξε στο συμπέρασμα ότι ενώ οι υποβαθμίσεις αναμένονταν σε κάποιο βαθμό, ένας μεγάλος αριθμός τους που προκύπτει μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα μετά την έκδοση της αξιολόγησης ή μετά από μια άλλη υποβάθμιση, είναι σαφείς ενδείξεις αδυναμίας της αξιολόγησης. (Kiff, et al., 2012).

Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν επίσης επικριθεί για την καθυστερημένη ανταπόκρισή τους, όσον αφορά τις αξιολογήσεις, διότι δεν υποβάθμιζαν τα προϊόντα μόλις γινόταν αυτό σαφές στην αγορά. Επιπλέον, σε πολλές περιπτώσεις, οι οίκοι εφαρμόζαν μια αργή προσαρμογή στις αξιολογήσεις τους. Εκτός από το χαρακτηριστικό παράδειγμα με την άριστη αξιολόγηση της Lehman Brothers μια μέρα πριν καταρρεύσει, υπάρχει και η κατάρρευση της «Enron» το 2000-2001. Μία έκθεση προσωπικού της αμερικανικής Γερουσίας του 2002, που αφορά τις κυβερνητικές υποθέσεις, είχε επισημάνει ότι κανένας οίκος αξιολόγησης δεν είχε προειδοποιήσει ή αποτρέψει την

επικείμενη καταστροφή. Μόλις 4 μέρες πριν η Enron πτωχεύσει, οι οργανισμοί αξιολόγησης είχαν βαθμολογήσει το χρέος της με υψηλή βαθμολογία. Ακόμα, ούτε και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεν ερεύνησε σοβαρά τις πρακτικές που χρησιμοποιούσε η Enron αφότου διαλύθηκε. (DNB Working Paper, 2011).

Επιπρόσθετα, έχουν τεθεί κάποιες επικρίσεις σχετικά με την επικοινωνία των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, με χρήστες των αξιολογήσεων, γεγονός που πλήττει την εμπιστοσύνη των συμμετεχόντων στην αγορά και την αξιοπιστία των αξιολογήσεων τους. Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν κατηγορηθεί, επίσης, και για την αδυναμία τους να προβλέψουν την ασιατική κρίση, καθώς και για την επιδείνωση της κρίσης όταν υποβαθμίστηκαν οι χώρες εν μέσω της οικονομικής αναταραχής.

Μετά το 2010, οι οργανισμοί αξιολόγησης συνδέθηκαν με την ευρωπαϊκή κρίση χρέους και με τη συστημική κρίση που έπληξε την Ευρωζώνη. Επιπροσθέτως, η συνεχής υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας των περισσότερων χωρών της E.E, αλλά και η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας των ΗΠΑ, για πρώτη φορά στην ιστορία τους από την S&P, προκάλεσαν τριγμές στο πολιτικό σκηνικό σε παγκόσμιο επίπεδο. Μάλιστα, σε κάποιες περιπτώσεις οι οίκοι κατηγορούνται για δόλια και εσκεμμένη υποβάθμιση ορισμένων κρατών της Ευρωζώνης και του ιδίου του νομίσματος του ευρώ. Χαρακτηριστική είναι η φράση για τους οίκους αξιολόγησης του Γερμανού βουλευτή G.Gysi από το γερμανικό αριστερό κόμμα «Die Linke», όπου μιλάει για «πόλεμο κατά των ευρωπαϊκών λαών». Σε αντίστοιχο επίπεδο είναι και η δήλωση ευρωβουλευτή που ανήκει στο χριστιανοδημοκρατικό κόμμα, ο οποίος μιλάει για «πόλεμο νομισμάτων» και για «προώθηση των αγγλοαμερικανικών πολιτικών συμφερόντων» από τους οίκους αξιολόγησης. (Kotios, et al., 2012).

Εκτός από όσους έχουν ασχοληθεί για κάποια επιστημονική μελέτη ή έχουν επαφή με τα χρηματοοικονομικά, η πλειοψηφία του κόσμου μέχρι πρότινος δεν είχε γνώση για τους οίκους αξιολόγησης και για το έργο τους. Τα μέσα ενημέρωσης συνέβαλαν στην εξοικείωση του κόσμου με τους οίκους αξιολόγησης σε μεγάλο βαθμό. Δύο απόψεις κυριαρχούν έντονα που σχετίζονται με τους οίκους αξιολόγησης. Η πρώτη, αφορά τους πολιτικούς και κάποιους ερευνητές και αναλυτές που υποστηρίζουν ότι οι οίκοι είναι υπεύθυνοι για τη δημιουργία της κρίσης, εξαιτίας των συγκεκριμένων συμφερόντων που εξυπηρετούν και ορισμένων μεθοδολογικών και επιχειρησιακών

μειονεκτημάτων που διαθέτουν. Η δεύτερη άποψη υποστηρίζει ότι η αξιολόγηση των ομολόγων είναι σημαντική για τη λειτουργία των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών, παρά τα μειονεκτήματα και τις παραλείψεις που έχει η μεθοδολογία που χρησιμοποιούν οι οίκοι αξιολόγησης, και άρα κατηγορούνται άδικα ότι προκάλεσαν την οικονομική κρίση. (Kotios, et al., 2012).

Ο Stefan Kaiser σε δήλωση του στην ιστοσελίδα του γερμανικού περιοδικού Spiegel online, αναφέρει ότι η αμερικανική οικονομία δεν θα είχε κανένα συμφέρον από την πτώση της αξίας του ευρώ. Αντιθέτως, υποστηρίζει, οι ΗΠΑ χρειάζονται το ευρώ διότι ένα ισχυρό ευρωπαϊκό νόμισμα καθιστά τις αμερικανικές εξαγωγές φθηνότερες στην ευρωζώνη και έτσι βοηθούνται οι ΗΠΑ να μειώσουν το τεράστιο εμπορικό τους έλλειμμα. Ακόμα, οι Ηνωμένες Πολιτείες δύσκολα θα έμεναν ανεπηρέαστες από μια βαθιά ευρωπαϊκή ύφεση και εάν κατέρρευε το ευρώ. Γι' αυτό το λόγο, ο πρόεδρος των ΗΠΑ, Barack Obama, έχει επανειλημμένα προτρέψει τους ευρωπαίους ηγέτες να δράσουν αποφασιστικά. Οι αμερικανικές τράπεζες θα υποστούν και αυτές μεγάλη ζημιά σε περίπτωση κατάρρευσης του οικοδομήματος της ευρωζώνης, διότι μερικές από αυτές είναι εκτεθειμένες στο ευρώ. Οι ισολογισμοί τους, είτε περιέχουν κρατικά ομόλογα από προβληματικά κράτη της ευρωζώνης, ή έχουν συμφωνίες ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης, δηλαδή «swaps», τα οποία και πρέπει να πληρωθούν μόλις ένα κράτος της ευρωζώνης χρεοκοπήσει. Σύμφωνα με την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, το μεγαλύτερο μέρος των τίτλων αυτών έχουν εκδοθεί από ιδρύματα των ΗΠΑ. Αυτό αφήνει τα αμερικανικά “hedge funds”, τα οποία υποτίθεται ότι στοιχηματίζουν σε βάρος του ευρώ, να κερδίζουν τεράστια ποσά με αυτό τον τρόπο. (Kaiser, 2012).

3.1.1 Η μετάδοση της κρίσης στις αναπτυσσόμενες οικονομίες

Η κρίση αν και ξεκίνησε από τις ΗΠΑ, μεταδόθηκε σε σύντομο χρονικό διάστημα και σε άλλες οικονομίες με διάφορους τρόπους. Οι κύριοι μηχανισμοί μετάδοσης της κρίσης αποδείχτηκε ότι ήταν οι ροές κεφαλαίων και το εμπόριο. Οι ανεπτυγμένες χώρες οι οποίες είχαν στην κατοχή τους μέσω των χρηματοπιστωτικών τους ιδρυμάτων αμερικανικούς τίτλους subprime δανείων επηρεάστηκαν πιο άμεσα και περισσότερο από τις υπόλοιπες. Όμως, υπήρχαν και περιπτώσεις κρατών, τόσο αναπτυγμένων όσο και αναπτυσσόμενων, που δεν ήταν εκτεθειμένα σε τοξικά περιουσιακά στοιχεία, όπως ήταν αυτά των ΗΠΑ.

Κάποιοι βασικοί παράγοντες μετάδοσης της οικονομικής ύφεσης είναι οι ακόλουθοι:

- i. Η απόσυρση των κεφαλαίων μεγάλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων από θυγατρικές τους που βρίσκονταν σε αναπτυσσόμενες χώρες, εξαιτίας της μείωσης των οικονομικών τους καταστάσεων και ανάγκης ενίσχυσης της κεφαλαιακής τους βάσης. Αυτή η αντίδραση είναι η συνηθισμένη σε περιόδους κρίσεων για τις μεγάλες πολυεθνικές επιχειρήσεις. Βέβαια, αποτελεί και σημείο έντονης κριτικής η δραστηριοποίησή τους στις τρίτες χώρες, εξαιτίας του τρόπου λειτουργίας τους.
- ii. Η κατακόρυφη μείωση στις εξαγωγές των αναπτυσσόμενων κρατών.
- iii. Η μείωση των ροών κεφαλαίων από διεθνείς τραπεζικούς οργανισμούς προς τις αναδυόμενες οικονομίες, λόγω του περιορισμού διάθεσης κεφαλαίων από τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Σε αυτό το σημείο πρέπει να τονιστεί, ότι ο αντίκτυπος της παγκόσμιας κρίσης ήταν μεγαλύτερος για τις αναδυόμενες οικονομίες από τις χώρες με πολύ χαμηλά εισοδήματα, διότι οι τελευταίες είναι πολύ λιγότερο ενταγμένες στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.
- iv. Η ευκολία στη ροή κεφαλαίων, μεταφορά αγαθών, υπηρεσιών και εργατικού δυναμικού, αποτελεί μέρος του παγκοσμιοποιημένου περιβάλλοντος και άρα, βασικό παράγοντα μετάδοσης της κρίσης στις συναλλασσόμενες χώρες. (Ρουκανάς & Σκλιάς, 2014).

3.2 Τα αίτια της διεθνούς επέκτασης και λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης

Οι οργανισμοί αξιολόγησης, για δεκαετίες, είχαν μόνο εθνική διάσταση και παρείχαν υπηρεσίες εντός των ΗΠΑ. Η εμφάνισή τους σε διεθνές επίπεδο και η ανάπτυξη της δύναμης και της επιρροής τους, συνέβη από το 1990 και έπειτα. Το ερώτημα που προκύπτει σχετίζεται με τους παράγοντες που συνέβαλαν στη διεθνή αυτή εμφάνιση. Εν ολίγοις, οι βασικοί παράγοντες της διεθνοποίησης και της ενίσχυσης των οίκων αξιολόγησης ήταν:

- i. Η κρίση χρέους στη Λατινική Αμερική και οι τραπεζικές, νομισματικές και οικονομικές κρίσεις στη ΝΑ Ασία το 1997-8.

- ii. Η διεθνοποίηση των χρηματοοικονομικών αγορών. Η αλληλεξάρτηση των αγορών κεφαλαίων και του χρήματος, η ανάπτυξη των σχέσεων μεταξύ των ιδρυμάτων όλων των χωρών, η διεθνής επέκταση των εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών και των αμοιβαίων κεφαλαίων, οι δραστηριότητες και τα δίκτυα, η διεθνής κατανομή των εθνικών χρηματοπιστωτικών προϊόντων, προκάλεσαν τη δημιουργία ενός διεθνούς καθεστώτος διαφάνειας και της ενημέρωσης των συμμετεχόντων στην αγορά. Αυτός ο ρόλος ανατέθηκε στους έμπειρους οίκους αξιολόγησης.
- iii. Η ανάγκη για δημόσιο και ιδιωτικό δανεισμό στις αγορές ΗΠΑ: Η διεθνής τάση του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα για την έκδοση ομολόγων και άλλων χρεογράφων σε δολάρια ΗΠΑ, μαζί με την προθυμία τους να χρηματοδοτηθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα των ΗΠΑ, λόγω της μεγαλύτερης και βαθύτερης αγοράς κεφαλαίου σε παγκόσμιο επίπεδο, απαιτούσε για θεσμικούς και πρακτικούς λόγους, η αρχική αξιολόγηση να γίνει από πιστοποιημένους οργανισμούς των ΗΠΑ.
- iv. Η ανάπτυξη της τιτλοποίησης και της χρηματιστηριοποίησης των διεθνών κεφαλαιαγορών. Η αλλαγή από την παραδοσιακή χρηματοδότηση μέσω τραπεζικών δανείων προς τη χρηματοδότηση με την έκδοση νέων πολύπλοκων δομημένων τίτλων, αύξησε την ανάγκη για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των εκδοτών και των ίδιων των τίτλων. Η δημιουργία των δομημένων προϊόντων και παραγώγων, όπως τα CDS, τα CDOs και η επέκταση της χρηματοδότησης που καλύπτεται μέσω των κινητών αξιών, δηλαδή τις εξασφαλίσεις, προκάλεσε μια δραματική αύξηση της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αγοράς, και έτσι επεκτάθηκαν οι δραστηριότητες των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας.
- v. Όσον αφορά τις θεσμικές ρυθμίσεις, για δεκαετίες, μόνο οι αρχές των ΗΠΑ απαιτούσαν προηγούμενη αξιολόγηση τόσο των κινητών αξιών και των εκδοτών από πιστοποιημένους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας των ομολόγων, για να εγκρίνουν ορισμένες μόνο μεθόδους χρηματοδότησης. Στη συνέχεια, παρόμοιες θεσμικές ρυθμίσεις εισήχθησαν και σε άλλες χώρες, συμπεριλαμβανομένης της ΕΕ. Παράλληλα, σε διεθνές επίπεδο, λαμβάνοντας ως παράδειγμα τη «Βασιλεία 2», καθιερώθηκε η υποχρέωση για την αξιολόγηση του προσδιορισμού των αναγκαίων αποθεματικών και των κινδύνων των τραπεζών. Ως εκ τούτου, τα μέλη και οι ίδιοι οι διεθνείς οργανισμοί συνέβαλαν στην επέκταση της διεθνούς παρουσίας και των δραστηριοτήτων των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Μετά τη πρόσφατη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση και τη κρίση χρέους της Ευρωζώνης, έχει εφαρμοστεί μια σημαντική προσπάθεια για να

μειωθεί η σημασία της εξωτερικής αξιολόγησης και να προωθηθούν οι διαδικασίες της εσωτερικής αξιολόγησης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

- vi. Ο πολιτικός παράγοντας. Είναι πολύ έντονη η κριτική που συχνά ασκείται από «κορυφαίους» πολιτικούς στους οίκους αξιολόγησης. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την αυξημένη αποδοχή τους από την κοινή γνώμη. Αυτές οι πρακτικές αποκαλύπτουν τη σημασία που δίνουν οι πολιτικοί στους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, κατηγορώντας τους καλώς ή κακώς για τα οικονομικά προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι χώρες τους. Έτσι, υπάρχει η υποψία ότι οι οίκοι συχνά παίζουν το ρόλο του αποδιοπομπαίου τράγου. Από την άλλη πλευρά, παρά την έντονη κριτική, στην πράξη, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής φαίνεται ότι επηρεάζονται καθοριστικά από τις αξιολογήσεις. Είναι χαρακτηριστικό το παράδειγμα της ιδιόμορφης οικονομικής διπλωματίας που έχει αναπτυχθεί στην Ευρωζώνη, όπου μια ομάδα από τέσσερις χώρες με αξιολόγηση AAA, συναντώνται και συμβουλεύουν από κοινού άλλα κράτη, εκτός των καθιερωμένων διαδικασιών του «Eurogroup». (Kotios, et al., 2012).

3.3 Ο Ρόλος των οίκων αξιολόγησης στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές κρίσεις

Πολλοί ακαδημαϊκοί, ερευνητές, πολιτικοί, δημοσιογράφοι, μεταξύ άλλων, πιστεύουν ότι οι οίκοι αξιολόγησης έχουν πολύ μεγάλη ευθύνη για την πρόκληση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Σύμφωνα με το Κογκρέσο των ΗΠΑ, οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, συμπεριλαμβανομένων των επενδυτικών τραπεζών, έχουν την κύρια ευθύνη για τη φούσκα των ακινήτων και την κατάρρευση των χρηματοπιστωτικών αγορών που προκάλεσε την παγκόσμια ύφεση. Ειδικότερα, οι οίκοι δεν κατηγορήθηκαν τόσο για την αδυναμία-αποτυχία τους να προβλέψουν την επερχόμενη κρίση, αλλά για τις εξαιρετικά ευνοϊκές διαβαθμίσεις που έδιναν σε πολλές επενδυτικές τράπεζες, στα παράγωγα και στα «τοξικά» τους προϊόντα. Αν και οι οίκοι αξιολόγησης S&P και Moody's, το 2003, προειδοποίησαν το κοινό για μελλοντικές δυσλειτουργίες στην αγορά των ακινήτων, εντούτοις, συνέχισαν να δίνουν υψηλές θέσεις σε εμπλεκόμενες εταιρίες και κινητές αξίες, συμβάλλοντας στη

συνέχιση και επέκταση της κερδοσκοπικής φούσκας. Έτσι, μπορούν να κατηγορηθούν ότι συνέβαλαν στην εξαπάτηση των τελικών επενδυτών.

Σύμφωνα με τους Benmelech και Dlugosh (2009), η συντριπτική πλειοψηφία από τους 4000 τίτλους εγγυημένων δανειακών υποχρεώσεων που εξέτασαν, αξιολογήθηκε με AAA, παρά το γεγονός ότι η μέση εκτίμηση των εξασφαλίσεων ήταν B+. Άρα, μόνο εντύπωση δεν προκαλεί το γεγονός ότι η αξία αυτών δανείων μειώθηκε κατά 70% μεταξύ του 2007-8. (Pagano & Volpin, 2010). Ορισμένοι άλλοι ερευνητές εκτιμούν ότι αυτό συμβαίνει διότι οι εκθέσεις αξιολόγησης πληρώνονται από επενδυτικές τράπεζες και άλλους εκδότες κινητών αξιών. Επίσης, οι οίκοι αξιολόγησης απέτυχαν στη σωστή βαθμολόγηση των θεμάτων της αγοράς των ενυπόθηκων δανείων, δεδομένου ότι οι αξιολογήσεις τους δεν συνδέουν τις μεμονωμένες περιπτώσεις μιας επενδυτικής τράπεζας, με τη δυνατότητα μιας γενικής κάμψης στη χρηματοπιστωτική αγορά των ΗΠΑ. Δηλαδή, οι αξιολογήσεις εστιάζουν μόνο σε μικροοικονομικά στοιχεία, χωρίς να εξετάζουν την αλληλεπίδρασή τους με τα μακροοικονομικά δεδομένα. Χαρακτηριστική παραμένει η περίπτωση της κατάρρευσης της Lehman Brothers, αλλά και της AIG. (Kotios, et al., 2012).

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο κεφάλαιο, οι οίκοι αξιολόγησης αρνούνται να δημοσιοποιήσουν λεπτομέρειες σχετικά με τις μεθοδολογίες που εφαρμόζουν στη διαδικασία αξιολόγησης. Πρόσφατα όμως, έγιναν κάποιες νομοθετικές παρεμβάσεις που διασφαλίζουν μεγαλύτερη διαφάνεια στην αξιολόγηση. Κάποιες μελέτες καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι οίκοι αξιολόγησης δίνουν ιδιαίτερο βάρος στο κατά κεφαλήν ΑΕΠ, στο ρυθμό ανάπτυξης, στο δημόσιο χρέος και στο έλλειμμα, για να βαθμολογήσουν τα κράτη. (Afonso, et al., 2011). Ωστόσο, οι οίκοι δίνουν λιγότερο βάρος σε σημαντικούς παράγοντες όπως είναι η ρευστότητα, η σύνθεση του χρέους, οι ανισορροπίες στο νόμισμα, οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων, που συνεισφέρουν αρκετά για την εκτίμηση και την πρόβλεψη μελλοντικών κρίσεων χρέους. (Detragiache & Spilimbergo, 2001). Ακόμα, οι οργανισμοί αξιολόγησης δεν συνυπολογίζουν σημαντικούς δείκτες όπως είναι η ανταγωνιστικότητα και οι πραγματικοί μισθοί. Σύμφωνα με τον Reinhart που μελέτησε 62 περιπτώσεις κρατών, οι μακροοικονομικοί δείκτες σε αυτά τα κράτη ήταν πιο ακριβείς στη πρόβλεψη της κρίσης χρέους, παρά οι εκτιμήσεις του οίκου Standard and Poor's. (Reinhart, 2002).

Ένα από τα προβλήματα της αξιολόγησης των χωρών της Ευρωζώνης συνδέεται με την έλλειψη εμπειρίας και σαφής μεθοδολογίας για την αξιολόγηση ενός κράτους μέσα σε νομισματική ένωση. Αυτό ισχύει πολύ περισσότερο για την αξιολόγηση των κινδύνων μετάδοσης της κρίσης, το «φαινόμενο ντόμινο», στα υπόλοιπα κράτη μιας νομισματικής ένωσης όπως είναι η ευρωζώνη. Όσον αφορά τη συσχέτιση των αξιολογήσεων όλων των φορέων, έχει διαπιστωθεί ότι οι τρεις κύριοι οίκοι αξιολογούσαν ακολουθώντας τον ίδιο βηματισμό. Για παράδειγμα, ισχυρή συσχέτιση παρατηρήθηκε στους οίκους S&P και Fitch στην περίπτωση της Ελλάδας, και στους S&P και Moody's στην Ιρλανδία και την Πορτογαλία. (Cantor & Packer, 1996). Επίσης, διαπιστώθηκε ότι οι αξιολογήσεις δείχνουν ισχυρή συσχέτιση όταν η οικονομία βρίσκεται σε ανάπτυξη, ενώ είναι αποκλίνουσες όταν η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση.

3.3.1 Η ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς και οι επιπτώσεις της

Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της αγοράς ομολόγων, κυριαρχείται από τους τρεις μεγάλους οίκους που αναφέρθηκαν στην αρχή του δεύτερου κεφαλαίου, και που έχουν μερίδιο περίπου 95%.

Το 54% του κύκλου εργασιών του Moody's προέρχεται από την αγορά των ΗΠΑ, από όπου προέρχεται και το 52% του εργατικού δυναμικού του εν λόγω οίκου. Για τον Fitch, τα ίδια στοιχεία είναι 42% και 35% αντίστοιχα. Εξαιτίας του ολιγοπωλίου που έχουν αυτοί οι οίκοι, οι τρεις μεγάλοι όπως χαρακτηριστικά λέγονται, τα κέρδη τους το 2010 ήταν εξαιρετικά υψηλά. Ο S&P είχε 45%, ο Moody's 38% και ο Fitch 30%. Μάλιστα, ο Moody's την περίοδο 2011-2014 παρουσίασε θεαματική αύξηση κερδών. Το 2011 είχε λειτουργικά κέρδη 888 εκ. δολάρια, το 2012 1,07 δις. δολάρια, το 2013 1,23 δις και το 2014 1,54 δις. (Moody's Corporation, 2015). Αυτή η περιοπτη θέση που κατέχουν για πάνω από ένα αιώνα, είχε ως αποτέλεσμα οι νέοι οίκοι να μην κατορθώσουν να λάβουν σημαντικό μερίδιο της αγοράς. Οι οίκοι αξιολογούν εκτός από κράτη, διαφόρων τύπων χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Για παράδειγμα, ο Fitch με ανακοίνωση του, τη περίοδο 2009-10 αξιολόγησε 6000 χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, 2000 μη χρηματοπιστωτικές εταιρίες, 100 κράτη, 200 κοινότητες, 300 εκδόσεις ομολογιακών δανείων για τη κατασκευή έργων υποδομής, 46.000 δημοτικά ομολογιακά δάνεια στις ΗΠΑ και 8500 εκδόσεις δομημένων προϊόντων. (Kotios, et al., 2012). Βέβαια, οι μειωμένες τιμές που χρεώνουν οι οίκοι αξιολόγησης

συγκλίνουν, γεγονός που δείχνει μια συνεννόηση μεταξύ τους σε παρασκηνιακό επίπεδο.

Αυτή η ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς πιστοληπτικής ικανότητας, αποτελεί ένα ακόμη σημείο κριτικής για την υπερβολική δύναμη των οίκων, για την ύπαρξη τεχνητών εμποδίων εισόδου στην αγορά και για τη χαμηλή ποιότητα των αξιολογήσεων λόγω έλλειψης επαρκούς ανταγωνισμού. Η συζήτηση, ωστόσο, για το ολιγοπώλιο αυτών των τριών οίκων δεν μένει μόνο στο αριθμό τους, ούτε στη τιμολογιακή πολιτική που συνακολουθούν, αλλά επεκτείνεται στην ποιότητα των εφαρμοζόμενων μεθόδων αξιολόγησης και στην ακρίβεια που έχουν αυτές. Σύμφωνα με μια έρευνα, ο μειωμένος ανταγωνισμός μειώνει και την ποιότητα των αξιολογήσεων. (Becker & Milbourn, 2010). Παράδειγμα αποτελούν οι ανακριβείς βαθμολογίες των οίκων κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, όπου οι οίκοι διατήρησαν τα μερίδια που κατείχαν στην αγορά.

Βέβαια, ο υψηλός βαθμός συγκέντρωσης μεριδίων της αγοράς σε έναν τομέα, δεν σημαίνει αναγκαστικά και έλλειψη ανταγωνισμού. Υπάρχουν δυο παραδείγματα, της Coca-Cola – Pepsi και της Boeing – Airbus, όπου επιβεβαιώνουν αυτό τον κανόνα. Όπως αναφέρει και η Παγκόσμια Τράπεζα, μπορεί να υπάρχει όφελος από την ύπαρξη περιορισμένου αριθμού οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. (Katz, et al., 2009). Όμως, υπάρχει και η αντίθετη άποψη που υποστηρίζει ότι οι οργανισμοί αξιολόγησης δεν εμποδίζουν την είσοδο νέων στην αγορά, αλλά είναι τα κεφάλαια που πρέπει να επενδύσουν τα πιο σημαντικά εμπόδια για τη είσοδό τους στον ανταγωνισμό. (White, 2002). Επίσης, το γεγονός ότι δυο μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης-S&P, Moody's- εδρεύουν στις ΗΠΑ και είναι θυγατρικές μεγάλων επενδυτικών τραπεζών ή άλλων επιχειρήσεων, έχει εγείρει ορισμένες αντιρρήσεις για την αμερόληπτη στάση που διατηρούν. Μετά την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας των ΗΠΑ από την S&P στις 7/08/2001, ο τότε υπουργός οικονομικών της χώρας δήλωσε ότι ο οίκος έδειξε πολύ αυστηρή κρίση και το χειρίστηκε με πολύ ανεπάρκεια. (Kotios, et al., 2012).

Πίνακας 3.1

Βασικά επιχειρηματικά δεδομένα των οίκων αξιολόγησης

Year 2010	S&Ps	Moody's	Fitch	Others
Proceeds (Million USD)	1,696	2,032	657	n/a
Operating Profits	762	773	200	-
Market Share	43%	44%	11%	2%
Outstanding Assessments	1,190,500	1,039,187	505,024	81,888
Analysts & Supervisors	1,345	1,202	1,049	392
Percentage of Total	34%	30%	26%	10%

Πηγή: Conversable Economist, 2011

Η πίεση που προερχόταν από τις αγορές στην αρχή της κρίσης, οδήγησε τα βόρεια κράτη της ΕΕ να χρηματοδοτήσουν, εν μέρει, τα πιο αδύναμα κράτη όπως ήταν η Ελλάδα. Σημαντικό ρόλο σε αυτή τη κατάσταση διαδραμάτισαν οι εκθέσεις και οι προβλέψεις των οίκων αξιολόγησης, οι οποίες επηρέαζαν τη συμπεριφορά των αγορών, όσο και τις αγορές ασφαλιστρών κινδύνου, χωρίς να έχουν καμία δημοκρατική νομιμοποίηση.

Κατά τη συζήτηση σχετικά με τη σημασία και τη λειτουργία των οργανισμών αξιολόγησης, το κανονιστικό πλαίσιο διαδραμάτισε πολύ σημαντικό ρόλο. (Basel Committee on Banking Supervision, 2010). Από τη μια πλευρά, η θεσμική ολοκλήρωση σε μια σειρά από χρηματοοικονομικές συναλλαγές και οι ρυθμίσεις στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας, αναβάθμισε το ρόλο τους και τους κατέστησε κύριους πρωταγωνιστές στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Από την άλλη πλευρά, οι πολιτικοί θεσπίζουν τόσο εθνικούς όσο και διεθνείς κανόνες για τη λειτουργία και την εποπτεία των οίκων αξιολόγησης. Ωστόσο, η συζήτηση για ένα ρυθμιστικό πλαίσιο σχετικά με τη λειτουργία των οίκων, έρχεται από παλαιότερα. Με το τέλος της Ασιατικής κρίσης το 1997/8, εκφράστηκε έντονη κριτική για τις λανθασμένες πρακτικές των οίκων, αλλά οι προτεινόμενες βελτιώσεις για τον έλεγχο

και την εποπτεία της λειτουργίας τους δεν προχώρησαν. Το ίδιο συνέβη και το 2001 μετά την χρεοκοπία της Αργεντινής. (Kotios, et al., 2012).

Η αναγκαιότητα της αξιολόγησης για τη διεξαγωγή ορισμένων χρηματοοικονομικών συναλλαγών, κινήθηκε από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς στις ΗΠΑ το 1936. Το 1975, οι ΗΠΑ ίδρυσαν τον εθνικό οργανισμό για τις στατιστικές βαθμολογίες, τον “NRSRO”, ο οποίος εγκρίνει τις επιχειρήσεις των οποίων οι αξιολογήσεις έχουν εγκριθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Εντούτοις, η δράση των διεθνών οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας παρέμεινε ανεξέλεγκτη για δεκαετίες, αν και οι αξιολογήσεις τους ήταν προαπαιτούμενο για την έκδοση ομολόγων και για την έγκριση τίτλων από τις κεντρικές τράπεζες, μεταξύ άλλων. Όμως, μετά την έναρξη της διεθνούς οικονομικής κρίσης του 2008, χώρες όπως η Ιαπωνία, η Αυστραλία, το Χονγκ Κονγκ και η ΕΕ, θέσπισαν εθνικά πλαίσια για τη ρύθμιση της λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης. Οι ρυθμίσεις αυτές, ωστόσο, έχουν περιορισμένα αποτελέσματα λόγω της ισχυρής έδρας των μεγάλων οίκων. Οι δύο από αυτούς έχουν έδρα τις ΗΠΑ και ως εκ τούτου, επαφίενται στο αμερικανικό δίκαιο.

Το 2010, στο πλαίσιο της μεταρρύθμισης της Wall Street και με το νόμο για τη Προστασία των Καταναλωτών, υπό τον Dodd-Frank, θεσπίστηκαν νέοι κανόνες για να βελτιωθεί το θεσμικό πλαίσιο για την αξιολόγηση και τη λειτουργία των οίκων. Αυτοί οι κανόνες περιελάμβαναν ετήσιες εκθέσεις εσωτερικού ελέγχου των οργανισμών αξιολόγησης, ελέγχους για τη σύγκρουση των συμφερόντων, δημοσιεύσεις αξιολογήσεων και στατιστικών μεθοδολογιών και κωδικοποίηση των ποινών και των κυρώσεων. Σε διεθνές πεδίο, το 2008 η “IOSCO”, αναθεώρησε τον κώδικα καλής συμπεριφοράς των οργανισμών αξιολόγησης, έτσι ώστε να λυθούν θέματα όπως η ανεξαρτησία, η σύγκρουση συμφερόντων, η διαφάνεια και ο ανταγωνισμός. Επιπροσθέτως, η Επιτροπή της Βασιλείας, απαίτησε από τις τράπεζες να εκτελούν τις δικές τους εκτιμήσεις και να περιορίσουν τη σημασία των εξωτερικών αξιολογήσεων. (Basel Committee on Banking Supervision, 2010). Επίσης, η Ευρωπαϊκή Οδηγία “UCITS 3” που αναφέρεται στους Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες και ρυθμίζει την κατανομή των ενεργών επενδυτικών κεφαλαίων, απαιτεί την αξιολόγηση των επενδύσεων από εξουσιοδοτημένους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Ως

αποτέλεσμα, οι οργανισμοί αξιολόγησης έχουν μια εξαιρετική θέση στην αγορά της ΕΕ, λόγω της νομοθεσίας, η οποία, παρά τους νέους κανονισμούς, δεν τους περιορίζει. Για παράδειγμα, το δίκαιο της ΕΕ δεν επηρεάζει το πιο σημαντικό στοιχείο της λειτουργίας της αξιολόγησης των οργανισμών πιστοληπτικής ικανότητας, την αρχή ότι «ο εκδότης πληρώνει». (Lannoo, 2010). Η διατήρηση αυτής της αρχής, είναι η δύναμη των 3 μεγάλων κατεστημένων επιχειρήσεων αξιολόγησης που υποστηρίζεται.

Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί, ότι καμία νομική δράση δεν έχει εγκριθεί από τους οργανισμούς αξιολόγησης σε απάντηση για τις αγωγές που έχουν δεχθεί από τα θύματα της πτώχευσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Από όλα αυτά που αναφέρονται παραπάνω, είναι προφανές ότι υπάρχει ένα κατακερματισμένο κανονιστικό πλαίσιο που έχει μικρή αποτελεσματικότητα. Επίσης, πολλοί κανονισμοί φαίνεται να έχουν τα αντίθετα αποτελέσματα. Επιπλέον, δεν υπάρχει μια ενιαία διεθνής προσέγγιση σε ένα παγκόσμιο φαινόμενο που επηρεάζει όλες τις χώρες. Ως εκ τούτου, αναγνωρίζεται η ανάγκη για μια ενδελεχή αξιολόγηση της προηγουμένως εισαχθείσας νομοθεσίας. Η δυνατότητα θέσπισης κοινών διεθνών καθεστώτων που θα ρυθμίζουν το θέμα της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και των οργανισμών και των επιχειρήσεων που τους μεταφέρουν έξω, θα πρέπει να διερευνηθεί περαιτέρω. Τέλος, από νομικής και ηθικής απόψεως, θα πρέπει να αναζητηθεί ενδεχόμενη αστική ευθύνη των οργανισμών αξιολόγησης, αλλά και χρηματική αποζημίωση, σε περίπτωση παραπλάνησης του επενδυτικού κοινού. (Kotios, et al., 2012).

Συνεπώς, δικαιολογείται η άποψη για τη καθυστερημένη ανταπόκριση των οίκων όσον αφορά την υποβάθμιση στις αξιολογήσεις, διότι δεν υποβάθμιζαν τα προϊόντα όταν γινόταν αυτό σαφές στην αγορά. Μετά το 2010, οι οίκοι συνδέθηκαν εύλογα με την ευρωπαϊκή κρίση χρέους και με τη συστημική κρίση που βίωσε η Ευρωζώνη. Βέβαια, η αλληλεξάρτηση των αγορών κεφαλαίων και του χρήματος καθώς και η διεθνής επέκταση των εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών και των αμοιβαίων κεφαλαίων, συνέβαλαν στην ισχυροποίηση των οίκων αξιολόγησης. Ακόμα, σύμφωνα με το Κογκρέσο των ΗΠΑ, οι οίκοι αξιολόγησης κατέχουν την κύρια ευθύνη για τη φούσκα των ακινήτων και την κατάρρευση των χρηματοπιστωτικών αγορών που προκάλεσε την παγκόσμια ύφεση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Ο ΡΟΛΟΣ ΠΟΥ ΔΙΑΔΡΑΜΑΤΙΣΑΝ ΟΙ ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΟΙΚΟΥΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΚΔΗΛΩΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

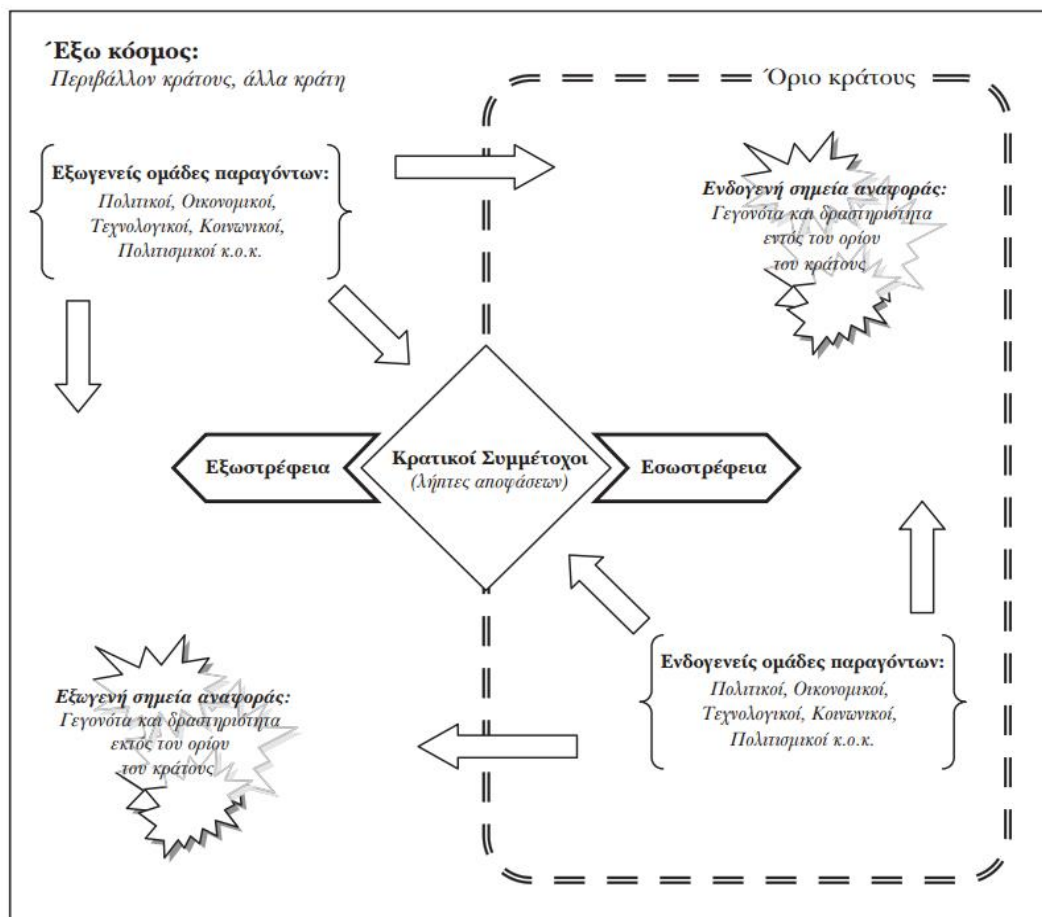
4.1 Το αναλυτικό πλαίσιο της Σύνθετης Δημοσιονομικής Κρίσης

Το αναλυτικό πλαίσιο της Σύνθετης Δημοσιονομικής Κρίσης στοχεύει να αναδείξει τους προσδιοριστικούς παράγοντες που οδηγούν στην εκδήλωση μιας κρίσης. Το κύριο επιχείρημα είναι ότι η εκδήλωση μιας δημοσιονομικής κρίσης σε ένα κράτος δε προκύπτει μόνο από την έλλειψη εμπιστοσύνης, που αυξάνει το κόστος δανεισμού και τελικά καθιστά απαγορευτική την έξοδο στις διεθνείς αγορές. Αρχικά, σημαντικότερη ευθύνη έχει η οικονομική πολιτική που εφαρμόστηκε τα προηγούμενα έτη σε ένα κράτος, μαζί με άλλους προσδιοριστικούς παράγοντες, οι οποίοι εκδηλώνονται όταν εμφανιστεί η δημοσιονομική κρίση. Αυτοί οι προσδιοριστικοί παράγοντες μπορεί να είναι οι θεσμοί μιας χώρας, που συνδέονται άμεσα με το αίσθημα της αξιοπιστίας της χώρας, οι συμμαχίες ενός κράτους τόσο με άλλα κράτη, όσο και με διεθνείς οργανισμούς, και πριν εμφανιστεί η κρίση και κατά τη διάρκεια της. Ακόμα, η εφαρμοζόμενη οικονομική πολιτική από ένα κράτος που βρίσκεται σε ύφεση, μπορεί να καθορίσει σε μεγάλο βαθμό τις συνέπειες της δημοσιονομικής κρίσης, μαζί με τους ανωτέρω παράγοντες. (Ρουκανάς, 2014).

Ταυτόχρονα, έχει γίνει μια συστηματική καταγραφή των προσδιοριστικών παραγόντων που επηρεάζουν τους λήπτες αποφάσεων των κρατών, ενδογενείς και εξωγενείς, αλλά και διαχωρίζοντας τους σε οικονομικούς, πολιτικούς, τεχνολογικούς, και άλλους. Στο Διάγραμμα 4.1, παρουσιάζονται αναλυτικά οι προσδιοριστικοί παράγοντες των κρατών.

Διάγραμμα 4.1

Το αναλυτικό πλαίσιο εξωστρέφειας-εσωστρέφειας των κρατών



Πηγή: Koutsoukis, Roukanas & Sklias, 2009

Όπως διαπιστώνεται από το διάγραμμα, το αναλυτικό πλαίσιο εξωστρέφειας – εσωστρέφειας των κρατών στην αρχή κάνει μια ομαδοποίηση στους προσδιοριστικούς παράγοντες επίδρασης στις αποφάσεις των κρατών. Στη συνέχεια, τους διαχωρίζει σε εξωγενείς και ενδογενείς και προσπαθεί να δείξει την επίδραση τους στις αποφάσεις των χωρών. Αυτό το πλαίσιο εμπλουτίζει την ανάλυση όσον αφορά τα κριτήρια λήψης των αποφάσεων των κρατών. (Koutsoukis, et al., 2009).

Το αναλυτικό πλαίσιο της σύνθετης δημοσιονομικής κρίσης περιλαμβάνει τους κάτωθι 5 προσδιοριστικούς παράγοντες:

- i. Το έθνος-κράτος όπου εκδηλώνεται η κρίση, και που επιθυμεί τις μικρότερες συνέπειες αλλά ταυτόχρονα, μεγιστοποίηση του εθνικού του συμφέροντος.
- ii. Τις αρχικές συνθήκες που συμβάλλουν στην εμφάνιση της κρίσης. Αυτές μπορεί να είναι το υψηλό δημόσιο χρέος και το έλλειμμα μιας εθνικής οικονομίας.
- iii. Τους υπάρχοντες θεσμούς μιας χώρας και την αποδοτικότητά τους. Για παράδειγμα, η αξιόπιστη και σωστή λειτουργία της Στατιστικής Αρχής ενός κράτους, συμβάλλει τα μέγιστα στην αξιοπιστία του στο διεθνές περιβάλλον όπου συναναστρέφεται.
- iv. Την οικοδόμηση χρήσιμων συμμαχιών τόσο με κράτη όσο και με διεθνείς οργανισμούς. Οι συμμαχίες βοηθούν σε συνθήκες διαπραγματεύσεως και διαμορφώνουν τις προϋποθέσεις για τον περιορισμό των δυσμενών συνεπειών της δημοσιονομικής κρίσης.
- v. Την εφαρμοζόμενη οικονομική πολιτική την περίοδο της εμφάνισης της κρίσης, μιας και διαμορφώνει τη βαρύτητα των μετέπειτα συνεπειών της. (Ρουκανάς, 2014, pp. 436-437).

4.2 Οι διαβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας από τους οίκους αξιολόγησης και οι επιδράσεις τους

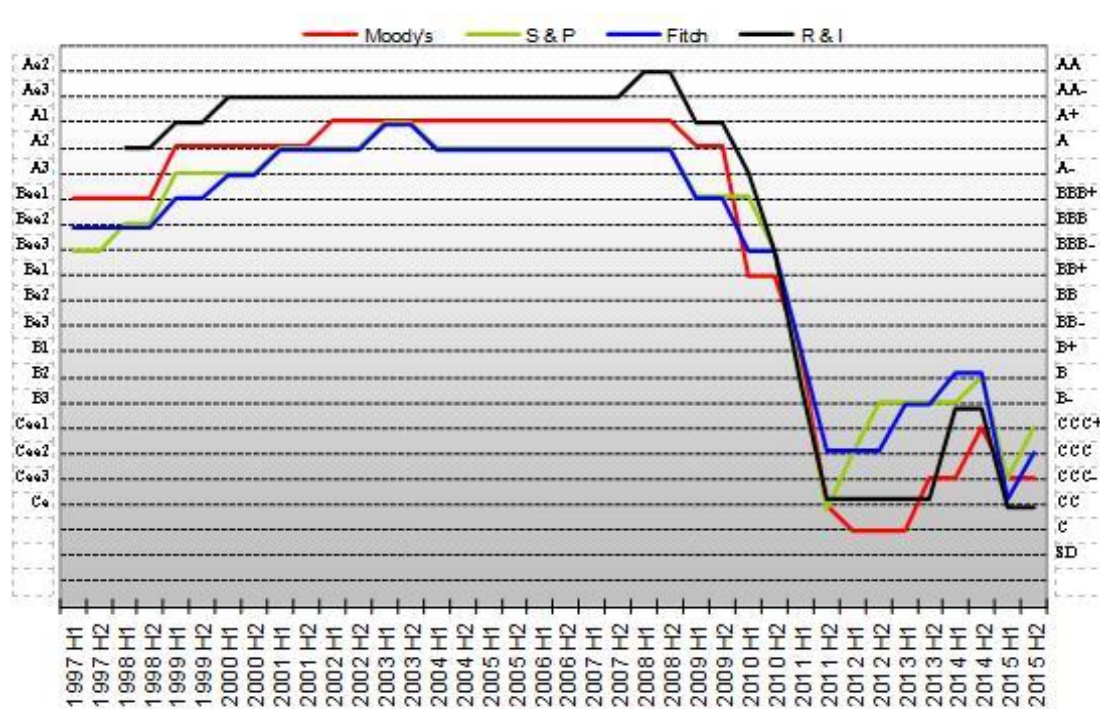
Όσον αφορά την Ελλάδα, οι κύριοι παράγοντες αποδυνάμωσης της διαπραγματευτικής ισχύος της χώρας, ήταν η διαμόρφωση του ελλείμματος όπως αυτή προέκυψε από τη νέα κυβέρνηση που εξελέγη στις 4 Οκτωβρίου του 2009 και η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική που ακολούθησε εκείνη η κυβέρνηση. Ο τότε διοικητής της Τράπεζας της Ελλάδος, Γ. Προβόπουλος, είχε δηλώσει για το έλλειμμα του 2009: *«Όταν δημιουργηθεί μια δυναμική, η δυναμική αυτή πολύ δύσκολα ελέγχεται. Ασφαλώς, θα μπορούσαν- και θα έπρεπε κατά τη γνώμη μου- να ληφθούν πολύ γενναία, πολύ φιλόδοξα μέτρα που να ανακόψουν αυτή τη δυσμενή δυναμική, κάτι το οποίο δεν έγινε όπως ξέρουμε όλοι. Μπορεί να μην είχαν μια τεράστια επίπτωση στο έλλειμμα, [...] όμως θα είχαν μια τεράστια θετική επίπτωση από πλευράς ψυχολογίας στις αγορές, γιατί θα έβλεπαν ότι λαμβάνονται τέτοια μέτρα τα οποία ανακόπτουν τη δυναμική, επομένων προλαμβάνουμε τα χειρότερα.[...] Διότι, όσο αφήνει κανείς τα θέματα να εκτυλίσσονται, τόσο πιο δραστική πρέπει να είναι η παρέμβαση για να κρατήσει την κατάσταση.»* (Γκάλιου, 2012).

Σύμφωνα, λοιπόν, και με τη δήλωση του τότε διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, η μη έγκαιρη λήψη μέτρων το τελευταίο τρίμηνο του 2009 από την κυβέρνηση, αποτέλεσε βασικό παράγοντα για τη διόγκωση του ελλείμματος, που έφερε την αδυναμία δανεισμού της χώρας λόγω των απαγορευτικών επιτοκίων και ταυτόχρονα, περιόρισε τη διαπραγματευτική ισχύ της Ελλάδας για την υπαγωγή της στο ΔΝΤ.

Εδώ πρέπει να επισημανθεί ότι οι οίκοι αξιολόγησης κατέχουν καίριο ρόλο στη πρόσβαση των κρατών στο διεθνή δανεισμό. Όμως, όπως έχει αποδειχθεί, οι αξιολογήσεις σε πολλές περιπτώσεις δε βασίζονται στην εκτίμηση των θεμελιωδών μακροοικονομικών μεγεθών. Τα έτη πριν από την εμφάνιση της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης, η αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας ήταν ιδιαίτερα υψηλή, παρόλο που η χώρα αντιμετώπιζε τόσο επιδείνωση των δημοσιονομικών της όσο και έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Έτσι, στην περίπτωση της Ελλάδας, δεν υπολογίστηκαν από τους οίκους θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη όπως είναι το πραγματικό ΑΕΠ, το δημόσιο χρέος, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, οι εισαγωγές και οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, η απασχόληση, η ανεργία και η δημόσια και ιδιωτική κατανάλωση. (Ρουκανάς, 2014).

Διάγραμμα 4.2

Η εξέλιξη της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας



- **2001-2009**

Όπως φαίνεται και στους ακόλουθους πίνακες, οι οίκοι αξιολόγησης βαθμολογούσαν ιδιαίτερα υψηλά τη χώρα μας από την ένταξη στην ONE μέχρι και την εκδήλωση της κρίσης χρέους στα τέλη του 2009. Ειδικότερα, ο οίκος Fitch, μετά τις εκλογές του 2009 μείωσε την πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας από A σε A- και με αρνητική προοπτική, ενώ ο οίκος Moody's στα τέλη του ίδιου έτους μείωσε και αυτός την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας σε A2 από A1, με επίσης αρνητική προοπτική. Όμως, τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη όπως το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το δημόσιο χρέος και το έλλειμμα, δεν δικαιολογούσαν αυτή την τόσο θετική αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας τα χρόνια μετά την ένταξη στην ONE. Η θετική αξιολόγηση που είχε η Ελλάδα, βοήθησε στο φτηνό δανεισμό της χώρας, ο οποίος όμως επί σειρά ετών δεν αξιοποιήθηκε όπως θα έπρεπε. Αντιθέτως, αυξήθηκαν οι εισαγωγές και η κατανάλωση, μειώθηκαν οι παραγωγικές επενδύσεις, αυξήθηκε το δημόσιο χρέος και το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης. Επίσης, όπως αναφέρει ο Πύρρος Παπαδημητρίου, *«η κριτική στην οποία μπορεί να επικεντρωθεί κανείς αφορά το γεγονός ότι η διαδικασία της ένταξης δεν υποστηρίχτηκε από διαρθρωτικές αλλαγές, καθώς και από τη δέουσα εισοδηματική πολιτική στο δημόσιο τομέα»*. (Παπαδημητρίου, 2014).

Πίνακας 4.1

Αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας από τον οίκο αξιολόγησης Fitch Ratings

Ημερομηνία	Foreign currency rating			Local currency rating		
	Μακροπρόθεσμη	Βραχύ-πρόθεσμη	Προοπτική	Μακροπρόθεσμη	Προοπτική	Country Ceiling
23/10/2002	A	F1	Θετική	A	Θετική	-
20/10/2003	A+	F1	Σταθερή	A+	Σταθερή	-
28/09/2004	A+	F1	Αρνητική	A+	Αρνητική	-
16/12/2004	A	F1	Σταθερή	A	Σταθερή	AAA
05/03/2007	A	F1	Θετική	A	Θετική	AAA
20/10/2008	A	F1	Σταθερή	A	Σταθερή	AAA
12/05/2009	A	F1	Αρνητική	A	Αρνητική	AAA
22/10/2009	A-	F1	Αρνητική	A-	Αρνητική	AAA
08/12/2009	BBB +	F2	Αρνητική	BBB+	Αρνητική	AAA
09/04/2010	BBB-	F2	Αρνητική	BBB-	Αρνητική	AAA
21/12/2010	BBB-	F2	Αρνητική	BBB-	Αρνητική	AAA
13/07/2011	CCC	C	-	CCC	-	AAA
22/02/2012	C	-	C	C	-	AAA
13/03/2012	B-	B	Σταθερή	B-	Σταθερή	AAA
17/05/2012	CCC	C	-	CCC	-	B-
10/12/2013	B	B	-	B	-	B
23/05/2014	B	B	Σταθερή	B	Σταθερή	BB
13/11/2015	CCC	C	-	CCC	-	B-

Πηγή: Ρουκανάς, 2014 & Fitch Ratings, 2015

Πίνακας 4.2

Αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας από τον οίκο Moody's

Foreign currency		Local currency	
Ημερομηνία	Βαθμολογία (προοπτική)	Ημερομηνία	Βαθμολογία
04/11/2002	A1		
15/11/2003	(Σταθερή)		
11/01/2007	(Θετική)		
25/02/2009	(Σταθερή)		
29/10/2009	(Υπό Εξέταση)		
22/12/2009	A2 (Αρνητική)	28/01/1997	A2
22/04/2010	A3 (Υπό Εξέταση)	04/11/2002	A1
14/06/2010	Ba1 (Σταθερή)	22/12/2009	A2
16/12/2010	(Υπό Εξέταση)	22/04/2010	A3
07/03/2011	B1 (Αρνητική)	14/06/2010	Ba1
09/05/2011	(Υπό Εξέταση)	07/03/2011	B1
01/06/2011	Caal (Αρνητική)	01/06/2011	Caal
25/07/2011	Ca	25/07/2011	Ca
02/03/2012	C	02/03/2012	C
29/11/2013	Caa3 (Σταθερή)	29/11/2013	Caa3
01/08/2014	Caa1 (Σταθερή)	01/08/2014	Caa1
25/09/2015	Caa3 (Σταθερή)	25/09/2015	Caa3

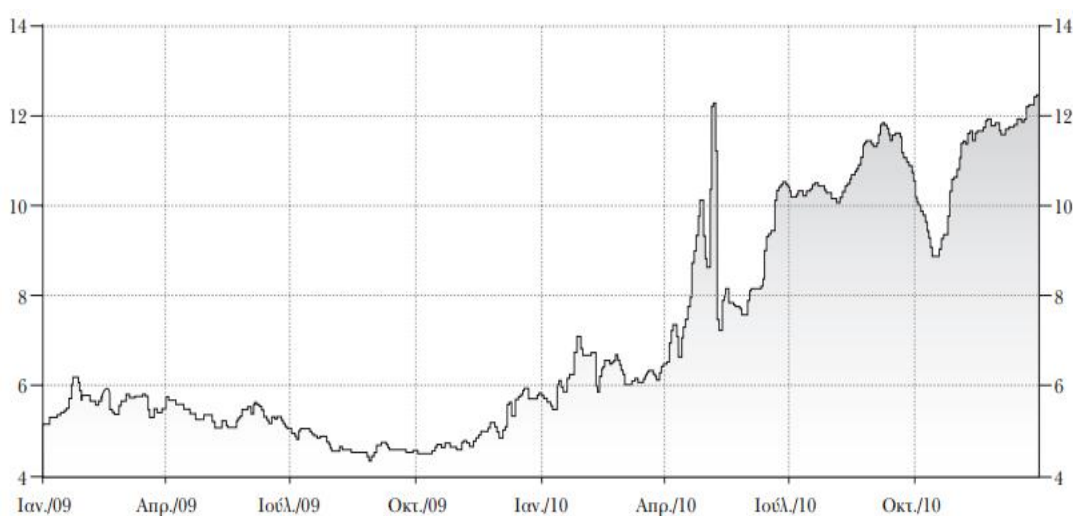
Πηγή: Ρουκανάς, 2014, Countryeconomy, 2014 & Moody's, 2015

Το Διάγραμμα 4.3 φανερώνει ότι η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου άρχισε να αυξάνεται αμέσως μετά τις εκλογές του Οκτωβρίου του 2009 και τον Απρίλιο του 2010 ο δανεισμός της χώρας από τις αγορές κατέστη απαγορευτικός. Τα μέτρα που έλαβε η κυβέρνηση εκείνη την περίοδο, αποδείχθηκαν πολύ κατώτερα από αυτά που ανέμεναν οι αγορές για να συνεχίσουν να δανειζούν με επιτρεπτά επιτόκια. Αυτά τα μέτρα επικεντρώνονταν σε οριζόντιες περικοπές μισθών, και το σημαντικότερο, δεν στόχευαν στην αντιμετώπιση των αιτιών της ελληνικής κρίσης, αλλά περισσότερο

στην αντιμετώπιση των συνεπειών της. (Κότιος, et al., 2012). Όπως διαπιστώνεται και από τους Πίνακες 4.1 και 4.2, οι αυξήσεις στις αποδόσεις των ομολόγων συνδέονται άμεσα με τις αξιολογήσεις των οίκων. Ο Fitch τον 4/2010 είχε υποβαθμίσει περαιτέρω σε BBB- την ελληνική οικονομία, ενώ στο ίδιο μήκος κυμαινόταν και ο Moody's που είχε, επίσης, υποβαθμίσει τον ίδιο μήνα την ελληνική οικονομία σε A3 από A2.

Διάγραμμα 4.3

Απόδοση 10ετών ελληνικών ομολόγων



Πηγή: Trading Economics, 2014

- **2009-2010**

Η ένταξη της Ελλάδος στον Τριμερή Μηχανισμό Στήριξης ήταν μονόδρομος, διότι αλλιώς η χώρα θα χρεοκοπούσε. Οι χειρισμοί όμως, εκείνης της κρίσιμης περιόδου από τις εκλογές του Οκτωβρίου του 2009 έως την ένταξη στο μηχανισμό στήριξης τον Μάιο του 2010, έχουν μεγάλη σημασία. Το ΔΝΤ, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ), ήταν τα τρία μέλη του μηχανισμού στήριξης της Ελλάδας. (European Commission, 2014). Ο εκπρόσωπος της Ελλάδας στο ΔΝΤ πριν την ένταξη στο μηχανισμό στήριξης, καθηγητής Παναγιώτης Ρουμελιώτης, έχει δηλώσει ότι υπήρχε η δυνατότητα να δράσει διαφορετικά η ελληνική κυβέρνηση, κάτι που όμως δεν εκμεταλλεύτηκε εκείνη την κρίσιμη περίοδο. (Ρουκανάς, 2014).

Ο τότε γάλλος επικεφαλής του ΔΝΤ, Strauss-Kahn, είχε υποστηρίξει πως η Ελλάδα θα έπρεπε να προχωρήσει σε άμεση αναδιάρθρωση του δημόσιου χρέους της. (Ρουμελιώτης, 2012). Ακόμη, μέσα στο ίδιο το ΔΝΤ υπήρχαν διαφορετικές απόψεις για το ελληνικό χρέος και την αναδιάρθρωση του. Η Ευρωπαϊκή Διεύθυνση του Ταμείου ήταν κατά της αναδιάρθρωσης του ελληνικού χρέους, ενώ η Διεύθυνση Στρατηγικού Σχεδιασμού υποστήριζε την άμεση αναδιάρθρωση του χρέους. Ο ίδιος ο Strauss-Kahn θεώρησε τελικά ότι η ελληνική κυβέρνηση ήταν αυτή που θα έπρεπε να ζητήσει την αναδιάρθρωση του χρέους, αφού πρώτα είχε ολοκληρωθεί η συμφωνία για την ένταξη στον Τριμερή Μηχανισμό Στήριξης. (Ρουμελιώτης, 2012). Το παράδοξο όμως ήταν, ότι η ελληνική κυβέρνηση, σύμφωνα με έκθεση του ΔΝΤ (IMF, 2013), δεν επιθυμούσε αναδιάρθρωση του χρέους, όπως φαίνεται ξεκάθαρα από τα πρακτικά της συνεδρίασης της 9/5/2010 του ΔΝΤ. Ειδικότερα, σε ακριβή μετάφραση αναφέρεται: «το προσωπικό επεσήμανε ότι η αναδιάρθρωση του χρέους είχε αποκλειστεί από τις ίδιες τις ελληνικές αρχές». (IMF, 2010). Δεδομένων των δυσμενών συνεπειών της δημοσιονομικής προσαρμογής, και εξακολουθώντας να παραμένει μη βιώσιμο το ελληνικό χρέος, στο 180% του ΑΕΠ, διαπιστώνεται η σημασία της αναδιάρθρωσης πριν την ένταξη της Ελλάδας στο Τριμερή Μηχανισμό Στήριξης. Ακόμη, για το 2016, το χρέος της γενικής κυβέρνησης αναμένεται να σκαρφαλώσει στο **187,8%** του ΑΕΠ και στα **327,6** δις Ευρώ. (Παπαϊωάννου, 2015). Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί ότι τον Φεβρουάριο του 2016 θα ανοίξει ξανά η συζήτηση με τους δανειστές για την αναδιάρθρωση του χρέους, εφόσον φυσικά ψηφιστούν από το Ελληνικό Κοινοβούλιο και τα εναπομείναντα μέτρα που έχουν συμφωνηθεί. Την άποψη ότι το ελληνικό χρέος χρειάζεται μια σημαντική αναδιάρθρωση για να καταστεί βιώσιμο, εξακολουθεί να την υποστηρίζει το ΔΝΤ, δια της επικεφαλής του, Christine Lagarde, σύμφωνα με δήλωση της τον Ιούλιο του 2015. (Η Καθημερινή, 2015).

Η μη συνεργασία της τότε ελληνικής κυβέρνησης με το ΔΝΤ για την επίτευξη καλύτερων όρων προσαρμογής και χρηματοδοτικής στήριξης από την Ευρωζώνη, υποδηλώνει αδυναμία στη διαπραγματευτική ισχύ της Ελλάδας εκείνη τη χρονική στιγμή. (Ρουμελιώτης, 2012). Τα έθνη-κράτη είναι υποχρεωμένα σε ένα σύγχρονο διεθνές οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον να κάνουν συμμαχίες προς όφελος των εθνικών τους συμφερόντων, όμως σε ορισμένες περιπτώσεις απαιτείται διαφοροποίηση της εθνικής στρατηγικής της χώρας για τη διασφάλιση των εθνικών

συμφερόντων. (Ρουκανάς, 2014). Μία τέτοια περίπτωση κράτους είναι αυτή της Ελλάδας.

Η Ελλάδα αποδέχτηκε τον εκβιασμό ορισμένων ευρωπαϊκών κρατών με ηγέτιδα τη Γερμανία, όπου ή θα αποδεχόταν το μνημόνιο ή θα έβγαινε εκτός ευρωζώνης. Όμως, στις αρχές της ελληνικής κρίσης, η Γερμανία και η Γαλλία ήταν σε μεγάλο βαθμό εκτεθειμένες στο ελληνικό χρέος, διότι, οι τράπεζες τους κατείχαν ομόλογα του ελληνικού δημοσίου. Η συνολική έκθεση της Γερμανίας στο τέλος Μαρτίου 2010 ήταν **51** δις. Δολάρια ΗΠΑ και της Γαλλίας **111,6** δις. Δολάρια ΗΠΑ, σε σύνολο foreign exposures to Greece **297,2** δις. Δολάρια. (Bank for International Settlements, 2010). Σύμφωνα με άλλες εκτιμήσεις που αναφέρονται στο βιβλίο του Π. Ρουμελιώτη (Ρουμελιώτης, 2012), τον Δεκέμβριο του 2009, οι ξένες τράπεζες ήταν εκτεθειμένες σε ελληνικά ομόλογα αξίας 76 δις. Ευρώ. Πρέπει όμως τα τονιστεί η δήλωση του πρώην Ευρωπαίου Επίτροπου Olli Rehn, πως η αναδιάρθρωση του χρέους της Ελλάδας δεν προχώρησε επειδή θα υπήρχε κίνδυνος μετάδοσης της οικονομικής κρίσης μέσω του τραπεζικού συστήματος σε άλλα ευρωπαϊκά κράτη. (Επιτροπή Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής, 2014). Αυτό δηλώνει ολοφάνερα ότι προτιμήθηκε η ασφάλεια του οικοδομήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, έναντι του συμφέροντος της Ελλάδας σχετικά με την αναδιάρθρωση του μη βιώσιμου χρέους της. (Ρουκανάς, 2014).

Η μη τήρηση σκληρής γραμμής εκ μέρους της Ελλάδας για τους όρους δανεισμού του πρώτου μνημονίου, οδήγησε σε πολύ σκληρά μέτρα, σύμφωνα με τις επιδιώξεις των ευρωπαϊκών κρατών, κυρίως του άξονα Γαλλίας-Γερμανίας, που είχαν άμεσο κίνδυνο να πληγούν σε περίπτωση χρεοκοπίας της Ελλάδας, εξαιτίας της έκθεσης τους σε ελληνικά ομόλογα. Γάλλοι, Γερμανοί και Ολλανδοί στη συνεδρίαση του ΔΝΤ στις 9/05/2010, δεσμεύτηκαν να διατηρήσουν την έκθεση των εμπορικών τους τραπεζών στα ελληνικά ομόλογα. Βέβαια, ποτέ δεν τηρήθηκε αυτή η δέσμευση, γεγονός που επιβεβαιώνει ότι τα εθνικά συμφέροντα κυριαρχούν στο άναρχο διεθνές και ευρωπαϊκό οικονομικό περιβάλλον. (IMF, 2010).

Βέβαια, η ήδη δυσμενής θέση της χώρας επιβαρύνθηκε περισσότερο με τη δήλωση του τότε Πρωθυπουργού Γ. Παπανδρέου από το ακριτικό Καστελλόριζο στις 23/04/2010, όπου δήλωσε την προσφυγή της χώρας στο Μνημόνιο. Οι δηλώσεις του που δυσχέραναν περαιτέρω τη διαπραγματευτική θέση της Ελλάδας ήταν εκείνες που

ανέφεραν ότι «όλοι μας κληρονομήσαμε ένα σκάφος έτοιμο να βυθιστεί». Πρέπει όμως να προσθέσουμε ότι ο τότε πρωθυπουργός είχε, επίσης, δηλώσει στις 11/12/2009 στο CNBC ότι «το βασικό πρόβλημα της Ελλάδος είναι ότι, δυστυχώς, υπάρχει διαφθορά, που επηρεάζει ολόκληρο το σύστημα. Έχουμε έναν πελατειακό τρόπο κατανομής των πόρων. Αυτό σημαίνει ότι στοχεύει σε πολιτικές χάρες αντί να διοχετεύει χρήματα σε σημαντικούς τομείς ανάπτυξης, παιδείας και κοινωνικών αναγκών». (Ρουκανάς, 2014). Σε αυτές τις αρνητικές για τη χώρα δηλώσεις, προστίθεται και αυτή του τότε υπουργού οικονομικών της Ελλάδας, Γ. Παπακωνσταντίνου, όπου δήλωσε στο ECOFIN, 16 ημέρες μετά τις εθνικές εκλογές πως το έλλειμμα της Ελλάδας υπολογιζόταν από **6,7%** που ήταν πριν τις εκλογές, σε **12,5%**. (Τα Νέα, 2009). Επίσης, αξίζει να αναφερθεί ότι το έλλειμμα το 2009 σκαρφάλωσε τελικά στο **15,7%**, όντας το υψηλότερο ανάμεσα στα 27 κράτη της ΕΕ, σύμφωνα και με τον πίνακα 4.3.

Πίνακας 4.3

Έλλειμμα γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ, 2007-2010

Χώρες	2007	2008	2009	2010
ΕΕ(27 χώρες)	-0,9	-2,4	-6,9	-6,5
Γερμανία	0,2	-0,1	-3,1	-4,2
Γαλλία	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1
Ελλάδα	-6,5	-9,8	-15,7	-10,7
Ιρλανδία	0,2	-7,4	-13,7	-30,6
Ισπανία	2,0	-4,5	-11,1	-9,6
Πορτογαλία	-3,1	-3,6	-10,2	-9,8

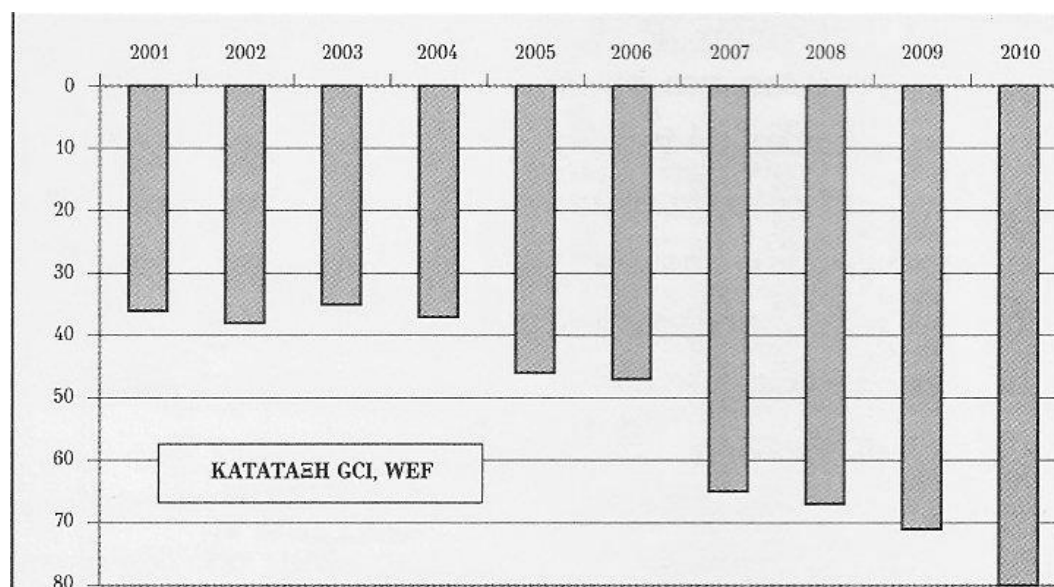
Πηγή: Eurostat, 2013

Συνεπώς, σε μια τόσο δύσκολη καμπή για τη χώρα, όλες αυτές οι αρνητικές δηλώσεις επέτειναν το έλλειμμα αξιοπιστίας στους Ευρωπαίους, και όχι μόνο. Η διαπραγματευτική ισχύς του ελληνικού κράτους αποδυναμώθηκε επειδή δεν υιοθετήθηκε μια ρεαλιστική λογική στην αντιμετώπιση των οικονομικών ζητημάτων. Ουσιαστικά, αφεθήκαμε στις προθέσεις τόσο των ευρωπαϊκών κρατών που όπως προαναφέρθηκε επεδίωκαν μόνο να περιορίσουν την έκθεση τους στην κρίση χρέους, όσο και σε αυτές των αγορών που έχουν ως μοναδικό στόχο τη μεγιστοποίηση του

κέρδους, αδιαφορώντας πλήρως για τις κοινωνικοοικονομικές επιπτώσεις μιας οικονομικής κρίσης. (Ρουκανάς, 2014).

Διάγραμμα 4.4

Σειρά κατάταξης στο δείκτη διεθνούς ανταγωνιστικότητας



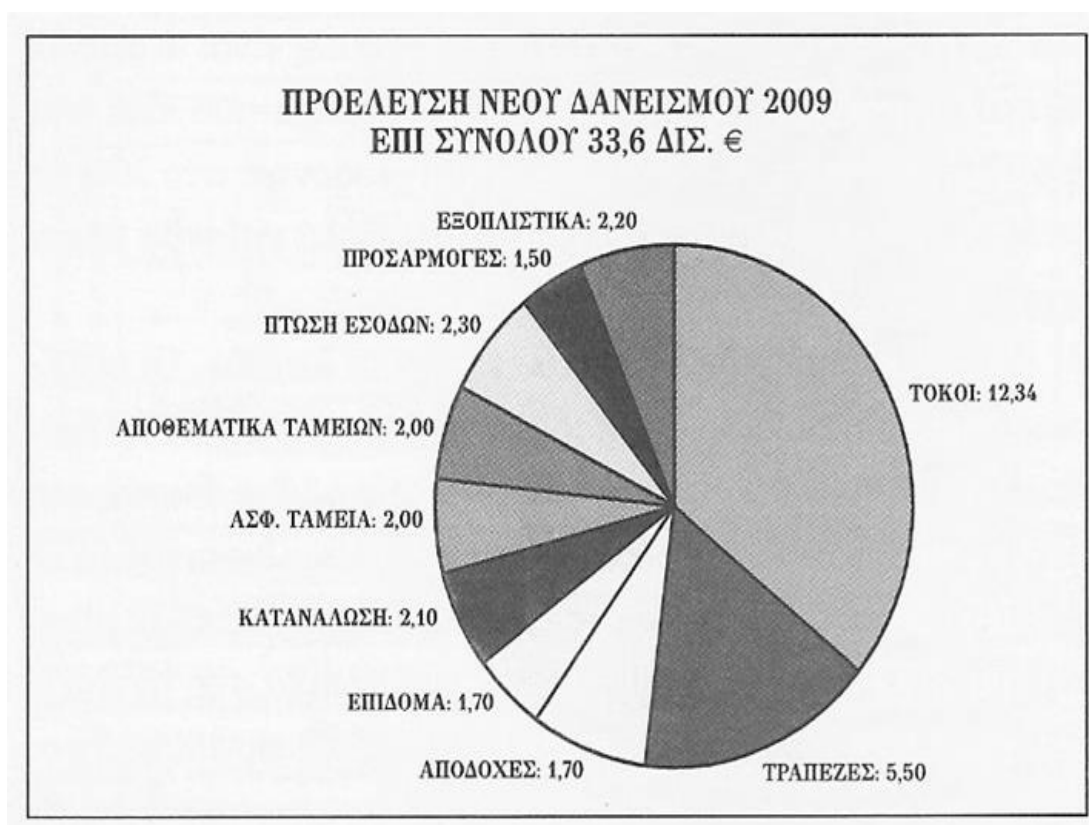
Πηγή: Global Competitiveness Indicator, World Economic Forum, 2011

Η τεράστια αύξηση του ελλείμματος της Ελλάδας από την είσοδο της στην ΟΝΕ το 2001, είχε σαν συνέπεια από 35^η στο δείκτη διεθνούς ανταγωνιστικότητας το 2003, να κατρακυλήσει στην **83^η** θέση το έτος 2010, όπως βλέπουμε και στο Διάγραμμα 4.4. Επιπροσθέτως, γεννάται το ερώτημα για το που πήγαν τα λεφτά το 2009. Αν και εκείνη τη χρονιά τα περισσότερα κράτη ξεκίνησαν να ισορροπούν τα οικονομικά τους και να αποκτούν σταδιακά κάποιους ρυθμούς ανάπτυξης, στην Ελλάδα επιδεινώθηκαν όλα ανεξαιρέτως τα δημοσιονομικά μεγέθη, με τη δικαιολογία ότι έπρεπε να τονωθεί η ζήτηση. Στην πραγματικότητα όμως, αντί να περιοριστεί η ύφεση, έγινε βαθύτερη, και η οικονομία συρρικνώθηκε κατά 2%. Ειδικότερα, σύμφωνα και με το Διάγραμμα 4.5, οι αυξήσεις το 2009 αφορούσαν κυρίως μισθούς και συντάξεις (+4,7 δις. Ευρώ), διάφορα επιδόματα (+1,7 δις. Ευρώ) και εφάπαξ καταναλωτικές δαπάνες (+2,1 δις. Ευρώ), που αφορούσε ακριβώς νοσοκομειακά υλικά, διαφημιστικές καμπάνιες, πολυτελή ταξίδια κ.ά. Επίσης, αυτές οι αυξήσεις συνδυάστηκαν με πρωτοφανή μείωση των εσόδων κατά **2,3** δις. Ευρώ το 2009 σε

σχέση με το 2008, κυρίως λόγω μη απόδοσης του ΦΠΑ από τα καταστήματα και λόγω μείωσης του φόρου των επιχειρήσεων κατά μισό δις., ενώ αυξήθηκαν οι φόροι των φυσικών προσώπων. Είναι επίσης αξιοσημείωτο, ότι το 2009, για πρώτη φορά μεταπολεμικά, δεν υπήρχε υπουργός αρμόδιος για τη συλλογή των εσόδων. (Χριστοδουλάκης, 2011).

Διάγραμμα 4.5

Που πήγαν τα λεφτά το 2009



Πηγή: Έκθεση Κρατικού Προϋπολογισμού για το 2010, ΓΛΚ

Αν και η Ελλάδα μπήκε σε Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος τον Απρίλιο του 2009, δεν αντιμετωπίστηκαν σωστά οι χρηματοδοτικές ανάγκες της χώρας για τη πληρωμή τοκοχρεολυσίων. Παρά τις δηλώσεις των Ευρωπαίων ηγετών στις 11/02/2009 πως προτίθενται να πράξουν τα αναγκαία (Τράπεζα της Ελλάδος, 2010) και παρά το Επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2010-2013 του Ιανουαρίου 2010 (Υπουργείο Οικονομικών, 2010), με τα πρόσθετα μέτρα της 9^{ης} Φεβρουαρίου και 3^{ης} Μαρτίου 2010, η Ελλάδα δεν απέφυγε τις δυσμενείς

μακροοικονομικές εξελίξεις του Απριλίου 2010. Τα spreads των δεκαετών ομολόγων αυξήθηκαν κατακόρυφα, και η απόδοση του ελληνικού ομολόγου τον Απρίλιο του 2010 έφτασε το 7,54% από 5,69% το Δεκέμβριο του 2009. Τον ίδιο μήνα, όπως δείχνουν οι Πίνακες 4.1 και 4.2, ο οίκος Fitch υποβάθμισε το χρέος του ελληνικού δημοσίου σε BBB- και ο Moody's σε A3, και τότε κατέστη ανέφικτη η έξοδος στις αγορές και οδηγηθήκαμε στο πρώτο μνημόνιο ύψους 110 δις. Ευρώ.

- **2010-2015**

Από το Μάιο του 2010 και την υπογραφή του πρώτου Μνημονίου από την κυβέρνηση του Γ. Παπανδρέου, μέχρι το Νοέμβριο του 2015, μεσολάβησαν πολλά και σημαντικά γεγονότα στην ελληνική επικράτεια. Καταρχάς, εξακολουθούσε να μην έχει οριοθετηθεί η επιρροή των οίκων αξιολόγησης και ενώ η ευρωπαϊκή κρίση βρισκόταν σε πλήρη εξέλιξη. Είναι γεγονός ότι η αξιολόγηση μιας χώρας ως αναξιόπιστη, έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση των επιτοκίων δανεισμού και των ασφαλιστρών κινδύνου και καθιστά τη χώρα *de facto* αφερέγγυα, δηλαδή δημιουργείται μια αυτοεκπληρούμενη προφητεία.

Η αποδοχή των ελληνικών ομολόγων από την ΕΚΤ παρά την πιστοληπτική υποβάθμισή τους (ECB, 2010), δημιούργησε ένα δίκτυ ασφαλείας για την αποτροπή πιστωτικού γεγονότος και εξασφάλισε βραχυπρόθεσμη ρευστότητα. Όμως, επειδή δεν υπήρξε ουσιαστική συνεργασία όλων των κρατών-μελών της Ευρωζώνης, δε μείωσε την οικονομική αβεβαιότητα, ούτε μετέβαλε την εμμονή των οργανισμών αξιολόγησης ενάντια στην προοπτική ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας. (Χαζάκης, 2014). Αυτό αποτυπώνεται και στους Πίνακες 4.1 και 4.2 όπου για όλο το 2010, ο Fitch αξιολογούσε την Ελλάδα με BBB-, ενώ ο Moody's υποβάθμισε την ελληνική πιστοληπτική ικανότητα από A3 τον Απρίλιο σε Ba1 τον Ιούνιο.

Η αρνητική ψυχολογία των αγορών που επικρατούσε, έπρεπε να είχε αντιμετωπιστεί με δραστική μείωση των δανειακών αναγκών της χώρας για το 2010 και εν συνεχεία, με κάποια «θετική δημοσιονομική έκπληξη». (Χριστοδουλάκης, 2011). Για παράδειγμα, θα μπορούσε να είχε πραγματοποιηθεί εγκαίρως κάποια μεγάλη αποκρατικοποίηση, έτσι ώστε οι δανειακές ανάγκες για τον επόμενο μήνα να μειωθούν αυτόματα. Έτσι, οι κερδοσκόποι και μη, που θα πόνταραν σε υπερχρέωση της χώρας θα έχαναν χρήματα, και όσοι τους ακολουθούσαν θα λειτουργούσαν ηπιότερα και με λιγότερο πανικό. Όμως, κάποιοι νόμιζαν ότι θα αρκούσε μια

επικοινωνιακή τακτική εφησυχασμού της κοινής γνώμης και κατακραυγής των διεθνών κερδοσκόπων. Εξάλλου, με νόμο του 2010 από το πρώτο Μνημόνιο υπήρχε η προετοιμασία ενός προγράμματος αποκρατικοποιήσεων με στόχο την είσπραξη 1 δις. Ευρώ ανά έτος την περίοδο 2011-2013. (Ρουκανάς & Σκλιάς, 2014). Αρκεί μόνο να σημειωθεί ότι η πρώτη μεγάλη αποκρατικοποίηση στη χώρα, αυτή του ΟΠΑΠ, πραγματοποιήθηκε τον Αύγουστο του 2013, με τίμημα 652 εκατ. Ευρώ. (SKAI.gr, 2013).

Εξαιτίας των αδυναμιών του πρώτου πακέτου χρηματοδοτικής στήριξης, τον Ιούλιο του 2011 προτάθηκε η ήπια αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους, με στόχο να μειωθεί η αξία των ομολόγων των ελληνικών τραπεζών κατά 21%. Όμως, ενώ ο Ευρωπαίος Επίτροπος Olli Rehn δήλωνε στις 05/08/2011 πως η μείωση των επιτοκίων των δανείων από τη ζώνη του ευρώ και το ΔΝΤ κατά 4% θα μείωνε τις πληρωμές για τόκους κατά 25 δις. Ευρώ μεταξύ 2011-2020, το ΔΝΤ σε έκθεση του έγραφε για αύξηση του δημόσιου χρέους της Ελλάδας. (IMF, 2011). Αυτό το δυσμενές κλίμα που δημιουργήθηκε είχε σαν αποτέλεσμα να αυξηθούν εκ νέου τα spreads, να μειωθεί η αξία των μετοχών των ελληνικών τραπεζών, να κλονιστεί η εμπιστοσύνη των ξένων επενδυτών στις ιδιωτικοποιήσεις, καθώς και να υπάρξει μαζική φυγή καταθέσεων από το ελληνικό τραπεζικό σύστημα (από 237 δις. Ευρώ το 2009 σε 161 το 2012). (Τράπεζα της Ελλάδος, 2013). Ωστόσο, κάτω από το υπάρχον κλίμα αβεβαιότητας, η συμφωνία της 21/07/2011 για το PSI, αντικαταστάθηκε από αυτή της 27/10/2011 που περιέλαβε το κούρεμα κατά 50% της ονομαστικής αξίας του χρέους που κατείχαν οι ιδιώτες επενδυτές. (Χαζάκης, 2014). Όπως ήταν φυσικό, το αρνητικό κλίμα αποτυπώθηκε και στις αξιολογήσεις των οίκων, όπου ο Fitch υποβάθμισε το ελληνικό χρέος σε CCC στις 13/7/2011, και ακολούθησε ο Moody's με υποβάθμιση σε Ca, δηλαδή στην κατηγορία «σκουπίδια». (Πίνακες 4.1, 4.2).

Οι διαπραγματεύσεις για το PSI ολοκληρώθηκαν τελικά στις 21/02/2012 με μεγαλύτερη μείωση της ονομαστικής αξίας του ελληνικού χρέους, κατά **53,6%**, αλλά και αύξηση της συμμετοχής των ομολόγων που είχαν οι ιδιώτες επενδυτές σε ποσοστό **74%**. Τελικά, η εφαρμογή ρητρών συλλογικής δράσης (CACs) από την κυβέρνηση, διαμόρφωσε τη συμμετοχή των ιδιωτών στο **96,7%**. Τις πρώτες ώρες της 13^{ης} Φεβρουαρίου 2012 ψηφίστηκε το δεύτερο Μνημόνιο από το Ελληνικό Κοινοβούλιο (Σταυρόπουλος, 2012), αξίας **164,5** δις. Ευρώ, με Πρωθυπουργό τον Λουκά Παπαδήμο. Επίσης, θα χρησιμοποιούνταν και τα μη αξιοποιημένα κεφάλαια

από το πρώτο Μνημόνιο. (European Commission, 2013). Το Μάρτιο του 2012, σύμφωνα με τον Πίνακα 4.1, ο Fitch είχε αναβαθμίσει το ελληνικό χρέος σε B-, δεχόμενος την θετική έκβαση των γεγονότων μετά και την ψήφιση του δεύτερου Μνημονίου.

Το 2013 ήταν ένα έτος καμπίς για την ελληνική οικονομία. Πρώτον, η οικονομική πολιτική παρέμεινε προσηλωμένη στην εφαρμογή του προγράμματος σταθεροποίησης, με αποτέλεσμα να τονωθεί η εμπιστοσύνη τόσο στο εσωτερικό όσο και στις διεθνείς αγορές. Η διαφορά μεταξύ του ελληνικού και του γερμανικού δεκαετούς ομολόγου περιορίστηκε στις 655 μονάδες βάσης στο τέλος του 2013, προσεγγίζοντας τα επίπεδα του Ιουνίου 2010, σε σύγκριση με τις 1000 μονάδες βάσης στο τέλος του 2012. Δεύτερον, βελτιώθηκε η εμπιστοσύνη στη πραγματική οικονομία. Οι προσλήψεις αυξήθηκαν και οι απολύσεις μειώθηκαν καθιστώντας το ισοζύγιο προσλήψεων-απολύσεων αισθητά βελτιωμένο. Επιπλέον, η ύφεση ήταν σημαντικά βραδύτερη σε σχέση με το 2012, περίπου στο 3,7% του ΑΕΠ. (IOBE, 2014). Τρίτον, αποτράπηκαν παράγοντες αποσταθεροποίησης του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, με κορυφαίο κίνδυνο την κυπριακή κρίση, η οποία αντιμετωπίστηκε άμεσα και αποτελεσματικά. Τέταρτον, πραγματοποιήθηκε η πρώτη ανακεφαλαιοποίηση των τεσσάρων συστημικών τραπεζών, χωρίς να θιγούν οι καταθέσεις και η χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Αυτό συνέβαλε καθοριστικά στη σταδιακή αποκατάσταση της εμπιστοσύνης και τη βελτίωση του κλίματος. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014).

Επιπλέον, το 2013 εξαλείφθηκαν τα δίδυμα ελλείμματα και αποκαταστάθηκε η ανταγωνιστικότητα κόστους της ελληνικής οικονομίας. Ειδικότερα, για πρώτη φορά μετά το 2002 είχαμε πρωτογενές πλεόνασμα, με τις ανάλογες θυσίες σε κοινωνικό επίπεδο. Αυτό αποτέλεσε σημαντικό επίτευγμα, λαμβάνοντας υπόψη το μέγεθος της ύφεσης που υπήρχε. Το δεύτερο σημαντικό επίτευγμα ήταν το πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, για πρώτη φορά στη μεταπολεμική ιστορία της χώρας. Η αποκατάσταση της ανταγωνιστικότητας κόστους με τη μείωση των εισαγωγών και την αύξηση των εξαγωγών, συνέβαλε στη βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών κατά 16% του ΑΕΠ τη περίοδο 2008-2013. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2014). Η ανωτέρω κατάσταση της οικονομίας, αντικατοπτρίζεται και από τις βελτιωμένες αξιολογήσεις των οίκων, όπως αυτές παρουσιάζονται τόσο στο Διάγραμμα 4.2, όσο και στους Πίνακες 4.1 και 4.2.

Το 2014, για πρώτη φορά έπειτα από 6 χρόνια μεγάλης ύφεσης, σημειώθηκε θετικό πρόσημο στην οικονομική μεγέθυνση της ελληνικής οικονομίας της τάξης του **0,8%**. Αυτή η ανάκαμψη σε συνδυασμό με την εξάλειψη των μεγάλων ελλειμμάτων του κράτους και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, καθώς και με τη πραγματοποίηση σημαντικών διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, έθεσαν ευοίωνες προοπτικές για το άμεσο μέλλον. Κινητήριες δυνάμεις αυτής της εξέλιξης αποτέλεσαν η αύξηση των εξαγωγών σε υπηρεσίες και αγαθά, αλλά και η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης. Επίσης, σημαντικές εξελίξεις αποτέλεσαν η ανάκαμψη της συνολικής απασχόλησης κατά 0,3% και της μισθωτής απασχόληση κατά 2,3%, ενώ ο αριθμός των μειώθηκε κατά 3,3% για πρώτη φορά μετά το 2008. Βέβαια, τα ποσοστά ανεργίας παρέμεναν στο 26,1% (ΕΛΣΤΑΤ, 2015), καθιστώντας την Ελλάδα πρώτη στην ΕΕ στο συγκεκριμένο δείκτη. Ακόμα, ο αριθμός των μακροχρόνια ανέργων συνέχιζε να αυξάνεται, με κίνδυνο να απαξιωθεί ένα μεγάλο μέρος του εργατικού δυναμικού.

Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος μειώθηκε περαιτέρω το 2014 εξαιτίας της αύξησης της παραγωγικότητας και της μείωσης των εργοδοτικών ασφαλιστικών εισφορών, συμβάλλοντας στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Συγκεκριμένα, η Ελλάδα ανέβηκε στην 81^η θέση από 91^η το 2012 στο δείκτη του WEF (World economic forum), φτάνοντας στη θέση που είχε την περίοδο 2009-2010 σύμφωνα με το Διάγραμμα 4.4. (Τράπεζα της Ελλάδος, 2015). Αυτό το κλίμα εντοπίζεται και στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, όπου ο οίκος Fitch στις 23/05/2014 διατήρησε το B, ενώ ο Moody's την 01/08/2014 αναβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα σε Caa1.

Αναμφίβολα, το 2015 ήταν ένα από τα πιο ταραχώδη έτη σε πολιτικοοικονομικό επίπεδο από τη μεταπολίτευση. Μέσα στο έτος έγιναν 2 εθνικές εκλογικές αναμετρήσεις που ανέδειξαν και τις δυο φορές τη συγκυβέρνηση ΣΥΡΙΖΑ-ΑΝΕΛ, καθώς και ένα δημοψήφισμα μεταξύ των δυο εκλογικών αναμετρήσεων. Αρχικά, σε πολιτικό επίπεδο, οι πρόωρες εκλογές στις 25/01/2015 προέκυψαν επί κυβέρνησης Α. Σαμαρά και όταν δεν συγκεντρώθηκε από τη Βουλή των Ελλήνων ο απαιτούμενος αριθμός για την εκλογή νέου Προέδρου της Δημοκρατίας, με μοναδικό υποψήφιο τον Σ. Δήμα. Η συγκυβέρνηση ΣΥΡΙΖΑ-ΑΝΕΛ που προέκυψε από τις εκλογές, είχε δηλώσει προεκλογικά ότι δεν θα ψήφιζε νέο μνημόνιο και πως η χώρα θα κατάφερνε να ξεπεράσει τη κρίση χωρίς νέες περικοπές σε μισθούς και συντάξεις. Εντούτοις,

εξαιτίας της δυσμενούς θέσης που βρέθηκε και υπό τον φόβο της εξόδου από το Ευρώ, η συγκυβέρνηση συμφώνησε σε ένα νέο, στο τρίτο Μνημόνιο μεταξύ Ελλάδας και Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ΕΚΤ και ΔΝΤ, αξίας **86**δισ. Ευρώ, από τα οποία τα 14,4 δισ. κατευθύνθηκαν στη δεύτερη ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών. (Αθανασόπουλος, 2015). Αυτό το σχέδιο συμφωνίας το έθεσε σε δημοψήφισμα για να αποφασίσει ο ελληνικός λαός αν θα το δεχτεί ή όχι. Η ετυμηγορία του λαού ήταν να μην αποδεχτεί η συγκυβέρνηση αυτή τη συμφωνία, με ποσοστό **61,31%**. (SKAI.gr, 2015). Για αυτό το λόγο, ο πρωθυπουργός Α. Τσίπρας, αποφάσισε να παραιτηθεί και να κηρύξει πρόωρες εκλογές, έτσι ώστε να έχει τη νομιμοποίηση από το λαό να εφαρμόσει τα μέτρα λιτότητας, σε περίπτωση που ξαναγινόταν πρωθυπουργός, λέγοντας χαρακτηριστικά στο διάγγελμά του ότι *«η λαϊκή εντολή των εκλογών της 25^{ης} Ιανουαρίου εξάντλησε τα όρια της»*. (Newsbomb, 2015). Έτσι, η υπηρεσιακή πρωθυπουργός Β. Θάνου διενήργησε πρόωρες εκλογές στις 20/09/2015, όπου και ξαναπροέκυψε η συγκυβέρνηση ΣΥΡΙΖΑ-ΑΝΕΛ.

Βέβαια, σημαντικό ρόλο έπαιξε και η αποστασιοποίηση των βουλευτών της λεγόμενης «αριστερής πλατφόρμας» του ΣΥΡΙΖΑ, οι οποίοι και δεν ψήφισαν τη νέα δανειακή σύμβαση, με αποτέλεσμα να διαγραφούν από την κοινοβουλευτική ομάδα του ΣΥΡΙΖΑ. Ακόμα, πρέπει να σημειωθεί και το γεγονός ότι το δημοψήφισμα έγινε με κλειστές τράπεζες και capital controls, που επιβλήθηκαν αργά το βράδυ της 28^{ης} Ιουνίου 2015, εξαιτίας της τεράστιας φυγής καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα. (iefimerida, 2015). Πρέπει όμως και να επισημανθεί ότι τα capital controls εξακολουθούν να υπάρχουν και σήμερα, Δεκέμβριο του 2015, με πρόβλεψη να αρθούν στα μέσα του 2016. (EURO2DAY, 2015).

Στο επίπεδο της οικονομίας, ο δείκτης οικονομικού κλίματος το τρίμηνο Ιουλίου-Σεπτεμβρίου 2015 επιδεινώθηκε σε σχέση με το τρίμηνο Απριλίου-Ιουνίου. Η έντονη διαταραχή που προκλήθηκε από την οικονομική αβεβαιότητα στις αρχές του έτους, η επιβολή των ελέγχων στη κίνηση κεφαλαίων, αλλά και η συμφωνία συνέχισης της δημοσιονομικής προσαρμογής για τρία ακόμα έτη, οδήγησαν σε επιδείνωση των επιχειρηματικών προσδοκιών και της καταναλωτικής εμπιστοσύνης το δίμηνο Ιουλίου-Αυγούστου. Ωστόσο, το Σεπτέμβριο, οι επιχειρηματικές προσδοκίες φαίνεται να ανέκοψαν ελαφρώς την πτωτική τάση που είχαν, με την καταναλωτική εμπιστοσύνη όμως να υποχωρεί περαιτέρω μετά την ισχυρή προεκλογική άνοδο, στα χαμηλότερα ποσοστά της τριετίας. Τα μέτρα που συμφωνήθηκαν στο τρίτο

Μνημόνιο, πλήττουν τη πλειοψηφία των καταναλωτών, ενισχύουν την απαισιοδοξία τους, και αυτό αποτυπώνεται στους οικονομικούς δείκτες που κινούνται πτωτικά. (IOBE, 2015).

Όσον αφορά τις μακροοικονομικές εξελίξεις, στο πρώτο εξάμηνο του 2015 η άνοδος του ΑΕΠ ήταν στο 1,1%, έναντι 1,4% που ήταν το προηγούμενο εξάμηνο Ιουλίου-Δεκεμβρίου 2014. Η άνοδος των επενδύσεων κατά 6% το πρώτο εξάμηνο του έτους, ηπιότερη από το ίδιο διάστημα του 2014 - 9,3% -, οφείλεται στην αύξηση τους το πρώτο τρίμηνο του έτους. Η κατασκευή των κατοικιών για όγδοο συνεχόμενο έτος παρέμεινε σε αρνητική τροχιά, -20,3%, αν και είναι μέχρι στιγμής ηπιότερη από το περσινό έτος. Στον εξωτερικό τομέα της οικονομίας, η επί τέσσερα έτη συνεχής αύξηση των εξαγωγών στο εξάμηνο Ιανουαρίου-Ιουνίου, ανακόπηκε φέτος με οριακή μείωση -0,4%, μετά την σημαντική άνοδο 8,4% την αντίστοιχη περίοδο του 2014. Το έλλειμμα το ισοζυγίου του εξωτερικού τομέα σε εθνικολογιστικούς όρους διευρύνθηκε κατά 56,6%, φτάνοντας τα 2,6 δις. Ευρώ, που αντιστοιχούν στο 5,5% του ΑΕΠ, έναντι 1,6 δις. πέρυσι. (IOBE, 2015). Τα ποσοστά της ανεργίας τον 09/2015 παρέμεναν σε υψηλά επίπεδα, **24,6%**, αν και ήταν κατά 1,5% χαμηλότερα από τα τέλη του 2014. (ΕΛΣΤΑΤ, 2015). Βέβαια, εξακολουθούμε να έχουμε σαν χώρα αυτή την αρνητική πρωτιά στο δείκτη ανεργίας μεταξύ των κρατών της Ευρωζώνης. (IOBE, 2015).

Το αρνητικό κλίμα στην ελληνική οικονομία επιβεβαιώνεται και από την τελευταία αξιολόγηση του οίκου Fitch σε «CCC» που δημοσιεύθηκε στις 13/11/2015, σύμφωνα με την οποία, οι κίνδυνοι του προγράμματος που εφαρμόζεται παραμένουν υψηλοί. Επίσης, αναφέρεται ότι θα χρειαστεί χρόνος για να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη ανάμεσα στην Ελλάδα και τους πιστωτές της, ενώ ο οίκος αναμένει ύφεση της οικονομίας το 2015 κατά 0,3% και 1,5% το 2016. Τέλος, ο Fitch επισημαίνει ότι η ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης δεν αναμένεται πριν τον Ιανουάριο του 2016, διότι το πρόγραμμα είναι ιδιαίτερα απαιτητικό και εμπροσθοβαρές. (Fitch Ratings, 2015).

Ανακεφαλαιώνοντας, σύμφωνα με το αναλυτικό πλαίσιο της Σύνθετης Δημοσιονομικής Κρίσης, η εκδήλωση μιας κρίσης σε ένα κράτος δεν προκύπτει μόνο από την έλλειψη εμπιστοσύνης των αγορών, αλλά μεγάλο μέρος της ευθύνης ανήκει και σε εκείνους που εφάρμοζαν την οικονομική πολιτική των περασμένων ετών.

Πριν εμφανιστεί η δημοσιονομική κρίση, η αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας ήταν ιδιαίτερα υψηλή, παρόλο που η χώρα παρουσίαζε έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Έτσι, καθίσταται σαφές ότι τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη της Ελλάδας αγνοήθηκαν από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Καταρχάς, αποτελούν σημαντικά διδάγματα της πρόσφατης παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι αποφάσεις των ιδιωτικών οίκων αξιολόγησης, με τον τεράστιο αντίκτυπο που είχαν στα μακροοικονομικά αποτελέσματα κρατών όπως είναι η Ελλάδα. Πριν την εκδήλωση της κρίσης το καλοκαίρι του 2007, οι χρηματοπιστωτικές αγορές είχαν την αντίληψη ότι οι συστημικοί κίνδυνοι αποδόσεων χρηματοοικονομικών τίτλων ήταν πολύ χαμηλοί. Η αντίληψη αυτή προέκυψε από τους οργανισμούς αξιολόγησης που παρείχαν κορυφαίες βαθμολογίες σε στοιχεία ενεργητικού. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στις ΗΠΑ να συσσωρεύσουν τεράστια ποσά επισφαλών στοιχείων στους ισολογισμούς τους. Στις μέρες μας βέβαια, οι αγορές βρίσκονται στο άλλο άκρο και αντιλαμβάνονται τους κινδύνους παντού. Έτσι, υπάρχουν σοβαρές επιπτώσεις για τη λειτουργία των αγορών κρατικών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ, αλλά και για το ίδιο το κράτος. Η τρέχουσα κρίση στην Ευρωζώνη αποδεικνύει αυτή τη διαπίστωση.

Ακόμα, οι οίκοι αξιολόγησης αποδείχτηκε ότι είναι δυνατόν να χειραγωγηθούν από τους εκδότες, παρακάμπτοντας τα πρότυπα αξιολόγησης και εξαγοράζοντας τη βαθμολογία που επιθυμούν οι εκδότες. Ο ρόλος-κλειδί των οίκων αξιολόγησης υπογραμμίζεται και από το γεγονός ότι οι κεντρικές τράπεζες ορίζουν μια ελάχιστη βαθμολογία για τα περιουσιακά στοιχεία, έτσι ώστε να είναι αποδεκτά από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Η πρόσφατη κρίση αναδεικνύει και τους σημαντικούς κινδύνους που υφίστανται με την ανάθεση ενός τόσο σημαντικού ρόλου στους οίκους αξιολόγησης και εφόσον δεν συνοδεύονται από το απαραίτητο ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας. Είναι γεγονός ότι το επιχειρηματικό μοντέλο λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης άφησε περιθώρια για συγκρούσεις συμφερόντων, ενώ ο τρόπος εξαγωγής της βαθμολογίας παρέμεινε αδιαφανής και ακατάλληλος για τα δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα που αποτελούν την κύρια δραστηριότητα των οίκων. Σε αρκετές περιπτώσεις οι οίκοι καθυστέρησαν την υποβάθμιση των προϊόντων, ενώ αυτή η τάση είχε διαφανεί στην αγορά. Βέβαια, η αλληλεξάρτηση των αγορών κεφαλαίων και του χρήματος καθώς και η διεθνής επέκταση των εμπορικών και επενδυτικών τραπεζών και των αμοιβαίων κεφαλαίων, συνέβαλαν στην ισχυροποίηση των οίκων αξιολόγησης. Όπως έχει αναγνωρίσει και το Κογκρέσο των ΗΠΑ, οι οίκοι

αξιολόγησης κατέχουν την κύρια ευθύνη για τη φούσκα των ακινήτων και την κατάρρευση των χρηματοπιστωτικών αγορών που προκάλεσε την παγκόσμια ύφεση.

Επιπλέον, η μεγάλη συγκέντρωση που υπάρχει στις αξιολογήσεις, έχει αφήσει ελάχιστα περιθώρια για νέους οίκους αξιολόγησης με άλλα μοντέλα και μεθόδους αξιολόγησης. Επίσης, ορθώς έχει υποστηριχθεί ότι οι μεθοδολογίες αξιολόγησης δεν θα πρέπει να παρακολουθούνται, διότι οι οίκοι θα μπορούσαν να ισχυριστούν ότι είναι «εν μέρει» υπεύθυνοι για τις δημοσιευμένες εκτιμήσεις, αποποιούμενοι την ευθύνη που τους αναλογεί.

Συνεπώς, γίνεται σαφές ότι οι οίκοι αξιολόγησης επηρεάζουν με τις αξιολογήσεις τους τη δυνατότητα να μπορεί να δανείζεται ένα κράτος ή ένας οργανισμός από τις αγορές, κάτι που διαπιστώνεται και στη περίπτωση της Ελλάδας την περίοδο που κατέστη αδύνατος ο δανεισμός της χώρας από τις αγορές και που τα spreads είχαν φτάσει σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα. Για αυτό το λόγο, τόσο σε διεθνές επίπεδο όσο και σε ευρωπαϊκό, οι αρχές θα πρέπει να θεσπίσουν ένα αξιόπιστο και ασφαλές σύστημα που θα ελέγχει τις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας των οίκων, για να μην δρουν ανεξέλεγκτα στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και να υφίστανται τις ανάλογες κυρώσεις σε περιπτώσεις όπου αποδεδειγμένα έχουν σφάλει.

Ανακεφαλαιώνοντας, σύμφωνα με το αναλυτικό πλαίσιο της Σύνθετης Δημοσιονομικής Κρίσης, η εκδήλωση μιας κρίσης σε ένα κράτος δεν προκύπτει μόνο από την έλλειψη εμπιστοσύνης των αγορών, αλλά μεγάλο μέρος της ευθύνης ανήκει και σε εκείνους που εφάρμοζαν την οικονομική πολιτική των περασμένων ετών. Άρα, καθίσταται σαφές ότι τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη της Ελλάδας αγνοήθηκαν από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας τα έτη πριν την εμφάνιση της οικονομικής ύφεσης.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

IOBE, 2014. *Η Ελληνική Οικονομία*, Αθήνα: IOBE.

Κόλμερ, Κ., 2008. *Ο πανικός της απληστίας*. αθήνα: εκδόσεις λιβάνη.

Κότιος, Α., Γαλανός, Γ. & Ρουκανάς, Σ., 2012. *Η Ελληνική Κρίση και η Κρίση του Συστήματος Διακυβέρνησης της Ευρωζώνης*, s.l.: s.n.

Παπαδημητρίου, Π., 2014. Ονομαστική σύγκλιση της Ελλάδας με τα κριτήρια της ΟΝΕ: Πορεία χωρίς διαρθρωτικές αλλαγές και με απώλεια ανταγωνιστικότητας. Στο: Σ. Ρουκανάς & Π. Σκλιάς, επιμ. *Η Ελληνική Πολιτική Οικονομία 2000-2010: Από την ΟΝΕ στο Μηχανισμό Στήριξης*. Αθήνα: Λιβάνη, p. 63.

Ρουκανάς, Σ., 2014. Το αναλυτικό πλαίσιο της Σύμφυτης Δημοσιονομικής Κρίσης: Η περίπτωση της Ελλάδας. Στο: Π. Γ. Σπυρίδων Α.Ρουκανάς, επιμ. *Η Ελληνική Πολιτική Οικονομία 2000-2010: Από την ΟΝΕ στο Μηχανισμό Στήριξης*. Αθήνα: Εκδόσεις Λιβάνη, pp. 433-454.

Ρουκανάς, Σ. Α. & Σκλιάς, Π. Γ., 2014. *Η Ελληνική Πολιτική Οικονομία 2000-2010: Από την ΟΝΕ στο Μηχανισμό Στήριξης*. Αθήνα: Εκδόσεις Λιβάνη.

Ρουμελιώτης, Π., 2012. *Το Άγνωστο Παρασκήνιο της Προσφυγής στο ΔΝΤ: Πώς και Γιατί Φτάσαμε στο Μνημόνιο*. Αθήνα: Εκδόσεις Λιβάνη.

Τράπεζα της Ελλάδος, 2010. *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2009*, Αθήνα: ΤτΕ.

Τράπεζα της Ελλάδος, 2013. *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2012*, Αθήνα: ΤτΕ, Διεύθυνση οικονομικών μελετών και Διεύθυνση στατιστικής.

Τράπεζα της Ελλάδος, 2014. *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2013*, Αθήνα: ΤτΕ.

Τράπεζα της Ελλάδος, 2015. *Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2014*, Αθήνα: ΤτΕ.

Υπουργείο Οικονομικών, 2010. *Επικαιροποιημένο Ελληνικό Πρόγραμμα Σταθερότητας & Ανάπτυξης*, Αθήνα: Υπουργείο Οικονομικών.

Χαζάκης, Κ., 2014. Η κρίση της οικονομικής διακυβέρνησης της Ευρωζώνης και οι επιπτώσεις της στη διαχείριση του ελληνικού δημόσιου χρέους. Στο: Σ. Ρουκανάς & Π.

Σκλιάς, επιμ. *Η Ελληνική Πολιτική Οικονομία 2000-2010: Από την ONE στο Μηχανισμό Στήριξης*. Αθήνα: Λιβάνη.

Χριστοδουλάκης, Ν., 2011. *ΣΩΖΕΤΑΙ Ο ΤΙΤΑΝΙΚΟΣ; Από το Μνημόνιο ξανά στην ανάπτυξη*. 2 επιμ. Αθήνα: Πόλις.

Ξενογλώσση

Afonso, A., Gomes, P. & Rother, P., 2011. Short and long-run determinants of sovereign debt credit ratings. *International journal of finance and economics*, pp. 1-15.

Alsakka, R. & Gwilym, O. a., 2009. Heterogeneity of sovereign rating migrations in emerging countries. *Emerging Markets Review*, pp. 10, 151-165

Anon., n.d. s.l.:s.n.

Bank for International Settlements, 2010. *International Banking and Financial Market Developments-BIS Quarterly Review*, Switzerland: BIS.

Bank of England, 2011. *Wither the credit ratings industry?*, London: Financial stability paper, No 9.

Bannier, C. & Hirsch, C., 2010. *www.researchgate.net*, Frankfurt: s.n.

Basel Committee on Banking Supervision, 2010. *A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Basel: s.n.

Becker, B. & Milbourn, T., 2010. *How did increased competition affect credit ratings*, s.l.: NBER Working Paper 16404.

Boot, A., Milbourn, T. & Schmeits, A., 2006. Credit ratings as coordination mechanisms. *Review of financial studies*, pp. 81-118.

Cantor, R. & Mann, C., 2007. Analyzing the tradeoff between ratings accuracy and stability. *Journal of fixed income*, pp. 16,4, 60-68.

Cantor, R. & Packer, F., 1996. Determinants and impact of sovereign credit ratings. *FRBNY Economic Policy Review*, pp. 37-53.

Caprio, G., Demirguc-Kunt, A. & Kane, E., 2008. *The 2007 meltdown in structured securitization: searching for lessons, not scapegoats*, s.l.: World Bank Policy and Research.

- DNB Working Paper, 2011. *Credit Rating Agencies*, Amsterdam: DNB.
- European Commission, 2010b. *Public consultation on credit rating agencies*, s.l.: European Commission.
- European Commission, 2010. *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies*, s.l.: European Commission.
- European Commission, 2013. *The second economic adjustment programme for Greece-Second review*, Brussels: European Commission.
- European Commission, 2014. *Financial Assistance to Greece*, Brussels: European Commission.
- Grauwe, P. D., 2008. The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies. *Centre for European Policy Studies*, Τόμος no 178.
- Guttler, A. & Wahrenburg, M., 2007. The adjustment of credit ratings in advance of defaults. *Journal of banking and finance*, pp. 31, 751-767.
- Hill, P., R. B. & R. F., 2010. Variations in sovereign credit quality assessments across rating agencies. *Journal of Banking and Finance*, Issue 34, pp. 1327-1343.
- IMF Working Paper, 2012. *Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings*, s.l.: IMF.
- IMF, 2010. *Office Memorandum – Subject: “Board Meeting on Greece’s Request for an SBA”*, Washington DC: IMF.
- IMF, 2011. *Greece: Fifth review under stand-by arrangement, rephasing and request for waivers of nonobservance of performance criteria; Press release on the executive board discussion; and statement by the executive director for Greece*, Washington: IMF.
- IMF, 2011. *The uses and abuses of sovereign credit ratings. IMF Global financial stability report: Sovereigns, funding, and systemic liquidity*, Washington, D.C.: IMF.
- IMF, 2013. *Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-by Arrangement (Country report no 13/156)*, Washington DC: IMF.
- Katz, J., Salinas, E. & Stephanou, C., 2009. *Credit Rating Agencies: No easy regulating solutions*, Washington: World Bank.

- Kiff, J., Nowak, S. & Schumacher, L., 2012. *Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings*, s.l.: IMF.
- Kormos, B., 2008. Quis Custodiet Ipsos Custodes? Revisiting Rating Agency Regulation. *International Business Law Journal*, pp. 4, 569-590.
- Kotios, A., Galanos, G. & Roukanas, S., 2012. The rating agencies in the international political economy. *Scientific Bulletin-Economic Sciences-*.
- Koutsoukis, N.-S., Roukanas, S. & Sklias, P., 2009. "The Political and Economic Positions of China & the EU: Towards an Analytic Framework for Capturing Politico-Economic Interaction". Στο: *EU-East and South Asia: Trade, Investment, Logistics and E-Business*. University of the Aegean, Department of Shipping, Trade and Transport: I.Sideris Publications, pp. 167-184.
- Lannoo, K., 2010. *What reforms for the credit rating industry? A european perspective for an overview*, s.l.: ECMI Policy Brief.
- Mathis, J., McAndrews, J. & Rochet, J.-C., 2009. *Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?*, s.l.: Journal of Monetary Economics.
- Richards, M., 2009. *Credit-Rating-Agency Reforms*, s.l.: Mortgage Banking.
- Sinclair, T., 2008. *The New Masters of capital - American bond rating agencies and the politics od creditworthiness*. London: Ithaca.
- Utzig, S., 2010. *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking Perspective*, s.l.: ADBI Working Paper Series No.188.
- Weber, R. & Darbellay, A., 2008. The regulatory use of credit ratings in bank capital requirement regulations. *Journal of Banking Regulation*, pp. 10,1,1-16.
- White, L., 2002. The credit rating industry: An industrial organisation analysis. Στο: *Ratings, rating agencies and the global financial system*. Boston: Kluwer.
- White, L., 2010. The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives*, Τόμος no 2, pp. 211-226.

Διαδικτυακοί τόποι - Ιστοσελίδες

BIS, 2003. Credit Risk Transfer, Basel Committee on Banking Supervision, *www.bis.org*.

[Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.bis.org/>

[Πρόσβαση 06 09 2015].

Blaubrock, U., 2007. Control and Responsibility of Credit Rating Agencies, *www.ejcl.org*.

[Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.ejcl.org>

[Πρόσβαση 28 08 2015].

Committee, I., 2008. New financial order: Recommendations by the Issing Committee.

[Ηλεκτρονικό]

[Πρόσβαση 23 09 2015].

CONVERSABLE ECONOMIST, 2011. Βασικά επιχειρηματικά δεδομένα των οίκων αξιολόγησης. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://conversableeconomist.blogspot.gr/2011/11/credit-rating-agencies.html>

[Πρόσβαση 03 09 2015].

Countryeconomy.com, 2014. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://countryeconomy.com/>

[Πρόσβαση 02 09 2015].

Detragiache, E. & Spilimbergo, A., 2001. *Crises and Liquidity- Evidence and Interpretation*, s.l.: IMF Working Paper.

ECB, 2010. [Ηλεκτρονικό]

[Πρόσβαση 20 07 2015].

EEAG, E. E. A. G., 2009. *The EEAG Report on the European Economy 2009*. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.cesifogroup.de>

[Πρόσβαση 19/09/2015].

European Commission, 2010. Public Consultation on Credit Rating Agencies. [Ηλεκτρονικό]

Available at: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/cra/cpaper_en.pdf

[Πρόσβαση 10 09 2015].

EURO2DAY, 2015. Άρση των capital controls έως τα μέσα του 2016. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <http://www.euro2day.gr/news/economy/article/1380931/arsh-ton-capital-controls-eos-ta-mesa-toy-2016-pr.html>

[Πρόσβαση 03 12 2015].

Eurostat, 2013. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <http://ec.europa.eu/eurostat>

[Πρόσβαση 01 09 2015].

Fitch Ratings, 2015. Fitch Affirms Greece at CCC. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.fitchratings.com/site/fitch-home/pressrelease?id=994040>

[Πρόσβαση 15 11 2015].

FitchRatings, 2015. www.fitchratings.com. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://www.fitchratings.com/>

[Πρόσβαση 07 09 2015].

iefimerida, 2015. Ολόκληρη η πράξη νομοθετικού περιεχομένου της κυβέρνησης για κλείσιμο των τραπεζών. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.iefimerida.gr/news/214344/olokliri-i-praxi-nomothetikoy-periechomenoy-tis-kyvernisis-gia-kleisimo-ton-trapezon>

[Πρόσβαση 30 07 2015].

Kaiser, S., 2012. www.spiegel.de. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,809696,00.html>

[Πρόσβαση 29 09 2015].

Moody's Corporation, 2015. [Online]
Available at:

https://www.google.com/finance?q=NYSE%3AMCO&fstype=ii&ei=nwyQVpi_EoiNsgHN4ZqgDg

[Πρόσβαση 30 12 2015]

Moody's, 2015. www.moodys.com. [Ηλεκτρονικό]
Available at: www.moodys.com

[Πρόσβαση 07 09 2015].

Newsbomb, 2015. Παραίτηση Τσίπρα: Διαβάστε το διάγγελμα του πρωθυπουργού. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.newsbomb.gr/politikh/news/story/617222/paraitisi-tsipra-diavaste>

to-diaggelma-toy-prothyypourgoy

[Πρόσβαση 30 08 2015].

Pagano, M. & Volpin, P., 2010. Credit ratings failures and policy options. *Economic Policy*, 04, pp. 403-431.

Reinhart, C., 2002. Default, currency crises, and sovereign credit ratings. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://mpira.ub.unimuenchen.de/13917/>.

[Πρόσβαση 30 09 2015].

SKAI.gr, 2015. Δημοψήφισμα 2015:Στο 61,31% το ΟΧΙ, έναντι 38,69% του ΝΑΙ σύμφωνα με τα επίσημα αποτελέσματα. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.skai.gr/news/greece/article/285259/sto-6131-to-ohi-enadi-3869-sumfona-me-ta-episima-apotelesmata/>

[Πρόσβαση 11 07 2015].

StandardandPoor's, 2015. www.standardandpoors.com. [Ηλεκτρονικό]

Available at: http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home

[Πρόσβαση 06 09 2015].

TRADING ECONOMICS, 2014. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.tradingeconomics.com/>

[Πρόσβαση 02 09 2015].

WORLD ECONOMIC FORUM, 2011. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.weforum.org/>

[Πρόσβαση 29 07 2015].

SKAI.gr, 2013. Υπεγράφη η συμφωνία μετάβασης του ΟΠΑΠ-οι δηλώσεις μετά την υπογραφή. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.skai.gr/news/finance/article/239642/upegrafi-i-sumfonia-metavivasis-tou-opap-stin-emma-deltadd/>

[Πρόσβαση 28 07 2015].

Αθανασόπουλος, Α., 2015. Συμφωνία στο Eurogroup-Στα 86 δις ευρώ το ύψος του προγράμματος-Τα 25 δις για την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών-Στα 26 δις το ύψος της πρώτης δόσης. *ΤΟ ΒΗΜΑ*. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=729276>

Γκάλιου, Π., 2012. Γ.Προβόπουλος: Ήξεραν από τον Ιανουάριο του 2009 για το έλλειμμα. *ΣΚΑΪ.gr*. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.skai.gr/news/politics/article/197696/g-provonopoulos-ixeran-apo-ton-ianouario-2009-gia-to-elleimma/>

[Πρόσβαση 28 09 2015].

ΕΛΣΤΑΤ, 2015. Έρευνα εργατικού δυναμικού: Γ τρίμηνο 2015. [Ηλεκτρονικό]

Available at:

[http://www.statistics.gr/el/statistics?p_p_id=documents_WAR_publicationsportlet_INSTANCE_qDQ8fBKKo4lN&p_p_lifecycle=2&p_p_state=normal&p_p_mode=view&p_p_cacheability=cacheLevelPage&p_p_col_id=column-](http://www.statistics.gr/el/statistics?p_p_id=documents_WAR_publicationsportlet_INSTANCE_qDQ8fBKKo4lN&p_p_lifecycle=2&p_p_state=normal&p_p_mode=view&p_p_cacheability=cacheLevelPage&p_p_col_id=column-2&p_p_col_count=4&p_p_col_pos=1&documents_WAR_publicati)

[2&p_p_col_count=4&p_p_col_pos=1&documents_WAR_publicati](http://www.statistics.gr/el/statistics?p_p_id=documents_WAR_publicationsportlet_INSTANCE_qDQ8fBKKo4lN&p_p_lifecycle=2&p_p_state=normal&p_p_mode=view&p_p_cacheability=cacheLevelPage&p_p_col_id=column-2&p_p_col_count=4&p_p_col_pos=1&documents_WAR_publicati)

[Πρόσβαση 11 12 2015].

ΕΛΣΤΑΤ, 2015. Έρευνα εργατικού δυναμικού: Δ τρίμηνο 2014. *www.statistics.gr*.

[Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.statistics.gr/el/statistics/-/publication/SJO01/2014-Q4>

[Πρόσβαση 03 09 2015].

Επιτροπή Οικονομικής και Νομισματικής Πολιτικής, 2014. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.europarl.europa.eu/ep-live/el/committees/video?event=20140113-1900-COMMITTEE-ECON>

[Πρόσβαση 24 09 2015].

Ευρετήριο Οικονομικών Όρων, 2015. [Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.euretirio.com/>

[Πρόσβαση 01 09 2015].

Η Καθημερινή, 2015. Λαγκάρντ: Η Ελλάδα χρειάζεται σημαντική αναδιάρθρωση χρέους.

[Ηλεκτρονικό]

Available at: <http://www.kathimerini.gr/825436/gallery/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/lagkarnt-h-ellada-xreiazetai-shmantikh-anadiar8rwhsh-xreoys>

[Πρόσβαση 25 08 2015].

IOBE, 2015. Η Ελληνική Οικονομία 3/15. [Ηλεκτρονικό]

Available at: http://iobe.gr/docs/economy/ECO_Q3_15_REP_GR.pdf

[Πρόσβαση 01 11 2015].

Μιχελής, Μ., 2010. Οίκοι Αξιολόγησης. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <https://panosz.wordpress.com/2010/05/01/mihelis-55/>
[Πρόσβαση 05 09 2015].

Οργανισμός Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους, 2015. Εταιρείες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <http://www.pdma.gr/index.php/el/debt-strategy-gr/public-debt-gr/credit-rating-gr>
[Πρόσβαση 01 10 2015].

Παπαϊωάννου, Η., 2015. Στο 187,8% του ΑΕΠ το χρέος της γενικής κυβέρνησης το 2016. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <http://www.ert.gr/sto-1878-tou-aep-to-chreos-tis-genikis-kivernisis-to-2016/>
[Πρόσβαση 29 11 2015].

Σταυρόπουλος, Λ., 2012. "Ναι" στο Μνημόνιο από 199 βουλευτές και "όχι" από 74. *www.tovima.gr*. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <http://www.tovima.gr/politics/article/?aid=443281&h1=true>
[Πρόσβαση 26 07 2015].

Τα Νέα, 2009. Παπακωνσταντίνου: Στο 12,5% του ΑΕΠ το έλλειμμα το 2009. [Ηλεκτρονικό]
Available at: <http://www.tanea.gr/news/economy/article/4542129/?iid=2>
[Πρόσβαση 30 08 2015].

