



**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ**

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**«ΟΙ ΤΡΕΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ  
ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ (Standard and Poor's, Moody's, Fitch)  
ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ  
ΤΟΥ 2009»**



**ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ: ΜΠΑΜΠΟΥΡΑ ΝΑΤΑΣΑ**

**Α.Μ. : 3292**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Κος ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ**

**ΗΡΑΚΛΕΙΟ**

**ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ, 2011**

Copyright © Μπαμπούρα Νατάσα, 2011

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Η έγκριση της πτυχιακής εργασίας από το Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων του ΤΕΙ Κρήτης δε υποδηλώνει απαραίτητως και αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα εκ μέρους του Τμήματος.

## Ευχαριστίες

Με την ολοκλήρωση της πτυχιακής μου εργασίας, η οποία υλοποιήθηκε στο Α.Τ.Ε.Ι. Κρήτης θα ήθελα να ευχαριστήσω τους ανθρώπους οι οποίοι βοήθησαν στην περάτωση αυτής της εργασίας.

Θα ήταν παράβλεψη να μην αναφερθώ στους καθηγητές του τμήματος Διοίκησης Επιχειρήσεων της Σχολής Διοίκησης και Οικονομίας για την γνώση και τον τρόπο σκέψης που απλόχερα μου πρόσφεραν κατά την περίοδο των σπουδών μου.

Ιδιαίτερα ευχαριστώ τον κ. Σφακιαννάκη Εμμανουήλ για την καθοδήγηση που μου παρείχε στην συγγραφή της εργασίας, καθώς και τον κ. Χριστοφίδη Αντώνη, χρηματοοικονομικό αναλυτή της ΑΤΕ Χρηματοπιστηριακής Α.Ε.Π.Ε.Υ. για τις εξειδικευμένες πληροφορίες που μου προσέφερε.

Τέλος, ευχαριστώ την οικογένειά μου και όλους εκείνους που ήταν δίπλα μου σε όλη αυτή την προσπάθεια παρέχοντας απεριόριστη κατανόηση και ψυχολογική υποστήριξη.

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι Οίκοι Αξιολόγησης Πιστοληπτικής Ικανότητας αποτελούν ένα σημαντικό συστατικό στοιχείο στη λειτουργία των διεθνών χρηματαγορών και αγορών κεφαλαίων. Ο ρόλος τους έχει πολλές φορές αποτελέσει επίκεντρο συζητήσεων και οι Οίκοι Αξιολόγησης έχουν δεχτεί μεγάλη κριτική. Συγκεκριμένα, κατηγορούνται, ότι δεν προέβλεψαν την έκρηξη της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης που εμφανίστηκε μετά το 2007. Επίσης, στους Οίκους Αξιολόγησης αποδίδονται οι ευθύνες για το ότι αναβάθμισαν πιστοληπτικά εταιρείες, οι οποίες στη συνέχεια πρωταγωνίστησαν κατά την εκδήλωση της κρίσης.

Ο στόχος της παρούσας εργασίας είναι να παρουσιασθούν λεπτομερώς οι τρεις μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας Standard & Poor's, Moody's και Fitch Ratings. Έτσι, αφού αναλύεται η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας ως οικονομικός όρος στο πρώτο κεφάλαιο, στη συνέχεια παρουσιάζεται το εταιρικό προφίλ του κάθε οίκου ξεχωριστά και έτσι συγκροτείται το δεύτερο κεφάλαιο. Ακολουθεί στο τρίτο κεφάλαιο μια ανάλυση των αιτιών της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2009. Ακόμη, πραγματοποιείται μια εκτενής διερεύνηση των επιπτώσεων των οίκων αξιολόγησης στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Τέλος, επισημαίνεται η αναγκαιότητα δημιουργίας ενός ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης.



## **Abstract**

Credit Rating Institutes – CRAs, constitute a very important factor for the operation of international financial markets. Their role was always a subject of various debates and there has been a lot of criticism. As a matter of fact, CRAs are blamed for not predicting the international financial crisis which exploded after 2007. Moreover, CRAs are accused for upgrading companies which afterwards participated in the occurrence of the crisis.

The aim of this paper is to present in detail the three major credit rating agencies Standard & Poor's, Moody's and Fitch Ratings. Thus, after analyzing the credit rating as an economic condition in the first chapter then presents the corporate profile of each firm separately and thus formed the second chapter. Follows the third chapter an analysis of the causes of the financial crisis of 2009. Moreover, it does a thorough investigation of the impact of rating agencies in the global financial environment. Lastly, is highlighted the necessity of creating a European credit rating agency.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	<b>3</b>
1.1 Πιστοληπτική Ικανότητα( credit rating) .....	3
1.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την πιστοληπτική ικανότητα .....	3
1.3 Θεμελιώδεις παράγοντες που επηρεάζουν την πιστοληπτική ικανότητα ενός κράτους .....	4
1.4 Εταιρική αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας .....	4
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΠΟΙΟΙ ΕΙΝΑΙ ΟΙ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ</b> .....	<b>6</b>
2.1 Standard & Poor's .....	6
2.1.1 Ιστορικό εταιρείας .....	7
2.1.2 Προϊόντα και υπηρεσίες της Standard & Poor's .....	10
2.1.3 Αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας από την Standard & Poor's ..	12
2.2 Moody's .....	16
2.2.1 Ιστορικό εταιρείας .....	17
2.2.2 Προϊόντα και υπηρεσίες της Moody's .....	19
2.2.3 Αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας από την Moody's .....	21
2.3 Fitch Ratings .....	22
2.3.1 Ιστορικό εταιρείας .....	23
2.3.2 Προϊόντα και υπηρεσίες της Fitch Ratings .....	25
2.3.3 Αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας από την Fitch Ratings .....	26
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ 2009</b> .....	<b>28</b>
3.1 Ιστορική αναδρομή .....	28
3.2 Το χρονολόγιο της χρηματοπιστωτικής κρίσης .....	30
3.2.1 Το χρονικό της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα .....	32
3.3 Αίτια της κρίσης, Ιστορικό .....	34
3.3.1 Ο ρόλος των Δανειοληπτών .....	34
3.3.2 Ο ρόλος των Αναλυτών και των Επενδυτών .....	35
3.3.3 Ο ρόλος των Τραπεζών .....	35
3.3.4 Ο ρόλος των Αρχών .....	35
3.4 Αποτελέσματα της κρίσης στις Χρηματαγορές .....	35
3.4.1 Στα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα .....	36
3.4.2 Στα Νοικοκυριά .....	36
3.4.3 Στην Παγκόσμια Οικονομία .....	36
3.4.4 Ο ρόλος των Κεντρικών Τραπεζών .....	36
3.4.5 Ο ρόλος των Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων .....	37
3.4.6 Ο ρόλος των άλλων εποπτικών αρχών και των κυβερνήσεων .....	37



<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ</b> .....	<b>38</b>
<b>4.1</b> Ο αρνητικός ρόλος των οίκων αξιολόγησης στην οικονομική κρίση .....	<b>38</b>
<b>4.2</b> Οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης και η αγορά δομημένων ομολόγων .....	<b>40</b>
<b>4.3</b> Υπό αξιολόγηση οι οίκοι αξιολόγησης .....	<b>40</b>
<b>4.3.1</b> Ο ρόλος τους στην κρίση .....	<b>42</b>
<b>4.3.2</b> Τα λάθη και τα «λάθη» .....	<b>42</b>
<b>4.4</b> Η αξιοπιστία των διεθνών οίκων αξιολόγησης .....	<b>42</b>
<b>4.4.1</b> Οι αντιδράσεις που προκαλεί ο ρόλος των διεθνών οίκων αξιολόγησης	<b>43</b>
<b>4.4.2</b> Ο ρόλος των διεθνών οίκων αξιολόγησης στο τραπέζι των συζητήσεων στην Ε.Ε. ....	<b>44</b>
<b>4.4.3</b> Αμφισβητούν την ικανότητα των οίκων αξιολόγησης .....	<b>44</b>
<b>4.5</b> Οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης και η διαμάχη τους με την ευρωζώνη .....	<b>45</b>
<b>4.5.1</b> Η υποβάθμιση της Ελλάδας από τους οίκους αξιολόγησης .....	<b>45</b>
<b>4.5.2</b> Η αξιολόγηση του ελληνικού χρέους σε περίπτωση rollover .....	<b>46</b>
<b>4.5.3</b> Η πρόσφατη υποβάθμιση της Πορτογαλίας από την Moody's .....	<b>46</b>
<b>4.5.4</b> Η Moody's, οι «τρύπιοι» ισολογισμοί και... οι καταθέτες .....	<b>46</b>
<b>4.5.5</b> Η δυνατότητα κερδοσκοπίας ως εμπόδιο στην εύρυθμη λειτουργία και την ικανότητα αυτορύθμισης μιας αγοράς .....	<b>48</b>
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ</b> .....	<b>49</b>
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b> .....	<b>51</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α</b> .....	<b>53</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β</b> .....	<b>59</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ</b> .....	<b>65</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Δ</b> .....	<b>70</b>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας επιχειρήσεων και κρατών έχουν αποκτήσει ιδιαίτερη σημασία διεθνώς, κυρίως κατά τη διάρκεια των τελευταίων δύο δεκαετιών. Σημαντικό ρόλο σε αυτό έχουν παίξει η παγκοσμιοποίηση και μεγέθυνση των χρηματοοικονομικών αγορών, η επέκταση της χρήσης σύνθετων χρηματοοικονομικών και επενδυτικών προϊόντων, αλλά και η υιοθέτηση των νέων ρυθμιστικών κανόνων διαχείρισης κινδύνων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (π.χ. Βασιλεία II). Στο πλαίσιο μάλιστα των κανόνων αυτών κάθε χρηματοπιστωτικό ίδρυμα πρέπει να διαθέτει αξιολογήσεις για όλες τις επενδυτικές θέσεις του.

Σε αυτό το πλαίσιο, οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης βασιζόμενοι στη μακρά εμπειρία και τεχνογνωσία τους απέκτησαν σταδιακά τεράστια δύναμη με παγκόσμια επιρροή. Οι αξιολογήσεις τους χρησιμοποιούνται πλέον όχι απλά ως μέσο πληροφόρησης των επενδυτών, αλλά στα πλαίσια της Βασιλείας II αποτελούν βασικό εργαλείο για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Χαρακτηριστικό είναι μάλιστα το γεγονός ότι η ίδια η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα δέχεται ως εγγυήσεις μόνο ομόλογα τα οποία έχουν μια προκαθορισμένη ελάχιστη αξιολόγηση από τους μεγάλους οίκους αξιολόγησης. Δεν θα πρέπει επομένως να αποτελεί καμία έκπληξη η ισχύς που έχουν αποκτήσει οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης.

#### 1.1 Πιστοληπτική ικανότητα (credit rating)

Στο σημείο αυτό, κρίνεται σκόπιμο να παρουσιαστεί η πιστοληπτική ικανότητα ως οικονομικός όρος. Έτσι, πιστοληπτική ικανότητα είναι η αξιοπιστία και η φερεγγυότητα ενός ατόμου, μιας επιχείρησης ή ακόμα και μιας χώρας στην αποπληρωμή των χρεών της.

Η πιστοληπτική ικανότητα αποκαλύπτει σε ένα δανειστή ή επενδυτή την πιθανότητα να μπορέσει ο δανειολήπτης να ανταποκριθεί στις δανειακές του υποχρεώσεις χωρίς τον κίνδυνο πτώχευσης.

Μια χαμηλή αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας δείχνει υψηλό κίνδυνο αθέτησης ενός δανείου, και, συνεπώς οδηγεί σε υψηλά επιτόκια ή ακόμα και την άρνηση χορήγησης δανείου από τον πιστωτή ενώ, όσο καλύτερη είναι η πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη, τόσο πιο πιθανό είναι μια τράπεζα ή κάποιο άλλο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα να επεκτείνει την πίστωση προς αυτόν.

#### 1.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την πιστοληπτική ικανότητα

Οι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την πιστοληπτική ικανότητα του δανειολήπτη και κατ' επέκταση τη δυνατότητά του να δανείζεται χρήματα μέσω χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είναι:

- ❖ Οικονομικό ιστορικό
- ❖ Επιτόκιο αποπληρωμής
- ❖ Διαθεσιμότητα περιουσιακών στοιχείων
- ❖ Ρευστότητα
- ❖ Παρούσα οικονομική κατάσταση
- ❖ Πιθανό μελλοντικό εισόδημα



- ❖ Αποταμιευτική συμπεριφορά
- ❖ Καταναλωτική συμπεριφορά
- ❖ Ύψος υποχρεώσεων (επιπλέον χρέη και δάνεια)

### **1.3 Θεμελιώδεις παράγοντες που επηρεάζουν την πιστοληπτική ικανότητα ενός κράτους**

- ❖ Υπάρχον ύψος υποχρεώσεων Δημοσίου Τομέα
- ❖ Μακροοικονομικό Περιβάλλον (ΑΕΠ, Έλλειμα, Πληθωρισμός, Ανεργία)
- ❖ Διαθεσιμότητα περιουσιακών στοιχείων και εναλλακτικοί τρόποι χρηματοδότησης Δημοσίου Τομέα
- ❖ Υπάρχον ύψος υποχρεώσεων Ιδιωτικού Τομέα
- ❖ Διάρθρωση και ρευστότητα του εγχώριου Τραπεζοασφαλιστικού Τομέα
- ❖ Διεθνής Κατάσταση Ανταγωνιστικότητας της οικονομίας
- ❖ Ιστορικό πληρωμών και ιστορική αξιοπιστία προβλέψεων
- ❖ Ιστορική διακύμανση επιτοκίων αποπληρωμής
- ❖ Προβλέψεις για την μελλοντική Καταναλωτική και Αποταμιευτική συμπεριφορά μιας οικονομίας
- ❖ Πολιτικές εξελίξεις (political risk)
- ❖ Εξωγενείς εξελίξεις και παράγοντες που διαμορφώνουν το ρίσκο (market risk and systemic risk)

Η πιστοληπτική διαβάθμιση αντιστοιχεί στην πιστοληπτική αξιοπιστία ενός Δημοσίου ενώ επηρεάζει άμεσα το επιτόκιο δανεισμού. Καθώς τα επιτόκια εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από το ρίσκο που συνεπάγεται η συγκεκριμένη επένδυση. Έτσι, ένα ομόλογο χαμηλής διαβάθμισης έχει υψηλό επιτόκιο (απόδοση), προκειμένου να προσελκύσει αγοραστές καθώς αποτελεί επισφαλή επένδυση. Αντίθετα, ένα ομόλογο υψηλής διαβάθμισης προσφέρει μικρότερο επιτόκιο, καθώς η επένδυση θεωρείται πολύ χαμηλού ρίσκου και οι αγοραστές είναι εύκολο να βρεθούν.

### **1.4 Εταιρική αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας**

Η πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρείας αποτελεί οικονομικό δείκτη για τους δυνητικούς επενδυτές των χρεογράφων που εκδίδει, όπως τα εμπορικά ομόλογά της. Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των εταιρειών, των χρεογράφων και των χωρών έχουν ανατεθεί σε διάφορους οίκους αξιολόγησης. Υπάρχουν διάφοροι οίκοι που αξιολογούν την πιστοληπτική ικανότητα εταιρειών, χρεογράφων και χωρών, με τους τρεις μεγαλύτερους να είναι η Moody's, η Standard and Poor's (S&P) και η Fitch.

Η βαθμολογία αντιπροσωπεύεται με γράμματα και διαφέρει από εταιρεία σε εταιρεία:

**Πίνακας 1.1:** Συγκριτικός πίνακας βαθμολογιών των τριών μεγάλων εταιριών αξιολόγησης

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

Πηγή: [www.euretirio.com](http://www.euretirio.com)

Οι οίκοι αξιολόγησης είναι σημαντικοί για τους επενδυτές, τους εκδότες, τις επενδυτικές τράπεζες, τους χρηματιστές και τις κυβερνήσεις επειδή αυξάνουν το φάσμα των διαθέσιμων εναλλακτικών επενδύσεων και παρέχουν ανεξάρτητη και εύχρηστη αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Έτσι αυξάνεται γενικά η αποδοτικότητα της αγοράς κεφαλαίου και μειώνεται το κόστος για τους οφειλέτες και τους δανειστές. Αυτό με την σειρά του αυξάνει τη συνολική προσφορά επιχειρηματικών κεφαλαίων στην οικονομία, οδηγώντας σε μεγαλύτερη ανάπτυξη.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Ποιοι είναι οι οίκοι αξιολόγησης

Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ή οίκοι αξιολόγησης προσφέρουν ανεξάρτητες και έγκυρες υπηρεσίες αξιολογώντας την πιστοληπτική ικανότητα των δανειζομένων (ιδιώτες, επιχειρήσεις, κράτος) καθώς επίσης και τα χρεόγραφα που εκδίδουν οι δανειζόμενοι με σκοπό να αντιμετωπίσουν οι δανειστές το μειονέκτημα της ασύμμετρης πληροφόρησης που αντιμετωπίζουν κατά το δανεισμό. Πρόκειται για ιδιωτικούς μη-πλειοψηφικούς ρυθμιστές διεθνών κεφαλαιαγορών με έντονο και σημαντικό ρόλο αφού οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας τις οποίες διενεργούν χρησιμοποιούνται από τους ενδιαφερόμενους (επενδυτές, δανειολήπτες, εκδότες, κυβερνήσεις) ώστε να λαμβάνουν επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις. Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας επιδρούν και στα δύο μέρη μιας πιστωτικής σχέσης (δηλαδή και στο δανειστή και στο δανειζόμενο). Όσον αφορά στο δανειστή προσφέρει πληροφόρηση σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχεται στις εναλλακτικές επενδυτικές ευκαιρίες και στο δανειζόμενο προσφέρει την απαραίτητη πληροφορία για να προσφέρει τις εσωτερικές του διαδικασίες και δραστηριότητες σύμφωνα με τα πρότυπα πιστοληπτικής ικανότητας.

Οι αξιολογήσεις πραγματοποιούνται στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (ομόλογα) και στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (συναλλαγματικές) εταιρειών, χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων, δήμων και κρατών. Η αξιολόγηση του αξιόγραφου βασίζεται στη δυνατότητα του δανειζόμενου να αποπληρώσει το κεφάλαιο και τους τόκους σύμφωνα με την υπάρχουσα κάθε φορά συμφωνία δανεισμού.

Οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης Moody's, Fitch και S&P, έγιναν ιδιαίτερα γνωστές στη χώρα μας για τον ρόλο τους στην ελληνική κρίση. Πρόκειται για ιδιωτικές αμερικανικές εταιρείες, οι οποίες διαθέτουν μοντέλα και μηχανισμούς αξιολόγησης ομολόγων με βάση κυρίως τις προοπτικές της κάθε χώρας. Οι τρεις αυτοί οίκοι κατέχουν τη μερίδα του λέοντος στην παγκόσμια αγορά πιστοληπτικής αξιολόγησης ελέγχοντας πάνω από το 95% της παγκόσμιας αγοράς. Η δραστηριότητά τους αυξήθηκε σημαντικά την περίοδο πριν την κρίση (2004 - 2006) αξιολογώντας (όχι με επιτυχία) σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα, αποκομίζοντας μεγάλα κέρδη. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι τα έσοδα της Moody's από αυτές τις αξιολογήσεις έφτασαν τα 887 εκατ. δολάρια το 2006 (έναντι 199 εκατ. δολαρίων το 2000), καλύπτοντας το 44% των συνολικών εσόδων του οίκου (Τα Νέα 11/7/2011, σελ. 13). Όσον καλύτερη είναι η αξιολόγηση (rating) που παρέχουν σε επιχειρήσεις και κράτη, τόσο και πιο ασφαλής θεωρείται η επένδυση, ενώ και το επενδυτικό ενδιαφέρον γίνεται ολοένα και μεγαλύτερο, με το κόστος χρήματος μικρότερο. Ας δούμε όμως τα χαρακτηριστικά κάθε οίκου ξεχωριστά.

### 2.1 Standard and Poor's

Η ιστορία της Standard and Poor's παραλληλίζεται με την ιστορία των νέων χρηματοπιστωτικών αγορών. Με γραφεία σε 23 χώρες και μια ιστορία που χρονολογείται από περισσότερο από 150 χρόνια, η Standard and Poor's είναι γνωστή στους επενδυτές παγκοσμίως ως ο ηγέτης των πληροφοριών των χρηματοπιστωτικών αγορών.



Σήμερα η Standard & Poor's εμπορεύεται επενδυτικά στοιχεία, πραγματοποιεί αποτιμήσεις εταιρειών, χρηματοοικονομικές αναλύσεις καθώς και γνωμοδοτήσεις για επιχειρήσεις, οργανισμούς και κράτη. Η ναυαρχίδα των προϊόντων της είναι ο δείκτης S&P 500, ο οποίος διαμορφώνεται καθημερινά από τις χρηματιστηριακές τιμές των 500 μεγαλύτερων επιχειρήσεων των χρηματιστηρίων NYSE και NASDAQ. 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. Ο Standard and Poor's Global 1200 καλύπτει περίπου 31 αγορές που αποτελούν περίπου το 70% της παγκόσμιας κεφαλαιοποίησης της αγοράς. Το 2007, ο S&P 500 γιόρτασε την 50<sup>η</sup> επέτειό του.

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. Το 2010 η Standard and Poor's εξέδωσε 162.418 νέες και 556.872 αναθεωρημένες εκτιμήσεις..

Ακόμη, η ανεξάρτητη επιχείρηση έρευνας ιδίων κεφαλαίων της Standard and Poor's είναι μεταξύ των παγκοσμίως κορυφαίων προμηθευτών ανεξάρτητων πληροφοριών για τις επενδύσεις, προσφέροντας θεμελιώδη κάλυψη σε περίπου 1.600 μετοχές. Είναι ένας ηγέτης στην ενημέρωση και ανάλυση κεφαλαίων.

### 2.1.1 Ιστορικό εταιρείας

Ημερομηνίες κλειδιά:

#### 1860

Ο Henry Varnum Poor (1812-1905) δημοσιεύει την *Ιστορία Των Σιδηροδρόμων Και Των Καναλιών Των Ηνωμένων Πολιτειών*, η πρώτη σημαντική προσπάθεια για τη σύνταξη μιας ολοκληρωμένης άποψης τόσο για τις οικονομικές όσο και για τις λειτουργικές λεπτομέρειες των σιδηροδρόμων των Ηνωμένων Πολιτειών, μακράν η μεγαλύτερη και πιο υψηλής εντάσεως κεφαλαίου βιομηχανία στις Η.Π.Α.. Αυτή η έκδοση είναι ο προκάτοχος του *Εγχειριδίου Των Σιδηροδρόμων των ΗΠΑ* του Poor.

#### 1868

Αφού σχημάτησε την H.V. and H.W. Poor Co. με τον υιό του, Henry William Poor (1844-1915), οι Poor δημοσίευσαν το *Εγχειρίδιο Των Σιδηροδρόμων Των Ηνωμένων Πολιτειών*. Μέσα σε λίγους μήνες, πούλησαν όλα τα 2,500 αντίγραφα του πρώτου τεύχους. Το κάθε αντίγραφο, τών 442 σελίδων, κοστολογήθηκε στα \$5 και περιείχε σημαντικές πληροφορίες για τους επενδυτές στον κλάδο των σιδηρογραμμών στις Η.Π.Α..

#### 1906

Ο Luther Lee Blake { 1874-1953}, όπως και ο H.V.Poor, αναγνώρισε την ανάγκη για μια ακριβή, κεντρική πηγή οικονομικών πληροφοριών για τους επενδυτές και έτσι σχημάτισε την Standard Statistics Bureau. Η Standard Statistics, επικεντρώνοντας στις βιομηχανίες πέρα από τους σιδηρόδρομους, δημοσίευσε κάρτες των 5x7 ιντσών οι οποίες περιείχαν τα νέα εταιρικά στοιχεία. Με αυτόν τον τρόπο, η εταιρεία ήταν ικανή να ανανεώνει συνεχόμενα και πληρέστερα τις πληροφορίες τις οποίες εξέδιδε σε ετήσιο ρυθμό.

#### 1941

Η Standard Statistics συγχωνεύτηκε με την Poor's Publishing, σχηματίζοντας έτσι την Standard & Poor's Corp. Ο πρώτος της πρόεδρος ήταν ο Clayton A. Penhale.



Η Standard & Poor's δημοσίευσε τον νέο *Οδηγό Ομολόγων*, μία λίστα με περίπου 7,000 αξιολογήσεις δημοσίων ομολόγων. Ο *Οδηγός Ομολόγων* εστιαζόταν πρωτίστως σε στατιστικές και ποιοτικές αξιολογήσεις για εταιρικά ομόλογα.

#### **1950**

Μέχρι το 1950, ο όγκος της Standard and Poor's από τον συνδυασμό επιχειρηματικών δραστηριοτήτων έκανε την αξία της εταιρείας να ξεπερνά τα \$5 εκατομμύρια δολάρια. Αυτός ο αριθμός διπλασιάστηκε μέσα στα επόμενα εννέα χρόνια.

#### **1957**

Η μετοχή S&P 500 παρουσιάστηκε, προορισμένη να γίνει η κατ'εξοχήν παγκόσμια μετοχή για τους επενδυτές.

#### **1964**

Η υπηρεσία S&P Compustat παρουσιάστηκε, παρέχοντας υψηλής ποιότητας, τυποποιημένα και θεμελιώδη δεδομένα της αγοράς σε επαγγελματίες επενδυτές ανά τον κόσμο. Η Standard & Poor's διαμόρφωσε καινούρια προϊόντα, όπως την Υπηρεσία Αξιολόγησης Εταιρικών και Δημοσίων Ομολόγων, και άρχισε να επιδιώκει εξαγορές, οι οποίες εν τέλει οδήγησαν στην απόκτηση της Trendline, της Blue List, και άλλων υπηρεσιών.

#### **1969**

Η Standard & Poor's δημοσίευσε το σύστημα αρίθμησης *Επιτροπή για την Ενιαία Ασφάλεια της Διαδικασίας Αναγνώρισης* (CUSIP), το οποίο έγινε το πρότυπο αναγνωριστικό για όλες τις κινητές αξίες. Χωρίς το CUSIP θα ήταν ακατόρθωτο για την Wall Street να διαχειριστεί την τεράστια ποσότητα συναλλαγών που προέκυπτε σε καθημερινή βάση.

#### **1976**

Η Standard & Poor's ορίστηκε ως Εθνικά Αναγνωρισμένη Στατιστική Υπηρεσία Αξιολόγησης (NRSRO) από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC). Η ονομασία προήλθε από την Επιτροπή, αναγνωρίζοντας ευρεία αποδοχή των πιστοληπτικών αξιολογήσεων της Standard & Poor's από τους επενδυτές, αντανακλώντας την εμπιστοσύνη της αγοράς στην ανεξαρτησία, την αντικειμενικότητα, την αξιοπιστία και την διαφάνεια της Standard & Poor's.

#### **Τέλη δεκαετίας 1970**

Οι υπηρεσίες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας της Standard & Poor's αναδιοργανώθηκαν κατά μήκος της βιομηχανικής εξειδίκευσης και ο οίκος άρχισε να αξιολογεί την δυνατότητα αποπληρωμής των απαιτήσεων των εταιρειών. Επιπλέον, η Standard & Poor's ξεκίνησε να αξιολογεί χρηματιστηριακές εταιρείες και αμοιβαία κεφάλαια.

#### **1981**

Το πρώτο τεύχος του *Credit Week* δημοσιεύτηκε, παρέχοντας σε επαγγελματίες οικονομολόγους αντικειμενική αντίληψη και εκτενείς αναλύσεις σχετικά με παγκόσμιες πιστωτικές αγορές.

#### **1984**

Η Standard & Poor's έγινε ο πρώτος μεγάλος οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας που άνοιξε γραφείο στο Λονδίνο για να εξυπηρετήσει τις Ευρωπαϊκές αγορές. Μεταγενέστερα, μέσα στα επόμενα 20 χρόνια, η Standard & Poor's άνοιξε γραφεία σε 20 χώρες ανά τον κόσμο.

Η Standard & Poor's ξεκίνησε να αξιολογεί χρηματαγορές αμοιβαίων και ομολογιακών κεφαλαίων.

### **1986**

Με το μετοχικό κεφάλαιο που διέθετε η Standard & Poor's για έρευνα ξεκίνησε ένα σύστημα εκτίμησης και κατάταξης μετοχών σχετικά με τις αμερικάνικες μετοχές. Στα επόμενα 20 χρόνια, ο αριθμός μετοχών στις οποίες η Standard & Poor's είχε μια *buy*, *hold* και *sell position* είχε υπερβεί τις 1500 στις Η.Π.Α. και σχεδόν τις 500 στην Ευρώπη και την Ασία.

### **1990**

Η Standard & Poor's σχημάτισε μια κοινοπραξία με τον ADEF (Σύλλογος Σπουδών Ακινήτου) για να μπει στην γαλλική αγορά· απέκτησε την Australian Ratings, η οποία έγινε πλήρους ιδιοκτησίας το 1996.

Η Standard & Poor's απέκτησε την Insurance Solvency International, επιταχύνοντας έτσι την εταιρική ανάπτυξη σε αξιολογήσεις μη αμερικάνικων ασφαλιστικών εταιρειών.

Η Standard & Poor's ήταν ο πρώτος οίκος αξιολόγησης που εισήγαγε την ηλεκτρονική on-line εξυπηρέτηση, την Credit Wire, με σκοπό να διαδώσει ευρέως τις αξιολογήσεις και τις αναλύσεις της.

### **1991**

Η Standard & Poor's παρουσίασε τον δείκτη MidCap 400, σχεδιασμένο να καλύπτει την αμερικάνικη αγορά μεσαίας κεφαλαιοποίησης.

### **1994**

Η Standard & Poor's παρουσίασε τον δείκτη SmallCap 600, έναν αμερικάνικο δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης. Συνδιάζοντας αυτόν τον δείκτη με τον S&P500 και τον S&P MidCap400, σχημάτισε τον δείκτη Standard & Poor's 1500, ο οποίος παρείχε στους επενδυτές έναν ευρή και συνεπή μετρητή της αγοράς των μετοχών.

### **Τέλη δεκαετίας 1990**

Η Standard & Poor's επέκτεινε τις παγκόσμιες δραστηριότητές της, συμπεριλαμβάνοντας το Τορόντο, το Μεξικό, το Χονγκ Κονγκ, την Σιγκαπούρη, την Αργεντινή, την Βραζιλία και την Μόσχα· άνοιξε κι άλλα γραφεία ανά την Αμερική.

### **2002**

Η Standard & Poor's εισήγαγε τον δείκτη Hedge Fund, ο οποίος παρακολουθεί την απόδοση 40 αμοιβαίων κεφαλαίων υψηλού κινδύνου.

### **2003**

Η Standard & Poor's ανακοίνωσε μια συμφωνία με την Citigroup για να αποκτήσει τον δείκτη επιχειρήσεων παγκόσμιας αναφοράς Smith Barney, ο οποίος κάλυπτε πάνω από 7500 επιχειρήσεις σε 52 αγορές παγκοσμίως.

### **2004**

Η Standard & Poor's υπέγραψε μία συμφωνία με σκοπό να αποκτήσει τον Capital IQ, έναν ηγετικό παροχέα πληροφοριών με μεγάλο αντίκτυπο στις κοινότητες παγκοσμίως επενδύσεων και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.



## 2005

Η Standard & Poor's απέκτησε πλειοψηφική κυριότητα της CRISIL, Ινδικού ηγέτη παροχής υπηρεσιών αξιολογήσεως πιστοληπτικής ικανότητας, οικονομικών νέων, και συμβουλών πολιτικής κινδύνου. Το προσωπικό της Standard & Poor's αυξήθηκε σε 6300 υπαλλήλους σε 20 χώρες ανά τον κόσμο.

### 2.1.2 Προϊόντα και υπηρεσίες της Standard & Poor's

Στην λίστα που παρουσιάζεται παρακάτω εμφανίζονται σε αλφαβητική σειρά τα προϊόντα της εταιρείας:

#### **A**

- ABSXchange™
- Analytics On-Demand™
- Assessments of Credit
- Associated Obligor

#### **C**

- Capital IQ
- Capital IQ's ClariFI
- Capital IQ Compustat
- CDO Evaluator®
- CDO Evaluator Engine®
- CDS Accelerator® & CDS Xpress
- Covered Bond Monitor
- Credit Assessment Templates
- CreditModel
- CreditPro®
- Credit Risk Products and Data
- Credit Risk Services
- Credit Risk Tracker
- CreditWeek®
- CreditWire
- Cross Reference Services®
- CUSIP® Global Services

#### **D**

- Default and Recovery Data
- Dividend Record

#### **F**

- Fund Management Ratings
- Fund Research

## **G**

- GAMMA
- Global Credit Portal
- Global Data Solutions
- Global Data Solutions - U.S. RMBS Edition

## **I**

- Industry Surveys
- Insurance Research and Data Products
- Inter-Company Financing Services
- Investment Advisory Services LLC (SPIAS)
- Investor Relations Services
- ISIDPlus

## **L**

- LEVELS®: RMBS Credit Model
- Leveraged Commentary & Data
- Lloyd's Syndicate Assessments
- Loss Given Default Templates

## **M**

- Market Derived Rating Analytics
- MarketScope
- MarketScope Advisor
- MasterFeed
- Multi-Asset Class Coverage

## **N**

- NetAdvantage

## **O**

- Outlook

## **P**

- Portfolio Risk Management
- Pricing and Profitability Services
- Probability of Default Templates
- Project Finance Services

## **Q**

- Quantitative Credit Models



## **R**

- Rating Scale Services SM
- RatingsDirect® on the Global Credit Portal
- Ratings IQuery®
- Ratings System Validation
- RatingsXpress®
- Real Estate Services
- Risk Assessment Services
- Risk Rating Gap Analysis
- Risk Rating Mapping
- Risk Rating Refinement
- Risk Rating Scale Development
- Risk Solutions
- Risk-to-Price®: The New Risk Benchmark

## **S**

- S&P Mobile
- S&P Valuation and Risk Strategies Research
- Securities DataManager®
- Security to Entity CrossWalk®
- Small Business Portfolio Evaluator®
- Social Media Directory
- Solutions Exchange
- SPIRE® Cash Flow Model
- Standard & Poor's Equity Research
- Standard & Poor's Structured Finance
- Standard & Poor's Valuation and Risk Strategies

## **T**

- Trade Finance Services

## **V**

- Validation Gap Analysis
- Validation Services
- Valuation Services

### **2.1.3 Αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας από την Standard & Poor's**

Η Standard & Poor's εκδίδει βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας.

#### **Μακροπρόθεσμη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας:**

Η εταιρεία βαθμολογεί τους δανειολήπτες σε μια κλίμακα από AA έως D. Ενδιάμεσες αξιολογήσεις προσφέρονται σε κάθε επίπεδο μεταξύ της AA και της CCC (π.χ., BBB+, BBB και BBB-). Για κάποιους δανειολήπτες, η εταιρεία μπορεί επίσης να προσφέρει καθοδήγηση (που χαρακτηρίζεται ως «πιστωτικό ρολόι») ως προς το αν είναι πιθανό να αναβαθμιστεί (θετική), να υποβιβαστεί (αρνητική) ή αβέβαιο (ουδέτερη).

#### Βαθμολογία επενδυτικών προϊόντων:

- ❖ AAA: Ένας οφειλέτης με βαθμολογία «AAA», έχει εξαιρετικά μεγάλη ικανότητα να ανταποκριθεί στις οικονομικές δεσμεύσεις του. «AAA» είναι η υψηλότερη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας που αποδίδεται από την Standard & Poor's.
- ❖ AA: Ένας οφειλέτης με βαθμολογία «AA» έχει πολύ ισχυρή ικανότητα να ανταποκριθεί στις οικονομικές δεσμεύσεις του. Διαφέρει από την υψηλότερη βαθμολογία μόνο σε μικρό βαθμό. Περιλαμβάνει:
- ❖ AA+: Ισοδυναμεί με Aa1 της Moody's (υψηλή ποιότητα, με πολύ χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο, αλλά ευαισθησία σε μακροπρόθεσμους κινδύνους φαίνεται κάπως μεγαλύτερη)
- ❖ AA-: Ισοδυναμεί με Aa3
- ❖ A: Ένας οφειλέτης με βαθμολογία «A» έχει ισχυρή ικανότητα να ανταποκριθεί στις οικονομικές δεσμεύσεις του, αλλά είναι πιο ευαίσθητος στις αρνητικές επιδράσεις των μεταβολών των περιστάσεων και των οικονομικών συνθηκών από ό, τι έναν οφειλέτη που ανήκει σε πιο υψηλόβαθμοι κατηγορία.
- ❖ A+: Ισοδυναμεί με A1
- ❖ A-: Ισοδυναμεί με A2
- ❖ BBB: Ένας οφειλέτης με βαθμολογία «BBB» έχει επαρκή ικανότητα να ανταποκριθεί στις οικονομικές δεσμεύσεις του. Ωστόσο, οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες ή οι μεταβαλλόμενες συνθήκες είναι πιο πιθανό να οδηγήσουν σε μια αποδυναμωμένη ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στις οικονομικές υποχρεώσεις του.

#### Βαθμολογία μη-επενδυτικών προϊόντων (γνωστά και ως junk bonds):

- ❖ BB: Ένας οφειλέτης με βαθμολογία «BB» είναι λιγότερο ευάλωτος στο άμεσο μέλλον σε σχέση με άλλους χαμηλής διαβάθμισης οφειλέτες. Ωστόσο, αντιμετωπίζει σημαντικά συνεχιζόμενη αβεβαιότητα και έκθεση σε δυσμενείς επιχειρησιακές ή οικονομικές συνθήκες, που θα μπορούσε να οδηγήσει σε ανεπαρκή ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στις οικονομικές υποχρεώσεις του.
- ❖ B: Ένας οφειλέτης με βαθμολογία «B» είναι πιο ευάλωτος από τον οφειλέτη με βαθμολογία «BB», αλλά έχει επί του παρόντος την ικανότητα να ανταποκριθεί στις οικονομικές δεσμεύσεις του. Ανεπιθύμητες επιχειρησιακές ή οικονομικές συνθήκες θα επηρεάσουν πιθανόν την ικανότητα του οφειλέτη ή την προθυμία να ανταποκριθεί στις οικονομικές δεσμεύσεις του.
- ❖ CCC: Ένας οφειλέτης με βαθμολογία «CCC» είναι επί του παρόντος ευάλωτος και εξαρτάται από τις ευνοϊκές επιχειρησιακές και οικονομικές συνθήκες για να ανταποκριθεί στις οικονομικές δεσμεύσεις του.
- ❖ CC: Ένας οφειλέτης με βαθμολογία «CC» είναι επί του παρόντος ιδιαίτερα ευάλωτος.
- ❖ C: Ιδιαίτερα ευάλωτος ο οφειλέτης, ίσως σε πτώχευση ή σε καθυστέρηση, αλλά εξακολουθεί να συνεχίζει να καταβάλλει τις υποχρεώσεις του.
- ❖ CI: Ο οφειλέτης βρίσκεται σε καθυστέρηση πληρωμών των τόκων του.
- ❖ R: Ένας οφειλέτης με βαθμολογία «R» βρίσκεται υπό κανονιστικό έλεγχο για την οικονομική του κατάσταση. Κατά τη διάρκεια της εκκρεμότητας της κανονιστικής εποπτείας, οι ρυθμιστικές αρχές έχουν την αρμοδιότητα να ευνοούν μια κατηγορία από τις υποχρεώσεις σε σχέση με άλλες ή να πληρώσει ορισμένες υποχρεώσεις και όχι άλλες.
- ❖ SD: Ο οφειλέτης έχει αθετήσει επιλεκτικά κάποιες υποχρεώσεις
- ❖ D: Έχει αποτύχει στις υποχρεώσεις του και η S&P πιστεύει ότι γενικά θα αποτύχει στις περισσότερες ή όλες τις υποχρεώσεις του.
- ❖ NR: Δεν έχει βαθμολογηθεί



#### Βραχυπρόθεσμη αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας:

Η εταιρεία βαθμολογεί συγκεκριμένα θέματα σε μια κλίμακα από το A-1 έως το D. Εντός της κατηγορίας A-1 μπορεί να ορισθεί με ένα σύμβολο συν (+). Αυτό δείχνει ότι η δέσμευση του εκδότη να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του είναι πολύ ισχυρή. Ο κίνδυνος της χώρας και του νομίσματος αποπληρωμής του οφειλέτη έχουν ληφθεί υπόψη στην εκπλήρωση της υποχρέωσής του και στην ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου και αντανακλώνται στα κριτήρια αξιολόγησης.

- ❖ A-1: Η ικανότητα του οφειλέτη να εκπληρώσει τις οικονομικές του υποχρεώσεις είναι ισχυρή.
- ❖ A-2: Ο οφειλέτης είναι ευαίσθητος σε δυσμενείς οικονομικές συνθήκες, ωστόσο η ικανότητά του να ανταποκριθεί στην οικονομική του δέσμευση είναι ικανοποιητική.
- ❖ A-3: Δυσμενείς οικονομικές συνθήκες είναι πιθανό να μειώσουν την δυναμική του οφειλέτη να εκπληρώσει τις οικονομικές του υποχρεώσεις.
- ❖ B: Ο οφειλέτης έχει σημαντικά κερδοσκοπικά χαρακτηριστικά. Έχει σήμερα την ικανότητα να ανταποκριθεί στις οικονομικές του υποχρεώσεις, αλλά αντιμετωπίζει μεγάλη συνεχιζόμενη αβεβαιότητα που θα μπορούσε να έχει επίδραση στην οικονομική του δέσμευση.
- ❖ C: Επί του παρόντος, ο οφειλέτης είναι ευάλωτος σε μη αποπληρωμή της οικονομικής του δέσμευσης και εξαρτάται από το ευνοϊκό επιχειρησιακό και οικονομικό περιβάλλον.
- ❖ D: Ο οφειλέτης βρίσκεται σε αθέτηση πληρωμής. Κάποια υποχρέωση δεν εξοφλήθηκε μέσα στην περίοδο που είχε συμφωνηθεί και η περίοδος χάριτος μπορεί να μην έχει λήξει. Η βαθμολογία επίσης μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την υποβολή της αίτησης πτώχευσης.

#### Βαθμολογίες διακυβέρνησης (GAMMA):

Οι βαθμολογίες GAMMA αντανακλούν τη γνώμη της S&P σχετικά με την ισχύ της εταιρικής διακυβέρνησης μιας επιχείρησης, όπως την προστασία των επενδυτών από τις δυνατότητες διακυβέρνησης που σχετίζονται με τις απώλειες της αξίας ή την αποτυχία δημιουργίας υπεραξίας. Οι GAMMA είναι σχεδιασμένες για τους επενδυτές ιδίων κεφαλαίων στις αναδυόμενες αγορές και εστιάζονται σε αξιολόγηση μη χρηματοοικονομικών κινδύνων, και ειδικότερα, στην αξιολόγηση του κινδύνου της εταιρικής διακυβέρνησης.

#### Ιστορία των βαθμολογιών GAMMA και CGS

Η S&P έχει αναπτύξει κριτήρια και μεθοδολογία για την αξιολόγηση της εταιρικής διακυβέρνησης από το 1998, και έχει ενεργά εκτιμήσει πρακτικά εταιρικών διακυβερνήσεων από το 2000.

Το 2007, η μεθοδολογία της ανάλυσης των αυτόνομων κυβερνήσεων υπέστη την πιο σημαντική μεταρρύθμιση για την ενίσχυση της εστίασης στον κίνδυνο της ανάλυσης με βάση την εμπειρία της ομάδας αξιολόγησης των διακυβερνήσεων. Η ανάλυση GAMMA επικεντρώνεται σε μια σειρά από κινδύνους που ποικίλλουν σε πιθανότητα και στον αναμενόμενο αντίκτυπο στην αξία των μετοχών. Κατά συνέπεια, η ανάλυση της S&P έχει ως στόχο να καθορίσει τις πιο ευάλωτες περιοχές οι οποίες είναι υπαίτιες για πιθανές απώλειες στην αξία λόγω έλλειψης της διακυβέρνησης.

Οι πρόσφατες εξελίξεις στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές τονίζουν τη σημασία της διαχείρισης του επιχειρηματικού κινδύνου και της στρατηγικής διαδικασίας για την ποιοτική διακυβέρνηση. Η μεθοδολογία GAMMA ενσωματώνει δύο νέα στοιχεία, αντιμετωπίζοντας αυτούς τους τομείς ενδιαφέροντος των επενδυτών. Προωθεί επίσης την κουλτούρα της διαχείρισης των κινδύνων και την μακροπρόθεσμη στρατηγική σκέψη των εταιρειών.



## **Συστατικά της μεθοδολογίας GAMMA**

Επίδραση των μετόχων

Δικαιώματα των μετόχων

Διαφάνεια, έλεγχο και επιχειρησιακή διαχείριση των κινδύνων

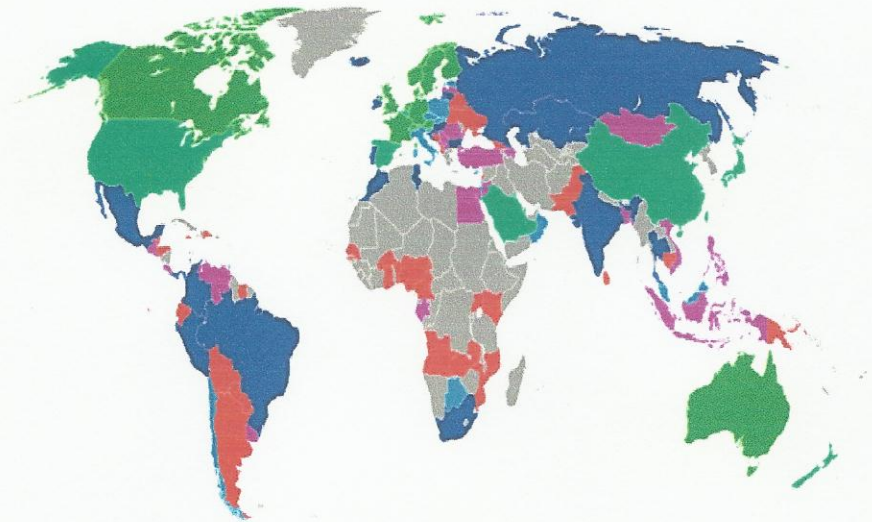
Αποτελεσματικότητα Διοικητικού Συμβουλίου, στρατηγική διαδικασία και κίνητρα

## **Κλίμακα GAMMA**

Για την βαθμολογία GAMMA, η S&P χρησιμοποιεί μια αριθμητική κλίμακα από το ένα έως το δέκα (το δέκα ως την καλύτερη δυνατή βαθμολογία). Κατά την κρίση της S&P, μία βαθμολογία GAMMA μπορεί να διαδοθεί δημοσίως ή να χρησιμοποιηθεί ιδιωτικά.

- ❖ GAMMA-10 και GAMMA-9: Κατά τη γνώμη της S&P, η εταιρική διακυβέρνηση των διαδικασιών και των πρακτικών στην εταιρεία παρέχει μια πολύ ισχυρή προστασία έναντι πιθανών απωλειών στην αξία συναφών με τη διακυβέρνηση. Μια εταιρεία σε αυτές τις βαθμίδες βαθμολογίας δεν έχει, κατά τη γνώμη της S&P, αδυναμίες σε οποιοδήποτε από τους σημαντικούς τομείς της διακυβερνητικής της ανάλυσης.
- ❖ GAMMA-8 και GAMMA-7: Κατά τη γνώμη της S&P, η εταιρική διακυβέρνηση των διαδικασιών και των πρακτικών της εταιρείας παρέχει ισχυρή προστασία από πιθανές απώλειες που σχετίζονται με την αξία διακυβέρνησης. Μια εταιρεία σε αυτές τις κατηγορίες βαθμολογίας έχει, κατά τη γνώμη της S&P, κάποιες αδυναμίες σε ορισμένους από τους σημαντικότερους τομείς της διακυβερνητικής ανάλυσης.
- ❖ GAMMA-6 και GAMMA-5: Κατά τη γνώμη της S&P, η εταιρική διακυβέρνηση των διαδικασιών και των πρακτικών της εταιρείας προσφέρει μέτρια προστασία από πιθανές απώλειες που σχετίζονται με την αξία διακυβέρνησης. Μια εταιρεία σε αυτές τις κατηγορίες βαθμολογίας έχει, κατά τη γνώμη της S&P, αδυναμίες σε αρκετούς από τους σημαντικότερους τομείς της διακυβερνητικής ανάλυσης.
- ❖ GAMMA-4 και GAMMA-3: Κατά τη γνώμη της S&P, η εταιρική διακυβέρνηση των διαδικασιών και των πρακτικών της εταιρείας παρέχει μειωμένη προστασία από πιθανές απώλειες που σχετίζονται με την αξία διακυβέρνησης. Μια εταιρεία σε αυτές τις κατηγορίες βαθμολογίας έχει, κατά τη γνώμη της S&P, σημαντικές αδυναμίες σε μια σειρά από τους σημαντικότερους τομείς της διακυβερνητικής ανάλυσης.
- ❖ GAMMA-2 και GAMMA-1: Κατά τη γνώμη της S&P, η εταιρική διακυβέρνηση των διαδικασιών και των πρακτικών της εταιρείας παρέχει πολύ μειωμένη προστασία από πιθανές απώλειες που σχετίζονται με την αξία διακυβέρνησης. Μια εταιρεία σε αυτές τις κατηγορίες βαθμολογίας έχει, κατά τη γνώμη της S&P, σημαντικές αδυναμίες στους περισσότερους από τους τομείς της διακυβερνητικής ανάλυσης.





**Εικόνα 2.1:** Αξιολογήσεις χωρών από την Standard & poor's μέχρι τον Αύγουστο του 2011

- Πράσινο: AAA
- Τιρκουάζ: AA
- Μπλε Ανοιχτό: A
- Μπλε Σκούρο: BBB
- Μωβ: BB
- Κόκκινο: B

Στο **Παράρτημα Α** της εργασίας παρουσιάζονται αναλυτικά οι βαθμολογίες χωρών από την Standard & Poor's μέχρι τον Αύγουστο του 2011.

## 2.2 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 για περισσότερες από 100 χώρες. Το 2010, η Moody's είχε κύκλο εργασιών περί τα 1,8 δις δολάρια από πωλήσεις προερχόμενες κυρίως από τις υπηρεσίες αξιολογήσεών της. Απασχολεί κατά προσέγγιση 4,500 υπαλλήλους παγκοσμίως και διατηρεί την παρουσία της σε 26 χώρες. Ο οίκος Moody's, όπως και ο Standard & Poor's, χρησιμοποιεί έναν συνδυασμό ποσοτικών και ποιοτικών χαρακτηριστικών για την αξιολόγηση επιχειρήσεων και χωρών. Στις αξιολογήσεις του, ο οίκος Moody's εξετάζει πληροφορίες που συνοψίζονται σε τέσσερις κύριες κατηγορίες: (α) οικονομική διάρθρωση και επίδοση (π.χ.: δείκτες ΑΕΠ, πληθωρισμού, ανεργίας, εισαγωγών και εξαγωγών, κ.λ.π.), (β) δημοσιονομικούς δείκτες (δημόσια έσοδα, δαπάνες, έλλειμμα, χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ, κ.λ.π.), (γ) εξωτερικές πληρωμές και συναλλαγές (συναλλαγματική ισοτιμία, κόστη εργασίας, δείκτης εξυπηρέτησης δημόσιου χρέους, κ.λ.π.), (δ) νομισματική ισορροπία και ρευστότητα (βραχυπρόθεσμο ύψος επιτοκίων, εγχώρια πίστωση, αποθεματικά χώρας, ωρίμανση χρέους, περιουσιακά στοιχεία πιστωτικών ιδρυμάτων



## 2.2.1 Ιστορικό εταιρείας: Ένας αιώνας στην ηγετική θέση της αγοράς.

### Ημερομηνίες κλειδιά:

- 1900:** Ο John Moody ιδρύει την John Moody & Company.
- 1903:** Η έκδοση της *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities* διέπει τις χρηματοοικονομικές αγορές ως ένα άκρος απαραίτητο εργαλείο.
- 1907:** Η κατάρρευση της χρηματιστηριακής αγοράς προκαλεί την Moody να πουλήσει τα στοιχεία του ενεργητικού της, συμπεριλαμβάνοντας το Εγχειρίδιο.
- 1909:** Ο John Moody επιστρέφει με μια νέα υπηρεσία: την αξιολόγηση των σιδηροδρόμων στην έκδοση *Moody's Analysis of Railroad Investments*.
- 1914:** Η Υπηρεσία Επενδυτών της Moody's παίρνει εταιρική μορφή.
- 1924:** Το σύστημα αξιολόγησης της Moody's περιλαμβάνει μετοχές και το σύνολο της αγοράς ομολόγων των Η.Π.Α..
- 1958:** Ο John Moody πεθαίνει.
- 1962:** Η Moody's εξαγοράζεται από την Dun & Bradstreet Corporation.
- 1998:** Η Moody's αγοράζει ένα μερίδιο που αντιστοιχεί στο 10% της Υπηρεσίας Επενδυτών στην Κορέα.
- 2000:** Η Moody's Investors Services διαχωρίζεται από την Dun & Bradstreet και μετατρέπεται σε δημόσια εταιρεία.
- 2002:** Η Moody's Corporation αποκτά την KMV με έδρα το Σαν Φρανσίσκο έναντι \$212.6 εκατομμύρια.

### Ξεκινώντας Μικρή: 1900-1913

Ο John Moody γεννήθηκε το 1868. Ήταν ένας αυτοδίδακτος άνθρωπος και διορατικός επιχειρηματίας και έθεσε ως στόχο να αφήσει το σημάδι του στην αυξανόμενη επενδυτική κοινότητα της Νέας Υόρκης. Η πρώτη σημαντική επιχείρησή του ήταν η δημιουργία μιας πηγής πληροφοριών για τους επενδυτές που ονομάστηκε *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*. Ο Moody δημιούργησε μια επώνυμη επιχείρηση (John Moody & Company) και δημοσίευσε το πρώτο τεύχος του Εγχειριδίου Moody το 1900. Το εγχειρίδιο ήταν γεμάτο με δεδομένα και στατιστικά στοιχεία σχετικά με τις διαπραγματεύσιμες εταιρείες της ημέρας, από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και κυβερνητικές υπηρεσίες μέχρι επιχειρήσεις εξόρυξης και κατασκευαστικές εταιρείες. Μέσα σε λίγους μήνες από τη σύλληψη της ιδέας του, το *Moody's Manual* ξεπούλησε τα αντίτυπά του. Μέχρι το 1903 και το *Moody's Manual* και η Moody Publishing Company, όπως ονομαζόταν τώρα η επιχείρηση, είχαν εθνική φήμη. Η οικονομική καταστροφή (1907), όμως, ήταν στην γωνία. Ο Moody αναγκάστηκε να πουλήσει την επιχείρησή του, συμπεριλαμβανομένου του *Εγχειριδίου*. Μέσα σε δύο χρόνια, ωστόσο, ο Moody ήταν πίσω με μια νέα προσέγγιση – να παρέχει στους επιφυλακτικούς επενδυτές όχι μόνο πληροφορίες για τις επιχειρήσεις, αλλά να πάει ένα βήμα παραπάνω και να αξιολογεί τις επιδόσεις και τα περιουσιακά τους στοιχεία. Αποφάσισε να αντιμετωπίσει την έκρηξη της σιδηροδρομικής βιομηχανίας και έγραψε ένα βιβλίο με τίτλο *Moody's Analyses of Railroad Investments* το 1909. Η εις βάθος αναφορά του Moody για τους σιδηροδρόμους συμπεριλάμβανε ένα σύστημα αξιολόγησης που αποτελείτο από γράμματα, παρόμοια μέθοδος που



χρησιμοποιούσαν τα περισσότερα πρακτορεία αξιολόγησης εκείνες τις ημέρες. Από το 1913 ο Moody επέκτεινε την εμπειρία του από τους σιδηροδρόμους σε γενικές οικονομικές αξιολογήσεις.

### **Διδάγματα και Αναγέννηση: 1920-1980**

Όπως και η αρχική του επιτυχία, το επιχειρηματικό δαιμόνιο του Moody για άλλη μια φορά τον έφερε στην πρώτη γραμμή των κινητών αξιών. Οι αξιολογήσεις του ήταν περιζήτητες από τους επενδυτές και ο Moody ανταποκρίθηκε με μια νέα εταιρεία, την Moody's Investors Service, η οποία σχηματίστηκε τον Ιούλιο του 1914. Ο Moody επέκτεινε το πεδίο του, αξιολογώντας τόσο μετοχές όσο και ομόλογα, και μέσα σε μια δεκαετία από την δημιουργία της νέας εταιρείας του κάλυψε ολόκληρη την αμερικανική αγορά ομολόγων.

Τον Φεβρουάριο του 1958 ο John Moody πέθανε στην ηλικία των 89 ετών. Εντός τεσσάρων ετών από το θάνατό του, το 1962, η Moody's αγοράστηκε από την Dun & Bradstreet Corporation (D&B), έναν γίγαντα πιστοληπτικών αξιολογήσεων και πληροφοριών. Η Moody's επέκτεινε την υπηρεσία αξιολογήσεων την δεκαετία του 1970 και άρχισε να χρεώνει τέλη στις εταιρείες που κάλυπτε. Για πολλούς εταιρικούς πελάτες, η αξιολόγηση από την Moody's αύξησε την εμπιστοσύνη των επενδυτών και με τη σειρά του βοήθησε να προσθέσει σταθερότητα στην αγορά.

### **Κυριαρχώντας στην αγορά: Δεκαετία του 1990**

Η τελευταία δεκαετία του αιώνα ήταν μια βόλτα με τρενάκι του λούνα παρκ για την Moody's. Το 1994 η εταιρεία απέτυχε να πραγματοποιήσει κέρδη και στα έτη 1995 και 1996 επικρατούσε η φήμη για εταιρική αναδιάρθρωση. Τον Ιανουάριο του 1996 η D&B ανακοίνωσε την πρόθεσή της για τον διαχωρισμό σε τρεις δημόσιες εταιρείες για να εξυπηρετεί καλύτερα τους μετόχους της και τα τμήματα της αγοράς. Η Moody's ήταν προορισμένη για να μείνει μέρος της «νέας» Dun & Bradstreet εταιρείας πληροφοριών. Λίγο μετά την είδηση της επικείμενης διάσπασης της D&B ήρθε η παραίτηση του προέδρου της Moody's, John Bohm, Jr., τον Μάρτιο, ακολούθησαν φήμες σχετικά με μια έρευνα του Υπουργείου Δικαιοσύνης (DOJ) για πιθανές παραβιάσεις της αντιμονοπωλιακής νομιθεσίας.

Εν μέσω της επιμελούς έρευνας του Υπουργείου Δικαιοσύνης, η Moody's αναδιοργάνωσε τις εγχώριες δραστηριότητές της και τα σχέδια επιτάχυνσης για διεθνή επέκταση. Το 1998 η Moody's αγόρασε μερίδιο 10% της Korea Investors Service (αργότερα αυξήθηκε σε πάνω από 50%) και άρχισε να επενδύει στην Αργεντινή την επόμενη χρονιά. Το 1999 η έρευνα του Υπουργείου Δικαιοσύνης σχετικά με τις καταγγελίες για τις αντιμονοπωλιακές παραβιάσεις της Moody's έκλεισε, και καμία κατηγορία δεν υποβλήθηκε. Οι πωλήσεις της Moody's για το έτος 1999 είχαν φτάσει τα \$564.2 εκατομμύρια δολάρια, με καθαρά έσοδα \$156 εκατομμύρια δολάρια.

### **Μια νέα εποχή: Η δεκαετία του 2000**

Η νέα χιλιετία έφερε την ανεξαρτησία για την Moody's, όταν διαχωρίστηκε από την Dun & Bradstreet στα τέλη του Σεπτεμβρίου του 2000 και έγινε μια εισηγμένη εταιρεία. Αυτό έκριβε ένα μέρος ειρωνείας: από τη στιγμή που η Moody's θα μπορούσε τώρα να αξιολογηθεί ανάλογα με την επίδοσή της από άλλες εταιρείες αξιολόγησης. Αν και αυτό έδωσε κάποια πυρομαχικά σε εκείνους που πίστευαν ότι η Moody's ασκούσε πολύ μεγάλη δύναμη στη βιομηχανία, η εταιρεία ολοκλήρωσε τη χρονιά με \$602.3 εκατομμύρια δολάρια και στη συνέχεια για το πρώτο πλήρες έτος της ως αυτόνομη εταιρεία (2001) κατάφερε \$797 εκατομμύρια δολάρια σε έσοδα και \$212 εκατομμύρια δολάρια σε καθαρά κέρδη. Η Moody's απέκτησε το 37% της αγοράς αξιολογήσεων εταιρικών ομολόγων σύμφωνα με την Investor's Business Daily, ενώ η αντίπαλος της S&P κατείχε το 45% και η Fitch το υπόλοιπο 18%. Παρά το μεγαλύτερο κομμάτι της



S&P στην αγορά, η Moody's διατήρησε τη διάκριση της κορυφαίας εταιρείας αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας επί πέντε συναπτά έτη από το περιοδικό Institutional Investor.

Το 2002 η Moody's αγόρασε την KMV με έδρα το Σαν Φρανσίσκο (μετονομάστηκε σε Moody's KMV), μια υπηρεσία αξιολόγησης κινδύνων των δανείων, έναντι \$212.6 εκατομμυρίων δολαρίων και ακολούθησε η εξαγορά με ποσοστό 20% της Moscow's Interfax Rating Agency. Οι διεθνείς πωλήσεις της Moody's είχαν αυξηθεί κατά το ένα τρίτο ή περίπου \$343 εκατομμύρια δολάρια.

Μέχρι το 2003 η Moody's είχε γίνει η κορυφαία δομημένη υπηρεσία αξιολόγησης ελέγχοντας το 37% της παγκόσμιας αγοράς (που ανέρχεται σε \$460.6 εκατομμύρια δολάρια το χρόνο), ξεπερνώντας ακόμα και την S&P. Ένα από τα πιο ελκυστικά "περιουσιακά στοιχεία" της Moody's ήταν ο πιο διάσημος επενδυτής της, η Warren Buffett's Berkshire Hathaway, η οποία είχε στην κατοχή της το 15% των μετοχών της εταιρείας. Η ιδιοκτησία της Buffett είχε σημαντική επιρροή στην εταιρεία.

Μέχρι το τέλος του 2003, η Moody's Corporation είχε γραφεία σε 18 χώρες, συμπεριλαμβανομένων της Αργεντινής, της Αυστραλίας, της Γερμανίας, του Χονγκ Κονγκ, της Σιγκαπούρης, της Νότιας Αφρικής, της Ισπανίας και της Ταϊβάν· κάλυπτοντας \$30 τρις δολάρια σε οφειλή από 100 χώρες· και έφερε έσοδα \$1,25 δις δολάρια και καθαρά έσοδα \$364 εκατομμύρια δολάρια.



John Moody

## 2.2.2 Προϊόντα και υπηρεσίες της Moody's

Για περισσότερα από 100 χρόνια οι οικονομικοί ηγέτες σε ολόκληρο τον κόσμο έχουν στηριχθεί σε γνωμοδοτήσεις της Moody's με στόχο να πάρουν πιο έξυπνες και ενημερωμένες επενδυτικές αποφάσεις.

Ανά επιχειρηματικό τομέα οι υπηρεσίες της Moody's διακρίνονται σε:

- Corporate Finance
- Credit Strategy
- Economics
- Financial Institutions
- Sovereign
- Structured Finance
- US Public Finance
- International Public Finance



Ανά κατηγορία τα προϊόντα της Moody's διακρίνονται σε:

#### Research and Opinions

- Company Research
- Corporate Finance Research
- Covenant Analysis
- Financial Institutions Research
- US Public Finance Research
- Residential Mortgage-Backed Securities Research
- Asset-Backed Commercial Paper Research
- Asset-Backed Securities Research
- Collateralizes Debt Obligation Research
- Commercial Mortgage-Backed Securities Research

#### Monitoring Platforms & Data

- Credit Risk Calculator
- Default Risk Service
- Financial Metrics
- Market Implied Ratings
- Monthly Default Report
- Municipal Financial Ratio Analysis
- Performance Data Services
- Ratings Interactive
- Ratings Delivery Service
- Syndicated Services
- Ultimate Recovery Database

#### Analytic Models

- CDO Edge
- CDO Net
- CDO ROM Suite
- Commercial Mortgage Metrics
- Market Implied Ratings
- Moody's Credit Cycle
- Moody's Mortgage Metrics
- Quantitative Ratings Estimator (QRATE)
  
- Structured Finance Workstation (SFW)
- Moody's Wall Street Analytics

#### Training Services

- Credit Training Seminars – North America
- Credit Training Seminars – EMEA
- Credit Training Seminars – Asia/Pacific
- Credit Training Seminars – Latin America
- Credit Training Commercial Banking – Accessing Credit Risk - Books
- Credit Training Commercial Banking – E-Learning

## Valuation Services

- Moody's Discounted Cashflow Valuation (DCV)
- Moody's Credit Evaluations
- Moody's Credit Quotes

### 2.2.3 Αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας από την Moody's

Στο πνεύμα της προώθησης της διαφάνειας και της σαφήνειας, η Moody's Standing Committee on Rating Systems & Practices προσφέρει αυτόν τον επικαιροποιημένο οδηγό αναφοράς που ορίζει τα διάφορα σύμβολα της Moody's και τις κλίμακες αξιολόγησης.

Από τότε που ο John Moody επινόησε την πρώτη κλίμακα αξιολόγησης ομολόγων σχεδόν έναν αιώνα πριν, τα συστήματα αξιολόγησης της Moody's έχουν εξελιχθεί σε απάντηση του αυξανόμενου βάθους και εύρους των παγκόσμιων κεφαλαιαγορών. Από τις αρχές του 1909 τα συστήματα βαθμολογίας ομολόγων της Moody's έχουν επεκταθεί, και σήμερα διατηρούν 32 συστήματα, με τον αριθμό να αυξάνεται κάθε έτος.

#### Βαθμολογίες μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων:

##### Βαθμολογία επενδύσεων

- \* Aaa: Η Moody's κρίνει ότι οι υποχρεώσεις που έχουν βαθμολογηθεί με Aaa είναι της υψηλότερης ποιότητας, με τον μικρότερο βαθμό κινδύνου.
- \* Aa (Aa1, Aa2, Aa3): Η Moody's κρίνει ότι οι υποχρεώσεις που αξιολογούνται με Aa είναι υψηλής ποιότητας, με πολύ χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο, αλλά η ευαισθησία τους σε μακροπρόθεσμους κινδύνους φαίνεται να είναι κάπως μεγαλύτερη. (AA+, AA και AA- της S&P)
- \* A (A1, A2, A3): Η Moody's κρίνει ότι οι υποχρεώσεις που εκτιμώνται με A ανήκουν στην ανώτερη βαθμίδα της μεσαίας τάξης, υπόκεινται σε χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο, αλλά είναι ευαίσθητες σε μακροχρόνιους κινδύνους. (A+, A και A- της S&P)
- \* Baa1, Baa2, Baa3: Η Moody's βαθμολογεί με BAA υποχρεώσεις που είναι μέτριου πιστωτικού κινδύνου. Ανήκουν στην μεσαία τάξη και έτσι προστατευτικά στοιχεία μπορεί να είναι ανύπαρκτα ή μπορεί να είναι αναξιοπίστα.

##### Βαθμολογία κερδοσκοπικών επενδύσεων (επίσης γνωστά ως "High Yield" ή "Junk")

- \* Ba1, Ba2, Ba3: Η Moody's βαθμολογεί με Ba υποχρεώσεις που έχουν αμφισβητήσιμη πιστωτική ποιότητα.
- \* B1, B2, B3: Η Moody's χαρακτηρίζει τις υποχρεώσεις που έχουν βαθμολογηθεί με B ως κερδοσκοπικές και ως αντικείμενα υψηλού πιστωτικού κινδύνου και θεωρεί ότι έχουν χαμηλή πιστωτική ποιότητα.
- \* Caa1, Caa2, Caa3: Η Moody's χαρακτηρίζει τις υποχρεώσεις που έχει βαθμολογήσει με CAA ως φτωχού κύρους και ως αντικείμενα υψηλού πιστωτικού κινδύνου και ότι έχουν εξαιρετικά κακή πιστοληπτική ικανότητα.
- \* Ca: Η Moody's χαρακτηρίζει τις υποχρεώσεις που έχει βαθμολογήσει με Ca ως ιδιαίτερα κερδοσκοπικές.
- \* C: Η Moody's χαρακτηρίζει τις υποχρεώσεις που έχει αξιολογήσει με C ως την χαμηλότερη ονομαστική κατηγορία των ομολόγων και η πιθανότητα επανείσπραξης είναι χαμηλή.



### Ειδική κατηγορία

- \* WR: Αποσύρθηκε από την Αξιολόγηση
- \* NR: Δεν έχει αξιολογηθεί
- \* P: Προσωρινή

### Βαθμολογίες Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων:

- \* P-1: Η Moody's κρίνει ότι οι υποχρεώσεις που βαθμολογήθηκαν με Prime-1 έχουν μια ανώτερη ικανότητα αποπληρωμής βραχυπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων.
- \* P-2: Η Moody's κρίνει ότι οι υποχρεώσεις που αξιολογήθηκαν με Prime-2 έχουν μια ισχυρή ικανότητα αποπληρωμής βραχυπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων.
- \* P-3: Η Moody's κρίνει ότι οι υποχρεώσεις που αξιολογήθηκαν με Prime-3 έχουν μια αποδεκτή ικανότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.
- \* NP: Η Moody's θεωρεί ως "Not Prime" υποχρεώσεις που δεν εμπίπτουν σε καμία από τις Prime κατηγορίες αξιολόγησης.

### Ξεχωριστές αξιολογήσεις τραπεζών

Η Moody's επίσης αξιολογεί την οικονομική δύναμη τραπεζών. Οι βαθμολογίες τραπεζών διαφέρουν από τις βαθμολογίες υποχρεώσεων στο ότι μετρούν την πιθανότητα εξωτερικής βοήθειας.

- \* A: Ανώτερη εγγενή οικονομική ευρωστία
- \* B: Ισχυρή ενδογενή οικονομική ευρωστία
- \* C: Επαρκή εγγενή οικονομική ευρωστία
- \* D: Μέτρια ενδογενή οικονομική δύναμη, ενδεχομένως να απαιτείται κάποια εξωτερική υποστήριξη κατά καιρούς
- \* E: Πολύ περιορισμένη ενδογενή οικονομική δύναμη, με μια υψηλότερη πιθανότητα της περιοδικής εξωτερικής στήριξης

Στο **Παράρτημα Β** της εργασίας παρουσιάζονται αναλυτικά οι βαθμολογίες χωρών από την Moody's μέχρι τον Αύγουστο του 2011.

## 2.3 Fitch Ratings

Ο τρίτος διεθνής οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης είναι ο Fitch Ratings, ο οποίος παρέχει αξιολογήσεις για περισσότερες από 100 χώρες. Ο οίκος Fitch Ratings προωθεί προϊόντα ομολόγων χρέους, που προσφέρονται σε διάφορους οργανισμούς και επιχειρήσεις, χρηματοοικονομικά ιδρύματα, κρατικές επιχειρήσεις, ασφαλιστικές εταιρείες, δημόσια ασφαλιστικά ταμεία κ.λ.π.. Ξεκίνησε κι αυτός, όπως και οι Moody's και Standard & Poor's, ως εκδοτική επιχείρηση το 1913 από τον John Knowles Fitch. Για την ακρίβεια, ξεκίνησε από τη Νέα Υόρκη με εκδόσεις που έγιναν σημεία αναφοράς σε ό,τι αφορά την παροχή στατιστικής πληροφόρησης για τους επενδυτές. Οι πιο γνωστές εκδόσεις ήταν οι Fitch Bond Book και Fitch Stock and Bond Manual. Το 1924 εισήγαγε τη σημερινή κλίμακα από το AAA μέχρι το D, με στόχο την παροχή αντικειμενικής αξιολόγησης μετοχικών και ομολογιακών τίτλων. Το 1975 αναγνωρίζεται από την Αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ως οίκος πιστοληπτικής αξιολόγησης και καταλαμβάνει την τρίτη θέση.



Η ανάπτυξη της εταιρείας χρονολογείται ουσιαστικά από το 1989 με την αναδιοργάνωση κεφαλαίων και την αλλαγή της διαχειριστικής ομάδας. Στη δεκαετία του '90 επεκτείνεται, παρέχοντας στους επενδυτές πρωτογενή έρευνα, πλήρεις ερμηνείες πολύπλοκων πιστώσεων και αυστηρότερη παρακολούθηση.

Σήμερα, ο οίκος Fitch έχει έδρες στη Νέα Υόρκη και στο Λονδίνο, ενώ έχει παρουσία σε 51 χώρες. Η Fitch Ratings και η Fitch Solutions, γνωστές και ως Algorithmics, αποτελούν μέρος του ομίλου Fitch, ο οποίος ανήκει με τη σειρά του στον όμιλο Fimalac με έδρα το Παρίσι. Η Fitch Ratings καλύπτει πιο περιορισμένο μερίδιο αγοράς σε σχέση με τη Moody's και τη Standard & Poor's, το οποίο υπολογίζεται γύρω στο 20% της παγκόσμιας αγοράς ομολόγων και μετοχών.

### 2.3.1 Ιστορικό εταιρείας

Η Fitch Ratings ιδρύθηκε ως Fitch Publishing Company στις 24 Δεκεμβρίου του 1913 από τον John Knowles Fitch. Τοποθετημένη στην καρδιά της οικονομικής περιοχής της Νέας Υόρκης, η Fitch Publishing Company ξεκίνησε ως εκδότης χρηματοπιστωτικών στατιστικών στοιχείων. Σύντομα η Fitch Publishing Company έγινε ο αναγνωρισμένος ηγέτης στην παροχή οικονομικών στατιστικών στοιχείων για το επενδυτικό κοινό μέσω εκδόσεων όπως το βιβλίο *Fitch Bond Book* και το *Fitch Stock and Bond Manual*.

Το 1924, η Fitch Publishing Company εισήγαγε τη γνωστή "AAA" ως "D" κλίμακα αξιολόγησης για να αντιμετωπίσει την αυξανόμενη ζήτηση για ανεξάρτητη ανάλυση των χρηματοοικονομικών τίτλων. Η κλίμακα βαθμολογίας της εταιρείας, σε συνδυασμό με την εις βάθος ανάλυση από το προσωπικό των ειδικών επενδύσεων, αναγνωρίστηκε γρήγορα ως το σημείο αναφοράς από το οποίο η χρηματοοικονομική κοινότητα βάσισε τις επενδυτικές αποφάσεις σταθερού εισοδήματος.

Η Fitch Ratings ήταν ένας από τους τρεις οίκους αξιολόγησης που αναγνωρίστηκε πρώτος ως ένας διεθνώς αναγνωρισμένος οργανισμός στατιστικής αξιολόγησης (NRSRO) από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς το 1975.

Το 1989, η Fitch Ratings αύξησε το κεφάλαιό της σύμφωνα με μια νέα διοικητική ομάδα και από τότε έχει βιώσει δραματική αύξηση. Καθ'όλη τη δεκαετία του 1990, η Fitch Ratings ωρίμανσε σε όλους τους τομείς, συμπεριλαμβανομένου του νέου τομέα των σύνθετων χρηματοοικονομικών, παρέχοντας στους επενδυτές πρωτότυπη έρευνα, σαφείς διευκρινίσεις των σύνθετων πιστώσεων, και την πιο αυστηρή επιτήρηση από τους άλλους οίκους αξιολόγησης.

Το 1997, η Fitch Ratings συγχωνεύτηκε με την IBCA Limited, με έδρα το Λονδίνο, αυξάνοντας σημαντικά την παγκόσμια παρουσία και κάλυψη της Fitch Ratings στον τραπεζικό και χρηματοπιστωτικό τομέα. Μέσα από τη συγχώνευση με την IBCA, η Fitch Ratings έγινε ιδιοκτησία της Fimalac A.E., μια εταιρεία συμμετοχών η οποία απέκτησε την IBCA το 1992. Η συγχώνευση αποτέλεσα το πρώτο βήμα για το σχέδιο της Fitch Ratings για να αντιμετωπίσει την ανάγκη των επενδυτών για ένα εναλλακτικό, παγκόσμιο, πλήρων υπηρεσιών πρακτορείο αξιολόγησης.

Το επόμενο βήμα προς την οικοδόμηση της Fitch Ratings σε μια παγκοσμίως ανταγωνιστική θέση ήταν η απόκτηση της Duff & Phelps Credit Rating Co., με έδρα το Σικάγο, τον Απρίλιο του 2000. Ακολούθησε η εξαγορά αργότερα το ίδιο έτος της εταιρείας αξιολογήσεων Thomson BankWatch. Αυτές οι εξαγορές ενίσχυσαν την κάλυψη της Fitch Ratings στον εταιρικό, χρηματοοικονομικό, ασφαλιστικό και δομημένο χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας, καθώς και την προσθήκη ενός σημαντικού αριθμού διεθνών γραφείων και θυγατρικών.

Σήμερα, η Fitch Ratings είναι ένας παγκόσμιος οργανισμός αξιολόγησης αφοσιωμένος στο να παρέχει στις πιστωτικές αγορές του κόσμου, ανεξάρτητες εκτιμήσεις πιστοληπτικής ικανότητας. Ως αποτέλεσμα της ανάπτυξης και των εξαγορών η Fitch Ratings έχει σήμερα πάνω από 2,000 επαγγελματίες σε 51 γραφεία σε όλο τον κόσμο. Η Fitch Ratings έχει την έδρα της στη Νέα Υόρκη και το Λονδίνο.

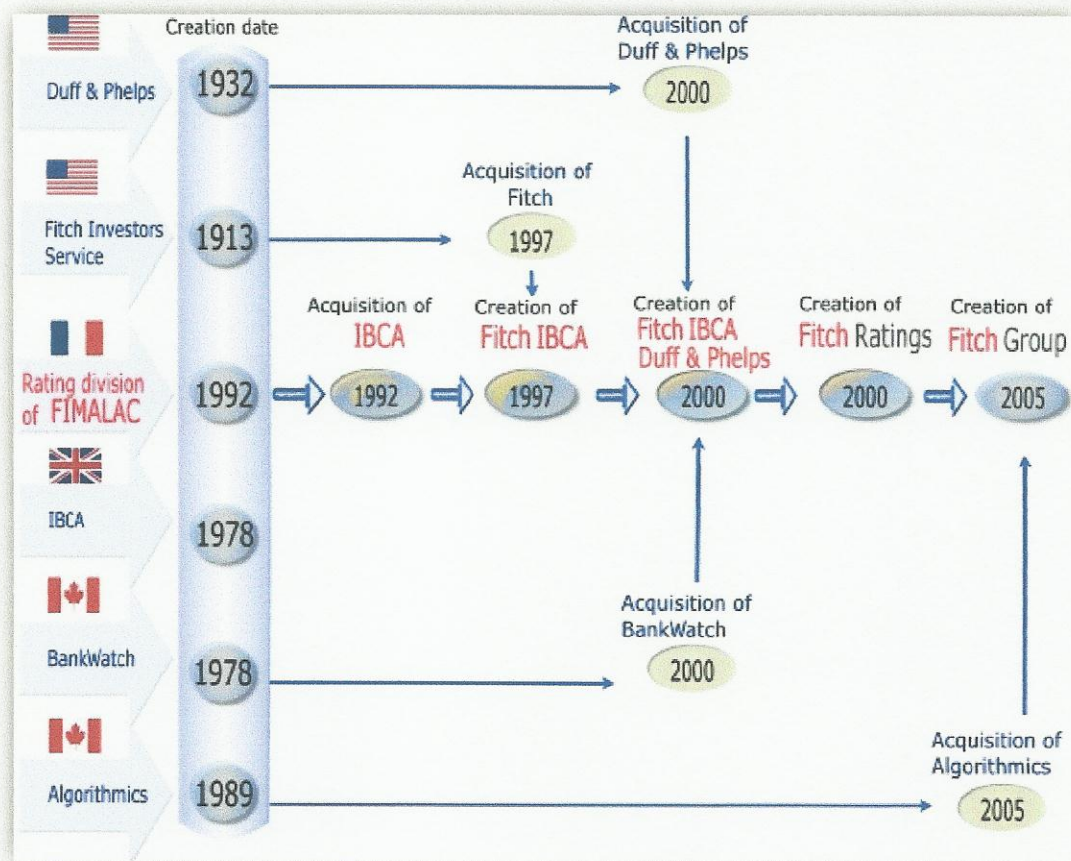


### **Θυγατρικές εταιρείες του ομίλου Fitch**

Τον Δεκέμβριο του 2004, η Fitch Group ανακοίνωσε την συμφωνία εξαγοράς της Algorithmics, ενός ηγέτη στην διαχείριση του επιχειρηματικού κινδύνου. Κατά τη διάρκεια των προηγούμενων ετών, η Fitch Ratings έχτιζε μια παγκόσμιας κλάσης πρακτική αντιμετώπισης κινδύνου ως επέκταση των κυρίων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της. Η εξαγορά της Algorithmics, η οποία ολοκληρώθηκε τον Ιανουάριο του 2005, ήταν η τελευταία σε μια σειρά επιχειρηματικών και τεχνολογικών πρωτοβουλιών επεκτείνοντας τις δυνατότητες της Fitch Group. Η εξαγορά επέκτεινε την πελατειακή βάση και το εύρος των προσφερόμενων προϊόντων της Fitch Risk Management, και η Algorithmics επωφελήθηκε από την μητρική εταιρεία που ήταν σε θέση να επενδύσει στην ανάπτυξη των προϊόντων της και να επεκτείνει την γεωγραφική κάλυψη της Algorithmics. Ιδρύθηκε το 1989 και εδρεύει στο Τορόντο του Καναδά. Είναι ένας αναγνωρισμένος ηγέτης στη διαχείριση του επιχειρηματικού κινδύνου. Η Algorithmics απασχολεί περισσότερα από 660 άτομα σε 18 γραφεία παγκοσμίως.

Τον Ιανουάριο του 2008, η Fitch Group ανακοίνωσε την ανάπτυξη της Fitch Solutions, έναν πάροχο δεδομένων, αναλύσεων και συναφών υπηρεσιών. Αυτός ο όμιλος δημιουργήθηκε για να ενισχυθεί περαιτέρω η ανεξαρτησία των αξιολογήσεων και των αναλύσεων της Fitch Ratings και για να δημιουργήσει μια οντότητα με μια μοναδική έμφαση στην ανάπτυξη των προϊόντων σταθερού εισοδήματος και των υπηρεσιών. Το τμήμα εξασφαλίζει ακόμα μεγαλύτερο διαχωρισμό μεταξύ των αναλυτικών δραστηριοτήτων και των αξιολογήσεων.

Η Fitch Training, ένα τμήμα της Fitch Solutions, είναι μια εξειδικευμένη εταιρεία κατάρτισης που επικεντρώνεται στην παροχή προγραμμάτων πιστωτικής και χρηματοοικονομικής κατάρτισης για τους επαγγελματίες που εργάζονται σε σταθερό εισόδημα, στη διαχείριση πιστωτικού κινδύνου και στην διαχείριση των σχέσεων. Η Fitch Training παρέχει υπηρεσίες σε ένα ευρύ φάσμα χρηματοπιστωτικών οργανισμών όπως επενδυτικές και εμπορικές τράπεζες, εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων και ρυθμιστικές αρχές, μεταξύ άλλων. Η Fitch Training έχει παγκόσμια παρουσία με εκπαιδευτές που έχουν ως βάση το Ηνωμένο Βασίλειο, την ηπειρωτική Ευρώπη, τις Ηνωμένες Πολιτείες και την Ασία.



**Εικόνα 2.2:** Η δημιουργία και η ανάπτυξη της Fitch Group

### 2.3.2 Προϊόντα και υπηρεσίες της Fitch Ratings

Η Fitch Solutions έχει δεσμευτεί να παρέχει αξία πέρα από την αξιολόγηση με το να παρέχει μια σειρά από προϊόντα σταθερού εισοδήματος και επαγγελματικές υπηρεσίες ανάπτυξης στην παγκόσμια οικονομική κοινότητα. Με την καινοτομία και την εμπειρία πίσω από κάθε προϊόν και υπηρεσία που προσφέρουν στην αγορά, οι ευέλικτες προσφορές είναι σχεδιασμένες για να καλύψουν τις ποικίλες ανάγκες των πιστωτικών αγορών. Αντλώντας από έναν πλούτο γνώσεων, δεξιοτήτων και διορατικότητας της αγοράς, παρέχει στους χρηματοοικονομικούς επαγγελματίες παγκοσμίως την ευφύια που χρειάζονται για να λαμβάνουν καλύτερες επενδυτικές αποφάσεις διαχείρισης κινδύνου.



Στη συνέχεια παρουσιάζονται ονομαστικά τα προϊόντα και οι υπηρεσίες της Fitch Solutions:

**Research Services**

Fitch Research  
Peer Analysis Tool  
Surveillance Tools

**Structured Finance Solutions**

Residential Mortgage Models  
Surveillance Tools

**Training**

**Risk & Performance Analytics**

Fitch Risk & Performance Platform  
Integrated Data Service  
Ratings Delivery Service  
Company Financials

**Pricing & Valuation Services**

Fitch Pricing Services  
Fitch Valuation Services  
Fitch CDS  
Indices

**Quantitative Analytics**

**2.3.3 Αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας από την Fitch Ratings**

Βαθμολογίες μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων:

Βαθμολογία επενδύσεων

- ✓ AAA: Οι καλύτερες ποιοτικά εταιρείες, αξιόπιστες και σταθερές.
- ✓ AA: Ποιοτικές εταιρείες, με λίγο μεγαλύτερο κίνδυνο από την AAA.
- ✓ A: Η οικονομική κατάσταση της εταιρείας μπορεί να επηρεάσει την χρηματοδότηση.
- ✓ BBB: Εταιρείες μεσαίας τάξεως, οι οποίες είναι ικανοποιητικές την εκάστοτε στιγμή.

Βαθμολογία μη επενδυτικών προϊόντων

- ✓ BB: Οι εταιρείες αυτής της κατηγορίας είναι πιο επιρρεπείς στις αλλαγές της οικονομίας.
- ✓ B: Η οικονομική κατάσταση των εταιρειών που έχουν αξιολογηθεί με B διαφέρει αισθητά από των προηγούμενων κατηγοριών.
- ✓ CCC: Οι εταιρείες που έχουν βαθμολογηθεί με CCC είναι επί του παρόντος ευπαθείς και εξαρτώνται από την ευνοϊκή οικονομική συγκυρία για να τηρήσουν τις δεσμεύσεις τους.
- ✓ CC: Οι εταιρείες αυτής της κατηγορίας είναι ιδιαίτερα ευάλωτες.

- ✓ C: Σε αυτή την κατηγορία ανήκουν οι εταιρείες που είναι ιδιαίτερα ευάλωτες, ίσως σε πτώχευση ή σε καθυστέρηση, αλλά εξακολουθούν να καταβάλουν τις υποχρεώσεις τους.
- ✓ D: Η εταιρεία αυτής της κατηγορίας έχει αποτύχει στο να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις της και η Fitch πιστεύει ότι γενικά θα αποτύχει στις περισσότερες ή σε όλες τις υποχρεώσεις της.
- ✓ NR: Δεν έχει αξιολογηθεί δημοσίως.

#### Βαθμολογίες βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων:

- ✓ F1+: Η καλύτερη ποιοτικά κατηγορία, που δείχνει εξαιρετικά ισχυρή ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στις οικονομικές του δεσμεύσεις.
- ✓ F1: Η καλύτερη κατηγορία ποιότητας, που δείχνει ισχυρή ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στις οικονομικές του δεσμεύσεις.
- ✓ F2: Καλό βαθμό ποιότητας με ικανοποιητική ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στις οικονομικές δεσμεύσεις του.
- ✓ F3: Δίκαιη κατηγορία ποιότητας με επαρκή ικανότητα του οφειλέτη να ανταποκριθεί στις οικονομικές του δεσμεύσεις, αλλά βραχυπρόθεσμες δυσμενείς συνθήκες θα μπορούσαν να επηρεάσουν τις δεσμεύσεις του οφειλέτη.
- ✓ B: Κερδοσκοπικού χαρακτήρα και ο οφειλέτης έχει ελάχιστη ικανότητα να ανταποκριθεί στη δέσμευσή του και είναι ευαίσθητος σε βραχυπρόθεσμες δυσμενείς αλλαγές στις χρηματοπιστωτικές και οικονομικές συνθήκες.
- ✓ C: Η πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων είναι υψηλή και η οικονομική δέσμευση του οφειλέτη εξαρτάται από τις συνεχείς, ευνοϊκές επιχειρηματικές και οικονομικές συνθήκες.
- ✓ D: Ο οφειλέτης δεν είναι σε υπερημερία, καθώς έχει αποτύχει στις χρηματοδοτικές δεσμεύσεις του.

Στο **Παράρτημα Γ** της εργασίας παρουσιάζονται αναλυτικά οι βαθμολογίες χωρών από την Fitch Ratings μέχρι τον Αύγουστο του 2011.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2009

Η Χρηματοπιστωτική Κρίση που βιώνουμε ξεκίνησε από την καρδιά του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Με την κατάρρευση της Lehman Brother στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008, το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα εισήρθε σε μια φάση οξείας αποσταθεροποίησης, κακής λειτουργίας των πιστωτικών οργάνων, πρωτοφανούς επιτίμησης της αξίας των πιστωτικών στοιχείων, γενικευμένης αποστροφής στην ανακάλυψη κινδύνου και απειλής της σταθερότητας του Τραπεζικού τομέα. Η κρίση πέρασε γρήγορα στην πραγματική οικονομία των Ηνωμένων Πολιτειών και του υπόλοιπου κόσμου. Επηρεάζει παντού το εμπόριο και τις επενδύσεις, την κατανάλωση, τις θέσεις εργασίας και το βιοτικό επίπεδο.

Δεν είναι η πρώτη κρίση στην περίοδο της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας, αλλά σίγουρα φαίνεται να είναι η πιο οξεία και εκτεταμένη μετά τη Μεγάλη Ύφεση της δεκαετίας του '30. Σε καμία περίπτωση δεν συγκρίνεται με άλλες περιπτώσεις χρηματοπιστωτικών και χρηματιστηριακών αναταραχών που ζήσαμε μετά το 1987, οι οποίες ήταν ασφαλώς μικρότερου βεληνεκούς και επομένως ποιο εύκολο να αντιμετωπιστούν.

Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η σημερινή κρίση έφερε στην επιφάνεια τις σοβαρές αδυναμίες που υπάρχουν στην λειτουργία του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού και οικονομικού συστήματος. Σοβαρά λάθη στο ρυθμιστικό πλαίσιο και στις πολιτικές διατηρήθηκαν για πολλά χρόνια και συνέβαλαν στην μεγέθυνση του προβλήματος. Υπήρξε σοβαρή υποβάθμιση των οικονομικών κινδύνων στην αποτίμηση των χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων και οι σχετικές «φούσκες» διατηρήθηκαν για μεγάλο χρονικό διάστημα, χάρη στην άφθονη ρευστότητα που δημιούργησε το ίδιο το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Μακροοικονομικές ανισορροπίες αναπτύχθηκαν στην παγκόσμια οικονομία, χωρίς καμία σοβαρή προσπάθεια να αντιμετωπιστούν με συντονισμένη δράση.

Επιπλέον, αν και οι οικονομίες έγιναν πολύ περισσότερο από το παρελθόν αλληλεξαρτημένες, οι αναδυόμενες οικονομίες – που καλύπτουν όλο και μεγαλύτερο ποσοστό του παγκόσμιου εισοδήματος – δεν εντάχθηκαν επαρκώς στο σύστημα της παγκόσμιας οικονομικής διακυβέρνησης.

Οι αδυναμίες αυτές ήταν εμφανείς και στις μικρότερες κρίσεις που εκδηλώθηκαν στο παρελθόν. Αυτό που κάνει τη σημερινή κρίση μοναδική είναι ότι έχει επηρεάσει την καρδιά της αμερικάνικης οικονομίας και του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος με τεράστιο αντίκτυπο σε όλο τον κόσμο. Η κρίση δεν αφορά το χρέος ορισμένων αναδυόμενων οικονομιών, όπως στις αρχές της δεκαετίας του '80, αλλά τον πυρήνα της νέας παγκόσμιας οικονομίας. Και είναι αναμενόμενο όταν σπάει μια τεράστια και παγκόσμια χρηματοπιστωτική «φούσκα», η παγκόσμια οικονομία να έχει μεγάλο πρόβλημα.

#### 3.1 Ιστορική αναδρομή

Η κρίση ξεκίνησε το 2001, όταν έσκασε η φούσκα του Ίντερνετ. Για να προστατεύσει τους επενδυτές, ο Άλαν Γκρίνσπαν, πρόεδρος της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, αποφάσισε να προσανατολίσει τις επενδύσεις προς την αγορά ακινήτων.

Ακολουθώντας μια πολιτική χαμηλών επιτοκίων και χρηματοπιστωτικών εξόδων, ενθάρρυνε τους χρηματομεσίτες και τους κτηματομεσίτες να πείσουν έναν όλο και



αυξανόμενο αριθμό πελατών να επενδύσει στην «πέτρα». Έτσι, δημιούργησε το σύστημα των «subprimes», δηλαδή, των πιστώσεων με βάση την υποθήκη, υψηλού ρίσκου και με κυμαινόμενο επιτόκιο, οι οποίες απευθύνονταν κυρίως στα φτωχότερα στρώματα.

Η κατάληξη της οικονομικής κρίσης εξαρτάται πλέον από την ικανότητα των ασιατικών οικονομιών να πάρουν τη σκυτάλη από την Αμερική. Αυτό, όμως, θα αποτελέσει μια νέα ένδειξη της παρακμής της Δύσης, η οποία θα προωινίζεται τη μετατόπιση του κέντρου της παγκόσμιας οικονομίας από τις Η.Π.Α. στην Κίνα.

Η παγκόσμια οικονομική ύφεση του 2008 είναι το αποτέλεσμα που προκλήθηκε από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 σε τομείς της πραγματικής οικονομίας της διεθνούς κοινότητας.

Η πιστωτική κρίση από την έλλειψη ρευστότητας έγινε εμφανής στους χρηματιστηριακούς δείκτες των αναπτυσσόμενων χωρών, ενώ πολλά χρηματιστήρια παρέμειναν κλειστά λόγω των μεγάλων απωλειών από τις πωλήσεις των επενδυτών.

Σημαντικοί κλάδοι της οικονομίας επλήγησαν, όπως ο τραπεζικός, ο ασφαλιστικός, ο κτηματομεσιτικός, οι αυτοκινητοβιομηχανίες, το εμπόριο και άλλοι, με άμεσα αποτελέσματα στα οικονομικά μεγέθη των οικονομιών, όπως αύξηση της ανεργίας, νέες πληθωριστικές πιέσεις, υποτίμηση νομισμάτων κ.ά.. Σύμφωνα με αναλυτές, η κατάσταση της οικονομικής ύφεσης προσομοιάζει με εκείνη του 1930, με τους ρυθμούς ανάπτυξης να υποχωρούν και τα δημοσιονομικά των χωρών να εκτίθενται στο ενδεχόμενο εκτροπής.

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

Η κρίση γίνεται εμφανής σε μεγέθη της πραγματικής ελληνικής οικονομίας. Τα έσοδα του κράτους ανέρχονται στα 39,2 δις ευρώ, έναντι του αρχικού στόχου των 41,6 δις ευρώ, ενώ σημειώνονται οι μεγαλύτερες απώλειες βιομηχανικών παραγγελιών στην Ευρωζώνη, ύψους 10%, τη στιγμή που εμφανίζονται απώλειες 7% στη Γαλλία. Αναλυτές προβλέπουν μείωση της κατανάλωσης, των εξαγωγών και της παραγωγικής δραστηριότητας, ενώ οι κατασκευές παραμένουν παγωμένες. Θεωρείται πλέον σίγουρη η αναθεώρηση του κρατικού προϋπολογισμού, ενώ οι ηγέτες της ΕΕ αναμένουν χαλάρωση του συμφώνου σταθερότητας, προσαρμόζοντάς το (για παράδειγμα, μη υπολογισμός των δημοσίων επενδύσεων στο έλλειμμα). Απαισιόδοξες είναι οι προβλέψεις στον οικονομικό τύπο και για τα ποσοστά της ανεργίας στον κόσμο. Ο παραδοσιακός τραπεζίτης κοιτά δύο πράγματα: καταθέσεις και δάνεια. Αυτό είναι το ισοζύγιο του και προσπαθεί να το διατηρεί σε ισορροπία.

Η χρηματιστηριοποίηση των τραπεζών, από τα τέλη της δεκαετίας του 1990, άφησε πίσω τον κανόνα αυτόν. Τώρα ο στόχος είναι η αύξηση των κερδών μέσω των πωλήσεων. Η μανία για πωλήσεις προκάλεσε τη δημιουργία ευφάνταστων προϊόντων. Δόθηκε έμφαση στην πώληση δανείων και καρτών και εγκαταλείφθηκε το κυνήγι των καταθέσεων

Η πίεση και ο ανταγωνισμός για πωλήσεις ανάγκασε τις τράπεζες να δημιουργούν συνεχώς νέα προϊόντα για να πουλούν. Δημιουργήθηκαν δομημένα προϊόντα, τόσο σύνθετα που η διαφάνεια σιγά σιγά χάθηκε. Δημιουργήθηκαν δάνεια για δανειολήπτες που δεν έπρεπε να πάρουν δάνειο. Δηλαδή δεν είχαν τα απαραίτητα εισοδήματα ή είχαν κακό πιστοληπτικό ιστορικό. Πρόκειται για τα δάνεια subprime. Όταν οι δανειολήπτες αυτοί δεν μπόρεσαν τελικά να πληρώσουν τις δόσεις, οι τράπεζες έμειναν με τα προσημειωμένα ακίνητα, τα οποία έπρεπε να πουλήσουν. Έτσι εκτοξεύθηκαν οι κατασχέσεις, οι πλειστηριασμοί και επιταχύνθηκε η πτώση των τιμών ακινήτων, κυρίως στις Η.Π.Α..



Αλλά, αυτό αποτελεί ένα μόνο μέρος του προβλήματος. Η μεγάλη φούσκα δημιουργήθηκε από ένα «πλέγμα» παραγωγών προϊόντων και τιτλοποιημένων δανείων που η μία τράπεζα πουλούσε στην άλλη.

Είχε δημιουργηθεί μία αγορά που λειτουργούσε στα όρια της επιστημονικής φαντασίας. Οι τράπεζες μετέτρεψαν τα δάνεια subprime σε ομόλογα. Δηλαδή τα τιτλοποίησαν. Πουλούσαν τα ομόλογα αυτά, μετέθεταν τον κίνδυνο στον αγοραστή και έπαιρναν ρευστότητα, την οποία χρησιμοποιούσαν για τη χορήγηση νέων δανείων subprime. Για να αντισταθμιστεί ο κίνδυνος, οι τράπεζες δημιούργησαν παράγωγα προϊόντα που εξασφάλισαν όσους είχαν πάρει τιτλοποιημένα δάνεια subprime.

Οι επενδυτές (τράπεζες, ασφαλιστικές, κ.λ.π.) που είχαν αγοράσει τιτλοποιημένα δάνεια subprime δέχονταν να πληρώνουν ένα ασφάλιστρο κινδύνου στην τράπεζα. Δηλαδή οι τράπεζες εισέπρατταν ασφάλιστρα για να αποζημιώσουν τον αγοραστή του τιτλοποιημένου subprime σε περίπτωση επισφάλειας (του ομολόγου). Οι καταβολές αυτές αντιστοιχούσαν σε συγκεκριμένες απαιτήσεις (αποζημίωσης) των επενδυτών. Οι τράπεζες τιτλοποίησαν και αυτές τις απαιτήσεις και τις πούλησαν σε άλλους επενδυτές (τράπεζες, χρηματοπιστηριακές, ασφαλιστικές, κ.λ.π.).

Οι επενδυτές αυτοί κέρδιζαν υψηλές αποδόσεις, αλλά είχαν την υποχρέωση να αποζημιώσουν τους αγοραστές των τιτλοποιημένων subprime σε περίπτωση επισφάλειας. Δηλαδή η μία τράπεζα μετέθετε τον κίνδυνο στην άλλη, υποσχόμενη υψηλότερες αποδόσεις. Ταυτόχρονα υπήρχαν οργανισμοί που ασφάλιζαν ομόλογα και δάνεια, ενώ δημιουργήθηκαν και παράγωγα προϊόντα για να εξασφαλίζονται όσοι... ασφάλιζαν τους κινδύνους άλλων... Όλοι αυτοί οι κίνδυνοι μετατράπηκαν σταδιακά σε «στοιχήματα» στην αγορά παραγώγων.

Παρ' όλα αυτά, όλα έδειχναν ότι λειτουργούσαν σαν μια καλοκουρδισμένη μηχανή. Στην πραγματικότητα ήταν αέρας. Απλώς έκλειναν τα βιβλία. Θεωρητικά, φυσικά. Αλλά αυτό ήταν αρκετό για τα σύγχρονα τραπεζικά στελέχη. Αρκεί να κλείνουν σωστά τα βιβλία. Δηλαδή, κάτι σαν δημιουργική λογιστική.

Αυτό δεν μπορούσε να κρατήσει για πολύ. Δεν γίνεται να δημιουργούνται κέρδη από το τίποτα. Η μία τράπεζα πουλούσε στην άλλη βόμβες και το θέμα ήταν σε ποια χέρια θα έσκασαν. Και οι βόμβες έσκασαν, όταν οι δανειολήπτες που δεν έπρεπε να πάρουν δάνειο, τελικά δεν μπόρεσαν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους.

Όταν αυξήθηκαν οι επισφάλειες των δανείων subprime, τότε η μία τράπεζα ζητούσε την αποζημίωσή της από την άλλη και αυξήθηκε το κόστος ασφάλισης κινδύνων. Αυτό προκάλεσε την πρώτη στενότητα στη ρευστότητα. Μετά τα προβλήματα προέκυπταν με ιλιγγιώση ταχύτητα. Στο μεταξύ, οι κατασχέσεις και οι πλειστηριασμοί είχαν ρίξει τις τιμές των ακινήτων περαιτέρω και, κατά συνέπεια, την αξία των καλύψεων που είχαν μέχρι εκείνη την ημέρα οι τράπεζες.

Η έλλειψη ρευστότητας είχε κορυφωθεί. Μετά το ένα έφερε το άλλο. Η κρίση παρέσυρε και όσες επιχειρήσεις είχαν επενδύσει σε τίτλους που είχαν σχέση με δάνεια subprime. Μετά η κρίση ρευστότητας στην αγορά εκτόξευσε το κόστος χρήματος στη διατραπεζική αγορά. Αυτό επιβάρυνε όλες τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

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

### **3.2 Το χρονολόγιο της χρηματοπιστωτικής κρίσης**

#### Ιανουάριος 2008

Η Fed μειώνει το επιτόκιο στο 3,5%. Ο οργανισμός έκδοσης ομολόγων MBIA ανακοινώνει ζημιές 2,3 δις δολαρίων.



### Φεβρουάριος

Η βρετανική Northern Rock κρατικοποιείται.

### Μάρπος

Ένεση ρευστότητας 200 δις δολαρίων από τη Fed. Η JPMorgan εξαγοράζει τη Bear Stearns με μεσολάβηση της Fed.

### Απρίλιος

Η βρετανική Abbey διαγράφει όλα τα επισφαλή στεγαστικά δάνεια. Η Τράπεζα της Αγγλίας μειώνει το επιτόκιο στο 5% από 5,25%.

### Μάιος

Αύξηση κεφαλαίου 15,5 δις δολαρίων από UBS

### Ιούνιος

Το FBI συλλαμβάνει 406 στελέχη της Wall Street στο πλαίσιο ελέγχων για την κρίση των subprime. Η Barclays ανακοινώνει αύξηση κεφαλαίου 4,5 δις στερλίνων.

### Ιούλιος

Οικονομική στήριξη στις Fannie Mae και Freddie Mac από το αμερικανικό δημόσιο.

### Σεπτέμβριος

Κρατικοποιούνται οι Fannie Mae, Freddie Mac και AIG. Πτωχεύει η Lehman Brothers. Η Merrill Lynch εξαγοράζεται από την Bank of America. Η Lloyds TSB εξαγοράζει της HBOS. Η JPMorgan εξαγοράζει την Washington Mutual. Κρατικοποιείται η βρετανική Bradford & Bingley και πωλούνται καταστήματα και καταθέσεις της στην ισπανική Santander.

Η Κεντρική Τράπεζα της Ιρλανδίας αγοράζει την Glitnir και ανακοινώνει ότι εγγυάται τις περισσότερες καταθέσεις για δύο χρόνια. Dexia και Fortiw εξαγοράζονται από Βέλγιο, Ολλανδία, Λουξεμβούργο.

Η Γερμανία διασώζει τη Hypo Real Estate. Morgan Stanley και Goldman Sachs εγκαταλείπουν την επενδυτική τραπεζική και εποπτεύονται ως τραπεζικοί όμιλοι από τη Fed. Η Nomura εξαγοράζει τη Lehman. Η Mitsubishi εξαγοράζει το 20% της Morgan Stanley. Ο Μπάστε εξαγοράζει το 9% της Goldman Sachs. Το FBI διενεργεί ελέγχους σε Fannie, Freddie, Lehman και AIG.

### Οκτώβριος

Εγκρίνεται το σχέδιο διάσωσης του αμερικανικού χρηματοπιστωτικού κλάδου 700 δις δολαρίων. Η Γερμανία ανακοινώνει πακέτο στήριξης 50 δις δολαρίων για τη Hypo και τις γερμανικές τράπεζες. Η Δανία ανακοινώνει ότι εγγυάται το σύνολο των καταθέσεων. Οι Ευρωπαίοι ηγέτες συμφωνούν για στήριξη των ευρωπαϊκών τραπεζών. Μετά την κατάρρευση των τραπεζών η Ισλανδία χρεοκόπησε. Ήταν το τέταρτο πλουσιότερο κράτος στον κόσμο. Είχε ψηφιστεί ως η καλύτερη χώρα για να ζει κανείς.

### Νοέμβριος

Η Γερμανία, η μεγαλύτερη οικονομία της Ευρωζώνης, εισήλθε και επισήμως στην ύφεση, ύστερα από τη μείωση του ΑΕΠ στο δεύτερο και τρίτο τρίμηνο. Η είδηση ήρθε μετά τις δυσμενείς προβλέψεις του ΟΟΣΑ, σύμφωνα με τις οποίες Ευρωζώνη και ΗΠΑ βρίσκονται ήδη στην ύφεση και ότι η ανάκαμψη –στην καλύτερη περίπτωση- θα έρθει από τα μέσα του 2009.



### Δεκέμβριος

Στο χείλος του γκρεμού βρίσκονται οι αυτοκινητοβιομηχανίες. Οι τρεις αδελφές του Ντιτρώιτ (General Motors, Chrysler, Ford) επανήλθαν στο Κογκρέσο, ζητώντας αυτή τη φορά χρηματοδότηση 4 δις δολαρίων, έναντι 25 δις που ζητούσαν πριν.

Το βρετανικό κράτος αποκτά πλειοψηφικό μερίδιο στο μετοχικό κεφάλαιο της RBS, εξαγοράζοντας μετοχές αξίας 20 δις στερλινών.

Ο πρωθυπουργός της Βρετανίας, Γκόρντον Μπράουν, αναγκάστηκε να παρέμβει και να υλοποιήσει μέρος του σχεδίου διάσωσης των 37 δις στερλινών για τη στήριξη του τραπεζικού κλάδου, αφού η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου που επιχείρησε η τράπεζα στέφθηκε με αποτυχία. Τον Ιούνιο, η RBS είχε αντλήσει ήδη 12,3 δις στερλίνες, ενώ η κεφαλαιοποίησή της είχε υποχωρήσει κατά 85% υπό το βάρος της δεκαπεντάμηνης και πλέον πιστωτικής κρίσης. Αναμένεται να ακολουθήσουν οι Lloyds και HBOS με ανάλογη διαδικασία.

## **3.2.1 Το χρονικό της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα**

### Μάρτιος 2009

Μείωση μισθών στο δημόσιο τομέα και αύξησης της φορολογίας περνά στη Βουλή η κυβέρνηση, προκειμένου να εξοικονομηθούν 4,8 δις. ευρώ. Στα νέα μέτρα περιλαμβάνονται περικοπές επιδομάτων στο δημόσιο κατά 30%, αύξηση του ΦΠΑ στο 21% και αύξηση των φόρων σε καύσιμα, καπνό και αλκοόλ. Ο Αμερικανός Πρόεδρος Μπαράκ Ομπάμα δηλώνει ότι «Ο λαός της Ελλάδας θα έχει πάντα ένα σταθερό σύμμαχο και αυτός είναι οι Ηνωμένες Πολιτείες».

### Οκτώβριος

Ο Υπουργός Οικονομικών Γιώργος Παπακωνσταντίνου ανακοινώνει ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα της χώρας το 2009 αναμένεται να φτάσει στο 12,5% του ΑΕΠ.

### Δεκέμβριος

Ο διεθνής οίκος αξιολόγησης «Fitch Ratings» υποβαθμίζει την πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδος σε BBB με αρνητική προοπτική και χαρακτηρίζει τη χώρα ως «το πιο αδύναμο κράτος της Ευρωζώνης». Πρώτη φορά τα τελευταία δέκα χρόνια που ένας διεθνής οίκος αξιολόγησης υποβαθμίζει την Ελλάδα κάτω του Α.

### Ιανουάριος 2010

Ο κος Παπακωνσταντίνου ξεκαθαρίζει ότι η Ελλάδα δεν συμμετέχει σε συνομιλίες με άλλα κράτη της Ε.Ε. σχετικά με σχέδιο διάσωσης. Η Ελλάδα ανακοινώνει Πρόγραμμα Σταθερότητας, στοχεύοντας στη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος.

### Φεβρουάριος

Ο πρωθυπουργός της χώρας Γεώργιος Παπανδρέου σε διάγγελμά του για την οικονομία ανακοινώνει ότι πρέπει να γίνουν «επώδυνες» αλλά «αναγκαίες» αλλαγές για να ανακοπεί η «πορεία της χώρας προς τον γκρεμό». Ο αρμόδιος Επίτροπος της Κομισιόν Χοακίν Αλμούνια δίνει την έγκριση στο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης που κατέθεσε η ελληνική κυβέρνηση αλλά επισημαίνει ότι απαιτείται λήψη περαιτέρω μέτρων για τη μείωση των μισθών του δημοσίου. Ο Ντομινίκ Στρος-Καν, επικεφαλής του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, δηλώνει ότι εάν η Ελλάδα το ζητήσει, ο οργανισμός θα βοηθήσει τη χώρα. Ικανοποιημένοι οι Χέρμαν Ρόμππεί και Ζοζέ Μπαρόζο μετά την έκτακτη Σύνοδο Κορυφής που πραγματοποιήθηκε στις Βρυξέλλες.

### Μάρτιος

Ο Όλι Ρεν, ευρωπαϊός επίτροπος Οικονομικών Υποθέσεων, ζητά η Ελλάδα να λάβει νέα μέτρα για την αντιμετώπιση της δημοσιονομική της κρίση. Η Γερμανίδα



καγκελάριος Άνγκελα Μέρκελ δηλώνει ότι «Μία εσπευσμένη εκδήλωση αλληλεγγύης δεν μπορεί να είναι η σωστή απάντηση» δείχνοντας έτσι την αντίθεσή της ως προς την υποστήριξη προς την Ελλάδα.

#### Απρίλιος

23 Απριλίου: σε μια ιστορική στιγμή για τη χώρα, ο Γιώργος Παπανδρέου ανακοινώνει με διάγγελμα από το Καστελόριζο την προσφυγή στον μηχανισμό στήριξης ΕΕ-ΔΝΤ. Αναφέρει χαρακτηριστικά: "Μας περιμένει μια δύσκολη πορεία, μια νέα Οδύσσεια για τον ελληνισμό, αλλά έχουμε χαρτογραφήσει τον δρόμο". Τέσσερις ημέρες αργότερα η Standard & Poor's υποβαθμίζει την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας μας στην κατηγορία "των αχρήστων".

#### Μάιος

Ο Γιώργος Παπανδρέου ανακοινώνει πως η Ελλάδα έχει καταλήξει σε συμφωνία με την ΕΕ και το ΔΝΤ.

4 & 5 Μαΐου: όλος ο δημόσιος τομέας κατεβαίνει σε απεργία. Οι διαδηλωτές ξεπερνούν τους 50.000 άτομα στην Αθήνα, ενώ σοβαρά επεισόδια ξεσπούν. Τρία άτομα σκοτώνονται σε κατάσταση της τράπεζας Marfin που πυρπολείται.

6 Μαΐου: το ελληνικό κοινοβούλιο εγκρίνει το τελευταίο πακέτο λιτότητας και το ΔΝΤ εγκρίνει τη δική του συμμετοχή στα δάνεια, με 5,5 δισ. ευρώ.

#### Αύγουστος

5 Αυγούστου: δίνεται στην Ελλάδα το πράσινο φως για νέα δόση 9 δισ. ευρώ, τονίζοντας πως η χώρα πρέπει να εκπληρώσει τους δημοσιονομικούς στόχους για το 2010.

#### Δεκέμβριος

Ανακοινώνονται νέα μέτρα και διαδηλωτές συγκρούονται με την αστυνομία σε συγκεντρώσεις κατά των μέτρων λιτότητας. Από την οργή των διαδηλωτών δεν ξέφυγε ούτε ο πρώην Υπουργός Κωστής Χατζηδάκης.

#### Φεβρουάριος 2011

Η Ελλάδα ανακοινώνει ότι στόχος της είναι να μειώσει το δημοσιονομικό έλλειμμα σε 3 δισ. ευρώ το 2015 από 17 δισ. ευρώ το 2011. Νέα δόση 15 δισ. Ευρώ από το ΔΝΤ, με δέσμευση της χώρας να επιταχύνει τις μεταρρυθμίσεις.

#### Μάρτιος

Στην έκτακτη Σύνοδο Κορυφής η Ελλάδα πετυχαίνει να μειώσει τα επιτόκια κατά 1 μονάδα και να αυξήσει το χρονικό όριο για την αποπληρωμή των δανείων. Με αυτόν τον τρόπο παίρνει μια βαθιά ανάσα μετά από καιρό εξοικονομώντας περίπου 6 δισ. ευρώ.

#### Μάιος

Δυναμώνει το κίνημα των Αγανακτισμένων καθώς στην Αθήνα, τη Θεσσαλονίκη αλλά και άλλες πόλεις της Ελλάδας οι πολίτες συγκεντρώνονται στις κεντρικές πλατείες, οργανώνουν συνελεύσεις, διαμαρτύρονται για την οικονομική πολιτική και ζητούν αλλαγές προς το καλύτερο.

#### Ιούνιος

Μεγάλη φημολογία διαδίδεται σχετικά με παραίτηση του Πρωθυπουργού και δημιουργία κυβέρνησης εθνικής ενότητας αλλά διαψεύδεται μετά από ανακοίνωση για ανασχηματισμό της κυβέρνησης.

Εκτεταμένα επεισόδια στην πλατεία Συντάγματος και πρωτοφανής βία από την πλευρά των αστυνομικών δυνάμεων κατά των διαδηλωτών με αλόγιστη χρήση χημικών και καταδίωξη των πολιτών από την πλατεία μέχρι το Μοναστηράκι και το Θησείο. Παρ' όλ'



αυτά οι πολίτες συγκεντρώνονται ξανά έξω από τη Βουλή το απόγευμα και επιμένουν στις θέσεις τους.

#### Ιούλιος

Ο νέος Υπουργός Περιβάλλοντος κος Παπακωνσταντίνου ξεκινά είσπραξη προστίμων από την «τακτοποίηση» αυθαιρέτων. Οι ναυτεργάτες «δένουν» τα καράβια στα λιμάνια όλης της χώρας σε ένδειξη διαμαρτυρίας για τα νέα μέτρα.

#### Αύγουστος

Οι οδηγοί ΤΑΞΙ ανακοινώνουν απεργία εν όψει απελευθέρωσης του κλάδου και κλείνουν βασικές αρτηρίες στην Αθήνα και το αεροδρόμιο. Η απεργία διαρκεί αρκετές ημέρες και δημιουργεί προβλήματα στις μετακινήσεις, πλήττει τον τουριστικό κλάδο και προκαλεί έντονη δυσαρέσκεια των πολιτών.

#### Σεπτέμβριος

Ανακοινώνονται νέα μέτρα λιτότητας από τον Υπουργό Οικονομικών Ευάγγελο Βενιζέλο. Εισφορά αλληλεγγύης, φόρος ακίνητης περιουσίας, μείωση συντάξεων και μισθών δημοσίων υπαλλήλων, κατάργηση θέσεων στο στενό και ευρύτερο δημόσιο τομέα, αποκρατικοποιήσεις, άνοιγμα κλειστών επαγγελματιών είναι μερικά από τα πολύ σκληρά μέτρα που έχουν αποφασιστεί από την τρόικα και τα αρμόδια Υπουργεία να επιβληθούν άμεσα. Εκτεταμένες απεργίες και συλλαλητήρια κατά των νέων μέτρων και πιο συγκεκριμένα του φόρου ακίνητης περιουσίας που φαίνεται να επιβάλλεται έως το 2014 τουλάχιστον καθώς και για τις ελλείψεις βιβλίων στα σχολεία και τα μέτρα για την ανώτατη εκπαίδευση.

Στο **Παράρτημα Δ** της εργασίας παρουσιάζεται μία έρευνα με θέμα τον αντίκτυπο της οικονομικής κρίσης στα ελληνικά νοικοκυριά.

### **3.3 Αίτια της κρίσης, Ιστορικό**

Το ποσοστό ιδιοκατοίκησης στις Η.Π.Α. αυξήθηκε από το 64% το 1994 (ποσοστό του 1980) στο ιστορικό ρεκόρ του 69,2% το 2004.

Η ζήτηση οδήγησε τις τιμές σε σημαντικά υψηλότερα επίπεδα και έτσι οι τιμές αυξήθηκαν κατά 124% μεταξύ του 1997 και του 2006.

Ορισμένοι προχώρησαν περισσότερο. Χρησιμοποίησαν τα χαμηλότερα επιτόκια για να επανατοκίσουν τα σπίτια τους κάνοντας χρήση των ARMs σε πολύ μεγαλύτερο ποσοστό.

Η τακτική αυτή συνδέθηκε με τις προτροπές πολιτικών για υψηλότερη κατανάλωση στο τέλος της δεκαετίας του '90 αλλά και μετά την επίθεση της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου ώστε να θερμανθεί η οικονομία.

Η οικονομία των Η.Π.Α. γνώριζε σημαντική οικονομική άνθιση στο δεύτερο μισό της δεκαετίας του '90 η οποία συνοδεύτηκε από ισχυρή οικοδόμηση νέων κατοικιών. Η κατάσταση αυτή συνεχίστηκε και μετά το 2001 και ως το 2007.

Η κατάσταση αυτή, παράλληλα με τα αυξανόμενα διαμαρτυρόμενα δάνεια και την απροθυμία των ιδιοκτητών να πωλήσουν τα σπίτια τους σε τιμές που άρχισαν να μειώνονται, οδήγησαν σε σταδιακή έξαρση της προσφερόμενης ποσότητας. Οι πωλήσεις μειώθηκαν κατά 27% το 2007 και η κατάσταση αυτή οδήγησε σε ένα σπирάλ μείωσης των τιμών (λόγω της υπερβάλλουσας προσφοράς).

#### **3.3.1 Ο ρόλος των Δανειοληπτών**

Μια σειρά από λόγους οδήγησαν στην αύξηση του ποσοστού διαμαρτυρίας των ARM που έφτασε πρόσφατα το 21%, 4 φορές το ιστορικό τους επίπεδο.



Η προσδοκία ότι οι τιμές των σπιτιών θα συνεχίζουν να αυξάνονται ήταν ο κυριότερος λόγος. Καθώς οι τιμές άρχισαν να πέφτουν στάθηκε αδύνατο για πολλούς να συνάψουν νέα δάνεια και τελικά απλά εγκατέλειψαν τις περιουσίες τους.

Ένας δεύτερος σημαντικός παράγοντας ήταν η δήλωση ψευδών στοιχείων. Μια έρευνα από την Base Point κατέδειξε ότι οι δανειολήπτες επιδίδονταν σε συστηματικά ψεύδη απλής μορφής δηλώνοντας ως πούμε 5 φορές υψηλότερα εισοδήματα. Η εξαπάτηση αυξήθηκε κατά 1411% μεταξύ του 1997 και του 2005 σύμφωνα με στοιχεία του US treasury.

### **3.3.2 Ο ρόλος των Αναλυτών και των Επενδυτών**

Για πρώτη φορά η αγορά κατοικιών έγινε αντικείμενο εκμετάλλευσης ως χρηματοοικονομικό προϊόν, σαν να ήταν μετοχή. Αγοραζόντουσαν κατοικίες από μεγάλους οργανισμούς για να μεταπωληθούν σε υψηλότερες τιμές.

Οι brokers με τη σειρά τους είχαν μεγαλύτερο κίνητρο να δώσουν περίπλοκα ARM διότι αυτά ενείχαν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις για τους ίδιους.

Τέλος, πλέον σημαντικός ήταν ο ρόλος των μεγάλων εταιρειών αξιολόγησης των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Παρόλο το καμπανάκι οι αξιολογήσεις ήταν καλές ως το 2006, γεγονός που δημιούργησε υπόνοιες για διαπλοκή με τις τράπεζες. Η απότομη πτώση στις αξιολογήσεις επέτεινε την κρίση και οδήγησε σε σημαντική μείωση των τιμών των μετοχών με τη μέθοδο του σπρίαλ.

### **3.3.3 Ο ρόλος των Τραπεζών**

Οι τράπεζες επιδίδονταν την τρέχουσα δεκαετία σε μια πρωτοφανή σύναψη επισφαλών δανείων, πολλά από τα οποία ήταν τα λεγόμενα "no income, no job, no assets loans" ή εν συντομία nija loans. Παρόλο που οι σχετικές τιμές ARM και άλλων δανείων έπεφταν, η ζήτηση αυξανόταν και οι τράπεζες πρόσφεραν nija απλόχερα.

Τα δάνεια είχαν χαρακτηριστικά δυσνόητα στο ευρύ κοινό, με χαμηλό αρχικό επιτόκιο αλλά γρήγορα αυξανόμενο, και τελικά ως και διπλάσιο του αρχικού.

Η ευθύνη για την δανειοδότηση με ψευδή στοιχεία βαρύνει σε πολύ μεγάλο βαθμό τις τράπεζες, γεγονός αυταπόδεικτο για τα χαρακτηριστικά των δυτικών οικονομιών.

### **3.3.4 Ο ρόλος των Αρχών**

Η κριτική στο Treasury αν και κατόπιν εορτής στις περισσότερες περιπτώσεις είναι ισχυρή. Το θεσμικό πλαίσιο αποδείχτηκε εν πολλοίς διάτρητο. Επίσης συγκεκριμένες διατάξεις που προασπίζουν με ισχυρό τρόπο τα συμφέροντα των τραπεζών δημιούργησαν moral hazard και επιδείνωσαν τον επισφαλή δανεισμό.

Οι κεντρικές τράπεζες, αν και δεν ασχολούνται τόσο με τέτοιου τύπου φούσκες, συνήθως ενεργούν μετά το ξέσπασμα τέτοιων κρίσεων γεγονός που πλέον απασχολεί τους ερευνητές, καθώς και αυτό δημιουργεί moral hazard.

Η κεντρική τράπεζα διατήρησε πολύ χαμηλά τα επιτόκια για να οδηγήσει την οικονομία σε υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης γεγονός που συνέβαλε στη δημιουργία της κρίσης. Οι ερευνητές εγκυλοούν την τράπεζα και για λανθασμένες εκτιμήσεις του πληθωρισμού.

## **3.4 Αποτελέσματα της κρίσης στις χρηματαγορές**

Από τις 19 Ιουλίου 2007 όταν ο Dow Jones έκανε υψηλό πάνω από τις 14000 μονάδες, σήμερα βρίσκεται περί τις 10600. Σημαντική είναι η υποχώρηση σε όλα τα χρηματιστήρια του κόσμου, με τις πιέσεις να επιτείνονται από τα οριακά αποτελέσματα μεγάλων τραπεζικών οίκων και ασφαλιστικών εταιρειών.



Οι κινήσεις των μετοχών δημιουργούν ένα σπирάλ πανικού που επιδρά θετικά στις προσδοκίες για τις τιμές των commodities (π.χ. σιτάρι και πετρέλαιο) όπως διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο του Σικάγο. Η κατάσταση αυτή δυσχεραίνει την οίση στις υπανάπτυκτες χώρες και δημιουργεί προβλήματα στην ανάπτυξη.

#### **3.4.1 Στα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα**

Οι ζημιές είναι τρομερές, ακολουθούν παραδείγματα.

Μεγάλες επενδυτικές τράπεζες όπως η Lehman Bros (με 150 χρόνια ιστορία) και η Merrill Lynch βρίσκονται στα πρόθυρα της κατάρρευσης (η τελευταία συγχωνεύτηκε με την BofA)

Η Fed σε μια επιχείρηση στήριξης του κλάδου πρόσφερε δάνειο 85 δις \$ στον ασφαλιστικό κολοσσο AIG, καθώς η εταιρεία ήταν έτοιμη να δηλώσει πτώχευση την επόμενη μέρα.

Πολλές μικρότερες τράπεζες και ασφαλιστικές δήλωσαν πτώχευση ενώ και μεγάλες τράπεζες σε άλλες χώρες είναι στα πρόθυρα της πτώχευσης. Η Bank of Baroda στην Ινδία αρνήθηκε να δημοσιεύσει τα στοιχεία της!

#### **3.4.2 Στα Νοικοκυριά**

Οι τιμές των κατοικιών μειώθηκαν κατά 8% μ.ο. και αναμένεται να μειωθούν κι άλλο μέχρι να μειωθεί η υπερβάλλουσα προσφορά. Αυτό οδηγεί στη συρρίκνωση κλάδων που έχουν να κάνουν με προϊόντα που απαρτίζουν την κατοικία και ως εκ τούτου πιέζουν την οικονομική δραστηριότητα.

Οι απολύσεις των χρηματοοικονομικών εταιρειών μέχρι τον Αύγουστο του 2008 έφτασαν τον πρωτοφανή αριθμό των 65400 θέσεων. Η πίεση αυτή ήταν σοβαρή έναντι μειονοτήτων, ενώ πολλοί αναγκάστηκαν να εγκαταλείψουν τα σπίτια τους με προβλήματα πλέον στο ιστορικό δανεισμού τους.

#### **3.4.3 Στην Παγκόσμια Οικονομία**

Όταν πρωτοεμφανίστηκε η κρίση πολλοί αναλυτές πίστεψαν ότι πρόκειται για ένα τοπικό πρόβλημα που θα ξεπεραστεί γρήγορα. Παρόλ' αυτά η κρίση επεκτάθηκε τόσο στην πίστη άλλων κρατών όσο και μέσω των χρηματαγορών.

Η Northern Rock έγινε το Σεπτέμβριο του 2007 η πρώτη βρετανική τράπεζα που πτώχευσε από το 1866 με προβλήματα ρευστότητας.

Η πτώση των χρηματιστηρίων σε παγκόσμιο επίπεδο είναι σχεδόν βέβαιο ότι οδηγεί σε μείωση των επενδύσεων, αδυναμία εκτέλεσης κρατικών και επιχειρησιακών προϋπολογισμών, διόγκωση των ελλειμμάτων και μείωση του ρυθμού ανάπτυξης. Η επιδείνωση των πραγματικών δεικτών ήδη συμβαίνει αλλά ίσως το μεγαλύτερο διάστημα να είναι μπροστά μας, μέχρι να απορροφήσουν οι αγορές τα σημάδια της κρίσης.

#### **3.4.4 Ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών**

Οι κεντρικές τράπεζες έλαβαν μέτρα προς δύο βασικές κατευθύνσεις: την ενίσχυση της ρευστότητας και την ενίσχυση της οικονομίας μέσω της νομισματικής πολιτικής.

Η πρώτη ενέργεια αφορά στις διεργασίες ανοικτής αγοράς (open market operations) οι οποίες ουσιαστικά σημαίνουν τη σύναψη δανείων μικρής διάρκειας με τις τράπεζες με εξόφληση σε μορφή γραμματίων του δημοσίου. Τα επιτόκια ήταν αρκετά χαμηλά έτσι ώστε να δημιουργηθεί ρευστότητα, αλλά και να αυξηθούν οι επενδύσεις.

Τέλος, τον Ιούλιο του 2008 ο Μπεν Μπερνάνκι ανακοίνωσε μια σειρά από κανόνες με τους οποίους θα εξετάζεται πολύ καλύτερα η δανειοληπτική ικανότητα των δανειζομένων.

Διάσημοι ερευνητές εκφράζουν ανοικτά την άποψη ότι οι κεντρικές τράπεζες οφείλουν να λειτουργούν διαφορετικά κατά τη γέννηση της κρίσης.

### **3.4.5 Ο ρόλος των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων**

Οι τράπεζες οφείλουν να αποκτήσουν κεφάλαια από άλλες πηγές. Πολλές το έπραξαν με πηγές κυρίως τα Wealth Funds τα οποία συγκεντρώνουν χαρτοφυλάκια διαφόρων οικονομικών προϊόντων τα οποία ήταν υποκατάστατα των όσων επλήγησαν (π.χ. πετρέλαιο, commodities). Περίπου \$69 δις έχουν επενδυθεί τον τελευταίο χρόνο.

Για τη διατήρηση της κεφαλαιακής επάρκειας σε ένα ελάχιστο επίπεδο οι τράπεζες οφείλουν να προχωρήσουν στην έκδοση πιο μακροπρόθεσμων ομολογιών, ούτως ώστε να είναι σε θέση να τα εξοφλήσουν όταν σταθεροποιηθεί η οικονομία.

### **3.4.6 Ο ρόλος των άλλων εποπτικών αρχών και των κυβερνήσεων**

- Η διατήρηση της κεφαλαιακής επάρκειας.
- Η επιβολή των κανονισμών σε αυστηρότερο πλαίσιο.
- Η ενδυνάμωση των υπό κατάρρευση μεγάλων επιχειρήσεων μέσω δανειοδότησης. Στο πλαίσιο αυτό υπάγονται οι πρόσφατες αποφάσεις για τη Fannie Mae και τη Freddie Mac τις δύο μεγαλύτερες εταιρείες υποθηκών και δανείων οι οποίες τέθηκαν υπό τον έλεγχο του δημοσίου στις 5 Σεπτεμβρίου του 2008.

Στο ίδιο πλαίσιο υπάγεται και ο πειθαναγκασμός της 94χρονης Merrill Lynch να εξαγοραστεί από τη BofA. Η Lehman κήρυξε διαδικασίες πτώχευσης, ενώ το κράτος αγόρασε το 80% του κεφαλαίου της AIG μέσω της έκτακτης παροχής δανείου \$85 δις. Κατατέθηκε και τροπολογία του Κογκρέσου για την αντιμετώπιση της κρίσης η οποία παρέχει:

- Ασφάλιση \$300 δις σε δάνεια κατοικίας με στόχο να βοηθήσει 400.000 ιδιοκτήτες.
- Θεσμοθέτηση νέου οργάνου για την εποπτεία και την εύρωστη λειτουργία μεγάλων κτηματικών τραπεζών.
- Παροχή δανείων με ευνοϊκούς όρους σε ιδιοκτήτες που είναι στα πρόθυρα της πτώχευσης.
- Οικονομική στήριξη των τοπικών κοινωνιών ώστε να αγοραστούν και να ανακαινιστούν τα σπίτια που εγκαταλείφθηκαν.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### Ο ρόλος των διεθνών οίκων αξιολόγησης στη χρηματοπιστωτική κρίση

#### 4.1 Ο αρνητικός ρόλος των οίκων αξιολόγησης στην οικονομική κρίση

Είναι παγκοίμως γνωστό, πως μια κύρια αιτία της οικονομικής κρίσης από την οποία και συνεχίζουμε να υποφέρουμε, είναι τα περίφημα CDOs (collateralized debt obligations), τα οποία είναι πακέτα δανείων, κυρίως στεγαστικών, που πωλήθηκαν σε διάφορους τραπεζικούς και άλλους οργανισμούς. Όταν η οικονομία πήρε τα κάτω της, πολλές τράπεζες που δεν ήξεραν καν τι περιέχουν τα CDOs γονάτισαν, με αποτέλεσμα να κλιμακωθεί η κρίση και να μπούμε σε μια πρωτοφανή ύφεση.

Τα παλιά χρόνια, όταν οι τράπεζες δάνειζαν για αγορά σπιτιού, κρατούσαν στα χέρια τους την υποθήκη μέχρι να αποπληρωθεί το δάνειο. Έτσι, η τράπεζα είχε κίνητρο ώστε να είναι φερέγγυος ο δανειολήπτης. Και αυτό δεν ήταν και τόσο δύσκολο μιας και οι περισσότερες τραπεζικές συναλλαγές γινόντουσαν σε τοπικό επίπεδο όπου όλοι γνωρίζονταν μεταξύ τους. Μέχρι τη δεκαετία του '30, οι υποθήκες ήταν σπάνιες, και οι περισσότεροι αγόραζαν τα σπίτια τους τοις μετρητοίς. Για αυτό και η ιδιοκτησία κατοικίας ήταν σε πολύ χαμηλά επίπεδα (στην Αμερική) μέχρι και το τέλος του Β' Π.Π.

Στη δεκαετία του '30, η ομοσπονδιακή κυβέρνηση των ΗΠΑ δημιούργησε υπηρεσίες όπως η *Εθνική Ένωση Υποθηκών*, γνωστή ως *Fannie Mae*, που αγόραζαν τα δάνεια από τις τοπικές τράπεζες, εμπλουτίζοντας έτσι το κεφαλαιακό τους δυναμικό. Αυτό βοήθησε στη ρευστότητα, στις κατασκευές, και έτσι περισσότεροι Αμερικανοί αγόρασαν το δικό τους σπίτι.

Και καθώς οι υποθήκες έγιναν ανταλλάξιμο προϊόν, κάποιος έπρεπε να ελέγχει τα CDOs και να αξιολογεί το ρίσκο τους. Οι τράπεζες στράφηκαν προς τους τρεις κύριους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης: *Moody's*, *Standard and Poor's* και *Fitch*, οι οποίοι από καιρό αξιολογούσαν τα επιχειρηματικά ομόλογα με βαθμολόγηση τύπου AAA για το χαμηλότερο ρίσκο, BBB για μεσαίο ρίσκο κ.ο.κ. Όμως οι οίκοι αποδείχθηκαν ανεπαρκείς στο να αξιολογήσουν τα CDOs, με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί μια φούσκα στα στεγαστικά, καθώς οι επενδυτές αγόραζαν πακέτα νομίζοντας πως δεν υπάρχει ρίσκο. Αυτό οδήγησε στη διοχέτευση τεραστίων ποσών στην αγορά κατοικίας, έτσι ώστε να δημιουργηθούν ακόμη περισσότερα CDOs προκειμένου να καλύψουν την επενδυτική ζήτηση, που με τη σειρά της οδήγησε σε πτώση των κριτηρίων δανεισμού την οποία δεν εντόπισαν οι οίκοι, παρά μόνο όταν ήταν ήδη αργά.

Ένα άλλο πρόβλημα είναι πως η μεροληψία άρχισε να παίζει ρόλο στις αξιολογήσεις, όταν το 1930 η αμερικανική *Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC)* αποφάσισε ότι οι τράπεζες δεν θα μπορούσαν να αγοράζουν ομόλογα με βαθμό χειρότερο του BBB. Επιπλέον, αποφασίστηκε πως οι μόνες αποδεκτές βαθμολογήσεις είναι αυτές των τεσσάρων αναγνωρισμένων οίκων (Η *Standard and Poor's* ήταν τότε δυο διαφορετικοί οίκοι). Έτσι δημιουργήθηκε ένα καρτέλ, που συνεχίζει να κυριαρχεί μέχρι και σήμερα.

Η μεθοδολογία των οίκων, ως απαραίτητο εργαλείο της δουλειάς τους, ήταν και είναι εταιρικό μυστικό. Δεν ήταν ποτέ υποχρεωμένοι να την αποκαλύψουν. Αυτό οδήγησε σε μια πλήρη αδιαφάνεια στη διαδικασία των αξιολογήσεων. Είχαμε λοιπόν μια νομικά κατοχυρωμένη έλλειψη ανταγωνισμού και μια θεσμοθετημένη αδιαφάνεια. Ως συνέπεια, δεν υπήρχε κανένας αυτορυθμιστικός μηχανισμός που θα εγγυάτο την



αντικειμενική αξιολόγηση και που θα απέτρεπε την εισαγωγή μεροληπτικών παραγόντων που θα «έσπρωχναν» τις αξιολογήσεις προς τα πάνω.

Ένα μεγαλύτερο πρόβλημα προέκυψε όταν οι οίκοι άλλαξαν το επιχειρηματικό τους μοντέλο. Ιστορικά, οι επενδυτές τους πλήρωναν για την αξιολόγηση. Αν ο οίκος έπεφτε έξω συχνά, τότε ο επενδυτής στρέφονταν προς έναν από τους ανταγωνιστές του. Στη δεκαετία όμως του 1970, οι οίκοι στράφηκαν προς ένα μοντέλο στο οποίο ο εκδότης του ομολόγου είναι αυτός που πληρώνει για τη βαθμολόγηση. Αυτό δημιούργησε μια τεράστια σύγκρουση συμφερόντων καθώς ο εκδότης πάντα επιζητεί τον καλύτερο βαθμό και αν δεν τον πάρει, πάει αλλού.

Οι φόβοι για το εταιρικό τους κύρος απέτρεπαν τους οίκους από το να μεροληπτούν για το κέρδος. Όμως όσο περνούσε ο καιρός, το κυνήγι του κέρδους άρχισε να επηρεάζει την αντικειμενικότητα και την αμεροληψία των αξιολογήσεων. Αυτό έγινε ιδιαίτερα εμφανές το 2001 με τη πτώχευση της **Enron**. Και οι τρεις οίκοι είχαν αξιολογήσει θετικά τα ομόλογα της εταιρίας μέχρι λίγες μέρες πριν τη κατάρρευσή της. Αυτό οδήγησε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στο να ερευνήσει το όλο καθεστώς και να εντοπίσει μερικά δομικά προβλήματα στη βιομηχανία των αξιολογήσεων.

Τα προβλήματα όμως παρέμεναν, και μάλιστα χειροτέρευαν με την εμφάνιση των CDOs. Ένας λόγος είναι πως τα ομόλογα με βαθμό AA ή καλύτερο, δεν απαιτούσαν μεγάλα κεφάλαια. Κανονικά, οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να διατηρούν κεφάλαιο ίσο με το 4% της αξίας των υποθηκών που κρατάνε στα χέρια τους. Τα χαρτιά όμως που είχαν εγγύηση του δημοσίου, όπως αυτά που εξέδιδε η Fannie Mae, απαιτούσαν κεφάλαιο ύψους μόλις 1.6% της αξίας. Μόλις τα CDOs με βαθμό AA πέτυχαν τις ίδιες κεφαλαιακές απαιτήσεις με τα εγγυημένα, οι οίκοι πίεστηκαν ακόμη περισσότερο προκειμένου να βαθμολογούν ψηλά, έτσι ώστε να απελευθερωθούν τραπεζικά κεφάλαια για περισσότερες κερδοσκοπικές επενδύσεις.

Οι εκδότες άρχισαν να δημιουργούν νέα προϊόντα σχεδιασμένα να κοροϊδέψουν το σύστημα αξιολόγησης, και να καλύψουν τους εγγενείς κινδύνους τους. Οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν ήταν τόσο σύνθετες που δεν μπορούσαν να αποκαλυφθούν ούτε από αυτούς τους ίδιους τους οίκους. Όμως οι οίκοι δεν το πολυέψαξαν, και υπό τη πίεση που τους ασκούσαν άρχισαν να συμμετέχουν στο παιχνίδι βαθμολογώντας με μεγάλη επιείκεια.

Στη διάρκεια της έρευνας που διεξήχθη από την εξεταστική επιτροπή στα πλαίσια του *Financial Crisis Inquiry*, ο Keith Johnson που ήταν υψηλόβαθμο τραπεζικό στέλεχος, κατέθεσε πως παραγκωνίστηκε από τους οίκους αξιολόγησης όταν τους ανέφερε τα πολλά προβλήματα που είχε εντοπίσει στη ποιότητα των στεγαστικών δανείων που συμπεριλαμβάνονταν σε πολλά CDOs.

Από το 2001, ο καθηγητής του University of San Diego F. Partnoy εντόπισε και ανέφερε πάμπολλα προβλήματα των οίκων, που στη συνέχεια συνετέλεσαν στη φούσκα των στεγαστικών. Κι όμως, ακόμη και μετά τη μεγάλη κρίση που μεσολάβησε, τα προβλήματα αυτά παραμένουν. Οι οίκοι μάλιστα έχουν αυξήσει τη σημαντικότητα τους, καθώς αξιολογούν πλέον και εθνικά χρέη, κρατικά ομόλογα, κλπ. Μια πρόσφατη έκθεση του ΔΝΤ, προειδοποιεί πως μερικές από τις πρακτικές των οίκων, μπορεί να συντελούν ακόμη και στη μεγέθυνση των προβλημάτων με τα χρέη.

Τα προβλήματα των οίκων υπογραμμίζουν την αξία της πληροφόρησης και τους κινδύνους των θεσμοθετημένων μεροληψιών. Δεν υπάρχει μια ξεκάθαρη λύση. Το καλύτερο που θα μπορούσαμε να ευχηθούμε είναι μια μεγαλύτερη διαφάνεια και λίγο περισσότερο ανταγωνισμό στη διαδικασία των αξιολογήσεων.



## 4.2 Οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης και η αγορά των δομημένων ομολόγων

Επίσης, η αξιοπιστία των τριών μεγάλων διεθνών οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας -Standard & Poor's, Moody's και Fitch- αμφισβητήθηκε εντονότατα, λόγω του καταλυτικού ρόλου που έπαιξαν στη διόγκωση και την κατάρρευση της αμερικάνικης αγοράς δομημένων ομολόγων, η οποία πυροδότησε τη μεγαλύτερη χρηματοπιστωτική κρίση της μεταπολεμικής περιόδου.

Η αγορά των δομημένων ομολόγων έλαβε τεράστια έκταση μετά το 2004, με τη βοήθεια των παραπάνω οίκων, οι οποίοι χαρακτήριζαν ως εξαιρετικά αξιόπιστα –και συνεπώς με ελάχιστο κίνδυνο- τα δομημένα ομόλογα που εξέδιδαν αφειδώς οι αμερικάνικες τράπεζες- ακόμη και αυτά που βασιζόνταν σε προβληματικά στεγαστικά δάνεια (όπως αυτά που δίνονταν σε άνεργους ή άτομα με χαμηλό εισόδημα).

Από το 2007, όταν άρχισε να υποχωρεί η στεγαστική αγορά στην Αμερική, η αγορά των δομημένων ομολόγων δοκιμάσθηκε και την επόμενη χρονιά οδήγησε σε δραματικές εξελίξεις, όπως η κατάρρευση της μεγάλης τράπεζας Lehman Brothers. Μετά την εξέλιξη αυτή, η κριτική από την Ευρώπη και τις Η.Π.Α. για το ρόλο των οίκων αξιολόγησης έγινε πολύ έντονη και αναζητήθηκαν τρόποι για να μειωθεί ο ρόλος τους.

Στα τέλη του 2008, ο τότε Επίτροπος της ΕΕ για θέματα εσωτερικής αγοράς κος Τσαρλς Μακρίβι χαρακτήρισε αδιαφανή και αναξιόπιστη τη λειτουργία των οίκων. Ο Επίτροπος εστίασε την κριτική του «στο μη ικανοποιητικό τρόπο, με τον οποίο διαχειρίστηκαν οι οίκοι τις δικές τους συγκρούσεις συμφερόντων και την ανεπαρκή διαφάνεια στις δραστηριότητές τους». Το θέμα του ελέγχου της δραστηριότητας των οίκων συζητήθηκε στα Συμβούλια Υπουργών Οικονομίας της ΕΕ και αποφασίσθηκε να ληφθούν μέτρα που θα ενισχύουν τη διαφάνεια της λειτουργίας τους. Μεταξύ άλλων, έχει ζητηθεί από τους οίκους να ενημερώνουν αρκετό διάστημα πριν από την ανακοίνωση των αξιολογήσεων πάνω στην οποία βασίζουν τις αξιολογήσεις τους.

Από την πλευρά του, ο οίκος Moody's διαφώνησε, με ανακοίνωση που εξέδωσε, στις απαιτήσεις αυτές της ΕΕ. Με το ρόλο των οίκων ασχολήθηκαν και οι αμερικάνικες αρχές, στο πλαίσιο της έρευνας που έκαναν για την αναζήτηση των αιτιών που οδήγησαν στη μεγάλη κρίση. Πρόσφατα, η αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακοίνωσε ένα πρώτο μέτρο για τη σταδιακή απεξάρτηση της αμερικανικής χρηματοπιστωτικής αγοράς από τις αξιολογήσεις των οίκων.

Οι δουλειές των οίκων αξιολόγησης εκτοξεύθηκαν χάρη στην ταχεία άνοδο της αγοράς ομολόγων και άλλων χρεογράφων, η αξία της οποίας σήμερα ανέρχεται διεθνώς στα 52 τρις δολάρια. Στις Η.Π.Α. μόνο, η αγορά ομολόγων υπολογίζεται σε 21 τρις δολάρια, 50% περισσότερο από την αξία των μετοχών σε όλα τα αμερικανικά χρηματιστήρια. Χωρίς αξιολόγηση, καμία έκδοση ομολόγων δεν νοείται. Η Moody's και η S&P ελέγχουν το 40% της αγοράς η καθεμία και η Fitch το 14%. Την αγορά συμπληρώνουν περί τις 150 εταιρείες αξιολόγησης σε ολόκληρο τον κόσμο, αλλά μόνο οι προαναφερθείσες τρεις παίζουν τόσο μεγάλο ρόλο.

## 4.3 Υπό αξιολόγηση οι οίκοι αξιολόγησης

Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης στην οικονομική κρίση που ταλανίζει την παγκόσμια οικονομία από το 2008 και τα ύποπτα παιχνίδια απέναντι στο ευρώ και την ευρωπαϊκή οικονομία έχουν φέρει τους ελεγκτές στη θέση του ελεγχόμενου.

Η ιστορία των τριών μεγάλων οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης ξεκινάει στις αρχές του 20ου αιώνα αλλά ο ρόλος τους πραγματικά αναβαθμίστηκε τις τελευταίες δεκαετίες με αποτέλεσμα να πάρει τις σημερινές διαστάσεις όπου σε μεγάλο βαθμό ρυθμίζουν τα скаμπανεβάσματα ολόκληρων οργανισμών ή χωρών.



Όμως όσο και αν ακόμη είναι σε θέση να επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό την πιστοληπτική δυνατότητα χωρών πλέον έχουν πάψει να βρίσκονται στο απυρόβλητο αφού θεωρείται πως έχουν πάψει να λειτουργούν αντικειμενικά ενώ σε μεγάλο βαθμό τα αποτελέσματά τους βασίζονται στις πελατειακές σχέσεις που έχουν με τις διάφορες εταιρίες ή τράπεζες.

Πριν λοιπόν “σκάσει η φούσκα” με τα στεγαστικά δάνεια στην αμερικανική κτηματική αγορά, τιτλοποιημένα στεγαστικά δάνεια με την μορφή σύνθετων και πολύπλοκων χρηματοοικονομικών και επενδυτικών προϊόντων (σύνθετα ομόλογα, παράγωγα), αφού είχαν πάρει την υψηλότερη δυνατή αξιολόγηση των προαναφερόμενων οίκων αξιολόγησης, αποκτήθηκαν ως ασφαλή και εγγυημένα προϊόντα (εγγυημένες επενδύσεις) από τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια και τους επενδυτές.

Στην πραγματικότητα όμως – και στην πράξη όπως αποδείχτηκε με τον χειρότερο τρόπο – δεν είχαν αυτά τα προϊόντα εγγυημένες αποδόσεις.

Έτσι τα επενδυτικά χαρτοφυλάκια και οι επενδυτές, αφού δεν διέθεταν δικούς τους μηχανισμούς ελέγχου και αξιολόγησης των τίτλων που αποκτούσαν ή που σκόπευαν να αποκτήσουν, έδειχναν απεριόριστη εμπιστοσύνη -δεν είχαν λόγο για το αντίθετο – στους διεθνείς οίκους αξιολόγησης, όταν αυτοί τους συνιστούσαν ή τους πρότειναν τέτοια χρηματοοικονομικά προϊόντα – και αυτό έκαναν συνέχεια μέχρι να ξεσπάσει η οικονομική κρίση – .

Το αποτέλεσμα τελικά ήταν, όταν ξέσπασε η οικονομική κρίση, στην Αμερική να υπάρχει πληθώρα μηνύσεων, αγωγών και καταγγελιών από συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά ταμεία, από επενδυτικά χαρτοφυλάκια και επενδυτές, που επειδή εμπιστεύτηκαν την – εσφαλμένη και λανθασμένη- κρίση και αξιολόγηση των διεθνών οίκων αξιολόγησης, ζημιώθηκαν τεράστια χρηματικά ποσά.

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

α) οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης πληρώνονται από αυτούς που εκδίδουν τους τίτλους.

Έτσι στην περίπτωση της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, όσοι προχωρούσαν στην έκδοση τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων (υπό την μορφή βέβαια σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων και παραγώγων) κατέβαλλαν και την σχετική αμοιβή στους διεθνείς οίκους αξιολόγησης. Οπότε αυτοί οι οίκοι αποκλείεται – και για κανέναν λόγο – να πήγαιναν κόντρα στα συμφέροντα όσων τους κατέβαλλαν αμοιβές (“ ο πελάτης έχει πάντα δίκιο”).

β) οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης, είτε μέσω θυγατρικών τους, είτε μέσω των μητρικών τους εταιρειών, είτε μέσω εταιρειών –τραπεζών που τους ελέγχουν μετοχικά, προχωρούν στην δημιουργία και αγοραπωλησία χρηματοοικονομικών και επενδυτικών προϊόντων(συνήθως πολύπλοκων, σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων και παραγώγων, τα οποία μάλιστα δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και εμπεριέχουν σαφές και μεγάλο επενδυτικό ρίσκο).

Έτσι στην περίπτωση της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης είχαν άμεση ή έμμεση σχέση με την δημιουργία-ανάπτυξη- προώθηση-αγοραπωλησία σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων και παραγώγων.

Οπότε στα παραπάνω χρηματοοικονομικά προϊόντα και παράγωγα (τα οποία και ήθελαν να προωθήσουν), τους έδιναν αυθαίρετα και παραπλανητικά την υψηλότερη δυνατή αξιολόγηση.

γ) οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης δεν διασφάλισαν σειρά πραγματικών ποιοτικών κριτηρίων που να αφορούν την πιο αντικειμενική και ορθή αξιολόγηση των υπό έκδοση τιτλοποιημένων δανείων στεγαστικής πίστης.

δ) οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης δεν είχαν αναπτύξει ή δεν είχαν ενδιαφερθεί να αναπτύξουν σωστές και αξιόπιστες εφαρμογές προληπτικής εποπτείας και αξιολόγησης του χρηματοοικονομικού συστήματος και των υπό έκδοση τιτλοποιημένων δανείων στεγαστικής πίστης.

ε) την υπερβολική ανάπτυξη της συγκεκριμένης κτηματικής αγοράς – που οδήγησε και στην γρήγορη πτώση και κατάρρευση -, ευνόησε η διάχυτη και γενική πεποίθηση ότι όλα αυτά τα χρηματοοικονομικά προϊόντα, είχαν αξιολογηθεί σωστά και αξιόπιστα ως



προς το βαθμό κινδύνου-ρίσκου, τόσο από τις τράπεζες που προχωρούσαν στην έκδοσή τους, όσο και από διεθνείς οίκους αξιολόγησης.

#### **4.3.1 Ο ρόλος τους στην κρίση**

-Δύο ημέρες πριν η Lehman βάλει λουκέτο και συμπαρασύρει ολόκληρη την αμερικανική οικονομία η Standard & Poor's αναβάθμισε την πιστοληπτική της ικανότητα.

-Όλοι οι μεγάλοι οίκοι διατηρούσαν αμετάβλητες τις βαθμολογίες του ομολογιακού χρέους της Επγον ενώ ήταν γνωστό ότι η εταιρεία θα κατέρρεε.

- Στο μεγάλο κραχ των ασιατικών τίγρεων τη δεκαετία του '90 οι μεγάλοι οίκοι δεν είχαν πάρει χαμπάρι την επερχόμενη καταστροφή.

- Λίγο πριν καταρρεύσει η οικονομία της Ισλανδίας την είχαν αναβαθμίσει.

#### **4.3.2 Τα λάθη και τα «λάθη»**

Ακόμη όμως και αν τα πιο πάνω αποτελέσματα θεωρηθούν πως οφείλονται σε λάθος εκτιμήσεις υπάρχουν και άλλα παραδείγματα που δείχνουν ξεκάθαρα πως ο ρόλος τους σε αρκετές περιπτώσεις κρίνεται τουλάχιστον ύποπτος.

Ο γερμανικός ασφαλιστικός όμιλος Hannover, αρνήθηκε προσφορά της Moody's να αξιολογήσει την πιστοληπτική του ικανότητα, σε μια περίοδο που η εταιρεία (αξιολόγησης) επιθυμούσε να επεκτείνει την επιρροή της στην ευρωπαϊκή αγορά. Η Moody's μείωσε την πιστοληπτική ικανότητα της Hannover, κι ύστερα της ξαναχτύπησε την πόρτα με νέα προσφορά. Όμως, ο πρόεδρος της Hannover "δεν έλεγε να υποκύψει στον εκβιασμό. Έτσι, από το 2001 έως το 2003, η Moody's μείωνε συνέχεια την πιστοληπτική ικανότητα της Hannover, ώσπου οι μετοχές της κατάντησαν σκουπίδια." Είναι, επίσης, ενδιαφέρον, ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει στραφεί εναντίον των εταιριών πιστοληπτικής αξιολόγησης επιδιώκοντας τη δημιουργία ενός αντίστοιχου ευρωπαϊκού οργανισμού, θεωρώντας πως η αξιοπιστία τους έχει βλαφθεί ανεπανόρθωτα τα τελευταία χρόνια, ενώ την ίδια στιγμή στις ΗΠΑ, οι εταιρίες κατηγορούνται για το ρόλο τους στην κρίση της αγοράς κατοικίας που οδήγησε στην κατάρρευση της αλλά και στη δημιουργία της διεθνούς τραπεζικής κρίσης, καθώς μέχρι τελευταία στιγμή βαθμολογούσαν τα τοξικά ομόλογα με άριστη τιμή επιτρέποντας σε εταιρίες όπως η Goldman να πουλήσουν εκατοντάδες χιλιάδες από αυτά σε ανυποψίαστους επενδυτές κερδίζοντας δισεκατομμύρια δολάρια.

Ακόμη οι εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης ταλανίζονται από μία σειρά σκανδάλων και κατηγοριών, οι οποίες ξεκινούν από εσκεμμένες παραλείψεις δημοσίευσης κρίσιμων για το κοινό πληροφοριών για διάφορες εταιρίες και φτάνουν μέχρι της κατηγορίες για εκβιασμό. Τέλος, το Μάιο του 2010 οι εταιρίες ελέγχονται από την χρηματιστηριακή επιτροπή ελέγχου των ΗΠΑ ως προς το ρόλο τους στην κρίση ενώ ένα νέο σκάνδαλο είναι εν τη γενέσει του, το οποίο έχει να κάνει με την ευνοϊκή αξιολόγηση δήμων και πολιτειών των ΗΠΑ που στην πραγματικότητα βρίσκονται στα όρια της πτώχευσης.

Την ίδια στιγμή ένα νέο σκάνδαλο που συνδέει την Goldman με τον Paulson (ένας από τους 4 βασικούς υπόπτους για την επίθεση στο ευρώ, σύμφωνα με το Υπουργείο Δικαιοσύνης των ΗΠΑ) έχει οδηγήσει την εταιρία στο εδώλιο του κατηγορουμένου στις ΗΠΑ, φανερώνοντας σε ακόμη μεγαλύτερο βαθμό τον τρόπο με τον οποίο λειτουργεί αυτή και οι συνεργάτες της προκειμένου να εξυπηρετήσουν τα συμφέροντα τους.

Συνεπώς, κάτι κρύβεται πίσω από τη στροφή 180 μοιρών του διεθνούς οίκου αξιολόγησης S&P's, ο οποίος μέχρι πρόσφατα εκθειάζε τα αποτελέσματα του κυπριακού τραπεζικού συστήματος.

#### **4.4 Η αξιοπιστία των διεθνών οίκων αξιολόγησης**

Από το ξέσπασμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης στη γηραιά ήπειρο, οι τρεις μεγάλοι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης βρέθηκαν στο στόχαστρο της παγκόσμιας κριτικής καθώς ο ρόλος τους θεωρήθηκε καθοριστικός. Δεν κατάφεραν να



προειδοποιήσουν επαρκώς τους επενδυτές για τους υψηλούς κινδύνους που είχαν αναλάβει με την ανάληψη των σύνθετων πιστωτικών προϊόντων, τα οποία βρέθηκαν στο επίκεντρο της κρίσης. Για τον λόγο αυτό επλήγη η αξιοπιστία τους. Στην περίπτωση της δημοσιονομικής κρίσης της Ελλάδας, οι τρεις μεγάλες εταιρείες αξιολόγησης (Moody's, S&P και Fitch) εμφανίστηκαν στο παρελθόν μάλλον αισιόδοξες, κυρίως από τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης στην Ελλάδα, τις μεγάλες συμφωνίες, τα έργα που γίνονταν, την ευρωστία των ελληνικών πιστωτικών Ιδρυμάτων και την ταχεία ανάπτυξή τους στη Βαλκανική και εν γένει την εξωστρέφεια του ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Σήμερα όμως υπάρχει μια θεαματική στροφή στις εκτιμήσεις τους. Οι συνεχόμενες υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας μας, έχουν δημιουργήσει ένα σύνθετο και συνάμα χωρίς προηγούμενο οικονομικό σκηνικό. Σήμερα, η Ελλάδα είναι δυστυχώς η χώρα με τη χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση διεθνώς, με βάση τα στοιχεία όλων των οίκων αξιολόγησης (και όχι μόνο των τριών μεγάλων). Για πολλούς, οι υποβαθμίσεις αυτές έχουν συντείνει σε μεγάλο βαθμό στον αποκλεισμό της χώρας μας από τις διεθνείς αγορές χρήματος και έχουν συνεισφέρει στην όξυνση της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους. Οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν δημιουργήσει ένα σύστημα βαθμολόγησης των ομολόγων που εκδίδουν τα κράτη και οι εταιρείες. Μέσω των αξιολογήσεών τους δημιουργούν πλέον νέα δεδομένα οικονομικής εξουσίας, διαμορφώνοντας στην πράξη τις συνθήκες χρηματοδότησης χρέους των χωρών, γεγονός που αναδεικνύει με τον πιο κατηγορηματικό τρόπο τα νέα δεδομένα της οικονομικής παγκοσμιοποίησης, που βιώνουμε σήμερα. Αδιαμφισβήτητα, οι αξιολογήσεις των τριών μεγαλύτερων οίκων πιστοληπτικής ικανότητας κρίνουν σε σημαντικό βαθμό τα οικονομικά, κοινωνικά και πολιτικά δεδομένα ολόκληρων χωρών, ακόμη και ηπειρών, διαμορφώνοντας ανάλογες κατά τόπους εξελίξεις στις χώρες που εφαρμόζονται. Οι συνεχείς υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής αξιολόγησης της χώρας μας αναπόφευκτα οδήγησαν και στην υποβάθμιση όλων των μεγάλων ελληνικών πιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία έχουν απολέσει σημαντικό ύψος των καταθέσεων, ενώ η χρηματοδότησή τους γίνεται πλέον μόνο μέσω της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ).

"Υπάρχουν δύο υπερδυνάμεις", έγραφε το 1996 ο βραβευμένος με Pulitzer κ. Thomas Friedman, "οι Η.Π.Α. και οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης. Πιστέψτε με, δεν είναι πάντοτε ξεκάθαρο, ποια από τις δύο διαθέτει τη μεγαλύτερη ισχύ...". Όμως πολλοί ευρωπαίοι κυρίως αξιωματούχοι και αναλυτές δεν κρύβουν ότι οι οίκοι αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας (Standard & Poor's, Moody's και Fitch) "παίζουν το παιχνίδι" των ΗΠΑ.

Για το θέμα αυτό, χαρακτηριστική είναι η δήλωση στο ΑΠΕ-ΜΠΕ του κ. Ι. Στεριώτη, προέδρου του Ινστιτούτου ΓεωΠολιτικών & Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων, οποίος έχει διατελέσει νομικός και οικονομικός Σύμβουλος Ευρωπαϊκών Τραπεζών και Επιχειρήσεων, σύμφωνα με τον οποίον: "Στην πραγματικότητα - δοθέντος ότι οι γνωστότεροι Οίκοι Αξιολόγησης είναι Αμερικανικοί - κατηγορούνται ότι παίζουν παιχνίδια επιρροής, υπερασπιζόμενοι το αμερικανικό δολάριο, την αμερικανική οικονομία και τις αμερικανικές τράπεζες."

#### **4.4.1 Οι αντιδράσεις που προκαλεί ο ρόλος των διεθνών οίκων αξιολόγησης**

Πρόσφατα, για μια ακόμα φορά, έντονες αντιδράσεις προκαλεί και πάλι ο ρόλος των διεθνών οίκων αξιολόγησης (Standard & Poor's, Moody's και Fitch) οι οποίοι με τις αξιολογήσεις τους καθορίζουν σε μεγάλο ποσοστό την πορεία και την οικονομική κατάσταση επιχειρήσεων αλλά και οικονομιών, όπως της Ελλάδος, ενώ αυξάνονται οι φωνές ευρωπαίων πολιτικών που τους κατακρίνουν, χαρακτηρίζοντας πολλές εκθέσεις τους ότι δεν βασίζονται σε αντικειμενική αξιολόγηση και σε πολλές περιπτώσεις είναι αυθαίρετες και δεν στηρίζονται σε ισχυρά οικονομικά επιχειρήματα. Μια τέτοια κριτική άσκησε στη Moody's, το ελληνικό υπουργείο Οικονομικών, στην τελευταία υποβάθμιση της Ελλάδας κατά τρεις βαθμίδες, τη στιγμή που η ελληνική οικονομία αξιολογείται κάθε



τρεις μήνες από τρεις διεθνείς οργανισμούς (E.E, E.K.T και Δ.N.T) και οι οποίοι σε αντίθεση με τη Moody's, βλέπουν πρόοδο της ελληνικής οικονομίας.

Ειδικότερα, το υπουργείο Οικονομικών στην ανακοίνωσή του, απαντώντας στη Moody's, αφού αναφέρει ότι δεν αντιμετώπισαν έγκαιρα την αύξηση του κινδύνου στον χρηματοπιστωτικό τομέα που οδήγησε στην κρίση του 2008, τώρα ανταγωνίζονται μεταξύ τους οι οίκοι για την πρωτιά στην "ανακάλυψη" κινδύνων, σε μία ιδιαίτερα ευαίσθητη στιγμή για την παγκόσμια οικονομία και τις αγορές και η υποβάθμιση της ελληνικής οικονομίας από τη Moody's ενέχουν τον κίνδυνο να εξελιχθούν σε αυτοεκπληρούμενες προφητείες...

Επίσης, πολλοί θέτουν και το θέμα της έλλειψης λογοδοσίας των οίκων αξιολόγησης, ενώ ο ρόλος τους είναι καθοριστικός στην λειτουργία του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού συστήματος. Σε κάθε τράπεζα, σε κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο και σε κάθε οργανισμό, που κάνει τοποθετήσεις σε τίτλους, οι αρμόδιοι υπάλληλοι πριν προχωρήσουν σε οποιαδήποτε κίνηση είναι υποχρεωμένοι να ελέγξουν τις τελευταίες εκτιμήσεις των Οίκων αυτών για να καλυφθούν.

#### **4.4.2 Ο ρόλος των διεθνών οίκων αξιολόγησης στο τραπέζι των συζητήσεων στην Ε.Ε**

Ο ρόλος των διεθνών οίκων αξιολόγησης φάνηκε πριν από μερικούς μήνες να ξαναπαίρνει στο τραπέζι των συζητήσεων στην Ε.Ε μετά την έντονη κριτική που άσκησε ο πρόεδρος της Γαλλίας Ν. Σαρκοζί, αλλά και του Έλληνα Πρωθυπουργού πριν από μερικούς μήνες, ενώ και η Γερμανίδα Καγκελάρια Ανγκελα Μέρκελ δεν είχε κρύψει την δυσφορία της ως προς τις κινήσεις των οίκων αξιολόγησης.

Η Ενωμένη Ευρώπη, τονίζει στο ΑΠΕ ο κ. Ι. Στεριώτης, "δεν έχει καταφέρει ακόμη να συγχρονιστεί και να έχει παρόμοιους Οίκους Αξιολόγησης, ώστε η Ευρώπη και η Ελλάδα να μην γινόμαστε στόχοι των παιχνιδιών, που παίζουν οργανωμένα όλοι οι κρατικοί και οι ιδιωτικοί χρηματο-οικονομικοί οργανισμοί των ΗΠΑ, προκειμένου να περισώσουν το δολάριο, που έχει καταντήσει μια νομισματική φούσκα".

Ο κ. Ι. Στεριώτης επισημαίνει την αδυναμία συνεννόησης μεταξύ των ευρωπαίων για κοινή δράση όχι μόνο σε επίπεδο δημιουργίας ευρωπαϊκών οίκων αξιολόγησης, αλλά και σε άλλους τομείς, όπως στην πρωτοβουλία που είχε λάβει ως Πρόεδρος του Συνδέσμου Εισηγμένων Εταιρειών Χ.Α., για την ίδρυση Ευρωπαϊκής Ένωσης Εισηγμένων Εταιρειών.

#### **4.4.3 Αμφισβητούν την ικανότητα των οίκων αξιολόγησης**

Πολλοί είναι αυτοί που ευθέως αμφισβητούν την ικανότητα των οίκων αξιολόγησης καθώς διαδραμάτισαν πρωταγωνιστικό ρόλο στην κατάρρευση του χρηματοοικονομικού συστήματος καθώς απέτυχαν να αναγνωρίσουν το πραγματικό επενδυτικό κίνδυνο των χρεογράφων τα οποία ήταν συνδεδεμένα με επισφαλή στεγαστικά δάνεια και στα οποία έδιναν υψηλές βαθμολογίες.

Δεν θα πρέπει να ξεχνάμε ότι η Fitch είχε δώσει καλό βαθμό στη Ασπίς Πρόνοια, λίγους μήνες πριν βάλει λουκέτο. Αποτελεί, βέβαια, κοινό μυστικό ότι οι εν λόγω εταιρείες αξιολόγησης είναι πολυεθνικές εταιρίες που έχουν στόχο τόσο την αύξηση του τζίρου και των καθαρών κερδών τους, ενώ δεν θα πρέπει να περνά απαρατήρητο και το γεγονός ότι ένας από τους διεθνούς φήμης επιχειρηματίες, ο Warren Buffet απέκτησε ποσοστό στη Moody's.

Ακόμα, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι οίκοι αξιολόγησης έχουν δεχθεί εκατοντάδες αγωγές από επιχειρήσεις, οι οποίες όμως δεν γίνονται δεκτές καθώς οι αξιολογήσεις τους θεωρούνται βάσει νόμου απλές "απόψεις" ή "γνώμες" και κατά συνέπεια είναι πλήρως προστατευμένες από τον νόμο περί... ελευθερίας της έκφρασης.



## 4.5 ΟΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ Η ΔΙΑΜΑΧΗ ΤΟΥΣ ΜΕ ΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ

### 4.5.1 Η υποβάθμιση της Ελλάδας από τους οίκους αξιολόγησης

Στην υποβάθμιση της μακροπρόθεσμης πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας σε εγχώριο και ξένο νόμισμα σε «CCC» από B+ προχώρησε ο οίκος αξιολόγησης Fitch, οδηγώντας τη χώρα μας ακόμη πιο βαθιά στην κατηγορία υψηλού κινδύνου (junk). Υποβάθμισε ακόμη τη βραχυπρόθεσμη πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας σε «C» από «B», ενώ ανακοίνωσε ότι αφαιρεί τις αξιολογήσεις από το καθεστώς Rating Watch Negative.

Όπως αναφέρει στην ανακοίνωσή του ο οίκος, η υποβάθμιση αντανακλά την απουσία ενός νέου, πλήρως χρηματοδοτούμενου και αξιόπιστου προγράμματος της ΕΕ και του ΔΝΤ για την Ελλάδα, σε συνδυασμό με την ενισχυμένη αβεβαιότητα για το ρόλο των ιδιωτών πιστωτών σε οποιαδήποτε μελλοντική χρηματοδότηση καθώς και με την εξασθενημένη μακροοικονομική προοπτική της Ελλάδας.

Η Fitch επισημαίνει ότι η ψήφιση του Μεσοπρόθεσμου έστειλε ένα ηχηρό μήνυμα ότι οι ελληνικές αρχές παραμένουν πλήρως προσηλωμένες στο πρόγραμμα της ΕΕ και το ΔΝΤ, ωστόσο τα επίσημα στοιχεία για το πρώτο εξάμηνο του 2011 δείχνουν υπερβάσεις δαπανών και υστέρηση εσόδων.

Παράλληλα, σύμφωνα με τον οίκο, υπάρχουν αυξανόμενες ανησυχίες για την ικανότητα της ελληνικής οικονομίας να αντέξει περαιτέρω δημοσιονομική προσαρμογή σε ένα κλίμα συνεχούς οικονομικής και χρηματοοικονομικής αβεβαιότητας.

«Είναι άξιο απορίας γιατί η Fitch προέβη στην ανακοίνωσή της, παρότι το χρονοδιάγραμμα των ενεργειών της Ευρωζώνης και του ΔΝΤ είναι ήδη και αποφασισμένο και γνωστό», σημειώνει σε ανακοίνωσή του το Υπουργείο Οικονομικών. Τονίζει ακόμη ότι η απόφαση της Fitch δεν επηρεάζει το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και θα απαντηθεί εκ των πραγμάτων μόλις τεθεί σε εφαρμογή το νέο πρόγραμμα.

Η ανακοίνωση του ΥΠΟΙΚ:

«Σε συνέχεια μιας σειράς πρόσφατων υποβαθμίσεων στην ευρωζώνη, ο Οίκος Fitch υποβάθμισε σήμερα και το ελληνικό δημόσιο χρέος σε «CCC».

Σύμφωνα με την ανακοίνωση της Fitch, η υποβάθμιση αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι δεν έχει ακόμη διαμορφωθεί το τελικό σχήμα του νέου προγράμματος στήριξης της Ελλάδος μέχρι τα μέσα του 2014, με νέο δάνειο της ευρωζώνης και του ΔΝΤ, καθώς και το οριστικό σχήμα της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα.

Όπως όμως αποφάσισε το Eurogroup την Δευτέρα, το νέο πρόγραμμα θα έχει τεθεί σε εφαρμογή πριν τις 15 Σεπτεμβρίου οπότε και πρέπει να καταβληθεί η νέα δόση στην Ελλάδα, ενώ το ακριβές σχήμα συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα διαμορφώνεται τώρα μέσα από εντατικές διαδικασίες και πάντα μέσα στο πλαίσιο της απόφασης του Eurogroup που λήφθηκε παρουσία της ΕΚΤ και του ΔΝΤ.

Είναι συνεπώς άξιο απορίας γιατί η Fitch προέβη στην σημερινή ανακοίνωσή της, παρότι το χρονοδιάγραμμα των ενεργειών της Ευρωζώνης και του ΔΝΤ είναι ήδη και αποφασισμένο και γνωστό.

Η σημερινή απόφαση της Fitch δεν επηρεάζει το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και θα απαντηθεί εκ των πραγμάτων μόλις τεθεί σε εφαρμογή το νέο πρόγραμμα.

Είναι συνεπώς άξιο απορίας γιατί η Fitch προέβη στην σημερινή ανακοίνωσή της, παρότι το χρονοδιάγραμμα των ενεργειών της Ευρωζώνης και του ΔΝΤ είναι ήδη και αποφασισμένο και γνωστό.

Η σημερινή απόφαση της Fitch δεν επηρεάζει το ελληνικό τραπεζικό σύστημα και θα απαντηθεί εκ των πραγμάτων μόλις τεθεί σε εφαρμογή το νέο πρόγραμμα.



#### **4.5.2 Η αξιολόγηση του ελληνικού χρέους σε περίπτωση rollover**

Για την περίπτωση της Ελλάδας, ανώτατο στέλεχος της Standard & Poor's δήλωσε πρόσφατα ότι εξετάζεται μια σημαντική επέκταση της διάρκειας των ομολόγων και μια καθυστέρηση στην αποπληρωμή τους, κάτι όμως που δεν είναι σύμφωνο με την αρχική υπόσχεση για την έγκαιρη πληρωμή των τόκων και του κεφαλαίου. Σε αυτό το βαθμό, ένα τέτοιο σχέδιο, σύμφωνα πάντα με την Standard & Poor's, θα συνεπαγόταν με χρεοκοπία. Δηλαδή εάν η Ελλάδα προχωρήσει στο λεγόμενο rollover του χρέους της, η Standard & Poor's θα το αξιολογήσει ως πιστωτικό γεγονός (credit event) και οι κάτοχοι Credit Default Swaps (CDS) θα πληρωθούν.

Τα τελευταία χρόνια οι οίκοι αξιολόγησης κατηγορούνται ότι αξιολογούν υπερβολικά σκληρά τις προσπάθειες υπερχρεωμένων χωρών να ανακάμψουν. Πρόσφατα και με αφορμή το σχέδιο διάσωσης της Ελλάδας, το μέλος του διοικητικού συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας Εβαλντ Νοβότνι, υποστήριξε ότι οι οίκοι αξιολόγησης είναι πολύ αυστηρότεροι και επιθετικότεροι όσον αφορά τις αξιολογήσεις τους στον χώρο της Ευρωζώνης, από ό,τι σε παρόμοιες περιπτώσεις στη Νότια Αμερική. Οι οίκοι αξιολόγησης απαντούν ότι κατηγορούνται άδικα και ότι δεν απορρίπτουν το Γαλλικό σχέδιο (για την περίπτωση της Ελλάδας) αλλά ότι απλώς αξιολογούν το σχέδιο με τα σημερινά δεδομένα και τις διαθέσιμες πληροφορίες.

#### **4.5.3 Η πρόσφατη υποβάθμιση της Πορτογαλίας από την Moody's**

Ο οίκος αξιολόγησης Moody's προχώρησε πρόσφατα στην υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της Πορτογαλίας κατά τέσσερις βαθμίδες, σε Ba2 από Baa1, φέρνοντάς την χώρα στην κατηγορία junk bonds. Ο οίκος αιτιολόγησε την αξιολόγηση του αυτή βάσει του αυξημένου κινδύνου της Πορτογαλίας, που πιθανόν να χρειαστεί και δεύτερο γύρο χρηματοδότησης, από την Ε.Ε και το Δ.Ν.Τ. πριν καταφέρει να επιστρέψει στις αγορές. Η Πορτογαλία έχει δεσμευτεί να συρρικνώσει το δημόσιο έλλειμμα της φέτος στο 5,9% ως ποσοστό του ΑΕΠ -από 9,1% ως ποσοστό του ΑΕΠ που ήταν πέρυσι.

#### **4.5.4 Η Moody's, οι «τρύπιοι» ισολογισμοί και... οι καταθέτες**

Μέσα στο γενικό θόρυβο για τους οίκους αξιολόγησης και το ρόλο τους στην ευρωπαϊκή κρίση χρέους πέρασε χωρίς να σχολιασθεί όσο άξιζε μια πολύ ενδιαφέρουσα επισήμανση από τον οίκο Moody's, που αγγίζει το πιο ευαίσθητο πρόβλημα του ευρωπαϊκού τραπεζικού συστήματος: τους «τρύπιους» ισολογισμούς των ευρωπαϊκών τραπεζών, από τις ισχυρότερες, μέχρι τη μικρότερη ελληνική τράπεζα! Το σύντομο σχόλιο που έστειλε η Moody's για την (αρχική) γαλλική πρόταση αναχρηματοδότησης του ελληνικού χρέους από ιδιώτες πιστωτές υπενθυμίζει μια πολύ σοβαρή, ξεχασμένη παράμετρο της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους (ορθότερα: τραπεζικής κρίσης): ότι οι ισολογισμοί των περισσότερων ευρωπαϊκών τραπεζών βασίζονται σε μια άκρως επικίνδυνη εικονική πραγματικότητα, καθώς οι προβλέψεις που έχουν σχηματισθεί έναντι του κινδύνου να χάσουν οι τράπεζες κεφάλαια από τις τοποθετήσεις τους σε κρατικά ομόλογα κρατών της ευρωζώνης είναι από μηδενικές έως ασήμαντες (σε ελάχιστες τράπεζες φθάνουν το 15% της αξίας κτήσης των ομολόγων).

Για να θέσουμε με απλούστερο τρόπο αυτό το θεμελιώδες πρόβλημα, που βρίσκεται στην «καρδιά» της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους, οι ευρωπαϊκές τράπεζες αρνούνται να αναγνωρίσουν ότι υπάρχει ο κίνδυνος να χάσουν λεφτά από κρατικά ομόλογα και, ως εκ τούτου, αρνούνται πεισματικά να βάλουν στην άκρη κεφάλαια για να καλύψουν αυτές τις πιθανές ζημιές, όπως θα έκανε κάθε συνετός τραπεζίτης όταν βλέπει ότι υπάρχει σοβαρός κίνδυνος να γίνει «τοξικό» ένα δάνειο που έχει χορηγήσει.

Έτσι, οι τράπεζες εξακολουθούν να λειτουργούν σε κατάσταση «ζόμπι», κρατώντας τα εν δυνάμει «τοξικά» ομόλογα στο χαρτοφυλάκιό τους, αποτιμώντας τα σαν να επρόκειτο για «χρυσά χαρτιά», που είναι απολύτως βέβαιο ότι δεν θα προκαλέσουν την παραμικρή ζημιά:



- Οι μέτοχοι των τραπεζών δεν επιβαρύνονται για να εισφέρουν κεφάλαια στις τράπεζες, οι κυβερνήσεις δεν υποχρεώνονται να παρέμβουν για να δώσουν νέα κεφάλαια και να τις κρατικοποιήσουν (όπως συνέβη, για παράδειγμα, ακόμη και σε μεγάλες βρετανικές τράπεζες), και όλοι μαζί, πολιτικοί και τραπεζίτες, προσπαθούν με συνεχείς επιχειρήσεις «διάσωσης» να αποφύγουν το ενδεχόμενο να χαθεί έστω και ένα ευρώ από κρατικό ομόλογο, κάτι που θα άνοιγε το τραπεζικό «Κουτί της Πανδώρας» στην Ευρώπη. Στο μεταξύ, βέβαια, αυτές οι απελπισμένες προσπάθειες για να αποφύγει το τραπεζικό σύστημα να αντιμετωπίσει την πραγματικότητα των κρυμμένων ζημιών του οδηγούν σε διαιώνιση και επιδείνωση της κρίσης.

Η Moody's, όμως, επισημαίνει με το report της ότι αυτό το μοντέλο εικονικής πραγματικότητας είναι πολύ δύσκολο να αντέξει στις επιδράσεις που θα έχει η πρόταση των ευρωπαϊκών κυβερνήσεων για συμμετοχή των ιδιωτών στο κόστος διάσωσης της Ελλάδας. Όσο και αν αυτές οι επισημάνσεις μπορεί να κρύβουν σκοπιμότητες και ύποπτα «παιχνίδια», δεν παύουν να αντανακλούν μια πραγματικότητα που δεν θέλουν να αναγνωρίσουν οι κυβερνήσεις και οι τραπεζίτες στην ευρωζώνη:

- Αν οι οίκοι αξιολόγησης κρίνουν τελικά ότι το γαλλικό σχέδιο αναχρηματοδότησης του ελληνικού χρέους συνιστά «επιλεκτική αθέτηση υποχρέωσης» ("selective default"), δηλαδή μια μορφή χρεοκοπίας της Ελλάδας, αμέσως θα πρέπει να τεθεί το «καυτό» θέμα του πώς αποτιμώνται από τις τράπεζες τα κρατικά ομόλογα των χαρτοφυλακίων τους.

- Πράγματι, αν οι οίκοι αξιολόγησης κατατάξουν τα ελληνικά ομόλογα στην κατηγορία «χρεοκοπίας», το μοντέλο αποτίμησης των ομολόγων που ακολουθούν οι ευρωπαϊκές τράπεζες δεν μπορεί να συνεχίσει να εφαρμόζεται. Τέτοια αξιολόγηση υποδηλώνει σοβαρό κίνδυνο καταγραφής ζημιών, οι οποίες σε κάποιο βαθμό θα πρέπει να αρχίσουν να εμφανίζονται στους τραπεζικούς ισολογισμούς, για να θεωρούμε ότι είναι στοιχειωδώς αξιόπιστοι. Η Moody's υπογραμμίζει ότι αυτό πιθανόν να θίξει όχι μόνο τα χαρτοφυλάκια διαθεσίμων προς πώληση ομολόγων, στα οποία οι ευρωπαϊκές (και οι ελληνικές) τράπεζες κρατούν πλέον ελάχιστα ομόλογα, αλλά ακόμη και τα χαρτοφυλάκια των τίτλων που διακρατούνται ως τη λήξη, στα οποία έχουν συγκεντρωθεί τα περισσότερα ομόλογα, ώστε να κρύβονται οι ζημιές αποτίμησης.

- Τι θα σήμαινε αυτό στην πράξη; Ας πάρουμε το παράδειγμα των ελληνικών τραπεζών, που κρατούν στα χαρτοφυλάκιά τους ομόλογα με αξία κτήσης της τάξεως των 50 δισ. ευρώ. Όταν υποβαθμισθούν από τους οίκους αξιολόγησης σε κατηγορία «χρεοκοπίας», κανονικά οι τράπεζες θα πρέπει να αφαιρέσουν ένα ποσοστό της αξίας αυτών των ομολόγων από τα κέρδη, ή, αν αυτά δεν επαρκούν, από τα κεφάλαιά τους. Ακόμη και αν αφαιρέσουν μόνο το 10%, θα μιλάμε για απώλειες 5 δισ. ευρώ!

- Η Moody's επισημαίνει με νόημα, ότι το πώς θα αντιμετωπισθεί αυτό το πρόβλημα εξαρτάται τελικά από την ερμηνεία που θα δώσουν οι τράπεζες, οι ορκωτοί ελεγκτές και οι εποπτικές αρχές στα διεθνή λογιστικά πρότυπα που καλύπτουν αυτό το θέμα. Θεωρητικά, δηλαδή, η Moody's δεν αποκλείει ότι όλοι μαζί οι εμπλεκόμενοι παράγοντες θα μπορούσαν να συμφωνήσουν να... κάνουν τα στραβά μάτια και να εφαρμόσουν όπως βολεύει τις τράπεζες τα λογιστικά πρότυπα, ώστε να μην κάνουν οι ζημιές την εμφάνισή τους στους ισολογισμούς. Όλα αυτά, όμως, δείχνουν σε ποιο επίπεδο ανυποληψίας έχει περιπέσει το ευρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα: όταν όλοι οι κανόνες γίνονται «λάστιχο», μόνο και μόνο για να συνεχίσουν να αποφεύγουν το δικό τους «λογαριασμό» της κρίσης οι μέτοχοι των τραπεζών και τα «χρυσά αγόρια» των διοικήσεων, εύκολα αντιλαμβάνεται κανείς ότι η αξιοπιστία του τραπεζικού συστήματος βυθίζεται στο ναδίρ.

Σε όλα αυτά θα μπορούσε ελαφρά τη καρδία να ανπιτάξει κανείς ότι όλα όσα επισημαίνει η Moody's εξυπηρετούν κάποιο σκοτεινό σχέδιο υπονόμησης της εμπιστοσύνης στις τράπεζες και στο ευρώ. Πιθανότατα είναι έτσι! Αλλά δεν είναι καθόλου βέβαιο ότι μπορεί να «χτιστεί» εμπιστοσύνη σε τράπεζες και νόμισμα, όταν



όλοι οι κανόνες της τραπεζικής γίνονται «λάστιχο» μπροστά στα μάτια υποψιασμένων και ανύποπτων καταθετών...

Η Moody's ανακοίνωσε ότι στα δικά της τεστ αντοχής, που έγιναν ενόψει της ανακοίνωσης των αποτελεσμάτων των αντίστοιχων ευρωπαϊκών ελέγχων, όλες οι ελληνικές τράπεζες «κόβονται», ή στην καλύτερη περίπτωση περνούν οριακά τα ελάχιστα όρια κεφαλαιακής επάρκειας σε προσομοίωση ακραίων σεναρίων. Αναμφίβολα η Ευρωπαϊκή Τραπεζική Αρχή δεν θα καταλήξει σε τόσο καταδικαστικά για τις ελληνικές τράπεζες αποτελέσματα, αλλά θα προτιμήσει μια συμβιβαστική, «πολιτική» λύση για τα τεστ, ώστε να αποφευχθούν κραδασμοί στο πιστωτικό σύστημα. Όμως, μετά το «φιάσκο» των περσινών τεστ αντοχής, που... «έβγαλαν λάδι» ακόμη και ιρλανδικές τράπεζες που κατέρρευσαν λίγους μήνες αργότερα, δύσκολα αποφεύγει κανείς τον πειρασμό να θεωρήσει ότι οι εκτιμήσεις της Moody's βρίσκονται πολύ πιο κοντά στην πραγματικότητα από τα πολιτικά παιχνίδια των εποπτικών αρχών της ευρωζώνης...

#### **4.5.5 Η δυνατότητα κερδοσκοπίας ως εμπόδιο στην εύρυθμη λειτουργία και την ικανότητα αυτορύθμισης μιας αγοράς**

Εκ πρώτης άποψης, το όλο θέμα μοιάζει σαν έναν άτυπο πόλεμο μεταξύ της ζώνης του ευρώ και του Αμερικάνικου δολαρίου. Είναι γεγονός ότι κάθε φορά που υπάρχει μια αρνητική εξέλιξη στην κρίση χρέους της Ευρωζώνης το ευρώ διολισθαίνει άμεσα έναντι του δολαρίου (Ευρώ/Δολάριο ΗΠΑ 1,37 σήμερα). Κάτι όμως που δεν είναι απαραίτητα προς το συμφέρον των ΗΠΑ που θέλουν να χρησιμοποιήσουν το 'φτηνό' δολάριο για να βελτιώσουν τις εξαγωγές τους και να μειώσουν το εμπορικό τους έλλειμμα. Οι ΗΠΑ επίσης, τα τελευταία χρόνια, έχουν 'ρίξει' πάνω από 600 δις δολάρια στην οικονομία τους με την μορφή πακέτων ενίσχυσης. Αυτό τον καιρό, είναι εμφανές ότι επιδιώκουν την ανάπτυξη περισσότερο από ότι φοβούνται τον πληθωρισμό, άρα δεν έχουν λόγο να θέλουν το 'ακριβό δολάριο'. Παράλληλα, πολλές φορές στο παρελθόν οι επίσημες αρχές των ΗΠΑ έχουν αντιταχθεί έντονα στις αναλύσεις και τις πρακτικές των οίκων αξιολόγησης. Ενώ είναι επίσης βέβαιο ότι τα απόνερα από την κορύφωση της κρίσης χρέους της Ευρωζώνης θα πέρναγαν με ευκολία τον Ατλαντικό, και θα μπορούσαν να απειλήσουν σοβαρά την σταθερότητα της Αμερικάνικης Οικονομίας που μαστίζεται επίσης από ελλείμματα και ένα μεγάλο Δημόσιο Χρέος. Ως αποτέλεσμα όλων των παραπάνω, η παρούσα κατάσταση δεν είναι μια διαμάχη των ΗΠΑ εναντίον της Ευρωζώνης αλλά μάλλον είναι μια διαμάχη της ιδιωτικής κερδοσκοπίας ενάντια στο Δημόσιο συμφέρον μιας ολόκληρης οικονομικής ζώνης.

Οι οίκοι αξιολόγησης είναι οργανισμοί και διοικούνται από άτομα. Άτομα που εμπλέκονται παράλληλα και με τον επιχειρηματικό στίβο και πιθανώς έχουν οικονομικά συμφέροντα από τις διεθνείς διακυμάνσεις τόσο των spreads των CDS όσο και από τις διακυμάνσεις των διεθνών νομισματικών ισοτιμιών. Για να γίνει αντιληπτό το εύρος της πιθανής κερδοσκοπίας από εσωτερική πληροφόρηση, σημειώνεται ότι μικρές διακυμάνσεις της τάξης του 0,5% (50 μονάδες βάσης) σε μια αγορά ομολόγων μπορούν να επιφέρουν πολλαπλάσια κέρδη μέσω trading στις αγορές παραγώγων προϊόντων (ειδικά στα out-of-the-money συμβόλαια options). Επιπλέον, είναι γεγονός ότι τα αποτελέσματα μιας έκθεσης ενός Διεθνούς Οίκου γίνονται γνωστά σε διάφορα εσωτερικά τμήματα έως και δύο εβδομάδες πριν ανακοινωθούν επίσημα στον τύπο. Από όλα τα παραπάνω, ο συνειρμός που δημιουργείται είναι αυτονόητος. Ίσως δικαιώνονται όλοι αυτοί που υποστηρίζουν ότι ο παγκόσμιος χρηματοπιστωτικός κλάδος δεν μπορεί πια να ρυθμίζεται από μόνος του, όχι τουλάχιστον όσο τα περιθώρια κερδοσκοπίας στην αγορά παραγώγων είναι τόσο μεγάλα.



## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Μετά την εντεινόμενη κόντρα Ευρώπης και των τριών αμερικανικών οίκων αξιολόγησης, η ιδέα για τη δημιουργία ενός ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης, που θα μπορέσει να ανταγωνιστεί την Standard & Poor's, την Fitch και την Moody's ολοένα και κερδίζει έδαφος.

Σύμφωνα με τις μηνιαίες εκθέσεις του γερμανικού «Capital», η δημιουργία ενός τέτοιου οίκου θα κόστιζε περίπου 300 εκατ. Ευρώ. Ο νέος οργανισμός θα χρεώνει τις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας σε εταιρείες σε τιμή τρεις φορές μικρότερη από αυτή που χρεώνουν οι τρεις μεγάλοι αμερικανικοί οίκοι, ενώ το κόστος των αξιολογήσεων θα διευθετείται όχι από τους εκδότες χρεωστικών τίτλων, αλλά από τους επενδυτές.

Με την δημιουργία ενός ευρωπαϊκού οίκου φαίνεται να συμφωνούν τόσο ο επίτροπος οικονομικών και νομισματικών υποθέσεων, Όλι Ρεν, όσο και η γερμανίδα καγκελάρια, Άνγκελα Μέρκελ. Όπως υποστηρίζει ο κ. Ρεν, το πρόβλημα έγκειται στο ότι και οι τρεις μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης βρίσκονται στις ΗΠΑ και ως εκ τούτου «βλέπουν την οικονομική δραστηριότητα στην ευρωζώνη με λίγο διαφορετικό τρόπο απ' ό,τι εμείς εδώ». «Είναι σημαντικό, μακροπρόθεσμα, να έχει και η Ευρώπη επίσης μια υπηρεσία αξιολόγησης. Οι Κινέζοι έχουν πλέον μια υπηρεσία αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας», δήλωσε η Άνγκελα Μέρκελ σε συνέντευξή της. Τόνισε επίσης ότι μια τέτοια υπηρεσία θα πρέπει να δημιουργηθεί από την ευρωπαϊκή οικονομία και όχι από τα κράτη.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε πρόταση κανονισμού σχετικά με τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Οι νέοι κανόνες που πρότείνει περιλαμβάνουν τα εξής:

- Οι οργανισμοί αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν επιτρέπεται να παρέχουν συμβουλευτικές υπηρεσίες.
- Δεν τους επιτρέπεται να αξιολογούν χρηματοπιστωτικά μέσα εάν δεν έχουν επαρκείς ποιοτικές πληροφορίες στις οποίες βασίζονται οι αξιολογήσεις τους.
- Πρέπει να δημοσιοποιούν τα υποδείγματα, τις μεθοδολογίες και τις βασικές υποθέσεις στις οποίες βασίζουν τις αξιολογήσεις τους.
- Υποχρεούνται να δημοσιεύουν ετήσια έκθεση διαφάνειας.
- Εξαναγκάζονται να συγκροτήσουν εσωτερικούς μηχανισμούς λειτουργίας για την επανεξέταση της ποιότητας των αξιολογήσεών τους.
- Πρέπει στα διοικητικά συμβούλιά τους να διαθέτουν τουλάχιστον τρεις ανεξάρτητους διευθυντές η αμοιβή των οποίων δεν μπορεί να εξαρτάται από τις επιχειρηματικές επιδόσεις του οργανισμού αξιολόγησης. Διορίζονται για μια μοναδική θητεία που δεν μπορεί να υπερβεί την πενταετία. Μπορούν να απομακρυνθούν μόνο σε περίπτωση σοβαρού επαγγελματικού παραπτώματος. Τουλάχιστον ένας από αυτούς πρέπει να είναι εμπειρογνώμονας σε θέματα τιτλοποίησης και δομημένων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Επιπλέον πρόσφατα ψηφίστηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της Ευρώπης ο κανονισμός για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ο οποίος δεν έχει ενσωματωθεί στο εθνικό μας δίκαιο. Οι ευρωπαϊκές όμως πρωτοβουλίες, επισημαίνουν, παράγοντες της αγοράς, έχουν μεν αξία αλλά ο έλεγχος και η εποπτεία αυτών των οργανισμών είναι ένα διεθνές θέμα. Στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού οι απόψεις διχάζονται καθώς υπάρχουν οι αμετανόητοι οπαδοί της άποψης ότι η αγορά θα ρυθμίσει όλα τα ζητήματα από μόνη της και οι οπαδοί που εκτιμούν ότι θα πρέπει να υπάρξουν αλλαγές με ένα ενδιάμεσο φορέα που θα ισορροπήσει την παντοδυναμία τους. Η τελευταία όμως, συνάντηση του G20 δεν έφερε κανένα αποτέλεσμα όσον αφορά τον περιορισμό της υπερδύναμης που έχουν οι οίκοι αξιολόγησης. Αναμένοντας λοιπόν την επόμενη σύνοδο και τις πολιτικές πρωτοβουλίες σε διεθνές επίπεδο, οι οίκοι αξιολόγησης θα συνεχίσουν να υποτιμούν οικονομίες και να λειτουργούν με τον ίδιο γνωστό τρόπο.



Στόχος μου με την παρούσα εργασία, αφού παρουσίασα αναλυτικά τους τρεις οίκους και την λειτουργία τους, είναι να τονίσω τον διττό ρόλο των οίκων παρουσιάζοντας τεκμηριωμένα γεγονότα του «παρασκηνίου» της λειτουργίας τους. Με το πέρασμα των ετών οι οίκοι αξιολόγησης απέκτησαν ισχυρό, ίσως και εξουσιαστικό ρόλο επηρεάζοντας αναμφίβολα την πορεία τόσο εταιρειών όσο και κρατών. Το θέμα αυτό είναι πια τόσο οφθαλμοφανές που έχει υπάρξει αντικείμενο συζήτησης και μελέτης σημαντικών ανθρώπων, όπως βουλευτών και αρχηγών κρατών. Ιδιαίτερα με τις τελευταίες οικονομικές εξελίξεις γίνεται πιο επιτακτική η ανάγκη για την δημιουργία ενός ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης καθώς και μεγαλύτερης διαφάνειας στον τρόπο λειτουργίας και αξιολόγησης των υπάρχοντων μεγάλων οίκων.



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Από έντυπα μέσα στην ελληνική γλώσσα:

1. Βεργόπουλος, Κ., 2007. *ΤΟ ΜΕΓΑΛΟ ΡΗΓΜΑ*. Αθήνα: Εκδόσεις ΛΙΒΑΝΗ.
2. Σταμάτης, Γ., 1990. *Η ΚΡΑΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΗΣ ΣΗΜΕΡΙΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ*. Αθήνα: Εκδόσεις ΚΡΙΤΙΚΗ
3. Κρεμμυδάς, Β., 2007. *ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΝΕΟΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΙΣΤΟΡΙΑ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΗΣ (18<sup>ος</sup>-20<sup>ος</sup> ΑΙΩΝΑΣ)*. Δ' Έκδοση. Αθήνα: Εκδόσεις ΤΥΠΩΘΗΤΩ
4. Κοντάκος, Α. & Παπασπύρου, Α., 1993. *ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ*. Αθήνα: Εκδόσεις ΕΛΛΗΝ

### Από έντυπα μέσα στην αγγλική γλώσσα:

5. Bahena, A., 2010. *WHAT ROLE DID CREDIT AGENCIES PLAY IN THE CREDIT CRISIS*. e-book
6. Dewatripont, M. & Freixas, X. & Portes, R., 2009. *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20*. CEPR

### Άρθρα από το διαδίκτυο στην ελληνική γλώσσα:

7. Παπαγεωργίου, Α., 2011. Το χρονικό της οικονομικής κρίσης στην Ελλάδα. Διαθέσιμο στο: <http://news.gr.msn.com/world/gallery.aspx?cp-documentid=159253478> [πρόσβαση 2 Οκτωβρίου 2011]
8. Ζοπουνίδης, Κ. & Δούμπος, Μ. 18 Ιουλίου 2011. Διεθνείς Οίκοι Αξιολόγησης: Ρόλος και Χαρακτηριστικά. Διαθέσιμο στο: <http://www.haniotika-nea.gr/73079-%CE%94%CE%B9%CE%B5%CE%B8%CE%BD%CE%B5%CE%AF%CF%82%20%CE%9F%CE%AF%CE%BA%CE%BF%CE%B9%20%CE%91%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CF%8C%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%82-%20%CE%A1%CF%8C%CE%BB%CE%BF%CF%82%20%CE%BA%CE%B1%CE%B9%20%CF%87%CE%B1%CF%81%CE%B1%CE%BA%CF%84%CE%B7%CF%81%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AC%20.html> [πρόσβαση 8 Αυγούστου 2011]
9. Πρωτονοτάριος, Γ., 9 Ιουλίου 2011. Οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης και η διαμάχη τους με την ευρωζώνη. Διαθέσιμο στο: [http://www.capitalinvest.gr/info.php?product\\_id=227](http://www.capitalinvest.gr/info.php?product_id=227) [πρόσβαση 8 Αυγούστου 2011]
10. Νικολαΐδης, Α., 17 Νοεμβρίου 2011. Υπό αξιολόγηση οι οίκοι αξιολόγησης. Διαθέσιμο στο: <http://www.sigmalive.com/news/local/326971> [πρόσβαση 9 Αυγούστου 2011]
11. Η αξιοπιστία των διεθνών οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. 11 Μαρτίου 2011. Διαθέσιμο στο: <http://www.sofokleous10.gr/portal2/top-story/top-story/2011-03-11-16-34-15-2011031134601/> [πρόσβαση 30 Αυγούστου 2011]
12. Ο αρνητικός ρόλος των οίκων αξιολόγησης στην οικονομική κρίση. 3 Οκτωβρίου 2010. Διαθέσιμο στο: <http://www.inews.gr/87/o-arnitikos-rolos-ton-oikon-axiologisis-stin-oikonomiki-krisi.htm> [πρόσβαση 30 Αυγούστου 2011]



13. Σφαγή οίκων αξιολόγησης και τραπεζών. 6 Ιουλίου 2011. Διαθέσιμο στο: <http://www.sofokleousin.gr> [πρόσβαση 1 Σεπτεμβρίου 2011]
14. Η Moody's, οι «τρύπιοι» ισολογισμοί και... οι καταθέτες. 7 Ιουλίου 2011. Διαθέσιμο στο: <http://www.banksnews.gr/portal/home-page/124-top-story/3116--moody-s--lr---> [πρόσβαση 3 Σεπτεμβρίου 2011]
15. Η οικονομική κρίση. Διαθέσιμο στο <http://www.focusonline.gr> [πρόσβαση 4 Ιουλίου 2011]
16. Οίκοι Αξιολόγησης (credit rating agencies). Διαθέσιμο στο: <http://www.euretirio.com/2011/06/oikoi-axiologisis.html> [πρόσβαση 6 Σεπτεμβρίου 2011]
17. Οργανισμός αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Διαθέσιμο στο: [http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CF%81%CE%B3%CE%B1%CE%BD%CE%B9%CF%83%CE%BC%CF%8C%CF%82\\_%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CF%8C%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%82\\_%CF%80%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%BF%CE%BB%CE%B7%CF%80%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82\\_%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CE%BD%CF%8C%CF%84%CE%B7%CF%84%CE%B1%CF%82](http://el.wikipedia.org/wiki/%CE%9F%CF%81%CE%B3%CE%B1%CE%BD%CE%B9%CF%83%CE%BC%CF%8C%CF%82_%CE%B1%CE%BE%CE%B9%CE%BF%CE%BB%CF%8C%CE%B3%CE%B7%CF%83%CE%B7%CF%82_%CF%80%CE%B9%CF%83%CF%84%CE%BF%CE%BB%CE%B7%CF%80%CF%84%CE%B9%CE%BA%CE%AE%CF%82_%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CE%BD%CF%8C%CF%84%CE%B7%CF%84%CE%B1%CF%82) [πρόσβαση 8 Αυγούστου 2011]

### **Διευθύνσεις ιστοσελίδων στην αγγλική γλώσσα:**

18. <http://www.standardandpoors.com>
19. Standard & Poor's. Διαθέσιμο στο: [http://en.wikipedia.org/wiki/Standard\\_and\\_Poor%27s](http://en.wikipedia.org/wiki/Standard_and_Poor%27s) [πρόσβαση 10 Αυγούστου 2011]
20. World countries Standard & Poor's ratings. Διαθέσιμο στο: [http://en.wikipedia.org/wiki/File:World\\_countries\\_Standard\\_%26\\_Poor%27s\\_ratings.png](http://en.wikipedia.org/wiki/File:World_countries_Standard_%26_Poor%27s_ratings.png) [πρόσβαση 13 Αυγούστου 2011]
21. Moody's Corporation. Διαθέσιμο στο: <http://www.fundinguniverse.com/company-histories/Moodys-Corporation-Company-History.html> [πρόσβαση 20 Αυγούστου 2011]
22. <http://www.moodys.com>
23. Moody's. Διαθέσιμο στο: [http://en.wikipedia.org/wiki/Moody's#cite\\_note-WP231104b-5](http://en.wikipedia.org/wiki/Moody's#cite_note-WP231104b-5) [πρόσβαση 20 Αυγούστου 2011]
24. Moody's products and services. Διαθέσιμο στο: <http://www.moodyanalytic.us/moodys/cust/prodserv/prodserv.aspx?source=StaticContent/Free%20Pages/Products%20and%20Services/Products%20and%20Services.htm&viewtemplate=/templates/mdcHeaderFooter.xml> [πρόσβαση 25 Αυγούστου 2011]
25. Credit Rating. Διαθέσιμο στο: [http://en.wikipedia.org/wiki/Credit\\_rating](http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_rating) [πρόσβαση 26 Αυγούστου 2011]
26. List of countries by credit ratings. Διαθέσιμο στο: [http://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_countries\\_by\\_credit\\_rating](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_credit_rating) [πρόσβαση 7 Αυγούστου 2011]
27. Fitch Group. Διαθέσιμο στο: [http://en.wikipedia.org/wiki/Fitch\\_Group](http://en.wikipedia.org/wiki/Fitch_Group) [πρόσβαση 30 Αυγούστου 2011]
28. <http://www.fitchratings.com>

### **Άρθρα από εφημερίδες:**

29. Στεργίου, Λ., 2011. Ο ρόλος και οι αστοχίες των οίκων. *Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ*, 17 Ιουλίου σ.σ. 11.



**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α****Πίνακας 2.1:** Βαθμολογημένες χώρες από την Standard & Poor's

Χώρα	Βαθμολογία	Προοπτική	Ημερομηνία Αξιολόγησης
 Abu Dhabi	AA	Stable	2011-08-05
 Albania	B+	Stable	2011-08-05
 Andorra	A	Negative	2011-08-05
 Angola	BB-	Stable	2011-08-05
 Argentina	B	Stable	2011-08-05
 Aruba	A-	Negative	2011-08-05
 Australia	AAA	Stable	2011-08-05
 Austria	AAA	Stable	2011-08-05
 Azerbaijan	BB+	Positive	2011-08-05
 Bahamas	BBB+	Stable	2011-08-05
 Bahrain	BBB	Negative	2011-08-05
 Bangladesh	BB-	Stable	2011-08-05
 Barbados	BBB-	Stable	2011-08-05
 Belarus	B	Watch Negative	2011-08-05
 Belgium	AA+	Negative	2011-08-05
 Belize	B-	Stable	2011-08-05
 Benin	B	Stable	2011-08-05
 Bermuda	AA	Stable	2011-08-05



 Bolivia	B+	Stable	2011-08-05
 Bosnia and Herzegovina	B+	Negative	2011-08-05
 Botswana	A-	Stable	2011-08-05
 Brazil	BBB-	Positive	2011-08-05
 Bulgaria	BBB	Stable	2011-08-05
 Burkina Faso	B	Stable	2011-08-05
 Cambodia	B+	Stable	2011-08-05
 Cameroon	B	Stable	2011-08-05
 Canada	AAA	Stable	2011-08-05
 Cape Verde	B+	Stable	2011-08-05
 Chile	A+	Positive	2011-08-05
 China	AA-	Stable	2011-08-05
 Colombia	BBB-	Stable	2011-08-05
 Cook Islands	BB-	Negative	2011-08-05
 Costa Rica	BB	Stable	2011-08-05
 Croatia	BBB-	Negative	2011-08-05
 Cyprus	BBB+	Negative	2011-08-05
 Czech Republic	AA-	Stable	2011-08-24
 Denmark	AAA	Stable	2011-08-05
 Dominican Republic	B+	Stable	2011-08-05
 Ecuador	B-	Positive	2011-08-05
 Egypt	BB	Negative	2011-08-05



 El Salvador	BB-	Stable	2011-08-05
 Estonia	AA-	Stable	2011-08-09
 Fiji	B	Stable	2011-08-05
 Finland	AAA	Stable	2011-08-05
 France	AAA	Stable	2011-08-05
 Gabon	BB-	Stable	2011-08-05
 Georgia	B+	Stable	2011-08-05
 Germany	AAA	Stable	2011-08-05
 Ghana	B	Stable	2011-08-05
 Greece	CC	Negative	2011-08-05
 Grenada	B-	Stable	2011-08-05
 Guatemala	BB	Negative	2011-08-05
 Guernsey	AAA	Stable	2011-08-05
 Honduras	B	Positive	2011-08-05
 Hong Kong	AAA	Stable	2011-08-05
 Hungary	BBB-	Negative	2011-08-05
 Iceland	BBB-	Negative	2011-08-05
 India	BBB-	Stable	2011-08-05
 Indonesia	BB+	Positive	2011-08-05
 Ireland	BBB+	Stable	2011-08-05
 Isle of Man	AAA	Stable	2011-08-05
 Israel	A+	Stable	2011-08-05



 Italy	A	Negative	2011-09-19
 Jamaica	B-	Stable	2011-08-05
 Japan	AA-	Negative	2011-08-05
 Jordan	BB	Negative	2011-08-05
 Kazakhstan	BBB	Stable	2011-08-05
 Kenya	B+	Stable	2011-08-05
 South Korea	A	Stable	2011-08-05
 Kuwait	AA	Stable	2011-08-05
 Latvia	BB+	Positive	2011-08-05
 Lebanon	B	Stable	2011-08-05
 Liechtenstein	AAA	Stable	2011-08-05
 Lithuania	BBB	Stable	2011-08-05
 Luxembourg	AAA	Stable	2011-08-05
 Macedonia	BB	Stable	2011-08-05
 Malaysia	A-	Stable	2011-08-05
 Malta	A	Stable	2011-08-05
 Mexico	BBB	Stable	2011-08-05
 Mongolia	BB-	Stable	2011-08-05
 Montenegro	BB	Negative	2011-08-05
 Montserrat	BBB-	Positive	2011-08-05
 Morocco	BBB-	Stable	2011-08-05
 Mozambique	B+	Stable	2011-08-05
 Netherlands	AAA	Stable	2011-08-05



 New Zealand	AA+	Stable	2011-08-05
 Nigeria	B+	Stable	2011-08-05
 Norway	AAA	Stable	2011-08-05
 Oman	A	Negative	2011-08-05
 Pakistan	B-	Stable	2011-08-05
 Panama	BBB-	Stable	2011-08-05
 Papua New Guinea	B+	Stable	2011-08-05
 Paraguay	B+	Positive	2011-08-05
 Peru	BBB	Stable	2011-08-31
 Philippines	BB	Stable	2011-08-05
 Poland	A-	Stable	2011-08-05
 Portugal	BBB-	Negative	2011-08-05
 Qatar	AA	Stable	2011-08-05
 Ras Al Khaimah	A	Stable	2011-08-05
 Romania	BB+	Stable	2011-08-05
 Russia	BBB	Stable	2011-08-05
 Saudi Arabia	AA-	Stable	2011-08-05
 Senegal	B+	Negative	2011-08-05
 Serbia	BB	Stable	2011-08-05
 Singapore	AAA	Stable	2011-08-05
 Slovak Republic	A+	Positive	2011-08-24
 Slovenia	AA	Negative	2011-08-05





















 South Africa	BBB+	Stable	2011-08-05
 Spain	AA	Negative	2011-08-05
 Sri Lanka	B+	Positive	2011-08-05
 Suriname	B+	Positive	2011-08-05
 Sweden	AAA	Stable	2011-08-05
 Switzerland	AAA	Stable	2011-08-05
 Taiwan	AA-	Stable	2011-08-05
 Thailand	BBB+	Stable	2011-08-05
 Trinidad and Tobago	A	Stable	2011-08-05
 Tunisia	BBB-	Negative	2011-08-05
 Turkey	BBB-	Positive	2011-09-20
 Uganda	B+	Stable	2011-08-05
 Ukraine	B+	Stable	2011-08-05
 United Kingdom	AAA	Stable	2011-08-05
 United States	AA+	Negative	2011-08-05
 Uruguay	BB+	Stable	2011-08-05
 Venezuela	B+	Stable	2011-08-19
 Vietnam	BB-	Negative	2011-08-05
 Zambia	B+	Stable	2011-08-05

Πηγή: [http://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_countries\\_by\\_credit\\_rating](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_credit_rating)

























## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

**Πίνακας 2.2:** Βαθμολογημένες χώρες από την Moody's

Χώρα	Βαθμολογία	Προοπτική	Ημερομηνία Αξιολόγησης
 Albania	B1	Stable	2011-08-05
 Angola	Ba3	Stable	2011-08-05
 Argentina	B3	Stable	2011-08-05
 Armenia	Ba2	Stable	2011-08-05
 Australia	Aaa	Stable	2011-08-05
 Austria	Aaa	Stable	2011-08-05
 Azerbaijan	Ba1	Positive	2011-08-05
 Bahamas	A3	Stable	2011-08-05
 Bahrain	Baa1	Negative	2011-08-05
 Bangladesh	Ba3	Stable	2011-08-05
 Barbados	Baa3	Negative	2011-08-05
 Belarus	B3	Watch Negative	2011-08-05
 Belgium	Aa1	Stable	2011-08-05
 Belize	B3	Stable	2011-08-05
 Bermuda	Aa2	Stable	2011-08-05
 Bolivia	B1	Positive	2011-08-05
 Bosnia and Herzegovina	B2	Negative	2011-08-05
 Botswana	A2	Negative	2011-08-05

























 Brazil	Baa2	Positive	2011-08-05
 Bulgaria	Baa2	Stable	2011-08-05
 Cambodia	B2	Stable	2011-08-05
 Canada	Aaa	Stable	2011-08-05
 Cayman Islands	Aa3	Stable	2011-08-05
 Chile	Aa3	Stable	2011-08-05
 China	Aa3	Positive	2011-08-05
 Colombia	Baa3	Stable	2011-08-05
 Costa Rica	Baa3	Stable	2011-08-05
 Croatia	Baa3	Stable	2011-08-05
 Cuba	Caa1	Stable	2011-08-05
 Cyprus	Baa1	Negative	2011-08-05
 Czech Republic	A1	Stable	2011-08-05
 Denmark	Aaa	Stable	2011-08-05
 Dominican Republic	B1	Stable	2011-08-05
 Ecuador	Caa2	Stable	2011-08-05
 Egypt	Ba3	Negative	2011-08-05
 El Salvador	Ba2	Stable	2011-08-05
 Estonia	A1	Stable	2011-08-05
 Fiji	B1	Negative	2011-08-05
 Finland	Aaa	Stable	2011-08-05
 France	Aaa	Stable	2011-08-05
























 Georgia	Ba3	Stable	2011-08-05
 Germany	Aaa	Stable	2011-08-05
 Greece	Ca	Developing	2011-08-05
 Guatemala	Ba1	Stable	2011-08-05
 Honduras	B2	Stable	2011-08-05
 Hong Kong	Aa1	Positive	2011-08-05
 Hungary	Baa3	Negative	2011-08-05
 Iceland	Baa3	Negative	2011-08-05
 India	Baa3	Stable	2011-08-05
 Indonesia	Ba1	Stable	2011-08-05
 Ireland	Ba1	Negative	2011-08-05
 Isle of Man	Aaa	Stable	2011-08-05
 Israel	A1	Stable	2011-08-05
 Italy	Aa2	Watch Negative	2011-08-05
 Jamaica	B3	Stable	2011-08-05
 Japan	Aa3	Stable	2011-08-23
 Jordan	Ba2	Negative	2011-08-05
 Kazakhstan	Baa2	Stable	2011-08-05
 South Korea	A1	Stable	2011-08-05
 Kuwait	Aa2	Stable	2011-08-05
 Latvia	Baa3	Positive	2011-08-05
 Lebanon	B1	Stable	2011-08-05



 Lithuania	Baa1	Stable	2011-08-05
 Luxembourg	Aaa	Stable	2011-08-05
 Macao	Aa3	Stable	2011-08-05
 Malaysia	A3	Stable	2011-08-05
 Malta	A1	Stable	2011-08-05
 Mauritius	Baa2	Stable	2011-08-05
 Mexico	Baa1	Stable	2011-08-05
 Moldova	B3	Stable	2011-08-05
 Mongolia	B1	Stable	2011-08-05
 Montenegro	Ba3	Stable	2011-08-05
 Morocco	Ba1	Stable	2011-08-05
 Netherlands	Aaa	Stable	2011-08-05
 New Zealand	Aaa	Stable	2011-08-05
 Nicaragua	B3	Stable	2011-08-05
 Norway	Aaa	Stable	2011-08-05
 Oman	A1	Stable	2011-08-05
 Pakistan	B3	Stable	2011-08-05
 Panama	Baa3	Positive	2011-08-05
 Papua New Guinea	B1	Stable	2011-08-05
 Paraguay	B1	Stable	2011-08-05
 Peru	Baa3	Positive	2011-08-05
 Philippines	Ba2	Stable	2011-08-05



 Poland	A2	Stable	2011-08-05
 Portugal	Ba2	Negative	2011-08-05
 Qatar	Aa2	Stable	2011-08-05
 Romania	Baa3	Stable	2011-08-05
 Russia	Baa1	Stable	2011-08-05
 Saudi Arabia	Aa3	Stable	2011-08-05
 Senegal	B1	Stable	2011-08-05
 Singapore	Aaa	Stable	2011-08-05
 Slovakia	A1	Stable	2011-08-05
 Slovenia	Aa2	Stable	2011-08-05
 South Africa	A3	Stable	2011-08-05
 Spain	Aa2	Watch Negative	2011-08-05
 Sri Lanka	B1	Positive	2011-08-05
 St. Vincent & the Grenadines	B1	Stable	2011-08-05
 Suriname	B1	Stable	2011-08-05
 Sweden	Aaa	Stable	2011-08-05
 Switzerland	Aaa	Stable	2011-08-05
 Taiwan	Aa3	Stable	2011-08-05
 Thailand	Baa1	Stable	2011-08-05
 Trinidad and Tobago	Baa1	Stable	2011-08-05
 Tunisia	Baa3	Negative	2011-08-05



 Turkey	Ba2	Positive	2011-08-05
 Ukraine	B2	Stable	2011-08-05
 United Arab Emirates	Aa2	Stable	2011-08-05
 United Kingdom	Aaa	Stable	2011-08-05
 United States	Aaa	Negative	2011-08-05
 Uruguay	Ba1	Stable	2011-08-05
 Venezuela	B2	Stable	2011-08-05
 Vietnam	B1	Negative	2011-08-05

Πηγή: [http://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_countries\\_by\\_credit\\_rating](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_credit_rating)











## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ

Πίνακας 2.3: Βαθμολογημένες χώρες από την Fitch Ratings























Χώρες	Βαθμολογία	Προοπτική	Ημερομηνία Αξιολόγησης
 Abu Dhabi	AA	Stable	July 2007
 Angola	BB-	Stable	May 2011
 Argentina	B	Stable	July 2010
 Armenia	BB-	Stable	August 2009
 Aruba	BBB	Stable	June 2006
 Australia	AA+	Stable	February 2003
 Austria	AAA	Stable	September 2000
 Azerbaijan	BBB-	Positive	May 2011
 Bahrain	BBB	Watch Negative	March 2011
 Belgium	AA+	Negative	May 2011
 Benin	B	Stable	September 2004
 Bermuda	AA+	Stable	August 2006
 Bolivia	B+	Stable	October 2010
 Brazil	BBB	Stable	April 2011
 Bulgaria	BBB-	Positive	May 2011
 Cameroon	B	Stable	March 2007
 Canada	AAA	Stable	August 2004
 Cape Verde	B+	Stable	June 2009
 Chile	A+	Stable	February 2011

 China	A+	Stable	April 2011
 Colombia	BBB-	Stable	June 2011
 Costa Rica	BB+	Stable	March 2011
 Croatia	BBB-	Negative	May 2009
 Cyprus	BBB	Negative	August 2011
 Czech Republic	A+	Positive	June 2010
 Denmark	AAA	Stable	November 2003
 Dominican Republic	B	Positive	January 2011
 Ecuador	B-	Stable	November 2010
 Egypt	BB	Watch Negative	June 2011
 El Salvador	BB	Negative	June 2009
 Estonia	A+	Stable	July 2011
 Finland	AAA	Stable	September 2000
 France	AAA	Stable	September 2000
 Gabon	BB-	Stable	October 2007
 Georgia	B+	Positive	March 2011
 Germany	AAA	Stable	September 2000
 Ghana	B+	Stable	September 2010
 Greece	CCC	N/A	July 2011
 Guatemala	BB+	Stable	February 2006
 Hong Kong	AA+	Stable	November 2010
 Hungary	BBB-	Stable	June 2011



 Iceland	BB+	Stable	May 2011
 India	BBB-	Stable	June 2010
 Indonesia	BB+	Positive	February 2011
 Ireland	BBB+	Negative	April 2011
 Israel	A	Stable	February 2008
 Italy	AA-	Stable	October 2006
 Jamaica	B-	Stable	February 2010
 Japan	AA	Negative	May 2011
 Kazakhstan	BBB-	Positive	December 2010
 Kenya	B+	Stable	January 2009
 South Korea	A+	Stable	September 2009
 Kuwait	AA	Stable	September 2008
 Latvia	BBB-	Positive	March 2011
 Lebanon	B	Stable	March 2010
 Lesotho	BB-	Negative	May 2011
 Lithuania	BBB	Positive	May 2011
 Luxembourg	AAA	Stable	September 2000
 Macedonia	BB+	Stable	October 2010
 Malaysia	A-	Stable	June 2009
 Malta	A+	Stable	July 2007
 Mexico	BBB	Stable	November 2009
 Mongolia	B+	Stable	November 2010



 Morocco	BBB-	Stable	April 2007
 Mozambique	B	Stable	July 2003
 Namibia	BBB-	Positive	December 2010
 Netherlands	AAA	Stable	September 2000
 New Zealand	AA+	Negative	July 2009
 Nigeria	BB-	Negative	October 2010
 Norway	AAA	Stable	September 2000
 Panama	BBB	Stable	June 2011
 Peru	BBB-	Positive	June 2010
 Philippines	BB+	Stable	June 2011
 Poland	A-	Stable	January 2007
 Portugal	BBB-	Watch Negative	April 2011
 Ras al-Khaimah	A	Stable	January 2008
 Romania	BBB-	Stable	July 2011
 Russia	BBB	Positive	September 2010
 Rwanda	B	Stable	August 2010
 San Marino	A	Negative	October 2009
 Saudi Arabia	AA-	Stable	July 2008
 Serbia	BB-	Stable	November 2010
 Seychelles	B	Stable	February 2011
 Singapore	AAA	Stable	May 2003
 Slovakia	A+	Stable	July 2008



 Slovenia	AA	Stable	July 2006
 South Africa	BBB+	Stable	January 2011
 Spain	AA+	Negative	March 2011
 Sri Lanka	BB-	Stable	July 2011
 Suriname	B+	Positive	October 2009
 Sweden	AAA	Stable	March 2004
 Switzerland	AAA	Stable	September 2000
 Taiwan	A+	Stable	January 2009
 Thailand	BBB	Stable	May 2011
 Tunisia	BBB-	Negative	March 2011
 Turkey	BB+	Positive	November 2010
 Uganda	B	Positive	August 2009
 Ukraine	B	Positive	July 2011
 United Kingdom	AAA	Stable	September 2000
 United States	AAA	Stable	August 2011
 Uruguay	BB	Positive	July 2010
 Venezuela	B+	Stable	December 2008
 Vietnam	B+	Stable	July 2010
 Zambia	B+	Stable	March 2011

Πηγή: [http://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_countries\\_by\\_credit\\_rating](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_credit_rating)



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Δ

### Ο ΑΝΤΙΚΤΥΠΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΑ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΑ

#### Ταυτότητα της έρευνας

**Πηγή:** FOCUS BARI A.E.

**Καλυπτόμενος Πληθυσμός:** Άντρες και γυναίκες από 13 έως 70 ετών, κάτοικοι του νομού Αττικής, του νομού Θεσσαλονίκης και της λοιπής Ηπειρωτικής Ελλάδας και Κρήτης (σε κάθε νομό καλύπτεται η πρωτεύουσα, τα αστικά κέντρα 10.000+ κατοίκων και οι αστικές και αγροτικές περιοχές που βρίσκονται σε ακτίνα 25χλμ από την πρωτεύουσα/τα αστικά 10.000+)

**Εκτίμηση Καλυπτόμενου Πληθυσμού:** 6.639.000 άτομα

**Δειγματοληψία:** Στρωματοποιημένη, με αναλογική εκπροσώπηση κάθε υποομάδας πληθυσμού

**Μεθοδολογία:** Προσωπικές συνεντεύξεις με τη μέθοδο C.A.P.I. (Computer Assisted Personal Interviews)

**Περίοδος Διεξαγωγής:** Σεπτέμβριος 2010 – Μάρτιος 2011

Ιδιαίτερα αυξημένο σε σχέση με την περσινή αντίστοιχη περίοδο εμφανίζεται το ποσοστό των Ελλήνων πολιτών που δηλώνουν ότι έχουν μειώσει τις δαπάνες στο νοικοκυριό τους, περιορίζοντας την καταναλωτική τους συμπεριφορά, λόγω της οικονομικής ύφεσης και της αβεβαιότητας που επιφέρει.

Τον Μάρτιο του 2011 το ποσοστό όσων έχουν περικόψει δαπάνες έφτασε το 83%, αρκετά αυξημένο σε σχέση με αυτό του Μαρτίου του 2010 που ανερχόταν στο 52% με τα μεσοκατώτερα κοινωνικοοικονομικά στρώματα και τις περιοχές της περιφέρειας να δηλώνουν περικοπές σε λίγο μεγαλύτερο βαθμό σε σχέση με τις υπόλοιπες ομάδες πληθυσμού. Έτσι, σε ένα δείγμα με βάση την ηλικία τους, η οποία κυμαίνεται μεταξύ 18 και 70 ετών, το ποσοστό όσων έχουν περικόψει δαπάνες ανέρχεται στο 83%. Σε ένα επόμενο φιλτράρισμα με βάση την κοινωνικοοικονομική κατάστασή τους είναι εμφανές ότι στα ανώτερα στρώματα οι περικοπές είναι μικρότερες, ενώ στα χαμηλότερα στρώματα είναι περισσότερες με μια διαφορά που κυμαίνεται στο 10%. Επίσης, με βάση την περιοχή κατοικίας του δείγματος συμπεραίνεται ότι στην περιφέρεια οι περικοπές είναι αυξημένες σε σχέση με την Αττική ή την Θεσσαλονίκη κατά 3%.

Ως βασικότερος λόγος που οδήγησε στις περικοπές δαπανών και τον περιορισμό της κατανάλωσης, εμφανίζεται η πραγματική μείωση του εισοδήματός τους για 4 στους 6 Έλληνες (σχεδόν οι διπλάσιοι δηλαδή σε σχέση με όσους δήλωναν το ίδιο πράγμα πέρυσι) και κυρίως για εκείνους που ανήκουν στα μεσοκατώτερα κοινωνικοοικονομικά στρώματα και την περιφέρεια Ελλάδος.

Οι περικοπές δαπανών αφορούν σε διάφορους τομείς και δραστηριότητες της ζωής, με κυριότερους τον τομέα της ψυχαγωγίας, της ένδυσης & υπόδησης και της αναψυχής, ενώ σχεδόν οι μισοί δηλώνουν πλέον και περιορισμό δαπανών στα προϊόντα super market.

→ Διασκέδαση: 75%

→ Ένδυση/Υπόδηση: 69%

→ Διακοπές/Ταξίδια: 52%



- Supermarket: 46%
- Τρόφιμα/Ποτά: 39%
- Έπιπλα: 28%
- Τηλεφωνία: 23%

Επίσης, 1 στους 5 δηλώνει περιορισμό δαπανών σε έξοδα κίνησης, καλλυντικά, αγορά εντύπων, αλλά και σε κατανάλωση νερού και ρεύματος.

- Αυτοκίνητο/Βενζίνη: 22%
- Καλλυντικά: 21%
- Περιοδικά/Εφημερίδες: 20%
- ΔΕΗ/ΕΥΔΑΠ: 19%
- DVD Ταινίες: 13%
- CD Μουσικής: 13%
- Υπηρεσίες ομορφιάς: 10%
- Τσιγάρα: 10%

Ορισμός κοινωνικοοικονομικής τάξης: Η κοινωνικοοικονομική τάξη του ερωτώμενου προκύπτει με βάση τη μόρφωση και την απασχόληση του κύριου εισοδηματία του νοικοκυριού. Ως κύριος εισοδηματίας του νοικοκυριού ορίζεται το άτομο που, κατά δήλωση του ερωτώμενου, έχει τα περισσότερα εισοδήματα. Στις περιπτώσεις που ο κύριος εισοδηματίας δεν εργάζεται και δεν έχει προηγούμενο επάγγελμα η κοινωνικοοικονομική τάξη ορίζεται με βάση τη μόρφωση και το πλήθος από μία σειρά επιλεγμένων αγαθών.