

Οίκοι Αξιολόγησης και η επίδραση τους στις χρηματοπιστωτικές κρίσεις: σύγκρουση συμφερόντων ή χείρα σωτηρίας;

«Φανταστείτε τους μεγάλους οίκους αξιολόγησης σαν τρία ανταγωνιστικά μπαρ που βρίσκονται το ένα δίπλα στο άλλο και το καθένα είναι ελεύθερο να καθορίσει το δικό του ηλικιακό όριο για την κατανάλωση αλκοόλ. Μετά από λίγο, εννιάχρονα θα κατέβαζαν bourbon»

Roger Lowenstein

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας (Cambridge Dictionary, 2019)¹ βρέθηκαν για το ευρύ κοινό στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος με αφορμή την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε από τις ΗΠΑ το 2008. Ωστόσο, η απαρχή της λειτουργίας τους παρατηρείται σε πολύ προγενέστερο χρόνο. Το 1909 δημοσιεύεται από τον John Moody το πρώτο δημόσιο διαθέσιμο χαρτοφυλάκιο ομολόγων, το οποίο αφορούσε κυρίως, τα ομόλογα σιδηροδρόμων. Την εταιρεία Moody's (White Lawrence, 2009),² ακολούθησε η Poor's Publishing Company το 1916, η Standard Statistics Company (White Lawrence, 2009) το 1922 και η Fitch Publishing Company (White Lawrence, 2009) το 1924. Οι εταιρείες αυτές πωλούσαν τις αξιολογήσεις ομολόγων (Investopedia, 2019)³ και χρηματοπιστωτικών προϊόντων στους επενδυτές έναντι αμοιβής. Με απλά λόγια, ο «επενδυτής πληρώνει» για να έχει πρόσβαση σε πληροφορίες που θα τον καθοδηγήσουν στην καλύτερη δυνατή επένδυση των χρημάτων του.

Η τωρινή μορφή των οίκων αξιολόγησης προκύπτει μετά την εισήγηση της Αμερικανικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (Securities & Exchange Commission – SEC)⁴ το 1975 που μετέτρεψε τους φορείς αυτούς σε Εθνικά Αναγνωρισμένους Στατιστικούς Οργανισμούς Αξιολόγησης (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations – NRSROs) (U.S. Securities & Exchange Commission, 2018)⁵ (United Nations, 2019)⁶ (SEC, 2018)⁷. Η αναγνώριση αυτή τους έδωσε τη δυνατότητα να χρεώνουν όχι μόνο τους επενδυτές αλλά και τους εκδότες ομολόγων. Ο «εκδότης πληρώνει» πλέον για να δημοσιεύονται οι αξιολογήσεις και να προσελκύουν ευκολότερα επενδυτικά κεφάλαια. Συνεπώς, οι οίκοι αυτοί αξιολογούν την πιστοληπτική ικανότητα κάθε οργανισμού που εκδίδει χρεόγραφα, συμπεριλαμβανομένων των ιδιωτικών εταιρειών και όλων των κυβερνήσεων. Η σημασία της δραστηριότητας αυτής έγκειται στο γεγονός ότι οι επενδυτές επιθυμούν

¹ Cambridge Dictionary, Credit Rating Agency. Available [here](#).

² White Lawrence (2009), A Brief History of Credit Rating Agencies: How Financial Regulation Entrenched this Industry's Role in the Subprime Mortgage Debacle of 2007–2008. Available [here](#)

³ Investopedia, Bond Rating. Available [here](#).

⁴ U.S. Securities & Exchange Commission (2018), . Available [here](#).

⁵ United Nations, Sovereign Credit Rating Agencies, Available [here](#).

⁶ SEC(2018), Current NRSROs. Available [here](#).

⁷ White Lawrence (2009), 'A Brief History of Credit Rating Agencies: How Financial Regulation Entrenched this Industry's Role in the Subprime Mortgage Debacle of 2007 - 2008', *Mercatus Center*, John Mason University. Available [here](#).

να γνωρίζουν την αποδοτικότητα και το μέγεθος του κινδύνου που αναλαμβάνουν υπό τη κατοχή της επένδυσής τους (Smith Kalen, 2019)⁸

Οι αξιολογήσεις που εκδίδουν είναι ζωτικής σημασίας για την ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού κλάδου (Corporate Finance Institute,2019)⁹. Το επιτόκιο ενός χρεογράφου συνδέεται αντιστρόφως ανάλογα με το επίπεδο κινδύνου του. Ως εκ τούτου, δεδομένου ότι οι επενδυτές χρησιμοποιούν τις απόψεις των οργανισμών αξιολόγησης ως εκτιμήσεις για το επίπεδο κινδύνου που συνδέεται με ένα χρεωστικό προϊόν, οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας διαδραματίζουν βασικό ρόλο στον καθορισμό των επιτοκίων των διαφόρων χρεογράφων.

Η παρούσα επιστημονική μελέτη επικεντρώνεται στο ρόλο και στην επιρροή των τριών μεγαλύτερων και πιο διακεκριμένων οίκων πιστοληπτικής ικανότητας, Moody's, Fitch και Standard & Poor's. Οι εταιρείες αυτές κατέχουν το 95% της αγοράς των αξιολογήσεων, όπου η Moody's και η Standard & Poor's κατέχουν μερίδα της τάξεως του 40% η κάθε μία ενώ η Fitch κρατά ένα 15% (ESMA, 2018)¹⁰. Τα έσοδα τους αγγίζουν τα δισεκατομμύρια δολάρια (Moody's, 2019)¹¹, εκ των οποίων το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων τους προέρχεται από το αντίτιμο που καταβάλλουν οι εκδότες χρεογράφων για την έκδοση μιας αξιολόγησης αλλά και από τις συνδρομές των επενδυτών για την πρόσβαση σε αυτές τις αξιολογήσεις (IOSCO, 2013)¹². Τα παραπάνω ποσά ποικίλλουν, ανάλογα το μέγεθος, τον τύπο του εκδότη και την πολυπλοκότητα του χρεογράφου που αξιολογούν.

⁸ Smith K., Moneycrashers. Available [here](#).

⁹ Corporate Finance Institute(2019), Rating Agency. Available [here](#).

¹⁰ ESMA (2018). Report on CRA Market Share Calculation. Available [here](#)

¹¹ Moody's. Available [here](#).

¹² IOSCO (2003), "Report on the activities of Credit Rating Agencies", The technical committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), September. Available [here](#).

	S&P	Fitch	Moody's
Επενδυτικός Βαθμός	AAA	AAA	Aaa
	AA+	AA+	Aa1
	AA	AA	Aa2
	AA-	AA-	Aa3
	A+**	A+**	A1**
	A	A	A2
	A-	A-	A3
	BBB+	BBB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
	BBB-	BBB-	Baa3
Κερδοσκοπικός Βαθμός	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
	B+	B+	B1
	B?	B	B2
	B-	B-	B3
	CCC+	CCC+	Caa1
	CCC	CCC	Caa2
	CCC-	CCC-	Caa3
	CC	CC	Ca
	C	C	C
D	D		

Πίνακας 1

Η κύρια λειτουργία των οίκων αυτών είναι η αξιολόγηση της φερεγγυότητας των δανειοληπτών, καθώς οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας που εκδίδουν αντιστοιχούν στον πιστωτικό κίνδυνο κάθε οφειλέτη ή αλλιώς την πιθανότητα να αθετήσει ο δανειολήπτης τη δανειακή του υποχρέωση. Οι βαθμολογίες χαρακτηρίζουν διαφορετικά το βραχυπρόθεσμο από το μακροπρόθεσμο χρέος, ανάλογα με την ικανότητα του εκδότη να εκπληρώσει άμεσα ή όχι τις υποχρεώσεις του. Η κλίμακα διαβάθμισης βαθμολογιών χωρίζεται σε "Επενδυτικό" Βαθμό, κατάλληλο για επένδυση και "Κερδοσκοπικό" Βαθμό¹³ (Investopedia, 2018)¹⁴, ακατάλληλο για επένδυση (BNB Paribas, 2015)¹⁵ (Standard & Poor's Rating Agency, 2019)¹⁶ Οι βαθμολογίες μεταβάλλονται συχνά ανάλογα με την κρίση των αναλυτών και τις εξελίξεις στον οικονομικό τομέα.

Οι αξιολογήσεις διαμορφώνονται μέσω συνεκτίμησης πληθώρας μεταβλητών, ώστε να δημιουργηθεί μια σφαιρική εικόνα επί της αξιοπιστίας του εκάστοτε φορέα. Πιο συγκεκριμένα, οι οίκοι χρησιμοποιούν μεγάλο αριθμό ποσοτικών δεικτών και

¹³ Η αλλιώς Junk

¹⁴ Investopedia, Everything You Need to Know About Junk Bonds, *Junk Bonds – These are the bonds that pay high yield to bondholders because the borrowers don't have any other option. Their credit ratings are less than pristine, making it difficult for them to acquire capital at an inexpensive cost. Junk bonds are typically rated 'BB' or lower by Standard & Poor's and 'Ba' or lower by Moody's* Available [here](#)

¹⁵ BNP Paribas(2015), How credit rating agencies rate companies and countries. Available [here](#)

¹⁶ Standard & Poor's Ratings Services, GUIDE TO CREDIT RATING ESSENTIALS. Available [here](#).

ποιοτικών χαρακτηριστικών μεταξύ των οποίων η πολιτική επικαιρότητα, δημοσιονομικές πολιτικές, οικονομικά μεγέθη, οικολογικές καινοτομίες (Ministry of Finance of Israel, 2019)¹⁷.

Χαρακτηριστικά του χρέους	Αναλογία χρέους προς ΑΕΠ. Το εξωτερικό χρέος ως ποσοστό του συνολικού χρέους. Πληρωμές τόκων ως ποσοστό του ΑΕΠ και έσοδα. Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα ως ποσοστό του βραχυπρόθεσμου χρέους. Ισοζύγιο συναλλάγματος σε μήνες εισαγωγών. Μέσος χρόνος ωρίμανσης.
Οικονομικά χαρακτηριστικά	Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) ή Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν (ΑΕΠ). Κατά κεφαλήν ΑΕγχΠ. Ποσοστό αύξησης του ΑΕΠ. Τομεακή κατανομή του ΑΕΠ και το βάρος της βιομηχανικής παραγωγής.
Εξωτερικό εμπόριο	Η ανοικτή οικονομία στο εμπόριο και στις ροές κεφαλαίων. Ισοζύγιο πληρωμών. Αναλογία χρέους προς τις εξαγωγές. Κόστος ανακύκλωσης του δείκτη χρέους προς τις εξαγωγές. Πραγματικές και ονομαστικές τιμές συναλλάγματος
Νομισματικό περιβάλλον	Ποσοστό πληθωρισμού και στόχος. Εγχώριο επιτόκιο. Ρευστά διαθέσιμα. Όγκος πιστώσεων.
Κρατικός Προϋπολογισμός	Έσοδα και δαπάνες. Αναλογία ελλείμματος προς ΑΕΠ. Τάση έλλειψης με την πάροδο του χρόνου. Αναλογία δημόσιων δαπανών προς ΑΕΠ. Αποτέλεσμα αποταμίευσης προς ΑΕΠ.
Εγχώρια Πολιτικά Χαρακτηριστικά	Μέγεθος των συνασπισμών. Δημόσια υποστήριξη στην κυβέρνηση. Έτος εκλογών.
Εξωτερικά Πολιτικά Χαρακτηριστικά	Αμυντικές Δαπάνες. Πόλεμος.

Πίνακας 2 - Κριτήρια Αξιολόγησης

Παρακάτω εκτίθενται οι περιπτώσεις έξι χωρών σε οικονομική ύφεση που ήρθαν αντιμέτωπες με ακαριαίες υποβαθμίσεις από τους οίκους αξιολόγησης.

Η πρώτη ηχηρή ένδειξη αποτυχίας των οίκων αξιολόγησης, στο πλαίσιο της μεγάλης οικονομικής κρίσης, παρουσιάστηκε στις ΗΠΑ (US Senate, 2011)¹⁸. Στις αρχές της χλιετίας παρατηρήθηκε στροφή του επενδυτικού ενδιαφέροντος από τα ομόλογα του αμερικανικού κράτους στο χώρο των στεγαστικών δανείων λόγω της τακτικής είσπραξης τόκων και της ασφάλειας που παρείχαν τα υποθηκευμένα ακίνητα

¹⁷ Ministry of Finance of Israel, Credit Rating Methodology. Available [here](#).

¹⁸ Γερουσία των ΗΠΑ Επιτροπή Εσωτερικής Ασφάλειας και Κυβερνητικών Υποθέσεων (2011) *WALL STREET AND THE FINANCIAL CRISIS: Anatomy of a Financial Collapse*. Washington DC: Γερουσία των ΗΠΑ

(E.deHaan, 2016)¹⁹. Διαμορφώθηκε σταδιακά ένας μηχανισμός αλυσιδωτής μετακύλισης του επενδυτικού κινδύνου από το δανειστή/εμπορική τράπεζα στον επενδυτή μέσω περίπλοκων μη ασφαλών επενδυτικών προϊόντων γνωστών ως MBSs (Mortgage Backed Securities) (Investopedia, 2019)²⁰ και CDOs (Collateralized Debt Obligations) (Investopedia, 2019)²¹. Η αυξανόμενη ζήτηση των προϊόντων αυτών οδήγησε στη δραστηριοποίηση επιχειρήσεων υπό κρατική εγγύηση (Fannie Mae, Freddie Mac) για την ασφάλιση τους. Σε ποσοστό 75% βαθμολογήθηκαν από τους τρεις κυρίαρχους οίκους αξιολόγησης με «AAA». Στον αρχικό καμβά προστίθενται οι συμβάσεις ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης (CDSs/Credit Default Swaps) (Investopedia, 2019)²² (Euretirio, 2019)²³, ασφαλιστικά των MBSs και CDOs προϊόντα που εξέδωσε η AIG (R.Marks, 2009)²⁴ με σκοπό τη διασπορά του κινδύνου. Εν μέσω αυξημένης ζήτησης, ο έλεγχος της ικανότητας αποπληρωμής των δανείων έγινε όλο και χαλαρότερος, με αποτέλεσμα την αθρόα χορήγηση κόκκινων δανείων .

Όπως ήταν προφανές, άρχισαν να γίνονται εμφανή τα πρώτα στίγματα αθέτησης πληρωμών (J.Barth, 2008)²⁵, οι τιμές των ακινήτων άρχισαν να κατακρημνίζονται συμπαρασύροντας τα CDOs, μολονότι η βαθμολόγηση τους από τους οίκους παρέμενε μέχρι πρότινος αμετάβλητη (Reuters, 2017)²⁶ (G.Morgenson, 2017)²⁷. Το Σεπτέμβριο του 2008, οι κορυφαίοι παίκτες στο επενδυτικό προσκήνιο (Fannie Mae, Freddie Mac (Investopedia, 2019)²⁸ (USA Today, 2011)²⁹ οδηγήθηκαν στα πρόθυρα της κατάρρευσης (J.Barth, 2008)³⁰, ενώ η Lehman Brothers, μία από τις μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζες παγκοσμίως, σε πτώχευση. Η κυβέρνηση των ΗΠΑ διοχέτευσε συνολικά \$182δισ στη διάσωση της AIG, που ήταν “too big to fail” (Investopedia 2019)³¹ και μέσα σε ένα έτος παρουσίασε απώλειες \$100δισ, παρά τα θετικά ισοζύγια των προηγούμενων ετών (Investopedia, 2019)³². Η Goldman Sachs και η Morgan Stanley τροποποίησαν το καταστατικό τους και μετατράπηκαν σε εμπορικές

¹⁹ DeHaan, E. (2016) *The Financial Crisis and Corporate Credit Ratings*. University of Washington

²⁰ Investopedia, *Mortgage-Backed Security (MBS)*, Available [here](#).

²¹ Investopedia, *Collateralized Debt Obligation - CDO*, Available [here](#).

Επενδυτικό προϊόν αποτελούμενο από τμήματα περισσότερων δανείων διαφορετικού κινδύνου και ως εκ τούτου αποδόσεων που συνενώνονται, τιτλοποιούνται και πωλούνται από επενδυτικές τράπεζες.

²² Ευρετήριο, *Παράγωγα (Derivatives) Ορισμός*. Διαθέσιμο [εδώ](#).

²³ Investopedia, *Credit Default Swap (CDS) Definition*, Available [here](#).

Μια σύμβαση αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (CDS) είναι ένα χρηματοοικονομικό παράγωγο ή σύμβαση με τη μορφή ασφαλιστηρίου συμβολαίου που επιτρέπει σε έναν επενδυτή να "ανταλλάξει" ή να αντισταθμίσει τον πιστωτικό του κίνδυνο με τον κίνδυνο ενός άλλου επενδυτή (της ασφαλιστικής εταιρείας/εκδότη του CDS). Κατ'ουσίαν, η επένδυση σε ένα CDS ισοδυναμεί με την επένδυση στην αθέτηση ενός MBS/CDO, στην αδυναμία δηλαδή των καταναλωτών να αποπληρώσουν τα δάνειά τους.

²⁴ Marks, R. (2009) 'Anatomy of a Credit Crisis'. *Australian Journal of Management*, pp. 16

²⁵ Barth, J. (2008) *U.S. Subprime U.S. Subprime Mortgage Market Meltdown*. Auburn University and Milken Institute, pp.47

²⁶ Reuters (2017) 'Moody's \$864m penalty for ratings in run-up to 2008 financial crisis', *The Guardian*, Available [here](#)

²⁷ Morgenson, G. (2017) 'Should Free Markets Govern the Bond Rating Agencies?', *New York Times*, Available [here](#)

²⁸ Investopedia, *Fannie Mae, Freddie Mac and the 2008 Credit Crisis*, Available [here](#)

²⁹ USA Today, *Fannie, Freddie bailout to cost taxpayers \$154 billion*, Available [here](#)

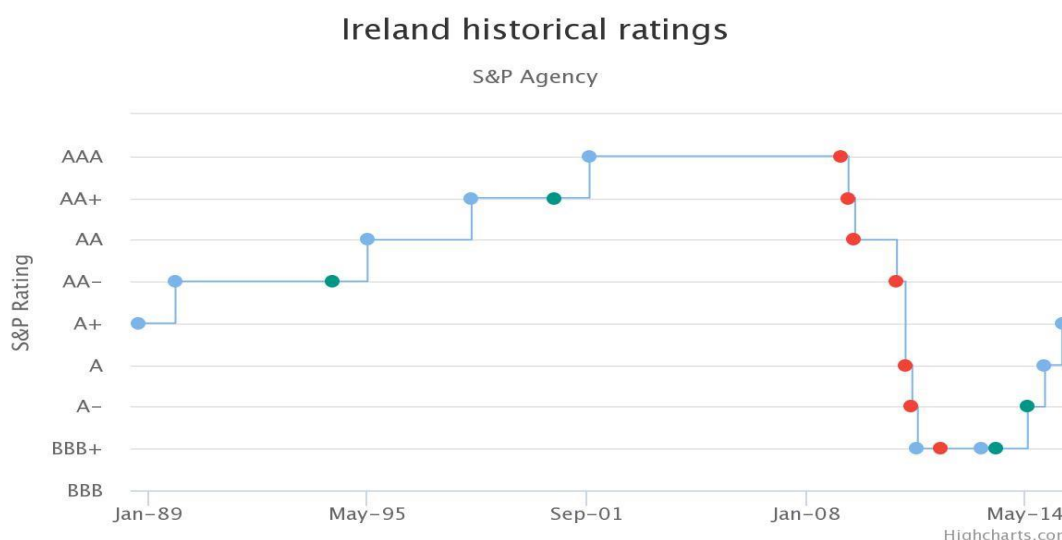
³⁰ Barth, J. (2008) *U.S. Subprime U.S. Subprime Mortgage Market Meltdown*. Auburn University and Milken Institute, pp.55

³¹ Investopedia, *Too Big to Fail*. Available [here](#).

³² Investopedia, *Falling Giant: a Case Study of AIG*, Available [here](#)

τράπεζες.(Andrew Clark,2008)³³. Η Αμερικανική κυβέρνηση υπό τον G.W.Bush υιοθέτησε τον Οκτώβριο του 2008 το Trouble Asset Relief Program/TARP (R.Marks, 2009) (Marks, 2009)³⁴ (Investopedia, 2019) ³⁵ σειρά μέτρων για την αρωγή των σημαντικότερων ιδρυμάτων συνολικής αξίας \$700δισ, με στόχο τον περιορισμό των επιπτώσεων. Δυστυχώς, εντός 4 μηνών (9-12/2008) 2εκ. θέσεις εργασίας και 1,2εκ. κατοικίες χάθηκαν στις ΗΠΑ.

Η κρίση μετατοπίστηκε στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού με γρήγορους ρυθμούς. Η Ιρλανδική κρίση, χρηματοπιστωτική και κατασκευαστική, έκανε την εμφάνισή της το καλοκαίρι του 2007 (Μουχτάρη, 2010).³⁶ Ενόψει της απροσδόκητης κατάρρευσης του κατασκευαστικού τομέα, ο πληθωρισμός άγγιξε πρωτοφανώς χαμηλά επίπεδα, -6,5% το 2009 (Trading Economics, 2019)³⁷ πιέζοντας ασφυκτικά για εξωτερικό δανεισμό. Οι οίκοι αξιολόγησης υποβάθμισαν εντός 2 ετών σε Ba- την υψηλή βαθμολογία (Aaa-) του 2007 (Country Economy, 2019)³⁸. Η γενικότερη παθογένεια επισφραγίστηκε από υποτίμηση του νομίσματος, εκτόξευση του δημοσίου χρέους σε 119,9% του ΑΕΠ (Trading Economics, 2019)³⁹ και της ανεργίας στο 15,9% (2012) (Country Economy, 2019)⁴⁰.



Αναλογικά με την Ιρλανδία, η κρίση που ξέσπασε στις πορτογαλικές τράπεζες εξαιτίας αποτυχημένων επενδύσεων και λογιστικών απατών έφερε την χώρα σε οξεία ύφεση. Η βεβαρημένη πορτογαλική οικονομία, αν και χαρακτηριζόταν κατά την περίοδο 2000-2009 από υψηλό ιδιωτικό (average 250,7% του ΑΕΠ) (Trading Economics, 2018)⁴¹ και

³³ Andrew Clark (2008). Survivors of 2008 become commercial banks to stay alive, Available [here](#)

³⁴ Marks, R. (2009) 'Anatomy of a Credit Crisis'. *Australian Journal of Management*, pp.17

³⁵ Investopedia, *Troubled Asset Relief Program - TARP*, Available [here](#).

³⁶ Μουχτάρη Ε., (2010) 'Η ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΤΩΝ ΧΩΡΩΝ ΙΣΠΑΝΙΑ ΚΑΙ ΙΡΑΝΔΙΑ', Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Μη εκδοθείσα πτυχιακή εργασία.

³⁷ Trading Economics (2019).Ireland Inflation Rate. Available [here](#)

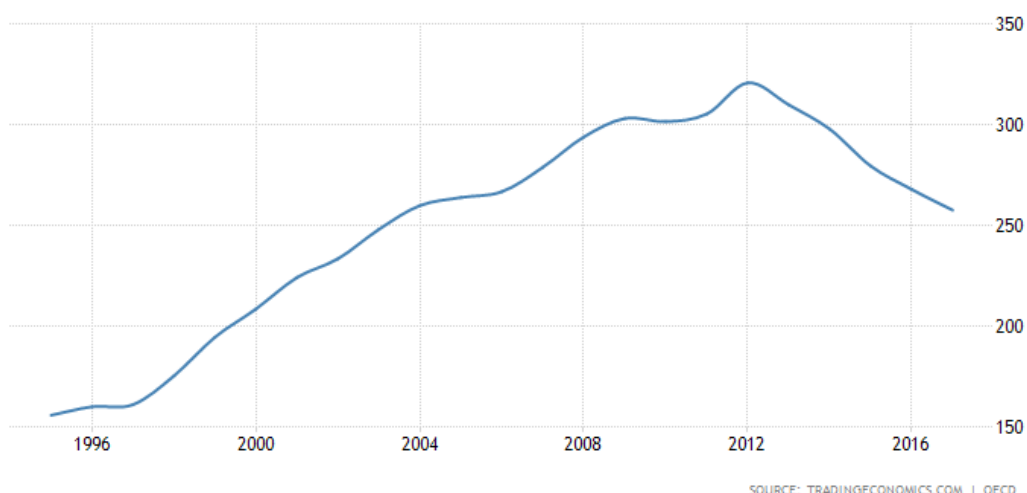
³⁸ Country Economy, Ireland Credit Rating . Available [here](#).

³⁹ Country Economy (2019), Ireland National Dept . Available [here](#)

⁴⁰ Country Economy (2019). Ireland unemployment rate. Available [here](#)

⁴¹ Trading Economics (2018). Portugal Private Debt to GDP. Available [here](#).

δημόσιο χρέος (average 70,3% του ΑΕΠ) και ελλείμματα μέχρι και 9,8% το 2009 (Country Economy, 2017)⁴², συμπορευόταν με υψηλόβαθμες αξιολογήσεις (AA το 2009) (Trading Economics, 2019)⁴³. Η αδυναμία, ωστόσο, αποπληρωμής των εθνικών χρεών την οδήγησε σε χορήγηση πακέτου στήριξης, έπειτα από προσπάθεια διάσωσης των τραπεζών, προκαλώντας αλληπάλληλες υποβαθμίσεις μέχρι και Βα3 “junk” (Moody’s, 2013)⁴⁴. Μοιραία, η επενδυτική εμπιστοσύνη συρρικνώθηκε και το δημόσιο χρέος άγγιξε το 130,6%, το 2014 (Country Economy, 2017)⁴⁵ (JEFFREY HAGEMEIER, 2017)⁴⁶.



Portugal Private Debt to GDP

Παρομοίως, η Ισπανία υποβαθμίστηκε το 2011 από τη Moody’s σε Aa2 (Trading Economics, 2019)⁴⁷. Σε απάντηση των υποβαθμίσεων, Ισπανοί δικηγόροι απευθύνθηκαν στο Ανώτατο Δικαστήριο (Audiencia Nacional), επικαλούμενοι το έγκλημα της απάτης, του καταναλωτικού κοινού (Agencia Estatal, 2015)⁴⁸, θέτοντας το ζήτημα -που μέχρι τότε αποτελούσε Γη του Πυρός- της ευθύνης των τριών οίκων για τις αναληθείς τους εκθέσεις. Στην πραγματικότητα, επρόκειτο για αξιολογικές κρίσεις με στόχο την υποβάθμιση της ισπανικής οικονομίας και, κατά συνέπεια, την αύξηση του επικείμενου κόστους δανεισμού της.

Η κρίση του 2008 συνδέθηκε σε σχέση αιτίου και αιτιατού με την ελληνική κρίση, αν και οι χρόνιες παθογένειες της ελληνικής οικονομίας αρκούσαν για να οδηγηθεί νομοτελειακά η χώρα στην ύφεση. Τα δομικά προβλήματα του ελληνικού οικονομικού μοντέλου αντανακλώνται πλήρως στις δημοσιονομικές πολιτικές της χώρας. Οι υπερβολικές δημόσιες δαπάνες, το υψηλό χρέος και τα υψηλά επίπεδα φοροδιαφυγής

⁴² Country Economy (2017). Portugal Government budget deficit. Available [here](#).

⁴³ Trading Economics (2019). Portugal - Credit Rating. Available [here](#).

⁴⁴ Moody's Investors Service (2013). Rating Action: Moody's affirms Portugal's Ba3 ratings and negative outlook. Available [here](#).

⁴⁵ Country Economy (2017). Portugal National Debt. Available [here](#).

⁴⁶ JEFFREY HAGEMEIER (2017). Portugal: Economic Recovery But Massive Debt And A Fragile Banking System Remain. Available [here](#).

⁴⁷ Trading Economics (2019). Spain - Credit Rating. Available [here](#).

⁴⁸ Agencia Estatal, (2015) άρθρα 284 και 285 Ισπανικού ΠΚ, διαθέσιμος στα ισπανικά. Διαθέσιμο [εδώ](#).

της τάξεως του 6-9% του ΑΕΠ ετησίως συμπληρώνουν το προφίλ της ελληνικής οικονομίας (Dianeosis,2016)⁴⁹.

Ωστόσο, οι βαθμολογίες των οίκων αξιολόγησης βεβαίωναν πως η χώρα είναι πιστοληπτικά αξιόπιστη παρά τα φανερά δημοσιονομικά προβλήματα που τη χαρακτήριζαν. Οι διαφορές αυτές διαφαίνονται αν αντιστοιχηθούν οι δείκτες που οι οίκοι μελετούν για την αξιολόγηση των χωρών με τα αποτελέσματα που η Ελλάδα παρουσίαζε στα σημαντικότερα εθνικά μεγέθη. Αναλυτικότερα, κατά την προ κρίσης περίοδο (1999-2008), ο εθνικός προϋπολογισμός παρέμενε σταθερά ελλειμματικός, κατά μέσο όρο 6,7% του ΑΕΠ παρά την κατά μέσο όρο 3.52% αύξηση του εγχώριου προϊόντος (Voulgarakis, 2017)⁵⁰. Παράλληλα, το χρέος από 98,9% το 1999 ανήλθε σε 109,4% το 2008, γεγονός που δεν αποτέλεσε ανασταλτικό παράγοντα για τη χορήγηση υψηλών βαθμολογιών πιστοληπτικής ικανότητας, από A- μέχρι και A+, από τους οίκους αξιολόγησης (βλ. Πίνακα 3).

Η περίοδος της κρίσης (2009-2018) χαρακτηρίστηκε από απότομες αρνητικές αξιολογήσεις, μείωση της ευημερίας και την είσοδο της χώρας σε προγράμματα στήριξης. Συγκεκριμένα, καταγράφηκε έλλειμμα μέχρι 15,10%, χρέος μέχρι 178,9% και κατά κανόνα μειούμενο ΑΕΠ, οδηγώντας σε συνεχείς πτώσεις των βαθμολογιών μέχρι και το επίπεδο του “junk” (βλ. Πίνακα 3) (Η Τράπεζα της Ελλάδος, 2013)⁵¹.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Προϋπολογισμός (% του ΑΕΠ)	-5.8	-4.10	-5.50	-6	-7.8	-8.8	-6.20	-5.90	-6.70	-10.20
Ανάπτυξη του ΑΕΠ %	3.1	3.9	4.1	3.9	5.8	5.1	0.6	5.7	3.3	-0.3
Χρέος % του ΑΕΠ	98.9	104.9	107.10	104.9	101.5	102.9	107.4	103.6	103.10	109.4
Αξιολόγηση από Standard % Poors	A-	-	A	-	A+	A	-	-	-	-

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Προϋπολογισμός (% του ΑΕΠ)	-15.10	-11.20	-10.30	-8.9	-13.20	-3.60	-5.60	0.50	0.80
Ανάπτυξη του ΑΕΠ %	-4.3	-5.5	-9.1	-7.3	-3.2	0.7	-0.4	-0.2	1.5
Χρέος % του ΑΕΠ	126.7	146.2	172.1	159.6	177.4	178.9	175.9	178.5	176.1
Αξιολόγηση από την Standard & Poors	A -> A- -> BBB+	BBB+ -> BB+	BB- -> CCC -> CC	SD (όρια πτώχευσης)	-	B	B -> CCC+	B-	B-

Πίνακας 3 (Country Economy,2017-2018)^{52 53 54}(Trading Economics,2019)⁵⁵

⁴⁹ Dianeosis (2016). Tax Evasion in Greece - A study, Available [here](#).

⁵⁰ Voulgarakis R. (2017). The Credit Rating Agencies and the Financial Crisis of 2007-2014: The case of Greece, Available [here](#).

⁵¹ Η Τράπεζα της Ελλάδος (2013), Το χρονικό της μεγάλης κρίσης, Διαθέσιμο [εδώ](#)

⁵² Country Economy(2017). Greece Government Budget Deficit, Available [here](#)

⁵³ Country Economy(2018). Greece GDP, Available [here](#).

⁵⁴ Country Economy (2017). Greece National Dept, Available [here](#)

⁵⁵ Trading Economics (2019). Greece-Credit Rating, Available [here](#).

Διφορούμενος υπήρξε ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης και στην περίπτωση της Τουρκίας. Η χώρα, που ήδη από το 2004 πληρούσε τα “Κριτήρια Σύγκλισης” του Μάαστριχτ (Ministry of Foreign Affairs of the Republic of Turkey, 2018)⁵⁶ και βρισκόταν σε τροχιά διαρκούς ανάπτυξης μετά το 2010 (International Monetary Fund, 2018)⁵⁷, μαστίζεται το 2018 από οξεία οικονομική κρίση (Central Bank of the Republic of Turkey Head Office, 2019)⁵⁸, οφειλόμενη στο κρατικό έλλειμμα, τη διόγκωση του ιδιωτικού χρέους αλλά και τον αυταρχισμό της κυβέρνησης του Προέδρου Erdoğan (Hurriyet, 2018)⁵⁹ (*Financial Times*, 2019)⁶⁰ και την επιδείνωση των σχέσεων με τις ΗΠΑ⁶¹ (Boland, 2018)⁶². Η υποτίμηση της Τουρκικής λίρας τελεί σε αντιστοιχία προς τις διαδοχικές υποβαθμίσεις της βαθμολογίας της από τους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης⁶³ (*Hurriyet Daily News*, 2019)⁶⁴ (Daren Butler Reuters, 2018).

	Moody's	S&P	Fitch	USD/TRY
2017	Ba1	BB	BB+	3.648
2018/3	Ba2			3.8089
2018/5		BB-		4.4834
2018/7			BB	4.8420
2018/8	Ba3	B+		4.9923 5.9379 6.5498

⁵⁶ Ministry of Foreign Affairs of the Republic of Turkey (2018), Chapter 17- Economic and Monetary Policy. Available [here](#)

⁵⁷ International Monetary Fund, Report for Selected Countries and Subjects (2018), Available [here](#).

⁵⁸ Central Bank of the Republic of Turkey Head Office (2019), Chart Gallery, Available [here](#).

⁵⁹ 9 Αυγούστου – Ο Πρόεδρος Erdoğan μιλώντας στους δημοσιογράφους στη Ριζούντα της Μαύρης Θάλασσας δήλωσε: "Υπάρχουν διάφορες εκστρατείες σε εξέλιξη. Μην δίνετε σημασία. [...] Μην ξεχνάτε, αν έχουν τα δολάρια τους, εμείς έχουμε τον λαό μας, τον Θεό μας. Εργαζόμαστε σκληρά. Δείτε πώς είμαστε πριν από 16 χρόνια και δείτε μας σήμερα". Οι παραπάνω δηλώσεις κλόνισαν ακόμη περισσότερο την πίστη της αγοράς στην τουρκική κυβέρνηση, επιβεβαιώνοντας τον απρόβλεπτο χαρακτήρα των ενεργειών της και οδήγησαν στη δραματική υποχώρηση της λίρας, που έχασε σχεδόν το 10% της αξίας της αγγίζοντας το ιστορικά χαμηλό 6.4915 έναντι του δολαρίου. Λίγες μέρες νωρίτερα ο τούρκος Πρόεδρος είχε καλέσει τους πολίτες να μετατρέψουν το σκληρό νόμισμα και τον χρυσό σε λίρες ώστε να ενισχύσουν την τουρκική λίρα που καταρρέει.

Samson A. (2018),

⁶⁰ *Financial Times*, 'Lira plunges to new low as ECB concerns mount', Available [here](#).

⁶¹ Αφορμή για την διατάραξη των σχέσεων τους στο NATO στάθηκε η κράτηση του 35χρονου αμερικανού πάστορα Andrew Brunson με το πρόσχημα της εμπλοκής του σε τρομοκρατικές ενέργειες. Οι ΗΠΑ αντέδρασαν με επιβολή κυρώσεων σε δύο υπουργούς της τουρκικής κυβέρνησης και απειλή μεταβολών στο δασμολογικό καθεστώς ατσαλιού και αλουμινίου.

⁶² Boland Hannah (2018), 'Turkey's credit rating slashed amid lira's 'extreme volatility' *The Telegraph*, Available [here](#)

⁶³ *Hurriyet Daily News*, (2018) 'Fitch downgrades Turkish debt rating to 'BB,' outlook negative', Available [here](#)

⁶⁴ Daren Butler Reuters (2018), Turkish lira banknotes are seen in this picture illustration in Istanbul, Available [here](#)

Στο τέλος του έτους (2018) ο πληθωρισμός άγγιξε το 15.4, το εξωτερικό χρέος το 35% του ΑΕΠ ενώ οι ξένες επενδύσεις έπεσαν κατακόρυφα από \$13.2 δισ σε \$763 εκ.(Wikipedia 2018)⁶⁷

Οι οίκοι αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας δεν ήταν υποχρεωμένοι να τηρούν διαφανείς διαδικασίες στις εκτιμήσεις τους. Ωστόσο, τα τελευταία χρόνια ο Διεθνής Οργανισμός Επιτροπών Αξιογράφων (IOSCO), οι ΗΠΑ και η Ευρωπαϊκή Ένωση έχουν προβεί σε διαδικασίες ώστε να υπαχθούν οι οίκοι σε έλεγχο.

Το 2003, ο Οργανισμός Επιτροπών Αξιογράφων δημοσίευσε το εξής κείμενο: ‘Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies (the IOSCO Principles)’. Αυτές οι αρχές έθεσαν υψηλά κριτήρια για τους οίκους αξιολόγησης, τους ρυθμιστές για τα χρεόγραφα, τους εκδότες και γενικά, για τους συμμετέχοντες στις κεφαλαιαγορές (IOSCO,2019)⁶⁸. Ο στόχος τους είναι να βελτιωθεί η προστασία των επενδυτών, η δικαιοσύνη στις αγορές, η αποτελεσματικότητα, η διαφάνεια και να μειωθεί ο συστηματικός κίνδυνος.

Στις ΗΠΑ, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) το 2006 εξέδωσε κανόνα στοιχειοθετώντας τα απαραίτητα χαρακτηριστικά, για να θεωρείται ένας οίκος NRSRO⁶⁹. Η μεγάλη αλλαγή που επετεύχθη με την Πράξη του 2006 ήταν ότι δόθηκε το δικαίωμα σε οίκους με προϋπηρεσία τριών χρόνων να αναγνωριστούν από την SEC, σπάζοντας έτσι, το ολιγοπώλιο των οίκων S&P , Moody’s, και Fitch (Ψύλλου ,2008)⁷⁰. Το 2010 ψηφίστηκε ο νόμος “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act” -ένα ρηξικέλευθο νομοσχέδιο οικονομικής μεταρρύθμισης αφορμώμενο από την κρίση του 2008- που φιλοδοξούσε να χαλιναγωγήσει την ασυδοσία του χρηματοπιστωτικού τομέα. Καθιέρωσε νέες εποπτικές υπηρεσίες, οι οποίες παρακολουθούν την επενδυτική δραστηριότητα μεγάλων επιχειρήσεων, που θεωρούνται “υπερβολικά μεγάλες για να αποτύχουν” (“too big to fail”) (Sean Bryant 2015) ⁷¹. Ο Πρόεδρος Trump προεκλογικά δεσμεύτηκε να καταργήσει τον Dodd-Frank και έκτοτε έχει προχωρήσει στην τροποποίησή του⁷².

Από την άλλη, η Ε.Ε. αντέδρασε απέναντι στην “αυτοκρατορία” των οίκων αξιολόγησης, για να καλύψει το κενό ρύθμισής τους⁷³. Θέσπισε διαδικασία αναγνώρισής τους (Αναγνωρισμένοι Οργανισμοί Πιστωτικών Αποτιμήσεων, ECAI), για να υπαχθούν στο ρυθμιστικό της πλαίσιο, διαμορφωμένο από τον Κανονισμό

⁶⁵ Trading Economics (2018). Turkey - Credit Rating. Available [here](#).

⁶⁶ TCMB, *Indicative Exchange Rates*. Available [here](#).

⁶⁷ Wikipedia (2018), Turkish currency and debt crisis, Available [here](#)

⁶⁸ OICV-IOSCO, International Organization Securities Commissions, Available [here](#)

⁶⁹ Nationally Recognized Statistical Rating Organizations

⁷⁰ Ψύλλου (2008), μη εκδοθείσα διατριβή, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

⁷¹ Investopedia, *Financial Regulations: Glass-Steagall to Dodd-Frank*, Available [here](#).

⁷² Financial Choice Act (2017)

⁷³ Μέχρι την έναρξη της οικονομικής κρίσης του 2008, η ΕΕ δεν είχε την πρόθεση να ρυθμίσει κανονιστικά τους οίκους αξιολόγησης διότι ο κώδικας IOSCO παρείχε προτροπές και προς τα κράτη-μέλη της ΕΕ. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή του ελέγχου των Αξιογράφων (CESR) εξέδωσε απόφαση πως πιστεύει ότι ο κώδικας IOSCO παρέχει κατάλληλες λύσεις και προέτρεπε να μη γίνει επίσημη νομοθέτηση από την ΕΕ. (CESR’s Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code, December 2006)

1060/2009⁷⁴, τροποποιηθέντα από τον 462/2013⁷⁵ και την Οδηγία 2013/14/ΕΕ⁷⁶. Στόχος ήταν η διασφάλιση της ανεξαρτησίας και της ακεραιότητας της διαδικασίας έκδοσης αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας και η βελτίωση της ποιότητας των εκδιδόμενων αξιολογήσεων. Ήδη από τον Ιούλιο του 2011, η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ/ESMA)⁷⁷ είναι υπεύθυνη για την επίσημη αναγνώριση των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και διαθέτει αποκλειστική εποπτική εξουσία επ' αυτών. Ο θεσμός των οίκων αναπτύχθηκε στην ελεύθερη αγορά των ΗΠΑ και μεταφέρθηκε στην ανοιχτή αγορά της Ε.Ε. Ο εγγυητικός ρόλος της Ένωσης θα ολοκληρωθεί με την τελεσφόρηση των προσπαθειών για τη δημιουργία ενός “ανεξάρτητου” ευρωπαϊκού οίκου αξιολόγησης.

Καταλήγοντας, είναι ίσως περιττό να ειπωθεί ότι οι κρίσεις δεν μεταφράζονται μόνο ως γραφήματα με ανοδικά και καθοδικά ποσοστά. Εισάγουν μια καινούργια πραγματικότητα με συνέπειες που παρεισφρέουν στους κόλπους της κοινωνίας και προσαρμόζουν τις συναλλαγές, το εργασιακό καθεστώς, τις κοινωνικές παροχές και εν γένει, τη ζωή των ανθρώπων. Η αποδέσμευση από την αμιγώς τεχνοκρατική θεώρηση της λειτουργίας των οίκων αξιολόγησης καθιστά ακόμη πιο επιτακτική την ανάγκη να λυθεί το δίλημμα του τι πραγματώνουν τελικά οι οίκοι : μια χείρα βοήθειας ή σύγκρουση συμφερόντων;

Οι πιο αισιόδοξοι ή, κατά την κρατούσα αντίληψη, οι έχοντες συμφέροντα αντιμετωπίζουν τους οίκους αξιολόγησης σαν μια απαραίτητη προβαθμίδα για την ορθολογική, ασφαλή και αποτελεσματική διάθεση των επενδυτικών και χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Εκεί που η κινδυνολογία περισσεύει, ένα παράδειγμα πραγματικής συνδρομής των οίκων υπήρξε η διατήρηση καλών βαθμολογιών για την AIG μολονότι μη αντιπροσωπευτικές της ενεστώσας τότε κατάστασης. Η πιθανή κατάρρευση της μεγαλύτερης ασφαλιστικής εταιρείας παγκοσμίως θα κλόιζε την εμπιστοσύνη και την ισορροπία όχι μόνο των αμερικανικών αλλά και των ευρωπαϊκών τραπεζών.

Στον αντίποδα, η συνδυαστική θεώρηση των προαναφερθεισών περιπτώσεων κρίσεων θέτει μια επαρκή βάση για να θεωρηθεί ότι πίσω από τη δραστηριοποίηση των οίκων

⁷⁴ Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΪ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ της 16ης Σεπτεμβρίου 2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ανακτήθηκε, διαθέσιμο [εδώ](#).

⁷⁵ Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ (ΕΕ) αριθ. 462/2013 ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΪ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ της 21ης Μαΐου 2013 για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 για τους οργανισμούς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, διαθέσιμο [εδώ](#)

⁷⁶ Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης , ΟΔΗΓΙΑ 2013/14/ΕΕ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΪ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟΥ της 21ης Μαΐου 2013 για την τροποποίηση της οδηγίας 2003/41/ΕΚ για τις δραστηριότητες και την εποπτεία των ιδρυμάτων που προσφέρουν υπηρεσίες επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, της οδηγίας 2009/65/ΕΚ για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων όσον αφορά την υπέρμετρη στήριξη στις αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας, διαθέσιμο [εδώ](#).

⁷⁷ Η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ/ESMA) είναι μια ανεξάρτητη αρχή της ΕΕ, σκοπός της οποίας είναι η βελτίωση της προστασίας των επενδυτών και η προώθηση της σταθερής και εύρυθμης λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών. Διαθέσιμο [εδώ](#)

κρύβεται μια σύγκρουση συμφερόντων. Οι συνεχείς θετικές αξιολογήσεις σε χώρες που βρίσκονταν σε καταφανή οικονομική αδυναμία υποδεικνύουν ότι οι οίκοι δεν μπορούν να τύχουν του μέγιστου βαθμού εμπιστοσύνης. Δεδομένου ότι ο εκάστοτε επενδυτής επιλέγει εκείνος τον οίκο που επιθυμεί να εγγυηθεί για την επιχειρηματική του δραστηριότητα, είναι ξεκάθαρο ότι δημιουργείται μια σχέση εξάρτησης και ανακύπτει ο λεγόμενος ηθικός κίνδυνος (moral hazard) (The economic Times)⁷⁸ προς θυσία της αντικειμενικότητας. Η απάντηση των οίκων έγκειται στο ότι παρέχουν απλές γνώμες χωρίς νομική δεσμευτικότητα.

Σε ένα σύστημα ελεύθερης αγοράς ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας μοιάζει αναντικατάστατος. Η συζήτηση για την καλύτερη και αποτελεσματικότερη λειτουργία τους έχει ενταθεί ενόψει των σύγχρονων οικονομικών προκλήσεων. Ενδεικτικοί είναι οι προβληματισμοί σχετικά με την νόθευση του οικονομικού μοντέλου με περισσότερα στοιχεία κρατικού παρεμβατισμού, καθώς και η σκέψη δημιουργίας οίκων αξιολόγησης σε ευρωπαϊκό και ασιατικό επίπεδο.

⁷⁸ The Economic Times, Definition of Moral Hazard, *Moral Hazard is a situation in which one party gets involved in a risky event knowing that it is protected against the risk and the other party will incur the cost. It arises when both the parties have incomplete information about each other*, Available [here](#)