



ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΣΤΗΝ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗ ΤΗΣ
ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΜΙΑΣ ΧΩΡΑΣ :Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ
ΕΛΛΑΔΑΣ

του

ΤΖΗΚΑ ΑΝΑΣΤΑΣΙΟΥ
Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαδόπουλος Δημήτριος

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού διπλώματος στη
Λογιστική και Χρηματοοικονομική
με κατεύθυνση Χρηματοοικονομική

Ιούλιος 2011

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ Η ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

1.1 Η κρίση και πως ξεκίνησε	7
1.2 Χρηματοοικονομική κρίση και ευρωπαίοι επενδυτές.....	7
1.3 Κίνδυνος χώρας και χρηματοοικονομική κρίση.....	8
1.4 Αναγκαιότητα εκτίμησης κινδύνου χώρας.....	8

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2– ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΑΙ ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

2.1. Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	10
2.2 Κίνδυνος χώρας και παγκοσμιοποίηση	11
2.3 Ανάλυση κινδύνου χώρας	12
2.4 Μέτρηση κινδύνου χώρας.....	13
2.5 Συστατικά στοιχεία κινδύνου χώρας.....	14
2.5.1 Οικονομικός κίνδυνος.....	14
2.5.1.1 Μέτρα οικονομικού κινδύνου.....	14
2.5.2 Κίνδυνος μεταφοράς.....	15
2.5.2.1 Μέτρα για τον κίνδυνο μεταφοράς.....	16
2.5.3 Συναλλαγματικός κίνδυνος	16
2.5.3.1. Μέτρα κινδύνου συναλλαγματικής ισοτιμίας.....	17
2.5.4 Κίνδυνος τοποθεσίας ή γειτνίασης.....	18
2.5.4.1. Μέτρα κινδύνων τοποθεσίας ή γειτνίασης.....	18
2.5.5 Πολιτικός κίνδυνος.....	19
2.5.5.1 Μέτρα πολιτικού κινδύνου.....	19
2.6. Μέτρα συνολικού κινδύνου	20
2.6.1. Άμεσες ξένες επενδύσεις.....	21
2.6.2 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.....	24
2.6.2.1 Γενικές πληροφορίες για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.....	24
2.6.2.2 Συσχέτιση ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και κινδύνου χώρας.....	25

2.6.2.3 Ο ρόλος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στη συναλλαγματική διακύμανση και στη δημιουργία χρηματοπιστωτικής κρίσης.....	27
2.6.2.4 Η επίδραση του ισοζυγίου στη διαμόρφωση των spreads.....	29
2.7 Εξωτερικό χρέος.....	30
2.7.1 Γενικές πληροφορίες για το εξωτερικό χρέος.....	30
2.7.2 Το ελληνικό εξωτερικό χρέος.....	30
2.7.3 Παράγοντες του εξωτερικού χρέους που επηρεάζουν την διαμόρφωση των επιτοκίων.....	33

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3– ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΧΩΡΑΣ

3.1.Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	37
3.2.Ορισμός και ιστορική αναδρομή των οίκων αξιολόγησης.....	38
3.3.Χρησιμοποιούμενα κριτήρια και μέθοδοι αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας χώρας.....	41
3.3.1 Ποσοτικές και ποιοτικές μέθοδοι αξιολόγησης.....	41
3.3.2 Εμπειρικές εκτιμήσεις σημαντικών παραγόντων της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας.....	42
3.4 Η υιοθετούμενη διαδικασία της αξιολόγησης.....	43

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4– ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΓΙΑ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΩΝ ΜΕΓΑΛΩΝ ΟΙΚΩΝ ΣΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

4.1 Ποιοι είναι οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης.....	46
4.2.Ο ρυθμιστικός ρόλος των οίκων αξιολόγησης.....	48
4.3 Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης στη χρηματοπιστωτική κρίση.....	52
4.4 Το καρτέλ των οίκων αξιολόγησης.....	54
4.5 Διαφάνεια στις οικονομικές συναλλαγές.....	55
4.6 Δεοντολογική προσέγγιση.....	56

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5– ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΧΩΡΑΣ : Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

5.1 Κίνδυνος χρεοκοπίας μιας χώρας.....	58
5.2 Ελληνικά ομόλογα.....	59
5.3 Η πορεία των Ελληνικών ομολόγων.....	61
5.4 Αγοραία τιμή ομολόγων	61
5.5 Απόδοση στην λήξη	62
5.6 Spread Ελληνικών – Γερμανικών ομολόγων	62
5.7 Καμπύλη αποδόσεων	62
5.8 Πρωτογενής Δευτερογενής αγορά ομολόγων	63
5.9 Πως φτάσαμε στην κρίση.....	63
5.10 Υποβάθμιση ελληνικών ομολόγων και ελληνικές τράπεζες.....	65
5.11 Χρεοκοπία μιας χώρας και πιθανά σενάρια.....	67
5.11.1 Ιστορικό χρεοκοπιών.....	68
5.11.2 Συνέπειες σε περίπτωση χρεοκοπίας μιας χώρας.....	69
5.12 Πρωτοβουλία της Βιέννης και Ελληνικά ομόλογα.....	71
5.13 Τα σενάρια αναδιάρθρωσης του Ελληνικού χρέους.....	73

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΑΡΑΠΕΡΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ

6.1. Συμπεράσματα	77
6.2. Ευκαιρία για παραπέρα διερεύνηση.....	78

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	79
--------------------------	-----------

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΚΑΙ Η ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

1.1 Η κρίση και πως ξεκίνησε

Η κρίση στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου στις Ηνωμένες Πολιτείες ξεκίνησε το 2006 . Χορηγούνταν δάνεια σε δανειολήπτες με δυσμενές πιστωτικό ιστορικό , οι οποίοι δεν θα δικαιούνταν κανονικό ενυπόθηκο δάνειο. Δυστυχώς , μία πτώση των τιμών των κατοικιών στις Η.Π.Α. είχε σαν αποτέλεσμα πολλοί ιδιοκτήτες κατοικιών να μην είναι πλέον σε θέση να εκπληρώσουν τις χρηματοοικονομικές τους υποχρεώσεις και να υπάρξει ξαφνική αύξηση των κατασχέσεων –σε απόλυτους αριθμούς – στην αγορά ενυπόθηκων δανείων υψηλού κινδύνου. . Οι συνθήκες αυτές οδήγησαν σε κλείσιμο ή και πτώχευση σημαντικούς ενυπόθηκους δανειστές στην αγορά sub – prime . Γιατί όμως αυτό επηρέασε και την Ευρώπη ; Η απάντηση πρέπει να αναζητηθεί στην αλληλοσύνδεση των παγκόσμιων χρηματοοικονομικών αγορών.

Παραδοσιακά ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων των στεγαστικών δανείων , στην ουσία ο πιστωτικός κίνδυνος αφορούσε την τράπεζα που είχε χορηγήσει το δάνειο. Όμως μέσω της τιλοποίησης , ο πιστωτικός κίνδυνος που συνδεόταν με αυτά τα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου μεταφέρθηκε στις ευρύτερες χρηματοοικονομικές αγορές στις οποίες συμπεριλαμβάνεται και η Ευρωπαϊκή αγορά.. Όταν άρχισαν προσημειώσεις και κατασχέσεις στις ΗΠΑ , σταμάτησαν οι πληρωμές δόσεων για αυτά τα δάνεια και αυτό είχε σαν φυσικό επακόλουθο να μειωθεί η αξία των τίτλων που βασιζόνταν σε αυτά τα δάνεια.. Ένα ακόμη πρόβλημα ήταν ότι κανείς δεν γνώριζε στην πραγματικότητα σε ποια σημεία της αγοράς βρίσκονταν οι εν λόγω τίτλοι , το μόνο που ήταν γνωστό ήταν ότι επενδυτές αυτών των τίτλων βρισκόταν σε όλο τον κόσμο . Η αβεβαιότητα αυτή οδήγησε τις αγορές στο να γίνουν πιο επιφυλακτικές με αποτέλεσμα να γίνει δυσκολότερη η λήψη πίστωσης. Όλα τα προηγούμενα οδήγησαν στο να μετατραπεί μία κρίση που αφορούσε τις Η.Π.Α. σε παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση.

1.2. Χρηματοοικονομική κρίση και Ευρωπαίοι επενδυτές

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

Για να αντιμετωπιστούν όλα αυτά τα ζητήματα η Επιτροπή έθεσε σαν στόχο την βελτίωση της διαφάνειας των πρακτικών διαχείρισης κινδύνου και της

αποτίμησης των χρηματοπιστωτικών μέσων .Επίσης εντοπίστηκαν ορισμένα νέα ζητήματα όπως για τα οποία απαιτείται παραπέρα εξέταση .Διαπιστώθηκε η ανάγκη βελτίωσης της ικανότητας εντοπισμού κινδύνων στις χρηματοοικονομικές αγορές στην εξεύρεση πιο ικανοποιητικών μεθόδων αποτίμησης για τις κινητές αξίες , διασφάλισης ότι οι μη τραπεζικοί επενδυτές διαχειρίζονται σωστά τους κινδύνους τους και διερεύνησης του ρόλου των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης στην τελευταία κρίση.

Οι υπουργοί Οικονομικών της ΕΕ κάλεσαν την Επιτροπή να αρχίσει εργασίες για τους τομείς αυτούς πριν από το τέλος του 2008 ακόμη.

1.3.Κίνδυνος χώρας και χρηματοοικονομική κρίση

Η κρίση χρέους στην ευρωζώνη και τα συνεχιζόμενα θέματα με τις ΗΠΑ έχουν κάνει τους επενδυτές αντιλαμβάνονται το ενδεχόμενο του ρίσκου της κρατικής χρεοκοπίας .Μία κρατική χρεοκοπία μεταξύ των αναπτυγμένων οικονομιών , θα μπορούσε να είναι καταστροφική για τους επενδυτές καθώς πολλοί από αυτούς διατηρούν κρατικά ομόλογα στο χαρτοφυλάκιό τους ως μάλιστα μία χαμηλού ρίσκου επένδυση και με χαμηλή σχετικά απόδοση.

Ο BenjaminBrodskyεπικεφαλής του BlackRock στο τμήμα σταθερού εισοδήματος αναφέρει σχετικά ότι << Θεωρώ ότι τα τελευταία χρόνια δεν είναι μόνο τα μεγέθη που έχουν αλλάξει , είναι επίσης η συνειδητοποίηση ότι το κρατικό ρίσκο , και ιδίως το ρίσκο για μια αναπτυγμένη οικονομία είναι υπαρκτό , καθώς οι περισσότερες αναπτυγμένες χώρες βασικά μεταχειρίζονται ως εντελώς riskfree Πλέον μπορούμε να πούμε πως ποτέ δεν ήταν άνευ κινδύνου , απλώς ζούσαμε σε πιο ήρεμες εποχές τα τελευταία 20 χρόνια .>> Τονίζει ακόμη ότι το κρατικό ρίσκο ήταν κάτι που αφορούσε μόνο τις αναπτυσσόμενες χώρες και αυτό ήταν εμφανές από την κατανομή των χαρτοφυλακίων στην βιομηχανία των hedgefundsκαι των ασφαλιστικών ταμείων. Η BlackRockτα τελευταία χρόνια έχει αναπτύξει ένα δείκτη κρατικού ρίσκου , που συγκεντρώνει την δημοσιονομική δυναμική των χωρών , την εξωτερική χρηματοοικονομική τους θέση , την υγεία του χρηματοοικονομικού κλάδου καθώς και την προθυμία να πληρώσουν ένα συνδυασμό ποιοτικών και θεσμικών χαρακτηριστικών που αποδεικνύει τόσο την ικανότητα όσο και την θέληση να αποπληρώσουν τα πραγματικά χρέη. Στο δείκτη αυτό σε 44 χώρες η Ελλάδα φαίνεται είναι η χώρα που συγκεντρώνει τις περισσότερες πιθανότητες χρεοκοπίας και ακολουθούν η Πορτογαλία , η Βενεζουέλα και η Αίγυπτος. Οι χώρες με την μικρότερη πιθανότητα χρεοκοπίας είναι η Νορβηγία και ακολουθούν η Σουηδία και η Ελβετία.

1.4 Αναγκαιότητα εκτίμησης κινδύνου χώρας

Η εκτίμηση κινδύνου χώρας είναι ένα πολύ σημαντικό και πάντα επίκαιρο θέμα , το οποίο ενδιαφέρει ιδιαίτερα τις ελληνικές και ξένες τράπεζες , τους Διεθνείς χρηματοδοτικούς Οργανισμούς (WorldBank , IMF , EBRD , ΕΙΒκλπ), τις γνωστές διεθνείς εταιρείες αξιολόγησης της δανειοληπτικής ικανότητας χωρών (π.χ. Moody's,Standard&Poor'sκλπ) τους οργανισμούς ασφάλισης εξαγωγικών πιστώσεων

και επενδύσεων εξωτερικού (όπως ο HERMESΓερμανίας, η COFACEΓαλλίας, ο ΟΑΕΠ Ελλάδος κλπ.)

Όλοι οι παραπάνω φορείς προκειμένου να αξιολογήσουν και να εκτιμήσουν τον κίνδυνο χώρας , χρησιμοποιούν συγκεκριμένα δικά τους στατιστικά μοντέλα , τα οποία τροφοδοτούν με βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές και δείκτες που δείχνουν τη δημοσιονομική και οικονομική κατάσταση της χώρας και κυρίως την κατάσταση που αφορά το ισοζύγιο πληρωμών , την επάρκεια σε ξένο συνάλλαγμα , την ικανότητα εξυπηρέτησης του εξωτερικού χρέους και άλλα .

Είναι γνωστό ότι οι Οργανισμοί Ασφάλισης εξαγωγικών πιστώσεων και επενδύσεων εξωτερικού ασφαλίζουν τις εξαγωγικές πιστώσεις έναντι εμπορικών και πολιτικών κινδύνων .

Θα μπορούσαμε να πούμε απλά ότι και οι δύο παραπάνω κινδύνων αποτελούν «πιστωτικούς κινδύνους» , αλλά με την εξής διάκριση : οι εμπορικοί κίνδυνοι είναι πιστωτικοί που συνδέονται με την οικονομική αξιοπιστία , φερεγγυότητα , πιστοληπτική ικανότητα , κλπ. των εισαγωγέων που μπορεί να είναι φυσικά ή νομικά πρόσωπα (Οργανισμοί , εταιρείες κλπ) .Κυριότεροι εμπορικοί κίνδυνοι είναι η πτώχευση και η υπερημερία του ξένου εισαγωγέα οφειλέτη . Αντίστοιχα οι πολιτικοί κίνδυνοι είναι επίσης πιστωτικοί κίνδυνοι που συνδέονται με την πιστοληπτική ικανότητα μιας χώρας , με την ικανότητα της να εξυπηρετεί το εξωτερικό χρέος αλλά και με την πολιτική της κατάσταση και το θεσμικό και νομικό πλαίσιο της οικονομίας να συνδέονται άμεσα με τους πολιτικούς κινδύνους.

Ο ΟΟΣΑ ορίζει τον πολιτικό κίνδυνο ως εξής :Ο πολιτικός κίνδυνος αποτελείται από δύο επί μέρους κατηγορίες κινδύνων , δηλ. τον κίνδυνο του κυρίαρχου κράτους (sovereignrisk) και τον κίνδυνο χώρας (countryrisk) .Τον κίνδυνο χώρας τον συνθέτουν 5 επί μέρους κινδύνου , ήτοι γενικό δικαιοστάσιο , που σημαίνει γενική παύση πληρωμών της χώρας προς το εξωτερικό για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα , αδυναμία μετατροπής συναλλάγματος και μεταφοράς , νομικές ρυθμίσεις με βάση τις οποίες θεωρείται ως κανονική και νόμιμη η αποπληρωμή χρέους του οφειλέτη , παρόλο που η σύμβαση ήταν σε ξένο νόμισμα με αποτέλεσμα εφόσον υπάρξουν μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες , η αποπληρωμή που έγινε σε εγχώριο νόμισμα , αν υπολογιστεί στο ξένο νόμισμα της σύμβασης να μην καλύπτει το χρέος , οποιαδήποτε άλλα μέτρα ή αποφάσεις της κυβέρνησης της ξένης χώρας (του οφειλέτη) τα οποία παρεμποδίζουν την απρόσκοπτη εκτέλεση της εμπορικής σύμβασης και αποπληρωμή του χρέους όπως π.χ. εθνικοποιήσεις ,απαλλοτριώσεις κα. και γεγονότα ανωτέρας βίας τα οποία συμβαίνουν στη χώρα του οφειλέτη και αποδεδειγμένα εμποδίζουν την αποπληρωμή του χρέους (πόλεμος , πολιτικές ταραχές , σεισμοί ,παλιρροϊκά κύματα , εκρήξεις ηφαιστειών κλπ)

Από τα παραπάνω γίνεται σαφές γιατί –ιδιαίτερα τον τελευταίο καιρό – είναι περισσότερο από αναγκαία η εκτίμηση του κινδύνου χώρας τόσο για τους μεγάλους θεσμικούς επενδυτές αλλά και από τους μικρούς επενδυτές για τους οποίους όπως αναφέρθηκε η επένδυση σε ομόλογα χωρών του αναπτυσσόμενων χωρών θεωρούνταν , λανθασμένα όπως αποδείχτηκε , μια ασφαλής και με μικρά επίπεδα κινδύνου επένδυση .

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΑΙ ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

2.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η πλήρης παγκοσμιοποίηση της οικονομίας και της αγοράς, η οικονομική και νομισματική ενοποίηση των Ευρωπαϊκών αναπτυγμένων κρατών και η απελευθέρωση των αγορών, είχαν ως αποτέλεσμα να καταστήσουν πιο ευδιάκριτη την αλληλοσυσχέτιση των οικονομιών αλλά και το εύθραυστο της ισορροπίας τους. Η δυσμενής αυτή κατάσταση έδωσε μεγάλη έμφαση στην σημαντικότητα της εκτίμησης κινδύνου χώρας (countryrisk), η οποία εισέρχεται στο προσκήνιο του ενδιαφέροντος περισσότερο για τους παγκόσμιους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, τις τράπεζες, τους μεμονωμένους επενδυτές αλλά και τις ίδιες τις χώρες. Κρίνεται λοιπόν, αναγκαίος ο προσδιορισμός των καθοριστικών παραγόντων του κινδύνου χώρας και η ανάπτυξη υποδειγμάτων που προβλέπουν την μελλοντική κατάσταση της χώρας.

Ο κίνδυνος χώρας σε μεγάλο βαθμό πηγάζει από τις επενδύσεις που πραγματοποιεί κάθε χώρα και τους κινδύνους που μπορεί αυτές να εμπεριέχουν εξαιτίας χαμηλών αποδόσεων. Παρόλα αυτά αποτελεί το μοναδικό είδος επενδυτικών κινδύνων που εξαρτάται από γεωγραφικούς παράγοντες, όπως από την τοποθεσία της χώρας σε σχέση με τα διεθνή σύνορά της. Οι επενδύσεις για κάθε χώρα αποτελούν έναν από τους κύριους αναπτυξιακούς παράγοντες. Επειδή ορισμένες χώρες δεν διαθέτουν από μόνες τους, τους πόρους και τα μέσα για να αναπτυχθούν πραγματοποιώντας επενδύσεις, καταφεύγουν στον εξωτερικό δανεισμό. Ο εξωτερικός δανεισμός παρέχει τη δυνατότητα σε μια χώρα να αυξήσει τις επενδυτικές της δραστηριότητες, δίνοντας με αυτό τον τρόπο ώθηση στο ρυθμό της οικονομικής ανάπτυξής της.

Σε πολλές αναπτυσσόμενες χώρες, μια συνεχή ροή ξένων κεφαλαίων με τη μορφή δανείων είναι πολλές φορές απαραίτητη για την στήριξη των στόχων οικονομικής τους ανάπτυξης. Στις λιγότερο αναπτυγμένες χώρες, ανάμεσα στην

οικονομική τους ανάπτυξη και τη συσσώρευση χρεών υπάρχει μια σύνδεση η οποία πήρε διαστάσεις κυρίως μετά την πρώτη πετρελαϊκή κρίση (1973). Πολλές χώρες κατάφεραν να δημιουργήσουν ένα ικανό ισοζύγιο πληρωμών, ώστε να ανταποκριθούν στις εξωτερικές τους υποχρεώσεις. Άλλες πάλι χώρες, κυρίως οι αναπτυσσόμενες, λόγω της ταυτόχρονης επίδρασης υψηλών χρεών, στασιμότητας των εξαγωγών και άλλων ανασταλτικών παραγόντων ανάπτυξης, δεν ήταν δυνατόν να αποπληρώσουν τα εξωτερικά τους δάνεια, και σε πολλές περιπτώσεις οδηγήθηκαν σε επαναδανεισμό. Συγκεκριμένα, μετά την δεύτερη πετρελαϊκή κρίση (1979), οι δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι χώρες στην αποπληρωμή των εξωτερικών τους δανείων είναι μεγαλύτερες. Το γεγονός αυτό οδήγησε στην κατανόηση της σπουδαιότητας της μελέτης της δανειοληπτικής ικανότητας των χωρών και κατ' επέκταση της εκτίμησης του κινδύνου χώρας.

2.2 Κίνδυνος χώρας και παγκοσμιοποίηση

Καθώς η παγκόσμια οικονομία οδηγεί σε συνεργασίες σε απρόσιτες, μακρινές και άγνωστες αγορές, οι μάνατζερ ψάχνουν τρόπους για να ελαχιστοποιήσουν την αβεβαιότητα τους. Όταν διαμορφώνουν τις στρατηγικές τους σε τέτοια περιβάλλοντα, οι μάνατζερ συχνά βασίζονται στην ανάλυση κινδύνου χώρας. Υποθέτοντας ότι η ανάλυση κινδύνου χώρας είναι ένα αντικείμενο διαδικασίας εύρεσης δεδομένων, πολλοί από αυτούς αποτυγχάνουν να απαντήσουν σε αυτές τις αβέβαιες αναφορές. Η εστίαση εδώ γίνεται για να εξεταστεί η ωφελιμότητα της εκτίμησης του βαθμού του κινδύνου που παρουσιάζουν οι χώρες αυτές.

Με δεδομένη τη μεγάλη αύξηση των άμεσων ξένων επενδύσεων στις ανερχόμενες αγορές, οι μάνατζερ ενδιαφέρονται όλο και περισσότερο να προβλέψουν την πορεία ανάπτυξης των οικονομιών. Από τότε λοιπόν, που οι άμεσες ξένες επενδύσεις τείνουν να είναι μεσοπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες στο περιβάλλον τους με τουλάχιστον τρία με πέντε έτη χρονικό ορίζοντα, οι μάνατζερ δεν ενδιαφέρονται μόνο για το τι συμβαίνει σήμερα, αλλά θέλουν να γνωρίζουν ποια θα είναι αυτά τα πολιτικά και οικονομικά γεγονότα που πρέπει να περιμένουν αύριο. Σε ένα τέτοιο βιομηχανικό κλίμα, η αποτίμηση του ρίσκου για υπερπόντιες επενδύσεις αποτελεί

σημαντική στρατηγική απόφαση. Αυτός είναι ο λόγος που συχνά οι μάνατζερ στρέφονται στα κριτήρια ή στις αναλύσεις κινδύνου χώρας για συμβουλές και καθοδήγηση. Ο στόχος των κριτηρίων κινδύνου χώρας είναι να προβλέψει τα πολιτικά ή οικονομικά γεγονότα σε μια χώρα που μπορεί να επηρεάσουν το επιχειρηματικό κλίμα με τέτοιο τρόπο που οι επενδυτές να χάσουν χρήματα ή να μην τους αποδώσουν τόσα χρήματα όσα περίμεναν όταν πραγματοποιούσαν την επένδυση.

2.3 Ανάλυση κινδύνου χωρών

Σε γενικές γραμμές υπάρχουν τρεις κατηγορίες όταν γίνεται αναφορά σε ξένες επενδύσεις: δάνεια (lending), επένδυση κεφαλαίων (equity investment) και άμεσες ξένες επενδύσεις (foreign direct investments). Τα δάνεια καλύπτουν την άμεση δανειοδότηση ή την ετήσια απόδοση-αγορά των ομολόγων από το κράτος, την κυβέρνηση ή από ιδιωτικές επιχειρήσεις της χώρας. Τα δάνεια μπορούν να καλύπτουν επενδύσεις που κάνουν οι επιχειρήσεις και οι οποίες υπάγονται ή όχι στο χρηματιστήριο αξιών της χώρας. Οι άμεσες ξένες επενδύσεις καλύπτουν τοποθέτηση κεφαλαίων στη βιομηχανία και σε φυσικές πηγές. Όσον αφορά τα δάνεια, οι δανειζόμενοι μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο κατηγορίες: την κυβέρνηση και αυτούς που δανείζονται μέσω εγγύησης από την κυβέρνηση, και σε αυτούς που δανείζονται από τον ιδιωτικό τομέα χωρίς να έχουν έναν δημόσιο φορέα να τους εγγυηθεί. Όταν ο όρος κίνδυνος χώρας χρησιμοποιείται ως μέσο οροθέτησης των δανείων (cross-border lending) και όταν ο δανειζόμενος είναι η κυβέρνηση, ο πιστωτικός κίνδυνος (credit risk) είναι πλέον γνωστός ως *sovereign risk*. Συγκεκριμένα, ο όρος *sovereign risk* αναφέρεται στον κίνδυνο που προκύπτει όταν η κυβέρνηση μιας χώρας σε ένα συγκεκριμένο στάδιο δεν μπορεί να αποκτήσει το απαραίτητο ξένο συνάλλαγμα για να εξυπηρετήσει τα χρέη της σε ότι αφορά τις διεθνείς χρηματοδοτήσεις, πιστώσεις ή παροχές δανείων. Ορίζεται ως ο κίνδυνος της κυβερνητικής παρέμβασης με απαγορεύσεις πληρωμών ή εμβασμάτων στο εξωτερικό για κάλυψη υποχρεώσεων.

Μια δεδομένη επένδυση επηρεάζεται από κρατικούς παράγοντες, οι οποίοι είναι πολλοί και συγκεκριμένοι. Το ίδιο πολλοί και συγκεκριμένοι είναι και οι κίνδυνοι που προκύπτουν από τους παράγοντες αυτούς. Το πλήθος των κινδύνων αυτών διαχωρίζεται σε υποκατηγορίες κινδύνων λόγω της συνάφειας των παραγόντων που τους προσδιορίζουν. Ο κίνδυνος χώρας υποδιαιρείται σε οικονομικό κίνδυνο, εμπορικό κίνδυνο και πολιτικό κίνδυνο.

2.4 Μέτρηση του κινδύνου χώρας

Ο καθορισμός, η συλλογή, και η διάδοση των διεθνών στατιστικών είναι μια συλλογική προσπάθεια πολλών ανθρώπων και οργανώσεων, ιδιωτικών και δημόσιων. Οι δείκτες που παρουσιάζονται στους *δείκτες παγκόσμιας ανάπτυξης* είναι οι καρποί δεκαετιών εργασίας σε πολλά επίπεδα.

Μερικές από αυτές τις διεθνείς αντιπροσωπείες και κυβερνητικές οργανώσεις που είναι ευρέως γνωστές για τη δράση και τη συνεισφορά τους στην παγκόσμια ανάπτυξη είναι το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ-IMF), ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ-OECD), τα Ηνωμένα Έθνη (UN), το Ταμείο των Παιδιών Ηνωμένων Εθνών (UNICEF) και άλλοι.

Από την άλλη πλευρά οι μη κυβερνητικές οργανώσεις και ο ιδιωτικός τομέας, συμβάλλουν σημαντικά τόσο στην συλλογή αρχικών στοιχείων όσο και στην οργάνωση και έκδοση των αποτελεσμάτων τους. Οι ακαδημαϊκοί ερευνητές έχουν διαδραματίσει επίσης έναν σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη στατιστικών μεθόδων και στην ερμηνεία στατιστικών δεικτών. Ενδεικτικά μερικές ιδιωτικές και μη κυβερνητικές οργανώσεις είναι η Standard&Poor'sRatingGroup (S&P), η Moody's, ο Διεθνής οδηγός κινδύνου χώρας (ICRG), περιοδικό Euromoney και άλλοι. Οι οργανώσεις αυτές προσδιορίζουν τους *δείκτες παγκόσμιας ανάπτυξης*

2.5 Συστατικά στοιχεία κινδύνου χώρας

Αναλυτές έχουν την τάση να χωρίζουν τον κίνδυνο χώρας σε πέντε κατηγορίες κινδύνου όπως αναφέρονται κατωτέρω. Πολλές από αυτές τις κατηγορίες επικαλύπτονται μεταξύ τους, δεδομένης της αλληλεξάρτησης της εγχώριας οικονομίας, με το πολιτικό σύστημα και με τη διεθνή κοινότητα. Παρά το γεγονός ότι πολλοί αναλυτές κινδύνου δεν μπορούν να συμφωνήσουν πλήρως με τον κατάλογο αυτό, οι έξι αυτές έννοιες έχουν την τάση να εμφανίζεται στις διαβαθμίσεις κινδύνου από τις περισσότερες υπηρεσίες.

- Οικονομικός Κίνδυνος
- Κίνδυνος Μεταφοράς
- Συναλλαγματικός Κίνδυνος
- Κίνδυνος Τοποθεσίας ή γειτνίασης
- Πολιτικός Κίνδυνος

2.5.1 Οικονομικός κίνδυνος

Μια σημαντική αλλαγή στην οικονομική δομή ή το ρυθμό ανάπτυξης που παράγει μια σημαντική αλλαγή στην αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης. Κίνδυνος προκύπτει από τις δυνατότητες και επιζήμιες αλλαγές στην βασική οικονομική πολιτική (δημοσιονομική, νομισματική, διεθνής, ή τον πλούτο της διανομής ή δημιουργίας) ή σημαντική αλλαγή στο συγκριτικό πλεονέκτημα μιας χώρας (π.χ. εξάντληση πόρων, η μείωση της βιομηχανίας, δημογραφική μεταβολή).

2.5.1.1 Μέτρα οικονομικού κινδύνου

Οι αναλυτές εξετάζουν τα παραδοσιακά μέτρα δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής. Για μεγαλύτερης διάρκειας επενδύσεις, εξετάζονται επίσης οι παράγοντες της θεωρίας της ανάπτυξης. Για τη δημοσιονομική πολιτική, οι αναλυτές εξετάζουν παράγοντες όπως το μέγεθος και τις λεπτομέρειες των δημοσίων δαπανών (επενδύσεις έναντι των δαπανών ως ποσοστό του ΑΕΠ), την φορολογική πολιτική (τους τύπους και τους συντελεστές της φορολογίας, της δικαιοσύνης, της αποτελεσματικότητας ή δημοφιλών συνηθειών φοροαποφυγής), και την κατάσταση του κυβερνητικού χρέους (έλλειμμα / ΑΕΠ, το συνολικό δημόσιο χρέος / ΑΕΠ, τις

πηγές χρηματοδότησης του χρέους). Αναλυτές εξετάζουν τις επιπτώσεις της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής ωριμότητας για την οικονομική ανάπτυξη (πληθωρισμός, αύξηση της νομισματικής προσφοράς, τα πραγματικά και ονομαστικά επιτόκια, και τον χρηματοπιστωτικό τομέα / ΑΕΠ).

Για μεγαλύτερης διάρκειας επενδύσεις, οι αναλυτές επικεντρώνονται στους μακροπρόθεσμους παράγοντες ανάπτυξης (αύξηση των παραγωγικών εγκαταστάσεων και του εξοπλισμού, ιδιωτικών και ξένων άμεσων επενδύσεων / ΑΕΠ, αύξηση της δύναμης του εργατικού προσωπικού, την ανεργία, την παραγωγικότητα), στο βαθμός ανοίγματος της οικονομίας (εξαγωγές συν εισαγωγές / ΑΕΠ, ΑΞΕ / συνολικές επενδύσεις ιδιωτικού τομέα) και τους δομικούς παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την δημιουργία πλούτου (δικαιώματα ιδιοκτησίας, τον βαθμό παρεμβατικότητας, την έκταση της παραοικονομίας).

2.5.2 Κίνδυνος μεταφοράς

Ο κίνδυνος που προκύπτει από απόφαση μιας ξένης κυβέρνησης για περιορισμό των κινήσεων κεφαλαίων. Τέτοιοι περιορισμοί θα μπορούσαν να καταστήσουν δύσκολο τον επαναπατρισμό των κερδών των εταιρειών, των μερισμάτων που διανέμουν ή των κεφαλαίων. Δεδομένου ότι μια κυβέρνηση μπορεί να αλλάξει τους κανόνες κίνησης κεφαλαίων ανά πάσα στιγμή, η μεταφορά κινδύνου ισχύει για όλα τα είδη επενδύσεων. Συνήθως αναλύεται σε συνάρτηση με την ικανότητα μιας χώρας να εισάγει συνάλλαγμα, με τον υπαινισμό δυσχέρειας εισαγωγής συναλλάγματος αυξάνει η πιθανότητα κάποια μορφή ελέγχου των κεφαλαίων να αναδυθεί. Η ποσοτικοποίηση του κινδύνου παραμένει δυσχερής, διότι η απόφαση περιορισμού των κεφαλαίων μπορεί να είναι μια αμιγώς πολιτική απάντηση σε ένα άλλο πρόβλημα. Για παράδειγμα, η απόφαση της Μαλαισίας να επιβάλλει ελέγχους και να καθορίσει τη συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματος στη μέση της ασιατικής κρίσης ήταν μια πολιτική λύση σε ένα πρόβλημα συναλλαγματικής ισοτιμίας. Τα ποσοτικά μέτρα που χρησιμοποιήθηκαν για την αξιολόγηση του κινδύνου μεταφοράς προσέφεραν μικρή καθοδήγηση για την πρόβλεψη των ενεργειών της Μαλαισίας.



2.5.2.1 Μέτρα για τον κίνδυνο μεταφοράς

Τυπικά μέτρα περιλαμβάνουν την αναλογία των πληρωμών εξυπηρέτησης του χρέους προς τις εξαγωγές ή τις εξαγωγές συν τις καθαρές άμεσες ξένες επενδύσεις (λόγος δανειακών /εξυπηρέτηση των τόκων), η διάρθρωση του εξωτερικού χρέους σε σχέση με το εισόδημα (χρέος / ΑΕΠ), τα συναλλαγματικά αποθέματα χωρίζονται σε διάφορες κατηγορίες εισαγωγής (κάλυψη των εισαγωγών), καθώς και μέτρα που σχετίζονται με το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (εξωτερική χρηματοδότηση, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ). Τάση των εν λόγω ποσοτικών μέτρων αποκαλύπτει μια ενδεχόμενη ανισορροπία που θα μπορούσε να οδηγήσει μια χώρα στο να περιορίσει ορισμένους τύπους των ροών κεφαλαίων. Για παράδειγμα, ένα αυξανόμενο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ συνεπάγεται όλο και μεγαλύτερη ανάγκη για ξένο συνάλλαγμα για να καλυφθεί το έλλειμμα.

2.5.3 Συναλλαγματικός κίνδυνος

Ορίζεται ως μια απροσδόκητη ανεπιθύμητη εξέλιξη της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος περιλαμβάνει μια απρόσμενη αλλαγή του καθεστώτος συναλλαγματικών ισορροπιών, όπως η αλλαγή από σταθερή σε κυμαινόμενη συναλλαγματική ισοτιμία. Η οικονομική θεωρία βασίζεται σε ανάλυση του συναλλαγματικού κινδύνου που αντιμετωπίζει μια επένδυση για μεγαλύτερες

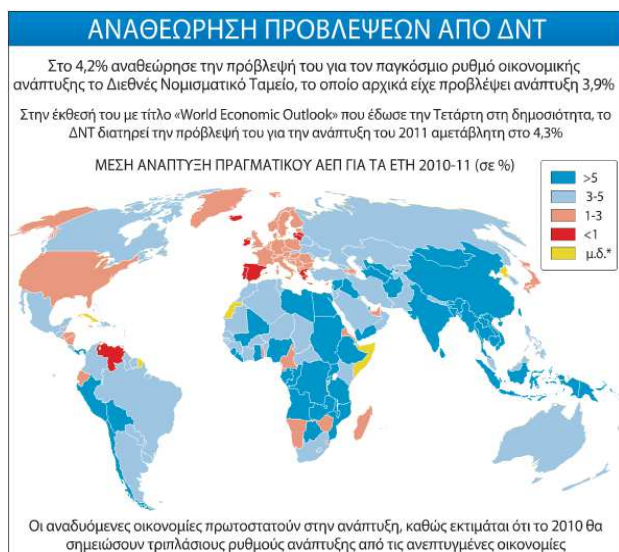
χρονικές περιόδους (περισσότερο από ένα έως δύο χρόνια). Οι βραχυπρόθεσμες πιέσεις, ενώ επηρεάζονται από τα βασικά οικονομικά μεγέθη, τείνουν να οδηγούνται από κεκτημένη ταχύτητα σε καθεστώς συναλλαγματικής ανταλλαγής καλύτερα εκτιμώμενο από τα γραφεία εμπορίας συναλλάγματος. Βραχυπρόθεσμα, ο κίνδυνος για πολλά νομίσματα είναι δυνατόν να εξαιρεθεί με αποδεκτό κόστος μέσω διάφορων μηχανισμών αντιστάθμισης και προθεσμιακών συμφωνιών. Η αντιστάθμιση συναλλαγματικού κινδύνου γίνεται ανέφικτη κατά τη διάρκεια της ζωής ενός εργοστασίου ή παρόμοιων άμεσων επενδύσεων, και αυτό γιατί αυξάνεται ο συναλλαγματικός κίνδυνος εκτός των φυσιολογικών ορίων (ισοστάθμιση των εσόδων και του κόστους στο ίδιο νόμισμα που πραγματοποιείται μια επένδυση) που μπορεί να αναπτυχθεί.

2.5.3.1 Μέτρα κινδύνου συναλλαγματικής ισοτιμίας

Πολλά από τα ποσοτικά μέτρα που χρησιμοποιούνται για την αντιστάθμιση του κινδύνου μεταφοράς μπορούν να εντοπιστούν και στον συναλλαγματικό κίνδυνο. Μια απροσδόκητη υποτίμηση του νομίσματος μπορεί να μειώσει ορισμένες από τις ανισορροπίες που οδηγούν σε αύξηση του κινδύνου μεταφοράς. Η συναλλαγματική πολιτική μιας χώρας μπορεί να βοηθήσει στην απομόνωση ενός συναλλαγματικού κινδύνου. Διαχειρίσιμες μεταβολές, όπου η κυβέρνηση προσπαθεί να ελέγξει το νόμισμα σε ένα στενό εύρος συναλλαγών, τείνουν να έχουν υψηλότερο κίνδυνο από μια σταθερή ισοτιμία ή την διαπραγμάτευση σε χρηματιστηριακή αγορά συναλλαγματικών ισοτιμιών. Μεταβαλλόμενα συστήματα ισοτιμιών διατηρούν γενικά το χαμηλότερο κίνδυνο δημιουργίας απρόβλεπτων δυσμενείων σε συναλλαγματικές ανταλλαγές. Ο βαθμός της υπέρ- ή υπό-εκτίμησης μιας συναλλαγματικής ισοτιμίας (σε σχέση με τον πληθωρισμό ή τα ποσοστά αύξησης της προσφοράς χρήματος, σε σχέση με τα επιτόκια για παρόμοια μέσα κινδύνου) μπορεί επίσης να βοηθήσει στην απομόνωση του συναλλαγματικού κινδύνου.

2.5.4 Κίνδυνος τοποθεσίας ή γειτνίασης

Παρεπόμενες συνέπειες που προκαλούνται από προβλήματα σε μια περιοχή, σε έναν εμπορικό εταίρο μιας χώρας, ή σε χώρες με παρόμοια αντιληπτά χαρακτηριστικά. Ενώ παρόμοια χαρακτηριστικά της χώρας μπορεί να προκαλέσουν ευαίσθητες αλυσιδωτές αντιδράσεις (χώρες της Λατινικής τη δεκαετία του 1980, η ασιατική μετάδοσης στην περίοδο 1997-1998), η κατηγορία αυτή φέρνει αντιμέτωπους τους αναλυτές με ένα από τα πιο δύσκολα προβλήματα αξιολόγησης των κινδύνων.



2.5.4.1. Μέτρα κινδύνου τοποθεσίας ή γειτνίασης

Η γεωγραφική θέση προβλέπεται ως ο απλούστερος τρόπος μέτρησης του κινδύνου θέσης. Οι εμπορικοί εταίροι, οι διεθνείς συμμαχίες συναλλαγών (Mercosur, NAFTA, ΕΕ), το μέγεθος, τα σύνορα, και η απόσταση από οικονομικά ή πολιτικά σημαντικές χώρες ή περιφέρειες μπορούν επίσης να συμβάλλουν στον καθορισμό του κινδύνου θέσης.

2.5.5 Πολιτικός κίνδυνος

Είναι ο κίνδυνος μεταβολής των πολιτικών θεσμών που απορρέει από μια αλλαγή στον έλεγχο της κυβέρνησης, του κοινωνικού ιστού, ή άλλων μη οικονομικών παραγόντων. Η κατηγορία αυτή καλύπτει τις δυνατότητες για εσωτερικές και εξωτερικές συγκρούσεις, του κινδύνου απαλλοτρίωσης και της παραδοσιακής πολιτικής ανάλυσης. Η αξιολόγηση του κινδύνου απαιτεί την ανάλυση πολλών παραγόντων, συμπεριλαμβανομένων των σχέσεων των διαφόρων ομάδων σε μια χώρα, τη διαδικασία λήψης αποφάσεων στην κυβέρνηση, και την ιστορία της χώρας. Ασφάλεια υπάρχει για ορισμένους πολιτικούς κινδύνους, όπως να αποκτηθούν οι κίνδυνοι από μια σειρά κυβερνητικών οργανισμών και διεθνών οργανισμών, μέσω της συμμετοχής ενός επενδυτικού κεφαλαίου σε αυτούς.

2.5.5.1 Μέτρα πολιτικού κινδύνου

Λίγα ποσοτικά μέτρα υπάρχουν για να βοηθήσουν στην εκτίμηση πολιτικού κινδύνου. Οι μετρήσιμες προσεγγίσεις ομαδοποιούνται σε διάφορες μεθόδους ταξινόμησης (τύπος πολιτικής δομής, το εύρος και η ποικιλομορφία της εθνικής δομής, οι πολιτικές ή εξωτερικές διαμάχες), με έρευνες ή αναλύσεις των πολιτικών εμπειρογνομώνων. Οι περισσότερες υπηρεσίες τείνουν να χρησιμοποιούν εμπειρογνώμονες χωρών, οι οποίοι ανάλογα με τον βαθμό και την κατάταξη των πολλαπλών κοινωνικοπολιτικών παραγόντων καταρτίζουν γραπτές αναλύσεις που θα συνοδεύουν τους βαθμούς ή τις κλίμακες τους. Οι υποψήφιες επενδυτικές εταιρείες μπορούν επίσης να αναπτύξουν πολιτικές εκτιμήσεις κινδύνου για τις επιχειρήσεις τους μέσα από τις συζητήσεις με τοπικούς παράγοντες της χώρας ή με επισκέψεις σε άλλες εταιρείες που λειτουργούν σε παρόμοιο κλάδο δραστηριότητας στη χώρα. Σε πολλά συστήματα του κινδύνου, οι αναλυτές μειώνουν τον πολιτικό κίνδυνο σε κάποιο είδος δείκτη ή σχετική μέτρηση.

2.6 Μέτρα συνολικού κινδύνου

Οι αναλύσεις των κινδύνων μιας χώρας στις δεκαετίες του 1970 και του 1980 είχαν την τάση να επικεντρώνονται στον κίνδυνο ενός ιδιωτικού πιστωτικού ιδρύματος, όπως μια τράπεζα, όταν προχωρούσε στον δανεισμό σε ξένο σκληρό νόμισμα σε μια κυρίαρχη κυβέρνηση εκτός της χώρας καταγωγής του. Οι κίνδυνοι τμηματοποιούνταν για να εντοπίζουν δυνητικά ελλείμματα στην αξία του ξένου νομίσματος της επένδυσης (μείωση της απόδοσης του ξένου νομίσματος) ή στο νόμισμα της χώρας προέλευσης του επενδυτή (διατήρηση των αποδόσεων σε τοπικό νόμισμα, αλλά πτώση όταν μετράται στο νόμισμα της χώρας του επενδυτή).

Η ποσοτική ανάλυση του κινδύνου γενικά επικεντρώθηκε σε παράγοντες που σχετίζονται με την ικανότητα μιας χώρας να κερδίσει συνάλλαγμα για την εξόφληση του χρέους. Η ποιοτική ανάλυση επιχείρησε να διαπιστώσει την βούληση μιας χώρας να αποπληρώσει το χρέος. Αυτό το είδος της ανάλυσης τείνει να εστιάζει στους κινδύνους μεταφοράς, αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων μιας κυβέρνησης προς τους δανειστές της και τους βραχυπρόθεσμους κινδύνους των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Με μικρές προσαρμογές, η αναλυτική αυτή προσέγγιση χρησιμοποιείται επίσης για την αξιολόγηση του κινδύνου σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις σε ξένα ιδιωτικά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία.

Μια πολυεθνική επιχείρηση που προχωράει σε μια επένδυση πάγιου εξοπλισμού, όπως ένα εργοστάσιο, σε μια ξένη χώρα αντιμετωπίζει κάπως διαφορετικούς κινδύνους σε σχέση με τον δανεισμό μιας τράπεζας σε μια ξένη κυβέρνηση. Η πολυεθνική πρέπει να εξετάσει για την επένδυσή της, σε έναν μακρύτερο χρονικό ορίζοντα τους κινδύνους και σε ένα πολύ ευρύτερο φάσμα τα χαρακτηριστικά της χώρας υποδοχής. Ορισμένες κατηγορίες σχετικές με επενδύσεις σε μεγάλες παραγωγικές μονάδες περιέχουν πολύ υψηλότερο βαθμό κινδύνου απλώς επειδή η πολυεθνική εξακολουθεί να εκτίθεται σε κίνδυνο για πολύ μεγαλύτερο χρονικό διάστημα

2.6.1. Άμεσες ξένες επενδύσεις

Η ανθεκτικότητα των άμεσων ξένων επενδύσεων κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης μπορεί να οδηγήσει πολλές αναπτυσσόμενες χώρες να τις θεωρούν ως επιλέξιμη ιδιωτική εισροή κεφαλαίων. Αν και υπάρχουν ουσιαστικές ενδείξεις ότι οι εν λόγω επενδύσεις ωφελούν τις χώρες υποδοχής, θα πρέπει να αξιολογούν τις πιθανές επιπτώσεις τους προσεκτικά και ρεαλιστικά.

Το «CountryRisk» για μια συγκεκριμένη χώρα είναι ο μοναδικός κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι ξένοι επενδυτές να επενδύσουν στη συγκεκριμένη χώρα σε σύγκριση με την εναλλακτική λύση της επένδυσης σε άλλες χώρες. Είναι το μοναδικό μέρος της επένδυσης του κινδύνου που προκαλείται από τον τόπο εντός των εθνικών συνόρων. Αυτό σημαίνει να μετρηθεί η πιθανότητα απώλειας μόνο, ή αυτό που θα λέγαμε μειονέκτημα κινδύνου. Το τι εννοούμε με τον όρο αυτό εξαρτάται σε κάποιο βαθμό από το είδος της επένδυσης. Είναι σύνηθες να χρησιμοποιούνται τρεις κατηγορίες κατά την περιγραφή των ξένων επενδύσεων: δάνεια, επενδύσεις σε μετοχικό κεφάλαιο, καθώς και άμεσες ξένες επενδύσεις (ΑΞΕ). Ο δανεισμός αναφέρεται για τον απευθείας δανεισμό ή την αγορά ομολόγων από το κράτος, την κυβέρνηση, ή από ιδιωτικές εταιρείες σε μια χώρα. Μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να καλύπτει επενδύσεις σε εταιρείες που μπορεί να είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της χώρας τους ή όχι. Οι άμεσες ξένες επενδύσεις καλύπτουν τις επενδύσεις σε εργοστάσια και πόρους, όπως ορυχεία ή κοιτάσματα πετρελαίου, και άλλων ακίνητων περιουσιακών στοιχείων. Όσον αφορά τον δανεισμό, οι δανειολήπτες μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο ομάδες, την κυβέρνηση και τον δανεισμό με εγγυήσεις δημοσίου, και δανεισμού από ιδιωτικές εταιρείες χωρίς εγγύηση του δημοσίου. Όταν ο όρος του countryrisk χρησιμοποιείται σε διασυνοριακό δανεισμό, και όταν ο δανειολήπτης είναι μια κυβέρνηση, ο πιστωτικός κίνδυνος είναι γνωστός ως ελεύθερος κίνδυνος, ή ελεύθερος πιστωτικός κίνδυνος. Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος του ότι ο δανειολήπτης δεν θα εκπληρώσει πλήρως τις υποχρεώσεις στη δανειακή σύμβαση με τον πιστωτικό φορέα, ή δανειστή, να υφίσταται απώλειες. Ο Calverley (1990) διακρίνει τον κίνδυνο χώρας ανάμεσα στον κίνδυνο χώρας όταν ο εκδότης ομολόγων είναι μια κυβέρνηση και τον κίνδυνο χώρας κατά τη χορήγηση δανείων σε ιδιώτες δανειολήπτες, που ονομάζεται γενικευμένος κίνδυνος χώρας (generalizedcountryrisk), και ο όρος αυτός μπορεί επίσης να επεκταθεί για να

καλύπτει τις επενδύσεις μετοχικού κεφαλαίου και των άμεσων ξένων επενδύσεων. Η γενική χρήση του όρου κινδύνου καλύπτει τόσο τις θετικές δυνατότητες όσο και τους κινδύνους και μπορεί, για παράδειγμα, να μετράται με τη διακύμανση σε αντάλλαγμα. Κίνδυνος χώρας μπορεί, επομένως, να είναι πιο σωστά οι επιδράσεις μιας χώρας στην απόδοση των επενδύσεων και σχετίζεται με το συνολικό ρίσκο μιας επένδυσης. Αυτό αναγνωρίζεται καλύτερα από το γεγονός ότι μειώνει τις πιθανότητες για αρνητικές συνέπειες και στις περισσότερες περιπτώσεις θα αυξήσει την αξία της επένδυσης.

Οι λόγοι για τους οποίους μια συγκεκριμένη επένδυση επηρεάζεται από συγκεκριμένους παράγοντες για κάθε χώρα είναι πολλοί, και είναι συνήθης η ανάλυση του κινδύνου χώρας, με συγκεκριμένες υποκατηγορίες κινδύνου. Μία πιθανή κατανομή του κινδύνου χώρας είναι σε οικονομικούς κινδύνους, εμπορικούς κινδύνους, καθώς και πολιτικούς κινδύνους. Οικονομικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος που σχετίζεται με την μακροοικονομική ανάπτυξη της χώρας, όπως η αύξηση των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών που μπορούν να επηρεάσουν την αποδοτικότητα της επένδυσης. Εμπορικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος που σχετίζονται με τη συγκεκριμένη επένδυση, όπως ο κίνδυνος που συνδέεται με την εκπλήρωση των συμβάσεων με ιδιωτικές εταιρείες και τους τοπικούς εταίρους. Η τρίτη κατηγορία, ο πολιτικός κίνδυνος, σε πολλές χώρες είναι η πλέον σημαντική. Μια χώρα είναι μια πολιτική οντότητα, με συγκεκριμένους νόμους και κανονισμούς που ισχύουν για την επένδυση. Πέρα από τους ειδικούς κανονισμούς, για παράδειγμα, οι νόμοι προστασίας των δικαιωμάτων ιδιωτικής ιδιοκτησίας, η βούληση μιας κυβέρνησης και η ικανότητα της να αλλάξει αυτούς τους νόμους και τους κανονισμούς, θα αποτελέσουν μια πηγή κινδύνου για την επένδυση. Ο πολιτικός κίνδυνος μπορεί επίσης να προκληθεί από τη συμπεριφορά του κράτους ή των κρατικών επιχειρήσεων στην αγορά, ή σε πιο ακραίες καταστάσεις με πόλεμο και πολιτική αναταραχή, και ορίζουν τον πολιτικό κίνδυνο ως: "Οι αλλαγές των συνθηκών λειτουργίας των ξένων επιχειρήσεων που απορρέουν από πολιτικές διαδικασίες, είτε άμεσα μέσω του πολέμου, εξέγερσης ή πολιτική βία, ή μέσω μεταβολών στις κυβερνητικές πολιτικές που επηρεάζουν την ιδιοκτησία και τη συμπεριφορά της επιχείρησης. Ο πολιτικός κίνδυνος μπορεί να γίνει αντιληπτός ως γεγονότα, ή μια σειρά εκδηλώσεων, σε εθνικό και διεθνές περιβάλλον, που μπορεί να επηρεάσουν τα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία, το προσωπικό και τη λειτουργία των ξένων επιχειρήσεων".

Ο Root (1972) διακρίνει τρεις τύπους πολιτικού κινδύνου: τον κίνδυνο μεταφοράς, τον λειτουργικό κίνδυνο, καθώς και τον κίνδυνο ελέγχου της ιδιοκτησίας. Ο κίνδυνος μεταφοράς είναι ο κίνδυνος που σχετίζεται με τη μεταφορά των προϊόντων και υπηρεσιών πέραν των εθνικών συνόρων ή της μεταφοράς των κεφαλαίων, όπως η καταβολή μερισμάτων. Ο επιχειρησιακός κίνδυνος σχετίζεται με τη λειτουργία και την κερδοφορία μιας επένδυσης στη χώρα υποδοχής, όπως η λειτουργία του εργοστασίου συναρμολόγησης. Παραδείγματα του λειτουργικού κινδύνου είναι οι έλεγχοι των τιμών και οι πιθανές απαιτήσεις που ο παραγωγός θα πρέπει να χρησιμοποιήσει μη προτοτυποποιημένους ή ακριβούς τοπικούς προμηθευτές. Η τελευταία κατηγορία, ο κίνδυνος ελέγχου της ιδιοκτησίας, συνδέεται με τα γεγονότα που επηρεάζουν τους ιδιοκτήτες δηλαδή την ικανότητα τους να ελέγχουν και να διαχειρίζονται την επένδυση. Η επένδυση μπορεί να απαλλοτριωθεί, ή ο αρχικός ιδιοκτήτης μπορεί να υποχρεωθεί να αφήσει τους τοπικούς εταίρους να συμμετάσχουν στο ιδιοκτησιακό καθεστώς σε μια προνομιακή τιμή.

Η οικονομική ανάπτυξη των αναδυόμενων αγορών και των αναπτυσσόμενων χωρών εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τη δυνατότητα να κάνουν κερδοφόρες επενδύσεις και συσσωρεύουν κεφάλαιο. Έχοντας πρόσβαση σε ξένα κεφάλαια και επενδύσεις μια χώρα μπορεί να αξιοποιήσει τις ευκαιρίες που διαφορετικά δεν θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν. Ωστόσο οι πρόσφατες εμπειρίες από το άνοιγμα των λογαριασμών κεφαλαίων στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες αποδείχθηκε ότι είναι μια μικτή ευλογία, καθώς γίνεται ολοένα και πιο σαφές ότι δεν είναι όλα τα είδη των εισαγωγών κεφαλαίου εξίσου επιθυμητά. Οι βραχυπρόθεσμες πιστώσεις και οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου διατρέχουν τον κίνδυνο ξαφνικής αντιστροφής, εάν το οικονομικό περιβάλλον ή η αντίληψη των επενδυτών αλλάξει και μπορεί να οδηγήσει σε χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση. Ως εκ τούτου, συχνά συνιστάται ότι οι χώρες αυτές θα πρέπει πρωταρχικά να προσπαθούν να προσελκύσουν άμεσες ξένες επενδύσεις και να είναι πολύ προσεκτικές όσον αφορά την αποδοχή των άλλων πηγών χρηματοδότησης (Prasadetal., 2003).

2.6.2.Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

Το μέγεθος του ελλείμματος αυτού του ισοζυγίου αντικατοπτρίζει την ανάγκη επιπλέον χρηματοδότησης της χώρας.

2.6.2.1 Γενικές πληροφορίες για το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών

Το ισοζύγιο πληρωμών είναι ένας λογαριασμός στον οποίο καταγράφονται όλες οι συναλλαγές μιας χώρας με τον υπόλοιπο κόσμο, μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (ένα έτος). Το ισοζύγιο πληρωμών αποτελείται από τρεις βασικούς επί μέρους λογαριασμούς:

- Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (current account)
- Ισοζύγιο κεφαλαίου
- Ισοζύγιο επισήμων συναλλαγών

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι ο σημαντικότερος λογαριασμός του ισοζυγίου πληρωμών και αποτελείται από τα εξής ισοζύγια:

- Εμπορικό ισοζύγιο, όπου σε αυτό καταγράφονται οι εισπράξεις και πληρωμές από εξαγωγές και εισαγωγές αγαθών.
- Ισοζύγιο αδήλων πόρων, όπου σε αυτό καταγράφονται οι εισπράξεις και οι πληρωμές από πηγές που δεν είναι τόσο φανερές. Το ισοζύγιο αδήλων πόρων έχει αντικατασταθεί από τρεις επιμέρους λογαριασμούς, το ισοζύγιο υπηρεσιών, το ισοζύγιο εισοδημάτων και το ισοζύγιο μεταβιβάσεων.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (CA) δείχνει την οικονομική δύναμη της χώρας σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο. Επίσης, επηρεάζει τις διακυμάνσεις του Εθνικού Εισοδήματος (Y):

$$Y=C+I+G+(E-M)$$

C: δαπάνη για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών για κατανάλωση.

I: δαπάνη για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών για επένδυση, δηλαδή δαπάνη για το σχηματισμό παγίου κεφαλαίου και αξία της μεταβολής των αποθεμάτων.

G: δαπάνη του δημοσίου για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών.

E: δαπάνη από το εξωτερικό για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών της χώρας (εξαγωγές).

M: δαπάνη της χώρας για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών από το εξωτερικό (εισαγωγές).

Y: εισόδημα οικονομίας, το οποίο ταυτίζεται με το προϊόν της οικονομίας.

$$E-M= CA$$

Ένα πλεόνασμα (έλλειμμα) του CAεπηρεάζει θετικά (αρνητικά) την οικονομική δραστηριότητα της χώρας.

2.6.2.2.Συσχέτιση ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και κινδύνου χώρας

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών δείχνει κατά πόσο η οικονομία της χώρας μπορεί να λειτουργεί χωρίς δανεισμό από το εξωτερικό. Το κριτήριο αυτό σχετίζεται με την πιθανότητα μια χώρα να αθετήσει το χρέος της, καθώς το έλλειμμα των τρεχουσών συναλλαγών ισοδυναμεί με το ποσό που απαιτείται για την νέα χρηματοδότηση της χώρας. Επομένως, οι χώρες με μεγάλα ελλείμματα έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να αθετήσουν τις χρεωστικές τους υποχρεώσεις. Αυτό συνεπάγεται αυξημένο κίνδυνο της χώρας, όπως αξιολογείται από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης (Moody's, Standard&Poor's, Fitch).

Σημαντικός παράγοντας αξιολόγησης για τον κίνδυνο χώρας, είναι η προοπτική εξάλειψης του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, και κυρίως του εμπορικού ισοζυγίου. Η εξέλιξη του όγκου των εξαγωγών και των εισαγωγών μιας χώρας καθορίζει και τον βαθμό ανταγωνιστικότητας της οικονομίας. Συνεπώς, μια χώρα που έχει υψηλό βαθμό ανταγωνιστικότητας παρουσιάζει μικρότερους κινδύνους.

Το διογκωμένο έλλειμμα του ισοζυγίου, είναι λιγότερο πιθανό να οδηγήσει σε κρίση εξωτερικού χρέους, όταν η οικονομία της χώρας έχει ισχυρή εξαγωγική δραστηριότητα. Πράγματι στην περίπτωση αυτή, η επιβάρυνση από τους τόκους και το επίπεδο εξωτερικού χρέους εμφανίζονται ως καλύτεροι δείκτες της σταθερότητας του ελλείμματος, όταν εκφράζονται ως ποσοστό επί των εξαγωγών και όχι ως ποσοστό επί του ΑΕΠ της χώρας. Η ύπαρξη υψηλών ελλειμμάτων του ισοζυγίου, καθιστούν την οικονομία της χώρας πιο ευάλωτη σε αλλαγές που σχετίζονται με το επενδυτικό περιβάλλον. Αυτό έχει ως συνέπεια την αύξηση του κινδύνου της χώρας και την χαμηλότερη αξιολόγηση από τους επενδυτικούς οίκους αξιολόγησης. Η

ανισορροπία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και κατ' επέκταση η διόγκωση του ελλείμματος, αντιμετωπίζεται συχνά ως σημάδι για ενεργοποίηση της κυβερνητικής δράσης.

Χώρες που αντιμετωπίζουν σοβαρούς περιορισμούς στην πρόσβαση στην διεθνή πιστωτική αγορά, ως επίπτωση του αυξημένου κινδύνου χώρας που κατέχουν, αναγκάζονται να προσαρμόσουν το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, καθώς είναι ένας από τους χρηματοοικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν την αξιολόγηση τους. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται δραστική μείωση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών. Σε αυτή την κατηγορία ανήκουν οικονομίες με υψηλή διαβάθμιση κινδύνου, όπως για παράδειγμα η Ελλάδα. Βέβαια, χώρες που παρουσιάζουν υψηλό επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης, τείνουν να διαμορφώνουν υψηλά ελλείμματα των λογαριασμών για μεγάλο χρονικό διάστημα, χωρίς αυτό κατ' ανάγκη να σημαίνει ότι ο κίνδυνος χώρας είναι υψηλός. Επίσης, υπάρχουν χώρες που έχουν μια διαρθρωτική τάση να δημιουργούν πλεονάσματα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, όπως είναι οι καθαροί εξαγωγείς πετρελαίου (Ρωσία). Συμπερασματικά μια οικονομία που έχει μεγάλο χρέος, αν «τρέξει» υψηλά πρωτογενή πλεονάσματα για μια αναγκαία περίοδο, θα έχει θετική επιρροή στην βαθμολογία που θα προκύψει από τους επενδυτικούς οίκους αξιολόγησης, μέσω της μείωσης του εξωτερικού χρέους.

Μεταξύ άλλων, πρέπει να εκτιμηθεί αν η αύξηση του ελλείμματος χρηματοδοτείται από άμεσες επενδύσεις στον παραγωγικό τομέα, η οποία στο μέλλον θα οδηγήσει σε αύξηση των εισπράξεων από εξαγωγές ή μειώσεις εισαγωγών και συνεπώς θα μειώσει μακροπρόθεσμα το έλλειμμα του λογαριασμού, είτε χρηματοδοτείται μέσω μορφής επέκτασης του εξωτερικού χρέους. Συμπερασματικά, η εικόνα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών επηρεάζει τον κίνδυνο χώρας. Συγκεκριμένα, μικρές τιμές αυτού του δείκτη αυξάνουν τον κίνδυνο της χώρας ενώ μεγάλες τιμές αυτού του δείκτη μειώνουν τον κίνδυνο της χώρας. Παρακάτω παρουσιάζονται στοιχεία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, όπως αναφέρονται στο επίσημο περιοδικό της Κομισιόν.

TABLE 49: Current account balance (as a percentage of GDP, 1992-2009)

	1992-96	1997-01	2002-06	2003	2004	2005	2006	2007		2008		2009	
								IV-2007	X-2007	IV-2007	X-2007	IV-2007	X-2007
Belgium	4,6	4,8	3,9	4,5	3,8	3,0	3,3	2,7	3,0	2,9	3,1	:	3,4
Germany	-1,1	-0,8	3,7	2,1	4,5	4,7	5,2	5,6	5,8	5,7	5,8	:	6,0
Ireland	2,6	0,7	-1,5	0,9	-0,3	-3,5	-4,2	-3,9	-4,6	-4,4	-4,4	:	-4,3
Greece	-0,6	-5,9	-9,8	-9,8	-9,3	-9,0	-11,1	-11,0	-10,8	-10,5	-10,8	:	-10,6
Spain	-1,4	-2,4	-6,0	-4,0	-5,9	-7,5	-8,8	-9,1	-9,3	-9,7	-9,6	:	-9,8
France	0,5	1,9	-0,7	0,2	-0,6	-1,7	-2,2	-1,9	-2,3	-1,8	-2,3	:	-2,3
Italy	1,0	1,2	-1,0	-0,9	-0,5	-1,2	-2,0	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	:	-1,7
Cyprus	:	-2,4	-4,5	-2,2	-5,0	-5,6	-5,9	-5,6	-6,0	-5,4	-5,9	:	-5,7
Luxembourg	12,8	10,0	10,5	8,0	11,6	10,9	10,3	10,5	11,5	11,9	12,7	:	13,8
Malta	:	-6,4	-4,4	-3,1	-6,0	-8,8	-6,7	-5,6	-3,8	-4,4	-3,4	:	-2,6
Netherlands	4,6	4,8	7,1	6,1	8,6	7,1	7,6	9,2	6,9	9,0	7,5	:	8,2
Austria	-1,8	-1,0	2,6	1,4	2,4	3,0	3,5	3,2	4,8	3,1	5,3	:	5,3
Portugal	-3,1	-8,7	-8,5	-6,4	-7,8	-9,6	-9,9	-9,5	-9,0	-9,0	-8,8	:	-8,7
Slovenia	2,6	-1,3	-1,5	-0,9	-2,6	-2,0	-2,8	-2,4	-3,5	-2,3	-2,6	:	-1,8
Finland	0,6	7,3	6,6	5,9	7,7	4,9	4,7	6,1	5,2	5,8	5,1	:	5,0
Euro area	:	0,5	0,5	0,5	1,0	0,2	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,0	:	0,1
Euro area, adjusted	:	:	:	0,4	0,8	0,0	:	:	0,0	:	-0,1	:	0,0
Bulgaria	-4,3	-2,7	-8,5	-5,5	-6,6	-12,0	-15,8	-16,6	-18,1	-17,2	-17,7	:	-17,6
Czech Republic	-2,1	-4,1	-4,7	-6,5	-5,5	-2,3	-3,1	-3,0	-2,8	-2,7	-2,4	:	-2,3
Denmark	1,8	1,2	3,0	3,4	3,1	3,6	2,4	1,9	1,3	2,3	0,8	:	0,7
Estonia	:	-7,0	-12,0	-11,4	-12,4	-10,1	-15,7	-15,1	-14,6	-14,7	-12,3	:	-10,9
Latvia	6,0	-7,3	-12,3	-8,2	-12,9	-12,6	-21,1	-22,4	-23,8	-21,0	-21,6	:	-19,8
Lithuania	:	-8,6	-7,4	-6,8	-7,5	-7,2	-10,5	-12,4	-13,9	-13,4	-14,4	:	-14,6
Hungary	:	-8,0	-7,3	-7,9	-8,4	-6,8	-6,5	-3,5	-4,4	-2,2	-3,4	:	-2,7
Poland	0,6	-4,2	-2,5	-2,1	-4,4	-1,7	-1,8	-3,1	-4,3	-4,3	-5,5	:	-6,2
Romania	:	-5,0	-6,0	-4,8	-5,0	-8,7	-10,3	-12,1	-13,7	-12,3	-15,5	:	-16,2
Slovakia	:	-6,3	-5,5	-2,1	-2,5	-7,9	-7,7	-4,2	-4,4	-3,7	-2,9	:	-2,0
Sweden	0,9	4,2	6,3	6,6	6,5	5,8	6,9	7,5	7,1	7,5	7,0	:	7,3
United Kingdom	-1,4	-1,5	-2,0	-1,3	-1,6	-2,5	-3,2	-3,9	-3,1	-4,1	-3,5	:	-3,5
EU27	:	0,0	0,0	0,2	0,4	-0,3	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	:	-0,9
EU27, adjusted	:	:	:	:	-0,2	-0,6	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	:	-0,9
USA	-1,1	-2,8	-5,3	-4,7	-5,4	-5,9	-6,1	-5,8	-5,4	-6,0	-4,9	:	-4,3
Japan	2,5	2,5	3,5	3,2	3,7	3,6	4,0	4,2	4,7	4,1	4,8	:	4,8

Πηγή: EuropeanCommission

Από τα στοιχεία του πίνακα φαίνεται ότι η Ελλάδα έχει χαμηλό δείκτη τρεχουσών συναλλαγών, γεγονός που αυξάνει τον κίνδυνο της χώρας. Το παραπάνω γίνεται περισσότερο αντιληπτό, αν συγκριθούν ο δείκτης της Ελλάδας τόσο με τον δείκτη της Γερμανίας (θεωρείται η πιο ισχυρή οικονομία στην Ευρωζώνη) όσο και με τον μέσο δείκτη της Ευρώπης.

2.6.2.3. Ο ρόλος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στη συναλλαγματική διακύμανση και στην δημιουργία χρηματοπιστωτικής κρίσης

Ένα σπουδαίο ερώτημα που ταλανίζει πολλούς ερευνητές, είναι αν υπάρχει σύνδεση μεταξύ υψηλών ελλειμμάτων ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και

χρηματοπιστωτικής κρίσης. Το σίγουρο είναι πως υψηλά ελλείμματα αποτελούν το κέντρο σημαντικών κρίσεων στην ιστορία.

Στα πλαίσια διαμόρφωσης πολιτικής, τα υψηλά ελλείμματα πρέπει να αποτελούν αιτία ανησυχίας. Αυτό δεν σημαίνει πως ελλείμματα αυτών των λογαριασμών οδηγούν σε κρίση, ούτε πως όταν υπάρχουν τέτοια ελλείμματα μπορεί να δημιουργηθούν συνθήκες κρίσης. Βέβαια όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη παράγραφο, η εικόνα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών εκτιμάται από τους επενδυτικούς οίκους αξιολόγησης, ώστε να καθοριστεί ο βαθμός κινδύνου χώρας .

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών επηρεάζεται σε σημαντικό βαθμό από τις συναλλαγματικές διακυμάνσεις και το αντίστροφο. Με βάση τα σημερινά δεδομένα η υποτίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου καθιστά ιδιαίτερα ελκυστικά τα ευρωπαϊκά προϊόντα, γεγονός που δημιουργεί πλεονάσματα στο ισοζύγιο των χωρών που έχουν ως επίσημο νόμισμα το ευρώ. Μεταφέρει όμως το πρόβλημα της ύφεσης της οικονομίας στην χώρα που αυξάνει τις εισαγωγές της, καθώς ωφελείται μεν από τη συναλλαγματική ισοτιμία αλλά επιβαρύνει δε το έλλειμμα του δικού της ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Βέβαια το παραπάνω παράδειγμα, αποτελεί πλεονέκτημα για μια χώρα της Ευρωζώνης που έχει ανταγωνιστική οικονομία (πχ Γερμανία) και μπορεί να εκμεταλλευτεί την υποτίμηση του ευρώ. Σε αντίθεση με οικονομίες, όπως η Ελλάδα, που δεν μπορεί να εκμεταλλευτεί αυτή την ευκαιρία καθώς η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας της είναι σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Όταν η Ελλάδα είχε το δικό της νόμισμα, είχε την δυνατότητα να ασκήσει σκληρή νομισματική πολιτική υποτιμώντας την δραχμή και να μπορέσει να ισορροπήσει το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, ώστε μελλοντικά να αντεπεξέλθει στην δυναμική αύξηση του χρέους της. Με τα σημερινά δεδομένα, η δυνατότητα υποτίμησης νομίσματος για την Ελλάδα είναι ανύπαρκτη, καθώς ανήκει στην Ευρωζώνη και συνεπώς βρίσκεται αιχμάλωτη της κοινής νομισματικής πολιτικής.

Το μέγεθος του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών πρέπει να εκτιμηθεί σε συνδυασμό με την συναλλαγματική πολιτική της χώρας, το επίπεδο των αποταμιεύσεων και επενδύσεων, τους δομικούς παράγοντες (βαθμός ειλκρίνειας και διαφάνειας) και γενικότερα την υγεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

2.6.2.4. Η επίδραση του ισοζυγίου στην διαμόρφωση των spreads

Σε προηγούμενη παράγραφο, αναφέρθηκε η συσχέτιση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών με τον κίνδυνο χώρας. Οι αξιολογήσεις που γίνονται από τους επενδυτικούς οίκους αξιολόγησης, για την πιστοληπτική ικανότητα μιας χώρας, συνοδεύονται και από μια κατάταξη με βάση την επίσημη κλίμακα του κάθε οργανισμού.

Το μέγεθος του ελλείμματος του ισοζυγίου αντικατοπτρίζει την ανάγκη επιπλέον χρηματοδότησης της χώρας. Έτσι λοιπόν όταν μια χώρα προχωρήσει σε δανεισμό, τότε ο δανειστής θα απαιτήσει ένα riskpremium για τα κεφάλαιά του. Το ύψος του ασφάλιστρου κινδύνου (riskpremium) επηρεάζεται από την αξιολόγηση της χώρας και την βαθμολόγησή της από τους επενδυτικούς οίκους αξιολόγησης. Συνεπώς, το spread των ομολόγων, που αποτελεί την κύρια μορφή δανεισμού μιας χώρας, θα διαμορφωθεί ανάλογα. Στην περίπτωση που το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών μιας χώρας έχει χαμηλούς δείκτες και άρα παρουσιάζει έλλειμμα τότε αξιολογείται ως υψηλός ο κίνδυνος χώρας. Αυτό συνεπάγεται πως το spread θα παρουσιάζει αυξητικές τάσεις και θα εξαρτάται γενικότερα από την βαθμίδα αξιολόγησης των επενδυτικών οίκων.

Συμπερασματικά, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών δεν πρέπει να αγνοείται ή να υποβαθμίζεται. Σε αντίθετη περίπτωση, μπορεί να οδηγήσει σε υπέρμετρη αύξηση του ασφάλιστρου κινδύνου για τον δανεισμό της χώρας. Επίσης μακροπρόθεσμα, κατατείνει σε υποβάθμιση του βιοτικού επιπέδου καθώς η οικονομία ωθείται να εγκλωβιστεί σε έναν ολέθριο συνδυασμό χαμηλών παραγωγικών δυνατοτήτων, υψηλών επιτοκίων δανεισμού και σημαντικής μεταφοράς πόρων και εισοδημάτων στην αλλοδαπή για την εξυπηρέτηση του εξωτερικού χρέους.

2.7.Εξωτερικό χρέος

Είναι αυτονόητο ότι όσο μεγαλύτερα είναι τα χρέη μιας χώρας, τόσο αυξάνεται η πιθανότητα να μην μπορέσει να ανταποκριθεί σε αυτά.

2.7.1 Γενικές πληροφορίες για το εξωτερικό χρέος

Το εξωτερικό χρέος καταγράφει τις υποχρεώσεις της Ελλάδας έναντι άλλων χωρών, κατανεμημένες κατά τομέα οικονομίας (Νομισματικές Αρχές, Γενική Κυβέρνηση, Νομισματοπιστωτικά Ιδρύματα και Λοιποί Τομείς), κατά είδος χρηματοοικονομικού μέσου και κατά αρχική διάρκεια υποχρεώσεων (μακροχρόνιες και βραχυχρόνιες). Το εξωτερικό χρέος δεν περιλαμβάνει τις υποχρεώσεις από μετοχές καθώς και τις άμεσες επενδύσεις.

Το πόσο σημαντικό είναι το εξωτερικό χρέος μπορούμε και να το κατανοήσουμε αν αναλογιστούμε ότι ένα από τα κριτήρια ένταξης στην Νομισματική Ένωση είναι και η μείωση του ποσοστού του δημόσιου χρέους στο 60% του Α.Ε.Π. ή τουλάχιστον να έχει τάση κατεύθυνσης προς αυτόν τον στόχο.

2.7.2 Το ελληνικό εξωτερικό χρέος

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται αύξηση του εξωτερικού δημόσιου χρέους πράγμα ιδιαίτερα ανησυχητικό, αφού η πληρωμή τόκων και χρεολυσίων για την εξυπηρέτησή του απορροφά ένα αυξανόμενο μερίδιο του εθνικού εισοδήματος με δυσμενείς συνέπειες για τις επενδύσεις, τις αναπτυξιακές προοπτικές και επομένως το βιοτικό επίπεδο. Μάλιστα στην παρούσα συγκυρία που έχουν αυξηθεί τα επιτόκια δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου η κατάσταση οδηγεί σε ένα φαύλο κύκλο ανατροφοδότησης του εξωτερικού χρέους της χώρας. Πλέον η αποπληρωμή των παλαιών χρεολυσίων γίνεται με νέα δάνεια με υψηλότερα επιτόκια, που φορτώνονται με αυξημένες δαπάνες τόκων οι προϋπολογισμοί των επόμενων ετών και οι επόμενες γενιές. Η αυξητική τάση του δημοσίου χρέους επιταχύνθηκε στα τελευταία χρόνια τόσο σε ποσοτικά μεγέθη όσο και ως ποσοστό του ΑΕΠ. Ενδεικτικό του ρυθμού αύξησης του ακαθάριστου εξωτερικού χρέους της Ελλάδας είναι το γεγονός ότι στο

τέλος του 2002 το ύψος του ήταν 143,82 δισ. ευρώ, το 2003 αυξήθηκε σε 161,98 δισ. ευρώ, το 2004 σε 185,95 δισ. ευρώ, το 2005 έφτασε σε 222,90 δισ. ευρώ, το 2006 αυξήθηκε σε 248,21 δισ. ευρώ, το 2007 εκτινάχθηκε σε 308,5 δισ. ευρώ και στο τέλος του 2008 έφτασε σε 362,6 δισ. Ευρώ. Από το συνολικό ποσό το μεγαλύτερο μέρος του αποτελεί εξωτερικό δημόσιο χρέος. Ειδικότερα, το εξωτερικό δημόσιο χρέος Γενικής Κυβέρνησης, δηλαδή κρατικά ομόλογα που διακρατούν ξένοι θεσμικοί επενδυτές, έφτασαν στο τέλος του Δεκεμβρίου σε 192 δισ. ευρώ, καλύπτοντας το 55% του συνολικού ακαθάριστου εξωτερικού χρέους.

Σημειώνεται ότι το συνολικό δημόσιο χρέος το 2008 έφτασε σε 262,1 δισ. ευρώ. Απ' αυτό, το ποσό των 192 δισ. ευρώ βρίσκεται σε χέρια ξένων θεσμικών επενδυτών και το υπόλοιπο ποσό περίπου 70 δισ. ευρώ διακρατείται από Έλληνες θεσμικούς. Το υπόλοιπο ποσό του ακαθάριστου εξωτερικού χρέους αποτελεί οφειλές –υποχρεώσεις:

- Νομισματικών Αρχών: 35,3 δισ. ευρώ
- Άλλων χρηματοοικονομικών φορέων: 111,2 δισ. ευρώ
- Διαφόρων τομέων (κυρίως ιδιωτών): 21,3 δισ. ευρώ

Άμεσες επενδύσεις: 2,8 δισ. Ευρώ

«Η μεταβολή του χρέους της Κεντρικής Κυβέρνησης, κατά το πρώτο τρίμηνο του 2010, είναι 11,8 δισ. ευρώ. Μέρος αυτής της αύξησης του δημοσίου χρέους εκφράζει την αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων του Ελληνικού Δημοσίου κατά 6 δισ. περίπου σε σχέση με την αρχή του έτους. Κατά συνέπεια η «καθαρή» αύξηση του χρέους είναι 5,8 δισ. για το πρώτο τρίμηνο και είναι σε πλήρη συμφωνία με το δανειακό πρόγραμμα που έχει εκπονηθεί για το 2010. Για το εννεάμηνο Απριλίου-Δεκεμβρίου που διανύουμε, οι υποχρεώσεις του Ελληνικού Δημοσίου για τοκοχρεολύσια εκτιμώνται σε 39,7 δισ. ευρώ, ενώ ο δανεισμός μέσω εκδόσεων ομολόγων και Εντόκων Γραμματίων ανήλθε σε 9,8 δισ. ευρώ κατά το μήνα Απρίλιο. »

	<u>2010 Q1</u>	<u>2010 Q2</u>	<u>2010 Q3</u>	<u>2010 Q4/3</u>
A. ΓΕΝΙΚΗ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗ	213.077	184.015	195.376	190.168
Βραχυπρόθεσμο εξωτερικό χρέος	5.556	2.323	1.922	1.152
Μέσα χρηματαγοράς	5.553	2.320	1.919	1.149
Δάνεια	0	0	0	0
Εμπορικές πιστώσεις	3	3	3	3
Λοιπές υποχρεώσεις	0	0	0	0
Μακροπρόθεσμο εξωτερικό χρέος	207.521	181.692	193.454	189.016
Ομόλογα και γραμμάτια	200.006	154.661	155.758	148.316
Δάνεια	7.515	27.031	37.696	40.700
Εμπορικές πιστώσεις	0	0	0	0
Λοιπές υποχρεώσεις	0	0	0	0
B. ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	60.919	84.711	87.868	87.088
Βραχυπρόθεσμο εξωτερικό χρέος	60.919	84.711	87.868	87.088
Μέσα χρηματαγοράς	0	0	0	0
Δάνεια	0	0	0	0
Καταθέσεις και τραπεζογραμμάτια /4	60.919	84.711	87.868	87.088
Λοιπές υποχρεώσεις	0	0	0	0
Μακροπρόθεσμο εξωτερικό χρέος	0	0	0	0
Γ. ΛΟΙΠΑ ΠΙΣΤΩΤΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ	112.624	142.151	126.594	115.219
Βραχυπρόθεσμο εξωτερικό χρέος	75.254	107.421	103.157	93.358
Μέσα χρηματαγοράς	0	0	0	0
Δάνεια	0	0	0	0
Καταθέσεις και τραπεζογραμμάτια	75.254	107.421	103.157	93.358
Λοιπές υποχρεώσεις	0	0	0	0
Μακροπρόθεσμο εξωτερικό χρέος	37.370	34.730	23.437	21.861
Ομόλογα και γραμμάτια	1.300	10.770	1.300	0
Δάνεια	7.371	8.146	8.058	7.318
Καταθέσεις και τραπεζογραμμάτια	28.699	15.814	14.079	14.543
Λοιπές υποχρεώσεις	0	0	0	0
Δ. ΛΟΙΠΟΙ ΤΟΜΕΙΣ	24.311	18.121	17.403	15.991

Βραχυπρόθεσμο εξωτερικό χρέος	623	560	516	823
Μέσα χρηματαγοράς	0	0	0	0
Δάνεια	0	0	0	0
Καταθέσεις και τραπεζογραμμάτια /5	0	0	0	0
Εμπορικές πιστώσεις	623	560	516	823
Λοιπές υποχρεώσεις	0	0	0	
Μακροπρόθεσμο εξωτερικό χρέος	23.688	17.561	16.887	15.168
Ομόλογα και γραμμάτια	6.159	6.068	5.377	5.493
Δάνεια	17.529	11.493	11.510	9.675
Καταθέσεις και τραπεζογραμμάτια /5	0	0	0	0
Εμπορικές πιστώσεις	0	0	0	0
Λοιπές υποχρεώσεις	0	0	0	0
Ε. ΑΜΕΣΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	2.087	1.903	1.903	1.843
Υποχρεώσεις σε θυγατρικές εταιρίες	263	154	145	155
Υποχρεώσεις σε άμεσους επενδυτές	1.824	1.749	1.758	1.688
ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ ΧΡΕΟΣ	413.018	430.901	429.144	410.309

1/ Περιλαμβάνει μόνο υποχρεώσεις εναντι μη κατοίκων όλων των κλάδων-ιδιωτικού και δημόσιου-της Ελληνικής οικονομίας όπως Νομισματικές αρχές (Τράπεζα της Ελλάδος), Πιστωτικών ιδρυμάτων, Γενικής Κυβέρνησης και Λοιπών Τομέων (περιλαμβανομένων των μη χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων).

Μια λεπτομερέστερη εικόνα των εξωτερικών απαιτήσεων και υποχρεώσεων παρουσιάζεται στον Πίνακα 2.3.2.(Διεθνής Επενδυτική Ε

2/ Αναθεωρημένα στοιχεία

3/ Προσωρινά στοιχεία και εκτιμήσεις

4/ Περιλαμβάνει υποχρεώσεις στο Ευρωσύστημα που σχετίζονται με το TARGET.

5/ Αναθεωρημένη κατηγοριοποίηση μεταξύ μακροπροθέσμων και βραχυπροθέσμων Καταθέσεων

2.7.3 Παράγοντες εξωτερικού χρέους που επηρεάζουν την διαμόρφωση των επιτοκίων

Πριν ξεκινήσουμε την ανάλυσή μας θα πρέπει να καθορίσουμε τι ακριβώς εννοούμε με τον όρο πτώχευση (default). Πτώχευση υφίσταται όταν ο δανειολήπτης δίνει πόρους στον δανειστή που είναι λιγότεροι από το καθορισμένο ποσό που είχε δεσμευτεί να καταβάλει ο δανειζόμενος.

Μία άλλη προσέγγιση αναφέρει ότι πτώχευση έχουμε κάθε φορά που ο δανειστής δηλώνει επισήμως ότι ο δανειολήπτης έχει παραβεί ένα ορισμένο κανόνα ή μια κατάσταση του δανείου. Έτσι η πτώχευση μπορούμε να πούμε ότι είναι ένα αποτέλεσμα μία ομάδας αποφάσεων – καταστάσεων και όχι το μηχανικό αποτέλεσμα από μία κατάσταση ή ένα γεγονός.

Σε μια ανοιχτή οικονομία ένα από τα σημαντικότερα συστατικά της είναι η ελεύθερη μετακίνηση κεφαλαίων. Αυτό σημαίνει ότι: α) αυξήθηκε ο δημόσιος δανεισμός πράγμα που έχει θετική επίδραση στο επιτόκιο δανεισμού μιας χώρας από τις αγορές και β) ότι οι δανειστές έχουν διαφορετικές (υψηλότερες) αντιλήψεις για την πιθανότητα πτώχευσης (ή αναδιάρθρωσης) από τους δανειολήπτες. Από εμπειρική σκοπιά είναι εξαιρετικά δύσκολο έως ακατόρθωτο να κατανοήσουμε αν οι δανειζόμενοι με τους δανειστές έχουν διαφορετικές αντιλήψεις για την πιθανότητα πτώχευσης ή αναδιάρθρωσης του χρέους. Για το λόγο αυτό εμπειρικά πρέπει να ασχοληθούμε με το ερώτημα κατά πόσο τα επιτόκια που δανείζονται οι αναπτυσσόμενες κυρίως, χώρες όταν δανείζονται από την ελεύθερη αγορά έχουν θετική επίδραση από το επίπεδο του εξωτερικού χρέους τους. Στην περίπτωση μιας μικρής οικονομίας η οποία δεν μπορεί να επηρεάσει το επίπεδο του επιτοκίου δανεισμού της, το κόστος δανεισμού της σχηματίζεται από δύο στοιχεία: το πρώτο δίνεται εξωγενώς και είναι το επιτόκιο το λεγόμενο χωρίς κίνδυνο (riskfree) και το δεύτερο ένα "countryriskpremium" που έχει σχέση με τον κίνδυνο πτώχευσης της χώρας. Αυτό το "premium" εξαρτάται από ένα αριθμό μεταβλητών μία από τις οποίες είναι και το επίπεδο του χρέους της οικονομίας.

Αν υποθέσουμε ότι η πιθανότητα πτώχευσης όπως την αντιλαμβάνεται ο δανειστής είναι p και αυτό εξαρτάται θετικά από μεταβλητές όπως ο δείκτης χρέους- παραγωγής ή ο δείκτης εξυπηρέτησης του χρέους και στην συνέχεια για λόγους απλοποίησης θεωρήσουμε για ένα δάνειο ενός χρόνου σε περίπτωση πτώχευσης ο δανειστής θα χάσει και τους τόκους και το κεφάλαιο και αν το riskfree επιτόκιο δίνεται από μία τράπεζα π.χ. το επιτόκιο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας τότε το επιτόκιο που θα διαμορφωθεί θα είναι:

$$(1-p)[1+(i^*+s)] = (1+i^*)$$

Από εδώ το countryriskpremium μπορεί να γραφτεί ως:

$$s = \frac{p}{1-p}k \text{ όπου } k = (1+i^*)$$

Δεδομένου ότι η πιθανότητα χρεοκοπίας εξαρτάται θετικά με την δείκτη χρέους-παραγωγής μία χώρα θα αντιμετωπίσει μία ανοδική κλίση της καμπύλης προσφοράς εξωτερικής χρηματοδότησης, επιπλέον σύμφωνα με τον παραπάνω τύπο μία όταν η πιθανότητα πτώχευσης πλησιάζει την μονάδα τ (countryriskpremium) θα πλησιάζει το άπειρο. Αυτό σημαίνει ότι μία αναπτυσσόμενη χώρα που βγαίνει να δανειστεί θα αντιμετωπίσει μία ανοδική καμπύλη προσφοράς ξένων κεφαλαίων μέχρι ένα συγκεκριμένο σημείο και αυτό μέχρι η πιθανότητα πτώχευσης να πλησιάζει την μονάδα θα έχει επιτευχθεί το ανώτατο όριο πίστωσης. Οποιαδήποτε χώρα φτάσει σε τέτοιο σημείο θα σημαίνει και αυτόματα ότι δεν θα μπορεί να βρει χρήματα από την παγκόσμια αγορά .

Ας δούμε μερικούς δείκτες που επηρεάζουν το επιτόκιο δανεισμού μιας χώρας:

- Ο δείκτης χρέος/παραγωγή που αναφέρθηκε προηγουμένως μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένας βαθμός φερεγγυότητας μιας χώρας.
- Ο δείκτης των διεθνών αποθεματικών με το Α.Ε.Π. Ο δείκτης αυτός μετρά την διεθνή ρευστότητα που έχει μία χώρα και αναμένεται να είναι αρνητικός. Ο δείκτης αυτός κατασκευάζεται με βάση στοιχεία από διεθνείς οικονομικές στατιστικές .
- Διάρκεια δανείου. Ο δείκτης αυτός μετράται σε έτη και δείχνει το μέσο όρο (σταθμισμένο) διάρκειας των δανείων που χορηγούνται σε μια συγκεκριμένη χώρα .
- Δείκτης όγκου δανεισμού. Και αυτός ο δείκτης δείχνει τη μέση αξία κάθε δανείου.
- Δείκτης ροπής για επενδύσεις. Ο δείκτης αυτός είναι οι ακαθάριστες επενδύσεις προς το Α.Ε.Π. Προσπαθεί να δείξει τις προοπτικές ανάπτυξης που έχει μία χώρα και σχετίζεται αρνητικά με τα spreads.
- Ένας άλλος δείκτης είναι αυτός του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών προς το Α.Ε.Π. Και αυτός ο δείκτης σχετίζεται αρνητικά με την πιθανότητα πτώχευσης.
- Μέση ροπή προς εισαγωγές .Ο δείκτης αυτός μετράται σαν το σύνολο των εξαγωγών προς το Α.Ε.Π. και θεωρείται ως ο βαθμός «ανοίγματος» μιας χώρας. Στο βαθμό που ο δείκτης αυτός δείχνει τον βαθμό ευπάθειας μιας χώρας από ξένους κλυδωνισμούς αναμένεται ότι θα συνδέεται ευθέως με την πιθανότητα πτώχευσης.

- Τελευταίος δείκτης είναι αυτός που δείχνει την ανάπτυξη με το κατά κεφαλήν Α.Ε.Π. και έχει αποδειχτεί ότι υψηλό ποσοστό αύξησης της παραγωγής θα έχει μικρότερη πιθανότητα πτώχευσης μιας χώρας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΟΙΚΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ

ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΧΩΡΑΣ

3.1.Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Στο κεφάλαιο αυτό θα κάνουμε αναφορά και περιγραφή των οίκων αξιολόγησης, οι οποίοι ειδικεύονται στην ανάλυση και αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων και των κρατικών χρεωστικών τίτλων. Οι οίκοι αυτοί αξιολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο και συνεπώς το κίνδυνο μιας χώρας. Διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις χρηματοπιστωτικές αγορές, συμβάλλοντας στη μείωση της ασυμμετρίας πληροφόρησης ανάμεσα στους δανειστές και τους επενδυτές.

Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης έχει επεκταθεί τα τελευταία χρόνια λόγω της οικονομικής παγκοσμιοποίησης και έχει λάβει μια επιπλέον ώθηση από τη δεύτερη τραπεζική συνδιάσκεψη της Βασιλείας. Πολλές διεθνείς τράπεζες και επενδυτές χρησιμοποιούν τις αξιολογήσεις των οίκων αξιολόγησης ως πηγή για τον προσδιορισμό του κινδύνου χώρας. (A. Georgievska, L. Georgievska, A. Stojanovic, N. Todorovic 2008).

Η έντονη παρουσία των οίκων στην νέα χρηματοοικονομική πραγματικότητα και η αποτυχία των ιδρυμάτων να προβλέψουν τη πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση των ΗΠΑ σε συνδυασμό με τις πτωχεύσεις των εταιρειών Enron, WorldCom και Parmalat συνιστούν ένα πλαίσιο κριτικής βασισμένο κυρίως στον υψηλό βαθμό συγκέντρωσης του κλάδου. Σήμερα οι οίκοι αυτοί κατηγορούνται ως βασικοί υπαίτιοι της χρηματοπιστωτικής κρίσης, λόγω προηγούμενων πλασματικών αξιολογήσεων.

Θεωρούνται δε επιδεκτικοί άμεσης μεταρρύθμισης, όχι μόνον γιατί δεν προέβλεψαν την κρίση με τις υψηλές πιστοληπτικές αξιολογήσεις τους στα διάφορα είδη τιτλοποιήσεων των εταιρειών και των τραπεζών, επιτρέποντας την δημιουργία φούσκας, αλλά κυρίως γιατί πληρώνονται από τις επενδυτικές τράπεζες που εξέδιδαν και εκδίδουν τους τίτλους.

3.2 Ορισμός και ιστορική αναδρομή των οίκων αξιολόγησης

Οι οίκοι αξιολόγησης συνιστούν εταιρίες οι οποίες αξιολογούν-διαβαθμίζουν την πιστοληπτική ικανότητα κρατών, επιχειρήσεων και άλλων φορέων που εκδίδουν χρεόγραφα (π.χ. ομολογιακά δάνεια), με στόχο την άντληση κεφαλαίων από τις αγορές. Πρόκειται για εξειδικευμένα πρακτορεία ή οργανισμούς (βασικά οι αμερικανικές Moody's, Standard and Poor's, Fitch) που εκτιμούν σε τακτά χρονικά διαστήματα την πιστοληπτική ικανότητα (δηλαδή το μέγιστο χρέος που μπορεί να αναλάβει κάποιος με ασφάλεια και πόσο κοντά βρίσκεται στο όριο αυτό) και την αξιοπιστία μιας μεγάλης επιχείρησης, τράπεζας, δημοσίου οργανισμού και κράτους. Η αξιοπιστία αυτή καθορίζεται από το ιστορικό, τα περιουσιακά στοιχεία που κατέχει και την οικονομική δραστηριότητα, όπως αυτή προκύπτει από τις υπάρχουσες λογιστικές καταστάσεις. Η λογική της ύπαρξης των οίκων αξιολόγησης είναι να λύσει το πρόβλημα της πληροφοριακής ασυμμετρίας μεταξύ των δανειστών και δανειζομένων σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα του τελευταίου.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης χωρίζονται σε δύο κατηγορίες: (i) τους αναγνωρισμένους οίκους και (ii) τους μη αναγνωρισμένους. Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται οι οίκοι που έχουν αναγνωριστεί από τις εποπτικές αρχές κάθε χώρας. Στις Ηνωμένες Πολιτείες μόνο πέντε οίκοι αξιολόγησης, μεταξύ των οποίων η Moody's και η Standard and Poors (S & P) έχουν αναγνωριστεί από την Επιτροπή Ασφάλειας Κεφαλαιαγοράς (Security and Exchange Commission). Η πλειοψηφία των οίκων αξιολόγησης όπως ο Economist Intelligence Unit (EIU), Institutional Investor (II), και το Euromoney είναι μη αναγνωρισμένες.

Υπάρχει μεγάλη ανισότητα μεταξύ των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας. Μπορεί να διαφέρουν ανάλογα με το μέγεθος και το πεδίο κάλυψης (γεωγραφική και τομεακή). Υπάρχουν επίσης μεγάλες διαφορές όσον αφορά τη μεθοδολογία αξιολόγησης των κινδύνων καθώς και του ορισμού του κινδύνου χώρας, γεγονός που καθιστά τη σύγκριση μεταξύ τους δύσκολη.

Οι πιο γνωστοί οίκοι αξιολόγησης επιχειρήσεων και κρατών είναι:

- A. M. Best (U.S.)
- Baycorp Advantage (Australia)
- Dominion Bond Rating Service (Canada)

- Dun & Bradstreet
- China Credit Information Service (China)
- Fitch Ratings (U.S.)
- Japan Credit Rating Agency (Japan)
- Moody's Investors Service (U.S.)
- Standard & Poor's (U.S.)
- Rating Agency Malaysia (Malaysia)
- Egan-Jones Rating Company (U.S.)
- CRISIL Ltd. (India)
- Japan Credit Rating Vital Information Services (Pakistan)
- The Pakistan Credit Rating Agency Limited (Pakistan)
- NKC Independent Economists (South Africa)

Η αρχή των οίκων αξιολόγησης τοποθετείται στις αρχές του περασμένου αιώνα, όταν η κατασκευή του τεράστιου σιδηροδρομικού δικτύου των ΗΠΑ δημιούργησε την ανάγκη εξεύρεσης επενδυτών ώστε να επενδύσουν τα κεφάλαια τους σε αυτό το πραγματικά δύσκολο για την εποχή εγχείρημα. Το 1909 ιδρύεται από το χρηματοοικονομικό αναλυτή John Moody η πρώτη εταιρεία πιστωτικών κινδύνων, η οποία απευθύνονταν αποκλειστικά σε ομόλογα εταιριών σιδηροδρόμων. Σκοπός της εταιρείας είναι να υπολογίζει τη δυνατότητα κάποιου να αποπληρώσει το δάνειο. Ακολουθεί η ίδρυση κι άλλων εταιρειών αξιολόγησης με βασικό αντικείμενο την αξιολόγηση μόνο εμπορικών επιχειρήσεων. Η οικονομική κρίση στην περίοδο του Μεσοπολέμου και ο φόβος μη αποπληρωμής των χρεών από μέρους των επιχειρήσεων καθιστούν πολύτιμους τους οίκους αξιολόγησης, οι οποίοι αναπτύσσονται και αποκτούν μεγάλη ισχύ. Αρχικά το εισόδημά τους προερχόταν από τους επενδυτές οι οποίοι πλήρωναν προκειμένου να αποκτήσουν πρόσβαση σε πληροφορίες σχετικά με τα διάφορα επενδυτικά προϊόντα. Στην πορεία όμως το εισόδημά τους ενισχύθηκε καθώς οι οίκοι χρεώνουν αυτούς που αξιολογούν.

Δέκα χρόνια μετά την εμφάνιση της Moody's εισέρχεται στην αγορά η σημερινή Standard and Poor's και ακολουθεί ο οίκος Fitch, δημιουργώντας μια ιδιότυπη παγκόσμια κατάσταση ολιγοπωλίου που κατέχει σήμερα το 95% της παγκόσμιας αγοράς αξιολόγησης επενδυτικών προϊόντων. Το 1962 Η εταιρία Dun & Bradstreet αγόρασε την Moody's το, αλλά από το 2000 και μετά αποτελεί αυτοτελή εταιρία. Η Poor και η Standard συγχωνεύθηκαν το 1941 και η εταιρία που

προέκυψε, η Standard & Poor's, απορροφάται το 1966 από την McGraw-Hill. Το 1997 ο οίκος Fitch συγχωνεύτηκε με την IBCA (μια βρετανική εταιρεία, η οποία ήταν θυγατρική της FIMILAC, γαλλικού ομίλου παροχής υπηρεσιών προς επιχειρήσεις). Στο τέλος του έτους 2000, περίπου την εποχή που η αγορά δομημένων τίτλων που βασίζονταν σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου άρχισε να αναπτύσσεται με ταχείς ρυθμούς, οι εκδότες αυτών των αξιόγραφων είχαν μόνο αυτούς τους τρεις οργανισμούς πιστοληπτικής αξιολόγησης για να απευθυνθούν για την απόκτηση βαθμολογήσεων: Moody's, Standard & Poor και Fitch.

Οι ευνοϊκές αξιολογήσεις από αυτούς τους τρεις οργανισμούς ήταν ζωτικής σημασίας για την επιτυχή πώληση των τίτλων που βασίζονται σε ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου, αλλά και άλλων χρεογράφων. Οι πωλήσεις των ομολόγων αυτών, με τη σειρά τους, ήταν μια σημαντική υποστήριξη για την αυτοχρηματοδότηση της ολοένα αυξανόμενης «φούσκας» των τιμών της αγοράς κατοικίας στις ΗΠΑ. Όταν η αύξηση των τιμών των κατοικιών σταμάτησε στα μέσα του 2006 και στη συνέχεια άρχισε να μειώνεται, τα ποσοστά αθέτησης της υποθήκης, η οποία υπήρχε πίσω από αυτούς τους τίτλους αυξήθηκαν κατακόρυφα, ενώ οι αρχικές αξιολογήσεις αποδείχθηκαν υπερβολικά αισιόδοξες. Οι τιμές μειώνονταν και η αβεβαιότητα που περιέβαλε αυτούς τους ευρέως διαδεδομένους τίτλους, συνέβαλε στην μετατροπή της πτώσης των τιμών της αγοράς κατοικιών σε μια ευρέως διαδεδομένη κρίση στις ΗΠΑ και στα διεθνή χρηματοπιστωτικά συστήματα.

Από το 2000 λειτουργούν περίπου 130-150 οίκοι αξιολόγησης σε παγκόσμιο επίπεδο. Πολλοί από αυτούς δραστηριοποιούνται σε παγκόσμια κλίμακα ενώ οι περισσότεροι περιορίζονται σε συγκεκριμένες γεωγραφικές ή βιομηχανικές περιοχές.

3.3 Χρησιμοποιούμενα κριτήρια και μέθοδοι αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας χώρας

3.3.1 Ποσοτικές και ποιοτικές μέθοδοι αξιολόγησης

Οι διαδικασίες και οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για να καθιερωθούν τιμές αξιολογήσεων φερεγγυότητας ποικίλλουν ευρέως μεταξύ των οίκων αξιολόγησης. Παραδοσιακά, έχουν στηριχθεί σε μια διαδικασία βασισμένη ποσοτικώς και ποιοτικώς ως στην αξιολόγηση που αναθεωρείται και που οριστικοποιείται από μια επιτροπή εκτίμησης. Πιο πρόσφατα, έχει υπάρξει μια αυξανόμενη εμπιστοσύνη στα ποσοτικά στατιστικά πρότυπα βασισμένα σε δημόσια διαθέσιμα στοιχεία με αποτέλεσμα η διαδικασία αξιολόγησης να είναι πιο μηχανική και να περιλαμβάνει τη λιγότερη εξάρτηση επάνω στην εμπιστευτική πληροφορία. Κανένα πρότυπο δεν είναι απόλυτα σωστό και οι αποδόσεις είναι άρρηκτα επηρεασμένες από τις περιστάσεις.

Μια κυρίαρχη εκτίμηση στο χέυειστη μέτρηση του κινδύνου ότι μια κυβέρνηση μπορεί να προκαθορίσει από μόνη της τις υποχρεώσεις είτε σε τοπικό είτε σε το ξένο νόμισμα, λαμβάνοντας υπόψη τη δυνατότητα και τη προθυμία μιας κυβέρνησης να ξεπληρώσει το χρέος έγκαιρα (Ferri).

Οι αξιολογήσεις των δυο μεγαλύτερων οίκων, της Moody's και της Standard and Poor's, ορίζονται από τις επιτροπές εκτιμήσεων και όχι από μεμονωμένους αναλυτές. Επίσης ασκείται ιδιαίτερα έντονη κριτική στις τελικές εκτιμήσεις των επιτροπών. Οι οίκοι αξιολόγησης παρέχουν ελάχιστες οδηγίες ως προς τον τρόπο με τον οποίο ορίζονται σχετικά βάρη σε κάθε παράγοντα, παρέχοντας ωστόσο τις πληροφορίες των μεταβλητών που εξετάζουν στον καθορισμό των κυρίαρχων εκτιμήσεων. Ο προσδιορισμός της σχέσης μεταξύ των κριτηρίων των οίκων αξιολόγησης και των πραγματικών εκτιμήσεων είναι δύσκολος, εν μέρει επειδή μερικά από τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται δεν είναι ποσοτικά ή τουλάχιστον ποσοτικά προσδιορίσιμα αλλά ποιοτικά. Ακόμη και για τους ποσοτικά προσδιορίσιμους παράγοντες, ο καθορισμός των σχετικών τους βαρών είναι δύσκολος επειδή οι εταιρείες στηρίζονται σε έναν μεγάλο αριθμό κριτηρίων και δεν υπάρχει κανένας τύπος για το συνδυασμό των αποτελεσμάτων για να καθοριστούν οι εκτιμήσεις (Bhatia).

Κατά την εκτίμηση κινδύνου ενός κράτους, οι οίκοι αξιολόγησης εστιάζουν σε παραμέτρους κινδύνου διαφορετικής βαρύτητας: (i) οικονομικοί (ii) πολιτικοί (iii)

δημοσιονομική και νομισματική ευελιξία και (iv) το βάρος του χρέους. Ο οικονομικός κίνδυνος συνίσταται στην ικανότητα αποπληρωμής των υποχρεώσεων του κράτους σε ορισμένο χρόνο και είναι συνάρτηση ποιοτικών και ποσοτικών στοιχείων. Ο πολιτικός κίνδυνος εκφράζει την προθυμία του κράτους να αποπληρώσει το χρέος. Η προθυμία πληρωμής είναι ένα ποιοτικό ζήτημα που διακρίνει τις χώρες από τους περισσότερους άλλους τύπους πιστωτών. Στην πράξη, ο πολιτικός και ο οικονομικός κίνδυνος είναι συνδεδεμένοι. Μια κυβέρνηση που είναι απρόθυμη να αποπληρώσει το χρέος συνήθως ασκεί οικονομικές πολιτικές που αποδυναμώνουν την ικανότητά της να το πράξει.

3.3.2. Εμπειρικές εκτιμήσεις σημαντικών παραγόντων της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας

Ορισμένοι οικονομολόγοι εκτιμούν οικονομικά τους προσδιοριστικούς παράγοντες των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας τόσο ώριμες και όσο και για αναδυόμενες αγορές (Cantor και Packer, 1995, Haque et al., 1996, Reisen και von Maltzan 1999, Juttner και McCarthy, 2000 και Bhatia, 2002). Σε αυτές τις μελέτες, ένας μικρός αριθμός μπορεί να εξηγήσει το 90 τοις εκατό της μεταβολής στις εκτιμήσεις:

- Κατά κεφαλήν ΑΕΠ
- Μεγέθυνση του ΑΕΠ
- Πληθωρισμός
- Ο λόγος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών προς το ΑΕΠ
- Ο λόγος των ξένων συναλλαγματικών αποθεμάτων προς τις εισαγωγές
- Επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης

Πράγματι, μια μόνο μεταβλητή, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, εξηγεί περίπου το 80 τοις εκατό της μεταβολής στις εκτιμήσεις (Borensztein και Panizza, 2006). Αξίζει να σημειωθεί ότι η δημοσιονομική θέση μιας χώρας καθώς και η εξωτερική θέση που υπολογίζονται μια τριετία πριν από το έτος αξιολόγησης, βρέθηκαν να είναι στατιστικά σημαντικές. Σύμφωνα με το Haque, ενώ η συμμετοχή των πολιτικών γεγονότων μπορεί να βελτιώσει την ερμηνευτική δύναμη των

παλινδρομήσεων, ο αποκλεισμός των πολιτικών μεταβλητών δεν επηρεάζουν την εκτίμηση των παραμέτρων.

Στη μελέτη των Jüttner και McCarthy (2000), σχετικά με τη κρίση στη Νοτιοανατολική Ασία το 1997, διαπιστώθηκε ότι οι σημαντικές μεταβλητές για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων είναι:

- Ο δείκτης τιμών του καταναλωτή
- Ο λόγος του εξωτερικού χρέους προς τις εξαγωγές
- Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία
- Η διαφορά των επιτοκίων

Αξίζει να σημειωθεί ότι η διαφορά των επιτοκίων και η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία δεν είχαν χαρακτηριστεί ως στατιστικά σημαντικές μεταβλητές στις αξιολογήσεις των οίκων. Το παράδειγμα όμως της κρίσης στη Νοτιοανατολική Ασία ανάγκασε τους διεθνούς οίκους αξιολόγησης να συμπεριλάβουν στις αναλύσεις τους ακόμη περισσότερες παραμέτρους.

3.4. Η υιοθετούμενη διαδικασία Αξιολόγησης

Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι υποκειμενική και αντικατοπτρίζει την επαγγελματική κρίση. Απαιτούνται αξιόπιστες πληροφορίες των ποσοτικών στοιχείων που χρησιμοποιούνται, αλλά η ερμηνεία αυτών των δεδομένων περιλαμβάνει την γνώμη αυτού που τα αξιολογεί. Συνεπώς, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι τόσο αξιόπιστη όσο ο βαθμολογητής και οι πληροφορίες που χρησιμοποιεί (Rom, 2009).

Στο σύγχρονο οικονομικό σύστημα οι χώρες και οι εταιρίες βασίζονται σε ένα τεράστιο βαθμό στην επιβίωση και το μέλλον τους στη δυνατότητα χρηματοδότησης των αναγκών τους με δανεικά κεφάλαια. Αυτό γίνεται μέσω της έκδοσης ομολόγων τα οποία αποτελούν ομολογία χρέους του δανειζόμενου προς το δανειστή του. Οι εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης έχουν δημιουργήσει ένα σύστημα βαθμολογίας των ομολόγων που εκδίδουν τα κράτη και οι εταιρίες, το οποίο συνδέεται άμεσα και αποφασιστικά με την χρηματιστηριακή αγορά εμπορίας χρέους και παροχής δανεικών κεφαλαίων, με μία σχέση πολύ απλή: όσο καλύτερη η βαθμολογία τόσο χαμηλότερο το κόστος δανεισμού και όσο χειρότερη, τόσο υψηλότερο.

Αν, για οποιοδήποτε λόγο, οι εταιρίες πιστοληπτικής αξιολόγησης αποφασίσουν να βαθμολογήσουν με άριστα τα ομόλογα ενός κράτους, μίας εταιρίας κλπ τότε, ασχέτως της πραγματικής τους οικονομικής κατάστασης, θα μπορούν να έχουν πρόσβαση σε δανεικά κεφάλαια με πολύ χαμηλό κόστος και έτσι θα έχουν, πάντα, τη δυνατότητα να επιβιώσουν αλλά και την ευκαιρία και το χρόνο να προβούν στις όποιες διαρθρωτικές κινήσεις απαιτείται προκειμένου να εξυγιάνουν προβληματικούς τομείς τους. Αντίθετα, αν η βαθμολογία γίνει έντονα αρνητική, τότε η στρόφιγγα της χρηματοδότησης κλείνει, προκαλώντας οικονομική ασφυξία ακόμη και στο ισχυρότερο κράτος ή την πιο υγιή εταιρία.

Σχεδόν όλοι οι οίκοι αξιολόγησης στηρίζουν τις εκτιμήσεις τους στην πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων του δανειζόμενου. Μια τέτοια αξιολόγηση περιλαμβάνει μια βαθμολόγηση με γράμματα (π.χ. AAA) και σχόλια. Τα σχόλια μπορεί να περιλαμβάνουν υποθέσεις, κριτήρια, μεθόδους που χρησιμοποιήθηκαν για την αξιολόγηση, συνθήκες υπό τις οποίες η βαθμολόγηση μπορεί να αλλάξει και περιγραφή της βαθμολογούμενης επιχείρησης (Frost).

Η FitchRatings και η Standard&Poor's χρησιμοποιούν ένα σύστημα γραμμάτων, από το «AAA» (που δίδεται στους πλέον αξιόπιστους δανειολήπτες, που δεν παρουσιάζουν προβλέψιμο ρίσκο σε ό,τι αφορά τις μελλοντικές πληρωμές τόκων και κεφαλαίου) μέχρι το «D» (που δίδεται στους δανειολήπτες που έχουν ήδη αφήσει ακάλυπτες κάποιες υποχρεώσεις).

Η Moody's ακολουθεί ένα σύστημα γραμμάτων και αριθμών, από το «Aaa» (για τους ποιοτικότερους τίτλους, με τον μικρότερο βαθμό ρίσκου), μέχρι το «C» που είναι και η χαμηλότερη διαβάθμιση που προβλέπει ο οίκος.

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΚΛΙΜΑΚΑΣ:

(AAA/Aaa) :Υποχρεώσεις για τις οποίες ισχύουν οι λιγότερες δυνατές προοπτικές επενδυτικού ρίσκου.

(AA/Aa) :Υποχρεώσεις για τις οποίες ισχύουν πολύ λίγες προοπτικές επενδυτικού ρίσκου.

(A/A) :Υποχρεώσεις για τις οποίες ισχύουν λίγες προοπτικές επενδυτικού ρίσκου.

(BBB/Baa) :Υποχρεώσεις για τις οποίες ισχύουν λίγες προοπτικές επενδυτικού

ρίσκου, αλλά τυχόν αντιξοότητες είναι πιθανότερο να οδηγήσουν σε αύξηση του ρίσκου σε σχέση με προηγούμενες κατηγορίες.

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΙΣ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΗΣ ΚΛΙΜΑΚΑΣ

(BB/Ba): Υποχρεώσεις για τις οποίες υπάρχει πιθανότητα ανάπτυξης επενδυτικού κινδύνου.

(B/B) : Υποχρεώσεις για τις οποίες υπάρχει επενδυτικός κίνδυνος.

(CCC/Caa) : Υποχρεώσεις για τις οποίες υπάρχει σήμερα πιθανότητα χρεοστασίου.

(CC/Ca) : Υποχρεώσεις που θεωρούνται ιδιαίτερα κερδοσκοπικές.

(C/C): Αυτή η αξιολόγηση χρησιμοποιείται για περιπτώσεις όπου έχει γίνει ήδη αίτηση χρεοκοπίας, αλλά οι πληρωμές συνεχίζονται.

(DD) : Υποχρεώσεις περιπτώσεων όπου ήδη ισχύει χρεοστάσιο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΙΣΜΟΣ ΓΙΑ ΤΟ ΡΟΛΟ ΤΩΝ ΜΕΓΑΛΩΝ ΟΙΚΩΝ ΣΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

4.1 Ποιοι είναι οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης

Οι εταιρείες πιστοληπτικής αξιολόγησης Moody's, Fitch και S&P, έγιναν ιδιαίτερα γνωστές στη χώρα μας για το ρόλο τους στην ελληνική κρίση. Πρόκειται για ιδιωτικές αμερικανικές εταιρείες, οι οποίες διαθέτουν μοντέλα και μηχανισμούς αξιολόγησης ομολόγων με βάση κυρίως τις προοπτικές της κάθε χώρας. Οι τρεις αυτοί οίκοι κατέχουν τη μερίδα του λέοντος στην παγκόσμια αγορά πιστοληπτικής αξιολόγησης, ελέγχοντας πάνω από το 95% της παγκόσμιας αγοράς.

Η αξιολόγηση (rating) που παρέχουν σε επιχειρήσεις, πιστωτικά ιδρύματα και κράτη φανερώνει ότι όσο υψηλότερη είναι η βαθμολογία αυτή, 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.

Standard & Poor's (S&P).

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

Η Standard & Poor's εμπορεύεται επενδυτικά στοιχεία, πραγματοποιεί αποτιμήσεις αξίας εταιρειών, χρηματοοικονομικές αναλύσεις, καθώς και γνωμοδοτήσεις για επιχειρήσεις, οργανισμούς και κράτη. 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.

Moody's

Η Moody's αποτελεί θυγατρική εταιρεία του οργανισμού Moody's Corporation, η οποία παρέχει υπηρεσίες αξιολόγησης, έρευνας και ανάλυσης κινδύνων για ένα εύρος σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων ανάληψης χρέους. Διαθέτει 17 γραφεία σε όλο τον κόσμο, ενώ παρέχει αξιολογήσεις δημοσίου χρέους χώρας για πάνω από 100 χώρες. Το 2009, η Moody's δημοσίευσε τζίρο εργασιών περί τα 1,79 τρις δολάρια από πωλήσεις προερχόμενες, κυρίως, από τις υπηρεσίες αξιολογήσεων της.

Ο οίκος Moody's, όπως και ο Standard & Poor's (S&P), χρησιμοποιεί έναν συνδυασμό ποσοτικών και ποιοτικών χαρακτηριστικών για την αξιολόγηση επιχειρήσεων και χωρών. Τα ποσοτικά στοιχεία χρησιμοποιούνται για να υπολογίζονται ιστορικά στοιχεία της απόδοσης και των τάσεων των αγορών. Οι συντελεστές κάθε μεταβλητής (weights-βάρη) που λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό της πιστοληπτικής ικανότητας χώρας, εξαρτώνται από το αν η χώρα διαθέτει υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα με μακρά ιστορία θεσμικής και πολιτικής σταθερότητας, είτε από το αν αυτή βρίσκεται ακόμη υπό ανάπτυξη.

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

Ο οίκος Moody's εξετάζει πληροφορίες που συνοψίζονται σε τέσσερις κύριες κατηγορίες:

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

FitchRatings

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

4.2. Ο ρυθμιστικός ρόλος των οίκων αξιολόγησης

Εξετάζοντας τους οίκους αξιολόγησης ως αποκλειστικούς παρόχους επενδυτικών πληροφοριών, τους καθιστά ως ρυθμιστές των χρηματοοικονομικών αγορών. Τα κριτήρια που χρησιμοποιούν οι οίκοι αξιολόγησης στην εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας μιας επένδυση είναι άρρηκτα συνδεδεμένα με τους κανόνες πρόσβασης στις χρηματοοικονομικές αγορές. Μια υψηλή αξιολόγηση της «φερεγγυότητας» ενός πιστωτή θα του επιτρέψει την άνετη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές υψηλής ρευστότητας ενώ μια χαμηλής ποιότητας εκτίμηση τον αποκλείει ουσιαστικά από τις σημαντικές αγορές. Η εκτίμηση έχει επίσης επιρροή επάνω στο κόστος δανεισμού: θα είναι χαμηλότερο για τους κατόχους της υψηλότερης εκτίμησης και θα αυξηθεί για τους πιστωτές χαμηλής εκτίμησης. Η μεγάλη επομένως επιρροή των οίκων αξιολόγησης στις διεθνείς κεφαλαιαγορές βασίζεται στο γεγονός ότι οι μεγάλοι επενδυτές στηρίζονται εκτενώς στις εκτιμήσεις των οίκων αξιολόγησης για την πρόσβαση τους στις διαφανείς

κεφαλαιαγορές. Έτσι οι μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης είναι defacto ρυθμιστές των χρηματοοικονομικών αγορών.

Μια ακόμη ενδιαφέρουσα πτυχή των οίκων αξιολόγησης είναι ότι οι κανόνες τους έχουν γίνει στην πραγματικότητα υποχρεωτικοί. Αν και σε γενικές γραμμές κανένας δεν αναγκάζεται να εκτιμηθεί από κάποιο οίκο αξιολόγησης, στην πραγματικότητα που είναι πολύ δύσκολο να ξεφύγει από την επιρροή τους. Από τότε που οι οίκοι αξιολόγησης αναμείχθηκαν με τις επιχειρήσεις στην αρχή του 20ου αιώνα, η επιρροή που ασκούν στους οφειλέτες αυξάνεται συνεχώς. Όταν ο John Moody ίδρυσε τον πρώτο οίκο αξιολόγησης, ο μοναδικός σκοπός του ήταν να αξιολογήσει τα ομόλογα που εκδόθηκαν από αμερικάνικες εταιρίες (συνήθως επιχειρήσεις κατασκευής σιδηροδρόμων). Από τότε μέχρι σήμερα, οι κεφαλαιαγορές έχουν επεκταθεί σημαντικά και οι οίκοι αξιολόγησης έχουν ακολουθήσει αυτή την πορεία. Ένας σύγχρονος οίκος αξιολόγησης όπως η Moody's ή η Standard & Poor's αξιολογεί τον πιστωτικό κίνδυνο κάθε μορφής πιστωτών. Κατά συνέπεια, εκτός από τις εταιρίες, οι οίκοι αξιολόγησης, αξιολογούν τράπεζες, πανεπιστήμια, δήμους, περιφερειακά και εθνικά κράτη. Εκτός από τα ομόλογα αξιολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο κάθε μορφής επενδυτικών προϊόντων. Οποδήποτε ο πιστωτικός κίνδυνος περιλαμβάνεται στις οικονομικές συναλλαγές, η παρουσία των οίκων αξιολόγησης κρίνεται απαραίτητη. Επομένως, καθίσταται ιδιαίτερα δύσκολη η παράκαμψη των οίκων αξιολόγησης.

Επιπλέον, η χρήση των μεγάλων οίκων αξιολόγησης έχει γίνει σχεδόν καταναγκαστική, λόγω της μονοπωλιακής θέσης τους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές (Cantor and Packer). Για την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, οι οφειλέτες εξαρτώνται άμεσα από τις υπηρεσίες αξιολόγησης της φερεγγυότητας των εταιρειών. Σε πολλές εθνικές αγορές καθώς και στη διεθνή αγορά, κυριαρχούν μόνο τρεις οίκοι αξιολόγησης: Moody's, Standard & Poor's, και Fitch. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι οι εταιρίες έχουν πολύ περιορισμένες επιλογές. Συνήθως απαιτούνται τουλάχιστον δύο εκτιμήσεις για την πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων. Επιπλέον, η Moody's και η Standard & Poor's είναι κυρίαρχες στο χώρο, καθώς ο οίκος Fitch, δραστηριοποιείται σε εξειδικευμένες αγορές, κυρίως στην εκτίμηση των εταιρειών παροχής οικονομικών υπηρεσιών. Κατά συνέπεια, δε θα ήταν υπερβολή να υποστηρίξει κάποιος ότι δύο ουσιαστικά οίκοι διαμορφώνουν το μονοπώλιο στην αγορά εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου. Η φιλοσοφία επομένως των οίκων αξιολόγησης μπορεί να συνοψισθεί στο σλόγκαν της Standard & Poor's: «Ισχυρές Γνώμες.

Επιτακτική Ανάλυση.» Εάν οι οφειλέτες τους ακολουθούν είναι πιθανότερο να αποκτήσουν πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, με ευνοϊκούς όρους. Εάν τους αγνοούν, διακινδυνεύουν με αποκλεισμό.

Αυτή η μονοπωλιακή θέση των μεγάλων οίκων αξιολόγησης μπορεί να εξηγηθεί από τις δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι πιθανοί ανταγωνιστές στην προσπάθεια τους για να εισέρθουν στην αγορά για τη αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας(White, 45-47).

Μόνο μετά από τη αξιολόγηση ενός μεγάλου αριθμού πιστωτών, οι πληροφορίες που παρέχουν οι οίκοι αξιολόγησης γίνονται αρκετά ελκυστικές για τους επενδυτές. Στα αρχή, τέτοιου είδους εταιρείες παροχής επενδυτικών πληροφοριών δεν μπορούν να καλύψουν το κόστος λειτουργίας τους. Αυτή η ανάλυση υποστηρίζεται από το γεγονός ότι κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών, η βιομηχανία αξιολόγησης τείνει σε μια συγκεντρωτική μορφή. Η εταιρεία Duff&Phelps, μια μικρή αλλά αξιοσημείωτη αντιπροσωπεία αξιολόγησης φερεγγυότητας συγχωνεύθηκε με τον οίκο Fitch/IBCA για να διαμορφωθεί τελικά σε Fitch, μειώνοντας τον αριθμό των σημαντικών οίκων αξιολόγησης απο τέσσερα έως τρία.

Οι οίκοι αξιολόγησης έχουν πλέον ενισχύσει τη θέση τους ακόμη και σε θέματα που εμπλέκονται με τη δημόσια διαχείριση. Η χρήση των αξιολογήσεων φερεγγυότητας για σκοπούς εκτίμησης κινδύνου δημοσίου κανονισμού εμφανίζονται στις Ηνωμένες Πολιτείες κατά τη διάρκεια του NewDeal της δεκαετίας του '30. Αυτό δεν αποτελεί έκπληξη, καθώς ο πρώτος οίκος αξιολόγησης ιδρύθηκε στις ΗΠΑ στην αρχή του 20ου αιώνα. Αυτό δεν αλλάξε μέχρι τη δεκαετία του '80 όταν η χρήση των αξιολογήσεων φερεγγυότητας επεκτάθηκε γεωγραφικά και μπορεί τώρα να βρεθεί στις περισσότερες χώρες του αναπτυγμένου κόσμου (Estrella, 40-54). Στην πραγματικότητα, η ρυθμιστική χρήση των οίκων εκτίμησης έχει καταστεί ως μια ευρέως αποδεκτή πρακτική παγκοσμίως. Ενδεικτικό είναι το παράδειγμα της διάσκεψης της Βασιλείας (BaselCommitteeforBankingSupervision 2001), όπου συστήνεται η χρήση των εκτιμήσεων για τον καθορισμό των κύριων απαιτήσεων επιφύλαξης των τραπεζών.

Σύμφωνα με το μέγεθος του κινδύνου που εξετάζουν έχουν σχεδιαστεί τρεις τύποι ρυθμιστικών απαιτήσεων για τα διαφορετικά οικονομικά όργανα (Adams, Mathieson, και Schinasi, 153). Κατ' αρχάς, οι εκτιμήσεις χρησιμοποιήθηκαν για να αυξηθεί η ευαισθησία κινδύνου των περιορισμών της επένδυσης. Παραδείγματος

χάριν, προκειμένου να προστατευθεί το συμφέρον των μελλοντικών συνταξιούχων, τα ποσά σύνταξης δεν επιτρέπονται για να επενδυθούν σε έναν ομόλογο που εκτιμάται με χαμηλό βαθμό επένδυσης. Δεύτερον, οι επενδυτές έχουν συνδέσει τις απαιτήσεις σε σχέση με τις αξιολογήσεις φερεγγυότητας. Ένας οικονομικός οργανισμός με επικίνδυνες επενδύσεις θα πρέπει να αποκαλύψει περισσότερες πληροφορίες για τη λειτουργία του μέσα από τις εκθέσεις που δημοσιεύει σε τριμηνιαία βάση, από μια εταιρία με μια μικρότερη όρεξη για τον κίνδυνο. Τέλος, οι θεσμικοί επενδυτές των ΗΠΑ έχουν καθορίσει τις κύριες απαιτήσεις κεφαλαίου σε συνάρτηση με το σχετικό πιστωτικό κίνδυνο. Στις ΗΠΑ, οικονομικοί οργανισμοί όπως οι εμπορικές τράπεζες, οι τράπεζες επενδύσεων κ.λπ., λαμβάνουν μια έκπτωση στην κύρια απαίτηση κεφαλαίου τους εάν τα συναλλασσόμενα μέλη ή οι τίτλοι στο χαρτοφυλάκιό τους έχουν μια υψηλή αξιολόγηση φερεγγυότητας.

Η χρησιμοποίηση των αξιολογήσεων φερεγγυότητας για ρυθμιστικούς λόγους κάνει τον ρυθμιστικό κίνδυνο περισσότερο εύκαμπτο και έτσι είναι πιθανότερο να εκτιμηθούν επαρκώς οι κίνδυνοι. Λαμβάνοντας υπόψη τη δυναμική της σύγχρονης χρηματοδότησης, η προσαρμογή στον κίνδυνο μπορεί να επιτευχθεί μέσω ενός ακατέργαστου τρόπου στις ρυθμιστικές κατηγορίες. Παραδείγματος χάριν, οικονομικός ο κίνδυνος θα είναι μικρότερος ανάμεσα στα κράτη που είναι μέλη της οργάνωσης για την οικονομική συνεργασία και την ανάπτυξη (ΟΟΣΑ) απ' ό,τι για τα μη μέλη.

Η ρυθμιστική χρήση των οίκων αξιολόγησης τους μετατρέπει σε ημιδημόσιους ρυθμιστές. Οι εκτιμήσεις κινδύνου των οίκων όχι μόνο επισημαίνουν το ποσοστό κινδύνου σχετικό με τους επενδυτές επηρεάζοντας έτσι το επίπεδο τιμών, αλλά καθορίζουν επίσης τα ρυθμιστικά μέτρα που ισχύουν. Μία οικονομική πολιτική χαμηλού ρίσκου επιβάλλει ένα ελαφρύτερο ρυθμιστικό φορτίο επάνω σε έναν επενδυτή από μια πολιτική υψηλού κινδύνου. Αυτό καθίσταται ιδιαίτερα ορατό σε μια περίπτωση υποβάθμισης. Μερικοί θεσμικοί επενδυτές όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία επιτρέπεται να επενδύουν μόνο σε συνθήκες χαμηλού κινδύνου. Μόλις ένα μέσο έχει υποβαθμιστεί σε κερδοσκοπικό βαθμό, τα συνταξιοδοτικά ταμεία θα πρέπει να πωλήσουν το χρηματοπιστωτικό μέσο. Σε περίπτωση υποβάθμισης του χρέους των ξένων χωρών, αυτό μπορεί να έχει σοβαρές συνέπειες. Ένα άλλο αποτέλεσμα μπορεί να είναι ότι οι επενδυτές πρέπει να αυξήσουν το αποθεματικό κεφαλαίο για να αντισταθμίσουν την αύξηση του κινδύνου.

Η ρυθμιστική χρήση των αξιολογήσεων πιστοληπτικής ικανότητας των ΗΠΑ έχει επιπτώσεις και σε άλλους τομείς. Επειδή η κεφαλαιαγορά των ΗΠΑ είναι η σημαντικότερη στον κόσμο, κανένας οφειλέτης δεν μπορεί να αγνοήσει αυτήν την ρυθμιστική οργάνωση. Το αποτέλεσμα αυτό (Vogel), έχει έναν αποφασιστικό αντίκτυπο για τους δανειολήπτες. Ο ρυθμιστική χρήση των αξιολογήσεων ενισχύει τις αρνητικές επιπτώσεις της υποβαθμίσεις για τους δανειολήπτες. Οι επιχειρήσεις και τα κράτη δε διακινδυνεύουν μόνο ακριβότερο κόστος δανεισμού. Όποτε υποβάλλονται στους επενδυτές φραγμοί για περαιτέρω επένδυση, οι οφειλέτες διακινδυνεύουν να αποκοπούν από τις κεφαλαιαγορές. Για παράδειγμα, κατά τη διάρκεια της ασιατικής οικονομικής κρίσης, η υποβάθμιση της Μαλαισίας από και τους οίκους αξιολόγησης επιτάχυνε την εκροή του ξένου κεφαλαίου. Ως αντίδραση αξιωματούχοι της Μαλαισίας αρνήθηκαν δημοσίως την ορθότητα αυτών των αξιολογήσεων.

4.3. Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης στην χρηματοπιστωτική κρίση

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

Το πόσο ικανοί είναι οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης φάνηκε κατά την τελευταία παγκόσμια οικονομική κρίση, βαθμολογώντας με "A" τράπεζες οι οποίες κατέρρευσαν λίγο μετά. Αναβάθμισαν την LehmanBrothers λίγο πριν καταρρεύσει. Κάτι ανάλογο έγινε και με την εταιρεία Enron. Στην κρίση του ενεργειακού κολοσσού το 2001, οι οίκοι αξιολόγησης βαθμολογούσαν με καλό βαθμό την εταιρεία μέχρι και λίγο πριν καταρρεύσει. Επίσης, είναι γνωστή η πρόσφατη περίπτωση της Ισλανδίας, την οποία είχαν αναβαθμίσει λίγο πριν καταρρεύσει.

Είναι πλέον γνωστό ότι μια από τις βασικές αιτίες της οικονομικής κρίσης είναι τα περίφημα 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 πακέτα δανείων γονάτισαν, με αποτέλεσμα να κλιμακωθεί η κρίση και να μπούμε σε μια πρωτοφανή ύφεση . Οι οίκοι αποδείχθηκαν ανεπαρκείς στο να αξιολογήσουν τα συγκεκριμένα πακέτα δανείων, με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί μια φούσκα στα στεγαστικά, καθώς οι επενδυτές αγόραζαν πακέτα νομίζοντας πως δεν υπάρχει ρίσκο. Αυτό οδήγησε στη διοχέτευση τεράστιων ποσών στην αγορά κατοικίας, έτσι ώστε να δημιουργηθούν ακόμη περισσότερα πακέτα 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.

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 αμερικανικές τράπεζες - ακόμη και αυτά που βασίζονταν 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 δοκιμάστηκε και την επόμενη χρονιά οδήγησε σε δραματικές εξελίξεις, όπως η κατάρρευση της μεγάλης τράπεζας LehmanBrothers. Μετά την εξέλιξη αυτή, η κριτική από την Ευρώπη και τις ΗΠΑ για το ρόλο των οίκων αξιολόγησης έγινε πολύ έντονη και αναζητήθηκαν τρόποι για να μειωθεί ο ρόλος τους.

Στα τέλη του 2008, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή για θέματα εσωτερικής αγοράς χαρακτήρισε αδιαφανή και αναξιόπιστη τη λειτουργία των οίκων. Η κριτική εστιάστηκε κυρίως "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 τους για κρατικά χρέη και να δίνουν το σύνολο της ανάλυσης πάνω στην οποία βασίζουν τις αξιολογήσεις τους.

Με το ρόλο των οίκων ασχολήθηκαν και οι αμερικανικές αρχές, στο πλαίσιο της έρευνας που έκαναν για την αναζήτηση των αιτίων που οδήγησαν στη

μεγάλη κρίση. Η αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακοίνωσε μια σειρά μέτρων για τη σταδιακή απεξάρτηση της αμερικανικής χρηματοπιστωτικής αγοράς από τις αξιολογήσεις των οίκων.

4.4. Το καρτέλ των οίκων αξιολόγησης

Παρά το γεγονός ότι φαίνεται να υπάρχουν περίπου 150 οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης, σε όλο τον κόσμο, οι Moody's, Standard & Poor's, και Fitch είναι οι πλέον δεσπόζουσες εταιρίες. Και οι τρεις λειτουργούν σε παγκόσμια βάση, με γραφεία σε έξι ηπείρους και η καθεμία έχει αξιολογήσεις που αφορούν δεκάδες τρισεκατομμύρια δολάρια χρεογράφων. Το 1930 η αμερικανική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς(SEC) αποφάσισε ότι οι τράπεζες δε θα μπορούσαν να αγοράσουν ομόλογα με βαθμό χειρότερο από BBB και επιπλέον πως οι μόνες αποδεκτές βαθμολογίες είναι αυτές των τριών οίκων αξιολόγησης. Έτσι ένα καρτέλ που λειτουργεί μέχρι και σήμερα.

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

Οι νέες εταιρείες αξιολόγησης κινδυνεύουν να αγνοηθούν από τα περισσότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και κατά συνέπεια και από τους εκδότες ομολόγων. Επιπλέον, η SEC ήταν εξαιρετικά αδιαφανής στη διαδικασία ορισμού του πλαισίου αξιολόγησης. Ποτέ δεν καθιέρωσε τα τυπικά κριτήρια ώστε μια εταιρία να χαρακτηριστεί ως «εθνικά αναγνωρισμένος στατιστικός οργανισμός αξιολόγησης».

Το τελευταίο διάστημα η ΕΕ ζητεί τρόπους για τη δημιουργία ευρωπαϊκού οίκου πιστοληπτικής αξιολόγησης που θα λειτουργεί ως αντίβαρο στο «καρτέλ» των τριών οίκων που αξιολογούν σήμερα την οικονομική πορεία επιχειρήσεων και κυβερνήσεων.

4.5. Διαφάνεια στις οικονομικές συναλλαγές

Ένα μεγάλο κομμάτι της κριτικής που δέχονται οι τρεις μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης αφορά τον τρόπο πληρωμής τους, καθώς και τα κοστολόγια τους. Έντονη καχυποψία υπάρχει σχετικά με τον τρόπο που πληρώνονται οι οίκοι αξιολόγησης, με το είδος των εργασιών που καλούνται να διεκπεραιώσουν, με την εύρεση πόρων για τη συντήρησή τους κτλ.

Η αξιολόγηση ενός κράτους ή μιας επιχείρησης, με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη είναι πολύ χρήσιμη, ιδιαίτερα αν είναι υψηλή, διότι αποτελεί το διαβατήριο στις αγορές χρήματος. Όσο καλύτερη είναι η βαθμολογία, τόσο περισσότερο ασφαλής θεωρείται η επένδυση, κατά συνέπεια, το επενδυτικό ενδιαφέρον μεγαλύτερο και το κόστος του χρήματος φθηνότερο. Έτσι ενισχύεται σημαντικά ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης. Αρχικά η βαθμολόγηση μιας εταιρείας από τη Moody's ή την S&P προκαλεί απαίτηση της τάξεως των 50.000-70.000 ευρώ (Economist) για κάθε φορά αξιολόγησης. Πολλές φορές μία αξιολόγηση μπορεί να επαναληφθεί αρκετές φορές μέσα σε σχετικά μικρό χρονικό διάστημα, ακόμα και στην περίοδο του ίδιου έτους. Στους κανόνες της ελεύθερης αγοράς, ο ανταγωνισμός των εταιρειών και η εύρεση δανειακών πόρων οδηγεί πολλές φορές τις μεγάλες εταιρείες σε 'μυστικές συμφωνίες' με τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης με σκοπό την ενίσχυση της βαθμολογίας.

Ένας άλλος τρόπος για να έρθει κανείς σε επαφή με τους οίκους αξιολόγησης κάνει κυρίως με τη δυνατότητα που αποκτά κανείς πληρώνοντας να «ξεκλειδώσει» τις διάφορες βάσεις δεδομένων που έχουν δημιουργήσει οι συγκεκριμένοι οίκοι για τις αγορές παγκοσμίως. Πρόκειται για εξαιρετικά χρήσιμα εργαλεία, ιδιαίτερα για εκείνους που τριγυρνάνε στον κόσμο αναζητώντας επενδυτικές ευκαιρίες. Ακόμη και στην περίπτωση αυτή δεν υπάρχει διαφάνεια στις οικονομικές συναλλαγές που πραγματοποιούνται.

Το 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

4.6. Δεοντολογική Προσέγγιση

Οι τρεις οίκοι αξιολόγησης -Standard & Poor's, Moody's και Fitch- κατέχουν τη μερίδα του λέοντος στην παγκόσμια αγορά πιστοληπτικής αξιολόγησης ελέγχοντας πάνω από το 95% της παγκόσμιας αγοράς. Η αξιολόγηση που δίνουν σε μια επιχείρηση - τράπεζα ή κράτος σημαίνει ότι όσο καλύτερη (υψηλότερη) είναι η βαθμολογία, τόσο περισσότερο ασφαλής θεωρείται η επένδυση και, κατά συνέπεια, το επενδυτικό ενδιαφέρον μεγαλύτερο και το κόστος χρήματος φθηνότερο. Άρα ο ρόλος τους είναι κομβικός εκ των πραγμάτων.

Το πρόβλημα της αξιολόγησης από τους τρεις οίκους είναι πρώτιστα πρόβλημα δεοντολογικό. Υπάρχουν ισχυρές προσωπικές σχέσεις μεταξύ των στελεχών των οίκων αξιολόγησης με τα στελέχη επιχειρήσεων και οργανισμών που ζητούν αξιολόγηση. Πολλές φορές τα στελέχη των οίκων δίνουν οδηγίες σε διευθυντικά στελέχη των οργανισμών για να λάβουν καλό βαθμό. Αυτή η προσέγγιση δημιουργεί κανόνες λειτουργίας στην αγορά τους οποίους πρέπει υποχρεωτικά να ακολουθούν οι αξιολογούμενες επιχειρήσεις. Ακόμη, έχει πολλές φορές γραφτεί στον Τύπο ότι οι τρεις μεγάλοι οίκοι αξιολόγησης διαπλέκονται με άλλα εταιρικά συμφέροντα τα οποία κυρίως είναι εκδοτικά. Στην πρόσφατη παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση οι οίκοι αυτοί έπεσαν έξω, κυρίως διότι αμείβονται από τις ίδιες τις επιχειρήσεις στις οποίες αξιολογούσαν τα ομόλογά τους. Μάλιστα, όταν η αγορά στέγης κατέρρεε στα τέλη του 2007, η Moody's έβαλε στο περιθώριο και

απομόνωσε κάποιους αναλυτές και στελέχη της που προειδοποιούσαν για την επερχόμενη οικονομική καταστροφή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

ΧΩΡΑΣ : Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ

ΟΜΟΛΟΓΩΝ

5.1 Κίνδυνος χρεοκοπίας μιας χώρας

Υπάρχουν αρκετοί, διαφορετικοί δείκτες μέτρησης του κινδύνου της χρεοκοπίας μίας χώρας, οι οποίοι «χρησιμοποιούνται» τόσο από την ίδια «προληπτικά», όσο και από τις διεθνείς εταιρείες αξιολόγησης (για τον καθορισμό της πιστοληπτικής ικανότητας της, με βάση την οποία υπολογίζονται, μεταξύ άλλων, τα επιτόκια των ομολόγων του δημοσίου).

Ένας δείκτης είναι η πορεία (διαχρονικά) και το ύψος των επιτοκίων που πληρώνει μία χώρα για τα δάνεια που λαμβάνει. Όταν δεν ξεπερνούν πολύ το επιτόκιο μίας ισχυρής Οικονομίας (στην Ε.Ε. η Γερμανία με 3%), θεωρείται ότι δεν «υποδηλώνουν» κίνδυνο χρεοκοπίας (η Αργεντινή πλήρωνε, λίγο πριν πτωχεύσει, 40 ποσοστιαίες «μονάδες βάσης» – δηλαδή πάνω από 40%).

Ένας άλλος βασικός δείκτης είναι το ποσοστό των δημοσίων χρεών μίας χώρας, σε σχέση με το ΑΕΠ της αφού, όσο μεγαλύτερο εμφανίζεται, τόσο πιο πιθανή είναι η χρεοκοπία της (το 125% που υπολογίζεται για τη χώρα μας το 2010, είναι πολύ πάνω από το όριο ασφαλείας – 60%). Επίσης, το ποσοστό του εξωτερικού χρέους της σε σχέση με το ΑΕΠ (στη Μ. Βρετανία υπερβαίνει το 400%).

Η κυριότερη αιτία της χρεοκοπίας ενός κράτους (όπως και μίας επιχείρησης) είναι αναμφίβολα η υπερχρέωσή του (οι πολεμικές συρράξεις και οι επαναστατικές αλλαγές), η οποία μεταξύ άλλων μπορεί να προέλθει:

(α) από την κερδοσκοπική επίθεση εναντίον του εθνικού νομίσματος (κίνδυνος που σε μία χώρα της Ευρωζώνης δεν υφίσταται, λόγω του κοινού νομίσματος),

(β) από την αρνητική οικονομική συγκυρία στις χρηματαγορές, η οποία μπορεί να καταστήσει αδύνατο ακόμη και τον «υγιή», τον εγγυημένο δηλαδή δανεισμό της

(γ) σαν αποτέλεσμα μίας «σειράς ετών» ελλειμματικών προϋπολογισμών, κατά τη διάρκεια των οποίων το κράτος δαπανούσε περισσότερα από όσα εισέπραττε, ενώ χρηματοδοτούσε τα ελλείμματα του με συνεχώς αυξανόμενα δάνεια (ομόλογα) από τους πολίτες, από τις τράπεζες, από επενδυτές και από άλλα κράτη,

(δ) από το συνδυασμό, από την χρονική «συνύπαρξη» δηλαδή των παραπάνω διαφορετικών αιτιών (από την ταυτόχρονη εμφάνιση της δεύτερης και της τρίτης αιτίας, όσον αφορά μία χώρα της Ευρωζώνης).

5.2 Ελληνικά ομόλογα

Το ομόλογο είναι ένας τίτλος χρέους ο οποίος εκδίδεται από μια κυβέρνηση ή μια εταιρία με σκοπό να συγκεντρώσει χρήματα. Ο εκδότης υποχρεούται να καταβάλλει ένα σταθερό ποσό ως τόκο (κουπόνι) σε τακτά χρονικά διαστήματα (π.χ. ετησίως) και κατά την ημερομηνία λήξης (ωριμότητα) του ομολόγου να επιστρέψει στον κάτοχο του-δανειστή το αρχικό ποσό του κεφαλαίου (ονομαστική αξία). Επίσης άλλοι όροι που μπορούν να συνδεθούν με την έκδοση ομολόγου, είναι η υποχρέωση για τον εκδότη να παρέχει ορισμένες πληροφορίες στον κάτοχο ομολόγων ή άλλοι περιορισμοί στη συμπεριφορά του εκδότη. Τα ομόλογα εκδίδονται γενικώς για ένα καθορισμένης διάρκειας χρονικό διάστημα, μεγαλύτερο του ενός έτους.

Ένα ομόλογο είναι απλώς ένα δάνειο, το οποίο αντλείται από τον εκδότη του δανείου όχι μέσω της τραπεζικής διαμεσολάβησης αλλά μέσω των κεφαλαιαγορών. Ο εκδότης είναι ο οφειλέτης, ο κάτοχος ομολόγων ο δανειστής και το κουπόνι (αν υπάρχει) είναι ο τόκος. Τα ομόλογα επιτρέπουν στον εκδότη να χρηματοδοτήσει μακροπρόθεσμες επενδύσεις με εξωτερικά κεφάλαια.

Τα ομόλογα και οι μετοχές είναι και τα δύο χρεόγραφα, αλλά η διαφορά είναι ότι οι κάτοχοι μετοχών είναι ιδιοκτήτες ενός μέρους (τιμήματος) της εκδότριας εταιρείας (έχουν εταιρικό μερίδιο), ενώ οι κάτοχοι ομολόγων είναι στην ουσία δανειστές του εκδότη. Επίσης τα ομόλογα έχουν συνήθως έναν καθορισμένο χρόνο ή ωριμότητα, μετά την πάροδο της οποίας το ομόλογο εξαγοράζεται ενώ οι μετοχές

μπορούν να είναι, κατά κάποιο τρόπο, αόριστου χρόνου. Τέλος, η πληρωμή του αντίστοιχου κουπονιού ενός ομολόγου προηγείται της απόδοσης μερίσματος από την αντίστοιχη εταιρεία (γεγονός πολύ σημαντικό σε περίπτωση πτώχευσης της εταιρείας και επιπλέον, ο κάτοχος του ομολόγου μπορεί να προσφύγει στη δικαιοσύνη στην περίπτωση που δεν του αποδοθεί το κουπόνι του, ενώ με το μέρισμα μιας μετοχής δεν ισχύει κάτι τέτοιο).

Τα ελληνικά ομόλογα διακρίνονται σε 3 κατηγορίες:

- 1.Ελληνικά κρατικά ομόλογα
- 2.Ελληνικά FRNs
- 3.Ελληνικά εταιρικά ομόλογα.

Τα ελληνικά κρατικά ομόλογα είναι τίτλοι χρέους οι οποίοι εκδίδονται από το ελληνικό κράτος με σκοπό να συγκεντρώσει χρήματα. Η διαπραγμάτευση των ελληνικών κρατικών ομολόγων γίνεται στην ΗΔΑΤ (Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά Τίτλων).

Ο επενδυτής που θέλει να αγοράσει ένα κρατικό ομόλογο θα πρέπει να απευθυνθεί στα υποκαταστήματα των τραπεζών τα οποία έχουν πρόσβαση στα dealingrooms.

Ο επενδυτής θα πρέπει να είναι εξοικειωμένος με την αντίστροφη σχέση μεταξύ της τιμής και της απόδοσης του ομολόγου. Συγκεκριμένα να ξέρει ότι όταν η τιμή του ομολόγου ανεβαίνει η απόδοση του ομολόγου πέφτει ενώ όταν η τιμή του ομολόγου πέφτει η απόδοσή του ανεβαίνει. Η απόδοση του ομολόγου ορίζεται ως:

Απόδοση (yield) = κουπόνι /τιμή ομολόγου.

Παράδειγμα: Εάν αγοράσουμε ένα ομόλογο ονομαστικής αξίας 1.000€ με κουπόνι 10% στην ονομαστική του αξία η απόδοση είναι: $100\text{€} / 1.000\text{€} = 10\%$.

Όταν η τιμή του ομολόγου πέσει στα 800€τότε η απόδοση ανέρχεται στο:

$100\text{€} / 800\text{€} = 12,5\%$.Αυτό συμβαίνει διότι παίρνουμε τον τόκο των 100€ σε ένα επενδυτικό προϊόν που τώρα στοιχίζει 800€. Αντίστροφα, εάν η τιμή του ομολόγου ανέβει στα 1.200€τότε η απόδοση πέφτει στο 8,33% ($100\text{€} / 1.200\text{€}$).

Ο επενδυτής που θέλει να αγοράσει ένα ομόλογο θέλει να έχει υψηλές αποδόσεις. Επομένως θα πληρώσει 800€για να αγοράσει ένα ομόλογο ονομαστικής αξίας 1.000€ το οποίο έχει απόδοση 12,5%. Αντίθετα εάν ο επενδυτής έχει ήδη στο χαρτοφυλάκιο του ένα ομόλογο, απολαμβάνει τον τόκο του κουπονιού 100€έχοντας την ελπίδα ότι η τιμή του ομολόγου θα ανέβει και θα το πουλήσει στο μέλλον.

Τα ελληνικά εταιρικά ομόλογα είναι τίτλοι χρέους οι οποίοι εκδίδονται από ελληνικές εταιρίες με σκοπό να συγκεντρώσουν χρήματα. Η διαπραγμάτευση των ελληνικών εταιρικών ομολόγων γίνεται στο Χ.Α. (Χρηματιστήριο Αθηνών).

5.3 Η πορεία των Ελληνικών ομολόγων

Η περιοχή των 1.000 μονάδων για τα spreads των Ελληνικών ομολόγων ήταν μια εξαιρετικά σημαντική περιοχή που δεν έπρεπε να διασπαστεί, καθώς αποτέλεσε την κορυφή τριών ανοδικών κινήσεων στο πρόσφατο παρελθόν. Η διάσπαση των 1.000 μονάδων παρέχει την βάση για μεγαλύτερη ανοδική κίνηση των spreads τους επόμενους μήνες. Σύμφωνα όμως με την τεχνική ανάλυση, όταν μια χρηματιστηριακή αξία διασπά μια σημαντική αντίσταση (όπως αυτή των 1.000 μονάδων των spreads) επιστρέφει προσωρινά ώστε να την επιβεβαιώσει. Άρα σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση, ίσως και τα spreads υποχωρήσουν ώστε να επαναβεβαιώσουν την περιοχή των 1.000-1.050 μονάδων, πριν κινηθούν υψηλότερα. Σημειώνεται ότι τα spreads των 10ετών Ελληνικών Ομολόγων έκλεισαν στις 1.397 μονάδες βάσης, κατά την 7η Ιουλίου 2011.

Η απόδοση των Ελληνικών Ομολόγων ανεβαίνει καθώς τα ασφάλιστρα κινδύνου γίνονται πιο ακριβά. Η απόδοση του 10ετούς Ομολόγου προσεγγίζει αισίως το 15%. Ακολουθεί γράφημα της πορείας των Ελληνικών ομολόγων κατά το τελευταίο έτος από το Bloomberg



5.4 Αγοραία τιμή ομολόγου

Οι κυβερνήσεις χωρών σχεδόν πάντα χρειάζεται να δανειστούν προκειμένου να καλύψουν τις δημόσιες δαπάνες τους. Αυτό γίνεται με την έκδοση ομολόγων σε

τακτά διαστήματα όπως αναφέρθηκε και παραπάνω , τα οποία τα διαθέτουν στους επενδυτές .Αυτή είναι και η έννοια του Δημόσιου χρέους μιας χώρας. Όσο μεγαλύτερες ανάγκες για δανεισμό έχει μία χώρα τόσο περισσότερα ομόλογα εκδίδει και συνεπώς αυξάνει το Δημόσιο χρέος της. Οι εκδόσεις ομολόγων γίνονται με διαφορετική ημερομηνία λήξης , τοκομερίδιο και συνολική αξία , ανάλογα με τις ανάγκες μιας χώρας αλλά και για την διευκόλυνση της διαχείρισης του Δημόσιου χρέους. Τα ομόλογα με τοκομερίδιο εκδίδονται με ονομαστική αξία η οποία είναι το ποσό που πληρώνεται από τον εκδότη κατά την εξόφληση του ομολόγου στην λήξη του. Η ονομαστική αξία χρησιμοποιείται επίσης ως βάση για τον υπολογισμό του τοκομεριδίου. π.χ. 6% απόδοση πληρώνει στον κάτοχό του κάθε χρόνο 6€ για κάθε 100€ονομαστικής αξίας .

Η τιμή ενός ομολόγου ανά πάσα στιγμή ,αλλά και κατά την διάρκεια έκδοσής του διαφέρει από την ονομαστική αξία και είναι συνάρτηση των τρεχόντων επιτοκίων σε σχέση με το τοκομερίδιο του ομολόγου

5.5 Απόδοση στην λήξη

Καθημερινά, κατά την διαπραγμάτευση των ομολόγων στη διατραπεζική αγορά η τιμή τους διαμορφώνεται ελεύθερα.. Η τρέχουσα τιμή κάθε ομολόγου φανερώνει την απόδοσή του που έχει αυτό το ομόλογο αν αγοραστεί στην τιμή αγοράς και κρατηθεί μέχρι την λήξη του. Είναι προφανές ότι η τιμή και η απόδοση στην λήξη είναι αντιστρόφως ανάλογα. Με σταθερά τοκομερίδιο και ονομαστική αξία όσο πιο ακριβά αγοραστεί ένα ομόλογο τόσο πιο μικρή θα είναι η απόδοση ενώ μεγάλη απόδοση στην λήξη σημαίνει φτηνότερο ομόλογο .Οι αποδόσεις στην λήξη αποτελούν ασφαλέστερα μέτρα σύγκρισης αφού στον υπολογισμό συμπεριλαμβάνεται και η τιμή και το τοκομερίδιο .

5.6 Spread Ελληνικών – Γερμανικών ομολόγων

Πολύς λόγος γίνεται τελευταία και με ευκαιρία την κρίση χρέους στην Ε.Ε. για το spreadμεταξύ ελληνικών και γερμανικών ομολόγων. Αυτό δεν είναι τίποτα άλλο από την διαφορά στην λήξη της απόδοσης των δεκαετών ελληνικών και γερμανικών . Το γερμανικό δεκαετές ομόλογο είναι το πιο αντιπροσωπευτικό για την ζώνη του ευρώ.

5.7 Καμπύλη αποδόσεων

Όπως αναφέρθηκε η κυβέρνηση μιας χώρας καθορίζει την έκδοση ομολόγων ανάλογα με τις δανειακές ανάγκες της αλλά και την διευκόλυνση της διαχείρισης αποπληρωμής του χρέους .Γι αυτό εκδίδονται ομόλογα διαφορετικής διάρκειας η οποία κυμαίνεται από 1- 20χρόνια (το πιο συνηθισμένο) και για ορισμένες χώρες όπως οι ΗΠΑ φτάνει τα 30 χρόνια.

Οι αποδόσεις των ομολόγων διαφορετικής ημερομηνίας λήξης σχηματίζουν γραφικά την καμπύλη αποδόσεων .

Το σχήμα της καμπύλης εξαρτάται από διάφορους παράγοντες τους οποίους εξηγούν τρεις θεωρίες.

Η θεωρία των προσδοκιών που υποστηρίζει ότι το σχήμα της καμπύλης εξαρτάται από τις προσδοκίες των μελλοντικών επιτοκίων .Χώρες δηλαδή με αύξηση των επιτοκίων έχουν καμπύλη αποδόσεων ανοδική .

Η θεωρία της προτίμησης ρευστότητας σύμφωνα με την οποία οι επενδυτές προτιμούν την ρευστότητα δηλ. οι δανειζόμενοι προτιμούν να δανείζονται μακροπρόθεσμα και οι δανειστές να δανείζουν βραχυπρόθεσμα .Αυτό σημαίνει μεγάλη ζήτηση για βραχυπρόθεσμα ομόλογα και μεγάλη προσφορά για μακροπρόθεσμα ομόλογα έτσι έχουμε μία ανοδική καμπύλη αποδόσεων .Οι επενδυτές έτσι για να δεσμεύσουν κεφάλαια για μεγάλο χρονικό διάστημα απαιτούν ένα premium στις αποδόσεις μακροπρόθεσμων ομολόγων .

Μία ακόμη θεωρία υποστηρίζει ότι η καμπύλη διαμορφώνεται από την προσφορά και ζήτηση ομολόγων χωριστά ανά ημερομηνία λήξης και από παράγοντες ανεξάρτητους της ημερομηνίας λήξης τους.

5.8 Πρωτογενής Δευτερογενής αγορά ομολόγων

Μέσω της Τράπεζας της Ελλάδος πραγματοποιούνται δημοπρασίες ομολόγων σε τακτά διαστήματα .Σε αυτές συμμετέχουν οι τράπεζες με την ιδιότητα του primarydealer.Οι τράπεζες καταθέτουν τις προσφορές τους δηλ το ποσό που ενδιαφέρονται να αποκτήσουν (σε ονομαστική τιμή) αλλά και την τιμή που είναι διατεθειμένες να πληρώσουν και ανάλογα με την ζήτηση η ΤτΕ διαθέτει την έκδοση στις τράπεζες των οποίων η τιμή ξεπερνά την ελάχιστη αποδεκτή τιμή όπως αυτή διαμορφώθηκε από την δημοπρασία .Αυτή η διαδικασία λαμβάνει χώρα στην πρωτογενή αγορά ομολόγων .Στην δευτερογενή οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να προσφέρουν τιμές στο διατραπεζικό σύστημα ηλεκτρονικής διαπραγμάτευσης άυλων τίτλων σε όλη την διάρκεια στην οποία η αγορά είναι ανοικτή .Οι τιμές είναι διπλές δηλ οι τράπεζες πρέπει να αναφέρουν τιμή αγοράς και τιμή πώλησης στις οποίες είναι διατεθειμένες να προβούν .Είναι σαφές ότι η τιμή αγοράς είναι πάντα χαμηλότερη από την τιμή πώλησης και η διαφορά είναι κέρδος για την τράπεζα.

5.9 Πως φτάσαμε στην κρίση

Το ύψος του επιτοκίου με το οποίο δανείται μια κυβέρνηση από το επενδυτικό κοινό κοστολογεί την πιθανότητα μη αποπληρωμής του δανείου. Έτσι, για παράδειγμα, στο δημοσιονομικό και πολιτικό χάος των αρχών της δεκαετίας του '90 η Ελλάδα πλήρωνε επιτόκιο 16-18 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από τη Γερμανία, spread το οποίο μειώθηκε στη μισή μονάδα με την είσοδο της χώρας στην ONE και μετά την κρίση του 2008 ξανανέβηκε πάνω από τις 4 μονάδες για να φτάσει τις 10 μονάδες σήμερα

Οι επενδυτές υπολογίζουν την πιθανότητα αποπληρωμής παίρνοντας ως βασικό κριτήριο το ύψος του χρέους ως ποσοστό του εισοδήματος (ΑΕΠ) και η δυναμική αυτού του λόγου. Όσο μεγαλύτερο είναι το ΑΕΠ μιας χώρας, τόσο μεγαλύτερο είναι το ποσό (σε ευρώ) που δύναται να αποπληρώσει, και συνεπώς να δανειστεί. Σε βάθος χρόνου, η πιστοληπτική ικανότητα μιας χώρας βελτιώνεται όταν μειώνεται το ωφελούμενο ποσό αλλά και όταν αυξάνεται το εισόδημα.

Η Ελλάδα τα χρόνια 1999-2008 είχε πολύ υψηλή οικονομική ανάπτυξη. Η πραγματική ανάπτυξη της οικονομίας ανήλθε στο 3.5-4% ετησίως, το οποίο ήταν το δεύτερο υψηλότερο ποσοστό στην Ευρωπαϊκή Ένωση για εκείνη την δεκαετία. Συνυπολογίζοντας και τον πληθωρισμό, το ονομαστικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 7-8% ετησίως, δηλαδή σχεδόν διπλασιάστηκε μεταξύ 1999 και 2008. Συγχρόνως με την μεγάλη αυτή ανάπτυξη, το ελληνικό κράτος είχε και μεγάλα ελλείμματα, για τα οποία δεν πήρε μέτρα για τη μείωση τους. (Eurostat).

Το 2008 αλλάζει το σκηνικό. Η παγκόσμια οικονομία οδηγείται στην μεγαλύτερη κρίση από την δεκαετία του '30. Η οικονομική ύφεση οδηγεί σε χειροτέρευση των δημοσιονομικών μεγεθών όλων των χωρών επειδή η οικονομική συρρίκνωση συνεπάγεται μικρότερα φορολογικά έσοδα καθώς και μεγαλύτερα έξοδα, για την στήριξη των τραπεζών και των οικονομικά ασθενέστερων πολιτών (επιδόματα ανεργίας κτλ).

Όσον αφορά την Ελλάδα, η κρίση αρχικά δεν την επηρεάζει άμεσα, επειδή το τραπεζικό σύστημα δεν έχει επεκταθεί και δεν έχει υπάρξει φούσκα στην αγορά κατοικίας. Ο δεύτερος γύρος όμως της κρίσης, που αφορά την φερεγγυότητα του δημοσίου τομέα διαφόρων χωρών, βρίσκει την Ελλάδα στο επίκεντρο.

Η συνακόλουθη εκτόξευση του ελλείμματος θα είχε εντείνει σημαντικά το δημοσιονομικό πρόβλημα της χώρας ακόμα και χωρίς την παγκόσμια κρίση. Η κρίση συνέβαλε στο ότι οδήγησε στην μείωση των φορολογικών εσόδων και, κυρίως, στο ότι μείωσε δραματικά τις προβλέψεις για μελλοντική ανάπτυξη. Το δεύτερο σημείο είναι ιδιαίτερος σημαντικό για την Ελλάδα καθώς η ανάπτυξη είχε χρησιμοποιηθεί για την κάλυψη των ελλειμμάτων.

Η νέα κατάσταση του 2009 (μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα, χαμηλές προσδοκίες ανάπτυξης) δημιούργησε την ανάγκη μιας μεγάλης προσαρμογής στην Ελλάδα (όπως και σε άλλες χώρες). Στην Ελλάδα, οι επενδυτές βλέπουν μιά χώρα με ένα τεράστιο έλλειμμα, της τάξης του 10-12% του ΑΕΠ, το οποίο προστίθεται σε ένα ήδη τεράστιο χρέος, της τάξης του 100% του ΑΕΠ, με μια οικονομία σε ύφεση, που

σημαίνει ότι ο παρονομαστής του λόγου χρέος-ΑΕΠ δεν πρόκειται να αυξηθεί σημαντικά τα επόμενα χρόνια, και κρίνουν ότι ο κίνδυνος μη αποπληρωμής έχει αυξηθεί σημαντικά. (Eurostat).

Το αποτέλεσμα είναι ότι τα επιτόκια τα οποία ζητάνε για να δανείσουν την ελληνική κυβέρνηση αρχίζουν να αυξάνονται. Το ίδιο συμβαίνει και με την Ιρλανδία, η οποία έχει παρόμοιο δημοσιονομικό έλλειμμα με το ελληνικό, με μικρότερο χρέος αλλά και μεγαλύτερη οικονομική κρίση λόγω των προβλημάτων του ιρλανδικού τραπεζικού τομέα και της φούσκας στα ιρλανδικά ακίνητα.

Στα μάτια των επενδυτών η βασική διαφορά μεταξύ Ελλάδας και Ιρλανδίας έγκειται στην δυνατότητα προσαρμογής στα νέα δεδομένα. Η ιρλανδική κυβέρνηση περνάει τρία πακέτα λιτότητας μέσα στο 2009 με στόχο την μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος.

Αντιθέτως, η ελληνική κυβέρνηση ουσιαστικά δεν παίρνει κανένα μέτρο. Το αποτέλεσμα είναι ότι ενώ τα spread Ελλάδας και Ιρλανδίας κινούνται μαζί από το ξεκίνημα της κρίσης, από τον Δεκέμβρη του 2009 τα ιρλανδικά επιτόκια αρχίζουν να μειώνονται και κινούνται 1-1,5% πάνω από τα γερμανικά. Αντιθέτως, τα ελληνικά spread παραμένουν πάνω από το 8% το οποίο και δυσχεραίνει την προσπάθεια μείωσης του ελλείμματος.¹(Eurostat).

5.10 Υποβάθμιση ελληνικών ομολόγων και ελληνικές τράπεζες

Η υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της ελληνικής οικονομίας από τους οίκους αξιολόγησης αφορά άμεσα τα ελληνικά ομόλογα και εμμέσως επηρεάζει τις ελληνικές τράπεζες.

Με την υποβάθμιση αυτή, τα ελληνικά ομόλογα κατατάσσονται στα λεγόμενα «σκουπίδια», δηλαδή στην κατηγορία ομολόγων που ενέχουν κίνδυνους. Με άλλα λόγια, οι οίκοι πιστοληπτικής αξιολόγησης πιστεύουν ότι η Ελλάδα έχει μεγαλύτερες πιθανότητες να χρεοκοπήσει με αποτέλεσμα να μην μπορεί να δώσει τα χρήματα

πίσω σε αυτούς που έχουν αγοράσει ομόλογα και με τον τρόπο αυτό την έχουν δανείσει.

Η υποβάθμιση αυτή δημιουργεί μια σειρά από παρενέργειες, οι οποίες δυσκολεύουν κατ' αρχήν τις τράπεζες σε ό,τι αφορά τη ρευστότητά τους με τους εξής τρόπους:

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

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

Τρίτον, όσο μειώνεται η ρευστότητα ή γίνεται πιο ακριβή, τόσο κλείνουν οι στρόφιγγες του δανεισμού. Με άλλα λόγια, η υποβάθμιση σημαίνει λιγότερα και ακριβότερα δάνεια.

Επομένως, η υποβάθμιση των ελληνικών ομολόγων σημαίνει:

- α) Αύξηση επιτοκίων για τους καταθέτες, αλλά και για τους δανειολήπτες.
- β) Χορήγηση λιγότερων δανείων (στεγαστικά, καταναλωτικά, επιχειρηματικά).

γ) Περαιτέρω περικοπές λειτουργικού κόστους από τις τράπεζες (απολύσεις, αναδιάρθρωση δικτύου κλπ).

5.11 Χρεοκοπία μιας χώρας και πιθανά σενάρια

Η χρεοκοπία και η αναδιάρθρωση χρέους αποτελεί ένα σχετικά συχνό φαινόμενο στην διεθνή οικονομική πρακτική και την χρηματοοικονομική ιστορία. Η χρεοκοπία επιτρέπει στο κράτος να μειώσει ή να μετατοπίσει χρονικά τις υποχρεώσεις του προς τρίτους και αυτό έχει αποτέλεσμα την βελτίωση της ταμειακής του κατάστασης και την αύξηση της εσωτερικής κατανάλωσης.

Αν και είναι περίεργο φαίνεται ότι οι πιστωτές των κρατών έχουν πολύ λιγότερα δικαιώματα σε σχέση με τους πιστωτές ιδιωτών. Στους τελευταίους υπάρχουν απόλυτα προσδιορισμένες απαιτήσεις εναντίων περιουσιακών στοιχείων του δανειζόμενου σε αντίθεση με το ένα κράτος που τα δικαιώματα των πιστωτών είναι αμφισβητούμενα. Επιπλέον είναι αδύνατο να «ρευστοποιήσεις» ένα κράτος ενώ και οι νομικές δυνατότητες που έχει ένας πιστωτής ενός κράτους είναι εκτός από αμφισβητούμενες όπως αναφέρθηκε προηγουμένως αλλά και αδύνατο να εφαρμοστεί κάποια ενδεχόμενη δικαστική απόφαση σε βάρος του κράτους.

Παράλληλα η διεθνής πρακτική έχει δείξει ότι οι κυβερνήσεις των κρατών δανειστών δεν επεμβαίνουν υπέρ των δανειστών εναντίον του κράτους που χρωστά. Ανάμεσα σε εκατοντάδες χρεοκοπίες που έχουν γίνει οι περιπτώσεις παρέμβασης από την πλευρά του κράτους των δανειστών είναι ελάχιστες και όχι αξιοσημείωτες. Αυτήν την ουδέτερη πρακτική τήρησε ακόμη και η Μεγάλη Βρετανία στην εποχή της παντοδυναμίας της.

Βέβαια όλα αυτά δεν σημαίνουν ότι η χρεοκοπία δεν έχει κόστος για το κράτος ή τους κατοίκους του. Υπάρχει κόστος και μεγάλο που συχνά είναι απαγορευτικό για την λήψη μιας τέτοιας απόφασης. Διαφορετικά οι πτωχεύσεις κρατών θα ήταν πολύ συχνές και επαναλαμβανόμενες.

5.11.1. Ιστορικό χρεοκοπιών

Οι ιστορίες οικονομικών χρεοκοπιών εμφανίζονται από τότε που υπάρχει ο κρατικός δανεισμός. Η ιστορία αναφέρει πως οι πρώτες καταγεγραμμένες κρατικές χρεοκοπίες αφορούσαν πόλεις- κράτη μέλη της Αθηναϊκής συμμαχίας τα οποία αδυνατούσαν να πληρώσουν δάνεια που είχαν λάβει από το συμμαχικό ταμείο της Δήλου.

Από τον 16^ο αιώνα χώρες όπως η Γαλλία , η Ισπανία και η Πορτογαλία εμφάνιζαν σοβαρά οικονομικά προβλήματα τα οποία κατέληγαν σε χρεοκοπία. Στον 19^ο αιώνα όμως οι κρατικές χρεοκοπίες πήραν μαζικές διαστάσεις τόσο σε αριθμό κρατών όσο και σε επίπεδο γεωγραφικής εξάπλωσης ως ένα αποτέλεσμα της ανάπτυξης χρηματοοικονομικών αγορών , κίνησης κεφαλαίων καθώς και από την δημιουργία νέων κρατών. Η πιο συχνή αιτία μιας χρεοκοπίας ήταν η ήττα σε ένα πόλεμο ή η περίοδος εμφυλίου πολέμου. Παράλληλα όμως εμφανίστηκε και η χρεοκοπία εξαιτίας μιας διεθνούς οικονομικής κρίσης. Πηγές κεφαλαίων κατά τον 19^ο αιώνα ήταν ιδιώτες ή τράπεζες κυρίως της Μεγάλης Βρετανίας, στις αρχές του 20^{ου} αιώνα ήταν εκτός της Μεγάλης Βρετανίας και η Γαλλία , η Γερμανία , η Ολλανδία και οι Η.Π.Α. Αυτόν δεν άλλαξε μέχρι σήμερα απλά κατά το 1970 προστέθηκε η Ιαπωνία και προς το 2000 η Κίνα.

Στις περισσότερες χρεοκοπίες μεταξύ 1820-1870 συστήνονταν επιτροπές από του δανειστές οι οποίες διαπραγματευόταν με τις κυβερνήσεις των χρεοκοπημένων κρατών. Οι διαπραγματεύσεις αυτές διαρκούσαν κατά μέσο όρο 14 χρόνια με μικρή αποτελεσματικότητα εξαιτίας κακού συντονισμού των επιτροπών αυτών και έλλειψη τεχνογνωσίας για τις διαπραγματεύσεις. Το πιο σύνηθες αποτέλεσμα ήταν η αναδιαπραγμάτευση της χρονικής διάρκειας των χρεών με ή χωρίς υπολογισμό τόκων.

Το 1868 ιδρύθηκε στην Αγγλία η British Corporation of Foreign Bondholders (CFB) η οποία επί δεκαετίες ανέλαβε την πληροφόρηση των επενδυτών για την κατάσταση στις δανειζόμενες χώρες αλλά και τις διαπραγματεύσεις σε περιπτώσεις χρεοκοπιών με χώρες που ή είχαν χρεοκοπήσει ή ήταν στα πρόθυρα χρεοκοπίας. Μετέπειτα ιδρύθηκαν ανάλογες οργανώσεις και σε Γαλλία , Βέλγιο και Ελβετία και τις Η.Π.Α.

Μέχρι το 1880 οι διακανονισμοί είχαν την μορφή 1) Κεφαλαιοποίηση των καθυστερημένων τόκων 2) Επιμήκυνση του δανείου και σε ελάχιστες περιπτώσεις μείωση κεφαλαίου ή τόκων . Έπειτα η συνήθης πρακτική ήταν η μεταφορά από τα χρεοκοπημένα κράτη προς τους δανειστές περιουσία (συνήθως κρατική γη ή δίκτυα σιδηροδρόμων) ή ροών εισοδημάτων (φόροι – τέλη) Τέτοιου είδους συμφωνία έκανε και η Ελλάδα το 1898. Αυτή η τάση για μεταφορά εμπράγματων δικαιωμάτων τερματίστηκε όταν ξέσπασε μεγάλο κύμα χρεοκοπιών κατά τον μεσοπόλεμο (κρίση του 1929) μέχρι να ατονήσει εντελώς μετά τον Β΄ Παγκόσμιο πόλεμο . Στο νέο κύμα χρεοκοπιών στα τέλη του 1970 κυριάρχησε η πρακτική των προληπτικών διακανονισμών μεταξύ δανειστών με τις χώρες που διαπιστωνόταν ότι έχουν πρόβλημα εξυπηρέτησης των χρεών τους πριν κηρύξουν στάση πληρωμών. Στις περισσότερες των περιπτώσεων οι τράπεζες προχωρούσαν σε νέες δανειοδοτήσεις . Η πρακτική αυτή αποδείχτηκε καταστροφική αφού το μόνο που πετύχαινε ήταν η επιβράδυνση της χρεοκοπίας και τίποτε άλλο . Έτσι άρχισε να γίνεται αποδεκτή η ιδέα της χρονικής αναδιάρθρωσης του χρέους αλλά και η μείωση του κεφαλαίου πιο γνωστό ως haircut. Αυτή η πρακτική επικράτησε τα τελευταία χρόνια και αυτό έχει να κάνει με την λογιστική αποτίμηση των ομολογιών στους τραπεζικούς ισολογισμούς που πρέπει να αποτιμούνται στην αγοραία τιμή τους (mark-to –market)

5.11.2. Συνέπειες σε περίπτωση χρεοκοπίας μιας χώρας.

Η χρεοκοπία ενός κράτους όπως αναφέρθηκε προηγουμένως δεν έχει άμεσες νομικές συνέπειες έχει όμως άμεσες και έμμεσες οικονομικές συνέπειες οι οποίες ίσως είναι και πιο σημαντικές από τις νομικές . Αυτές είναι

A) Κόστος στην φήμη του Κράτους (δυσκολία συμμετοχής σε διεθνείς αγορές κεφαλαίου)

B) Κόστος στις εμπορικές σχέσεις

Γ) Εσωτερικό κόστος (τραπεζικό σύστημα και εσωτερική οικονομία)

Και Δ) Πολιτικό κόστος.

Στην διεθνή βιβλιογραφία υπάρχει ο όρος “defaultpoint” το οποίο έχει την έννοια του σημείου εκείνου πέρα από το οποίο η εμμονή στην μη χρεοκοπία έχει μεγαλύτερο κόστος από την χρεοκοπία .

Ας δούμε τα κόστη ανά κατηγορία όπως αναφέρθηκαν παραπάνω.

Στην φήμη του κράτους

Πρόκειται ίσως για την σημαντικότερη συνέπεια αφού η φήμη μιας χώρας επιδρά σε μια μεγάλη σειρά παραγόντων. Η φήμη προσδιορίζει το πότε μία χώρα θα μπορεί να επιστρέψει στις αγορές με τι επιτόκιο και τι ποσά θα δανείζεται. Με βάση μια μελέτη που έγινε για το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο από τους Eduardo Borensztein και Ugo Panizza (IMF Working Paper) με τίτλο “The Cost of Sovereign Default” ο αποκλεισμός του χρεοκοπημένου κράτους διαρκεί 4-5 χρόνια. Υπολογίστηκε ότι για χώρες που χρεοκόπησαν κατά την δεκαετία του 1980 η διάρκεια αποκλεισμού ήταν 4 χρόνια. Η Αργεντινή (χρεοκόπησε το 2004) ο αποκλεισμός της κράτησε 4,5 χρόνια. Παράλληλα αποδεικνύεται ότι οι επενδυτές τείνουν αν ξεχνούν ή να μην ενδιαφέρονται για το κακό παρελθόν μιας χώρας. Δηλαδή αν οι επενδυτές διαπιστώσουν περιθώρια κέρδους δεν έχουν κανένα πρόβλημα να χρηματοδοτήσουν εκ νέου μία χώρα. Μεγάλο ρόλο παίζει και αν η χώρα δεν ήθελε ή δεν μπορούσε να πληρώσει. Οι αγορές τιμωρούν αυστηρότερα τις χώρες που δεν ήθελαν να πληρώσουν. Οι οίκοι αξιολόγησης βαθμολογούν με μία ή δύο βαθμίδες χαμηλότερα από ότι θα βαθμολογούσαν την χώρα υπό κανονικές συνθήκες χωρίς να μπορεί αν προσδιοριστεί για πόσο χρονικό διάστημα γίνεται αυτό. (Σύμφωνα με μελέτες αυτό αποτελεί βραχυπρόθεσμη συμπεριφορά συνήθως 1-3 χρόνια) Η πρακτική λέει ότι αυτό σημαίνει υψηλότερο κόστος δανεισμού κατά 1% περίπου.

Στις εμπορικές συναλλαγές

Οι περιπτώσεις εμπορικού εμπάργκο ή εμπορικών περιορισμών είναι ελάχιστες.

Μελέτες για παλαιότερα χρόνια δείχνουν ότι υπάρχει μία κάμψη των εμπορικών συναλλαγών που φτάνει μέχρι και τα 15 χρόνια. Πιο πρόσφατες περιπτώσεις χρεοκοπιών δείχνουν μία βραχυχρόνια κάμψη των εμπορικών συναλλαγών κυρίως για το διάστημα των δύο πρώτων ετών μετά την χρεοκοπία.

Εσωτερικό κόστος

Στο εσωτερικό του χρεοκοπημένου κράτους υπάρχουν επιπτώσεις στο τραπεζικό σύστημα – υπάρχει περίπτωση να δημιουργηθεί κύμα αναλήψεων που μπορεί να προκαλέσει την κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος και επίσης από το γεγονός ότι το τραπεζικό σύστημα διακρατά κρατικούς ομολογιακούς τίτλους και άρα υπάρχει κίνδυνος καταγραφής ζημιών στους ισολογισμούς των τραπεζών.

Το ζήτημα της επίδρασης μια χρεοκοπίας στην πορεία του τραπεζικού συστήματος μπορεί να είναι πάρα πολύ σοβαρός και είναι τελικά να προσδιορίσει την τιμή του σημείου χρεοκοπίας που αναφέραμε προηγουμένως. Μία τραπεζική κρίση που μπορεί

να προκύψει σε περίπτωση χρεοκοπίας συχνά έχει μεγάλο δημοσιονομικό κόστος αφού η κυβέρνηση της χώρας σπεύδει να περισώσει τις καταρρέουσες τράπεζες .

Πολιτικό κόστος

Είναι συχνό φαινόμενο οι πολιτικοί να αναβάλλουν την λήψη μιας απόφασης όπως είναι η χρεοκοπία. Γιατί παρατηρείται αυτή η απροθυμία ; Ακριβώς επειδή η ιστορία έχει δείξει ότι ένα αποτέλεσμα μιας χρεοκοπίας είναι η κατάρρευση της κυβέρνησης της χώρας που χρεοκοπεί ταυτόχρονα με την απομάκρυνση από το προσκήνιο των πολιτικών και των αξιωματούχων εκείνων που την προκάλεσαν .

5.12 Πρωτοβουλία της Βιέννης και Ελληνικά ομόλογα

Το τελευταίο διάστημα προωθείται μία λύση για την Ελλάδα στο πρότυπο της πρωτοβουλίας της Βιέννης και έχουν υπάρξει μία σειρά δημοσιευμάτων για το αν ένα τέτοιου είδους σχέδιο θα οδηγήσει σε πτώχευση αν οι επενδυτές αρνηθούν να συμμετάσχουν ή στην ενεργοποίηση πιστωτικού γεγονότος αν η συμμετοχή παραμείνει σε εθελοντική βάση .Το σχέδιο για την πρωτοβουλία της Βιέννης είναι στην ουσία μία συμφωνία επιμήκυνσης του χρέους κατά την οποία οι κάτοχοι ομολόγων ελληνικών τα αντικαθιστούν με νέα όταν αυτά λήξουν .

Ειδικά για την Ελλάδα αυτό αφορά ομόλογα που λήξουν την περίοδο 2012-2014

Τα περισσότερα δημοσιεύματα αναφέρουν πως το κρίσιμο ερώτημα είναι αν μία τέτοιου είδους «λύση» αποτελεί ή όχι πιστωτικό γεγονός .Δηλαδή με άλλα λόγια αν η συμφωνία είναι εθελοντική ή όχι .Σε έκθεση του ο οίκος S&P αναφέρει ότι ενδεχόμενη παράταση της λήξης ελληνικών ομολόγων (αναδιάταξη-reprofiling)θα συνιστούσε χρεοκοπία καθώς το κράτος θα πληρώσει λιγότερα από την αρχική συμφωνία που είχε με τους επενδυτές. και επίσης και την εθελοντική ανταλλαγή ομολόγων θα την θεωρήσει εξίσου χρεοκοπία εάν οι επενδυτές δεχτούν πιέσεις να συμφωνήσουν γιατί φοβούνται χειρότερες πιέσεις.

Το κλειδί στην ερμηνεία της έκθεσης της S&P είναι πως παρουσιάζει μόνο δικά της κριτήρια και όχι των κατόχων των ομολόγων ή του ISDA του οργανισμού που αποφασίζει αν έχει σημειωθεί ή όχι πιστωτικό γεγονός για να μπορεί και να γίνει αποζημίωση των κατόχων των CDS. Σε αυτήν την περίπτωση το πιθανότερο είναι η

S&P να υποβαθμίσει τα Ελληνικά ομόλογα στην κατηγορία D δηλαδή θα «ανακηρύξει» την χώρα σε πτώχευση ασχέτως αν συνεχίσει η Ελλάδα να πληρώνει το χρέος της.

Βέβαια οι υποβαθμίσεις των οίκων χάνουν την σημασία τους αν οι κάτοχοι ελληνικών ομολόγων και οι ΕΕ και το ΔΝΤ θεωρούν πως η Ελλάδα εξακολουθεί να είναι φερέγγυα και αν θεωρήσουν πιστωτικό γεγονός μία από τις περιπτώσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω για να αποζημιώσουν ή όχι τους κατόχους CDS.

Ήδη η Moody' έχει κατατάξει την Ελλάδα στην κατηγορία C και η αντίδραση των επενδυτών ήταν να αγοράσουν και όχι να πουλήσουν ομόλογα .Μάλιστα τα επιτόκια και οι τιμές των Ελληνικών ομολόγων βρίσκονται σε επίπεδα που οι όποιες νέες υποβαθμίσεις έχουν ενσωματωθεί στις τρέχουσες τιμές.

Βέβαια τον τελευταίο χρόνο εμφανίζεται μία φθίνουσα σημασία των οίκων αξιολογήσεων όσον αφορά την Ελλάδα και αντίθετα αύξουσα της σημασία των εκτιμήσεων και των εκθέσεων της τρόικας .Έτσι η μεγαλύτερη απειλή είναι οι ιδιώτες κάτοχοι ομολόγων και η αγορά ασφαλιστρών χρέους .

Το πιο σημαντικό που απομένει λοιπόν είναι αν η υλοποίηση ενός σχεδίου επιμήκυνσης προκαλέσει πληρωμή αποζημιώσεων των ασφαλιστρών των Ελληνικών ομολόγων .Σύμφωνα και με μία έκθεση του Harvard «...Δεδικασμένο στα αμερικάνικα δικαστήρια , μετά από μία εθελοντική ανταλλαγή χρέους δεν τίθεται θέμα πληρωμής ασφαλιστρών χρέους ούτε σε αυτούς που συμμετείχαν αλλά και ούτε σε αυτούς που δεν συμμετείχαν σε αυτήν » Η συλλογιστική ήταν πως δεν υπήρξε υποχρεωτική συμμετοχή και πως δεν υπήρξε αλλαγή των όρων της σύμβασης αφού δεν καταργήθηκε αλλά ανταλλάχτηκε με νέα .

Επίσης ένα θετικό είναι πως στην περίπτωση της Μολδαβίας υπάρχει εμπειρία εθελοντικής ανταλλαγής ομολόγων όπου τα CDS δεν ενεργοποιήθηκαν

Και τέλος η νομοθεσία του ISDA αναφέρει ότι σε περίπτωση μη δεσμευτικής ήπιας αναδιάρθρωσης δεν υπάρχει ενεργοποίηση ασφαλιστρών .

Ίσως η προώθηση μιας τέτοιας λύσης να είναι πιο ευνοϊκή για τους δανειστές και αυτό πρέπει να το έχει στο μυαλό της η εκάστοτε Ελληνική κυβέρνηση ώστε να μην παραχωρήσει ανταλλάγματα μονομερώς .

5.13Τα σενάρια αναδιάρθρωσης του Ελληνικού χρέους

«Η Ελλάδα χρειάζεται να αντλήσει 27 δις από τις χρηματαγορές το 2012 , αλλά με το χρέος της να φτάνει στο 153% του Α.Ε.Π. μάλλον θα δυσκολευτεί να το καταφέρει.

Οι φορολογούμενοι πολίτες της ΕΕ ίσως αντισταθούν σε μία ακόμη διάσωση ή και να απαιτήσουν συμμετοχή ιδιωτών ομολογιούχων σε αυτήν . Οι πολιτικοί στην Ευρωζώνη δεν έχουν και πολλές επιλογές»

Σενάριο 1 : Τήρηση του μνημονίου

Η Ελλάδα εμμένει στο πρόγραμμα λιτότητας και το σχέδιο αποκρατικοποιήσεων ύψους 50 δις κινείται εντός στόχου . Η ανάπτυξη εξελίσσεται σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ και η οικονομία της Ευρωζώνης ανθεί. Η Ελλάδα αντλεί τα 27 δις από τις αγορές αυξάνοντας ενδεχομένως το ποσοστό του βραχυπρόθεσμου χρέους.. Εάν δεν τα καταφέρει από μόνη της η ΕΕ και το ΔΝΤ χορηγούν νέα κεφάλαια για να καλύψουν την διαφορά , θεωρώντας ότι το χρέος είναι βιώσιμο .Στην ανάγκη αγοράζει ελληνικά ομόλογα το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Η Ελλάδα αποφεύγει την αναδιάρθρωση αλλά φορτώνει με περισσότερο ρίσκο τις κυβερνήσεις της ΕΕ και το ΔΝΤ και καθιστά οδυνηρότερη την ζημία από μία μελλοντική αναδιάρθρωση.

Επίδραση στην βιωσιμότητα μηδενική

Πιθανότητα σε χρονικό ορίζοντα 12 μηνών 10%

Σενάριο 2 «Εθελοντική» μετακύλιση χρέους

Η Ελλάδα κινείται σε γενικές γραμμές εντός των στόχων του μνημονίου , αλλά το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων κινείται με αργούς ρυθμούς .Η τρόικα επιμένει ότι το χρέος είναι βιώσιμο και ότι δεν χρειάζεται αναδιάρθρωση . Η Ελλάδα αποτυγχάνει να αντλήσει κεφάλαια από τις αγορές ομολόγων και οι φορολογούμενοι στην ΕΕ αντιστέκονται ολοένα και περισσότερο σε διασώσεις .ΟΙ κυβερνήσεις της ΕΕ πιέζουν τις τράπεζές τους να μετακυλίσουν τα Ελληνικά χρέη του 2012 με την σιωπηρή επιβεβαίωση ότι δεν πρόκειται να γίνει αναδιάρθρωση πριν λήξει το νέο χρέος που έχουν αναλάβει .Η ΕΚΤ διοχετεύει με κεφάλαια τις Ελληνικές τράπεζες.

Μια και δεν έχει γίνει αναδιάρθρωση , οι τράπεζες δεν χρειάζεται αν κάνουν αποτίμηση των ομολόγων με βάση τις χαμηλότερες αξίες της αγοράς.

Επίδραση στην βιωσιμότητα του χρέους : προσωρινή (Η Ελλάδα αγοράζει χρόνο , αλλά συνεχίζει να βρίσκεται αντιμέτωπη ένα υπέρογκο χρέος

Σενάριο 3 Αναδιάρθρωση «light»

Το πρόγραμμα λιτότητας και ιδιωτικοποιήσεων προσκρούει σε μεγάλες και αυξανόμενες αντιδράσεις στην Ελληνική κοινωνία. Οι προβλέψεις του ΔΝΤ για πρωτογενή πλεονάσματα το 2012 είναι υπεραισιόδοξες. Οι αγορές αρνούνται την χρηματοδότηση στην Ελλάδα εκτός από γραμμάτια 3μηνης διάρκειας. Μία βαριά αναδιάρθρωση δεν θέλουν να την ακούν στην ΕΕ .Αντίθετα μία μικρή περικοπή θα κατεύναζε κάπως την κοινή γνώμη στην Ελλάδα και θα προετοίμαζε ψυχολογικά του φορολογούμενους της ΕΕ να αποδεχθούν ευκολότερα την παροχή νέων κεφαλαίων στην Ελλάδα.

Η Ελλάδα ζητά από τους ιδιώτες ομολογιούχους να ανταλλάξουν τα ομόλογά τους με νέα χρεόγραφα μεγαλύτερης διάρκειας και χαμηλότερα κουπόνια. Η ανταλλαγή περιορίζει τις ζημιές των επενδυτών .Οι κανόνες του EFSF τροποποιούνται έτσι ώστε να μπορεί να εγγυάται το νέο χρέος , παρέχοντας εξασφαλίσεις για την αποπληρωμή του .

Τα κράτη μέλη της Ευρωζώνης συμφωνούν να επιμηκύνουν για άλλη μία φορά την διάρκεια των δανείων διάσωσης που έχει ήδη αντλήσει η Ελλάδα.

Επίδραση στην βιωσιμότητα του χρέους : σημαντική αλλά ίσως όχι επαρκής για να διασφαλιστεί η φερεγγυότητα της Ελλάδας στα μάτια των αγορών .Μία εθελοντική ανταλλαγή συνεπάγεται μία περικοπή χρέους 30%. Μερικοί επενδυτές ίσως να μην συμμετάσχουν και οι Ελληνικές τράπεζες ίσως θα πρέπει να εξαιρεθούν .

Πιθανότητα σε χρονικό ορίζοντα 12 μηνών 50%

Σενάριο 4 Σκληρή αναδιάρθρωση

Η δημοσιονομική προσαρμογή εκτροχιάζεται και το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων δεν προχωρά .Οι φορολογούμενοι σε Ελλάδα και ΕΕ επαναστατούν .Η Ελληνική κυβέρνηση πέφτει .Οι τιμές των Ελληνικών ομολόγων καταρρέουν και το χρέος δεν θεωρείται πια βιώσιμο .Η ευρωζώνη αναγκάζεται να προβεί σε πλήρη αναδιάρθρωση του χρέους για να καθησυχάσει τους πολίτες.

Δηλαδή περικοπή χρέους 50% για τους ιδιώτες ομολογιούχους. Παρέχονται και νέα δάνεια διάσωσης με χαμηλότερο επιτόκιο .Στην αναδιάρθρωση συμμετέχουν όλοι

ακόμη και με νομοθετική ρύθμιση στην οποία θα επιβάλει στην μειοψηφία να αποδεχτεί την μείωση που αποδέχεται η πλειοψηφία των επενδυτών. Το EFSF παρέχει κεφάλαια στην Ελλάδα για να απορροφηθούν οι ζημιές στις τράπεζες. Παράλληλα η ΕΚΤ αυξάνει τις αγορές πορτογαλικών και ιρλανδικών ομολόγων για να αποτρέψει μετάδοση της κρίσης. Παρά τις προσπάθειες της ΕΕ οι τιμές των ιρλανδικών και πορτογαλικών ομολόγων μπορεί να καταρρεύσουν και να αποσταθεροποιηθεί και η Ισπανία. Υπάρχει η απειλή φυγής κεφαλαίων.

Επίδραση στην βιωσιμότητα του χρέους :υψηλή.

Τα δύο είδη σεναρίων για την αναδιάρθρωση του χρέους αποκλείονται επισήμως , όσο διαψεύδονται όμως τόσο φουντώνουν .Στην Ελλάδα η φιλολογία για την αναδιάρθρωση έχει πάρει φωτιά μόλις ένα χρόνο μετά το δάνειο των 110δισ.

Παρακάτω υπάρχει ένας πίνακας με τις βασικές επιπτώσεις .Το βασικό στοιχείο στην περίπτωση της συνεννόησης με τις αγορές είναι ότι ο ομολογιούχος τυπικά δεν χάνει το κεφάλαιό του, αλλά η επιστροφή γίνεται σε πολλαπλάσιο χρόνο και με τόκους μεγαλύτερους ή μικρότερους ανάλογα με τη μεταβολή του επιτοκίου στα νέα ομόλογα , τα οποία θα ανταλλαχθούν με τα παλιά.

Για τις τράπεζες και τα ταμεία οι συνέπειες δεν είναι μεγάλες , παρά μόνο στην ετήσια απόδοση , η οποία μειώνεται σε απόλυτους όρους , αλλά αυξάνει συνολικά από την επιμήκυνση. Αν η επιμήκυνση προσαρμοστεί στην αντίστοιχη που έχει αποφασισθεί για το δάνειο των 110 δισ. Τότε και η απόδοση του επιτοκίου θα μειωθεί σε ετήσια βάση.

Οι καταθέσεις δεν επηρεάζονται αλλά θα επηρεασθούν οι τιμές των μετοχών των τραπεζών και των ασφαλειών .Το Δημόσιο απαλλάσσεται από μεγάλες πληρωμές τοκοχρεολυσίων στην δύσκολη περίοδο 2012-2015 αλλά το συνολικό χρέος παραμένει (340 δισ.)

Εντελώς αντίθετες είναι οι επιπτώσεις μια μονομερούς αναδιάρθρωσης του χρέους. Οι αποταμιεύσεις υφίστανται αμέσως συνέπειες , οι καταθέσεις παγώνουν είτε μερικώς είτε καθολικά για όσο διάστημα παγώνει και το τραπεζικό σύστημα .

Οι τράπεζες με την μείωση των ιδίων κεφαλαίων τους θα ασκήσουν άμεση επιστροφή δανείων από επιχειρήσεις και νοικοκυριά προκαλώντας ισοπέδωση οικονομικής δραστηριότητας και του βιοτικού επιπέδου. Οι μετοχές (τραπεζικές ασφαλιστικές)καταρρέουν και το Δημόσιο οδηγείται σε στάση πληρωμών μισθών

συντάξεων , ολική ή μερική ανάλογα με την δυνατότητα συλλογής φορολογικών εσόδων αφού θα είναι αδύνατος ο εξωτερικός δανεισμός.

	Οικειοθελής συνεννόηση με τις αγορές	Αναδιάρθρωση χρέους με haircutσε ονομαστική αξία και επιτόκια
Τράπεζες	Διατηρούν την ονομαστική αξία των χαρτοφυλακίων τους .Μειώνεται ή αυξάνεται η ετήσια απόδοση των ομολόγων τους , ανάλογα με την μεταβολή του επιτοκίου που θα συμφωνηθεί	Μείωση ιδίων κεφαλαίων ανάλογη του ύψους του haircut σε αξία και επιτόκια ,απώλεια περιουσιακών στοιχείων , συγχωνεύσεις κλπ. Παύση χορηγήσεων μέχρι την αποκατάσταση της κεφαλαιακής επάρκειας.
Ασφαλιστικά Ταμεία	Δεν χάνουν σε αξία ομολόγων αλλά επηρεάζεται θετικά ή αρνητικά η ετήσια απόδοσή τους και έτσι οι εισροές τους ανάλογα με το επιτόκιο των νέων ομολογιών	Απώλεια αποθεματικών , ανάλογα με το ύψος του haircut τόσο στο κεφάλαιο όσο και στους τόκους. Δεν αποκλείεται η νομική δυνατότητα εξαίρεσης των ταμείων από το haircut , αφού τα ομόλογα έχουν εκδοθεί με το εθνικό δίκαιο.
Καταθέσεις	Δεν επηρεάζονται	«Πάγωμα» των καταθέσεων , μερικό ή καθολικό , για κάποιο χρονικό διάστημα ανάλογο της αντοχής των τραπεζών.
Ομολογούχοι	Απώλειες ή κέρδη στην ετήσια απόδοση , ανάλογα με την αύξηση ή την μείωση των νέων ομολόγων.	Απώλειες στο κεφάλαιο και στους τόκους αντίστοιχο του ύψους του haircut
Μετοχές (τραπεζικές – ασφαλιστικές)	Πιθανή αρνητική επίπτωση στην τιμή της μετοχής , όσο μεγαλύτερη είναι η έκθεση της τράπεζας στα ομόλογα	Κατακόρυφη πτώση τιμών

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΑΡΑΠΕΡΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ

6.1.Συμπεράσματα

Στο πρώτο κεφάλαιο της εργασίας προσπαθήσαμε να προσεγγίσουμε και να ορίσουμε το κίνδυνο χώρας(countryrisk), ο οποίος αναφέρεται σε μια συλλογή των κινδύνων που συνδέονται με την επένδυση σε μια ξένη χώρα.Οι κίνδυνοι αυτοί περιλαμβάνουν τον πολιτικό κίνδυνο, τον οικονομικό κίνδυνο, το κίνδυνο μεταφοράς, το κίνδυνο τοποθεσίας και το συναλλαγματικό κίνδυνο. Ο κίνδυνος χώρας διαφέρει από τη μια χώρα στην άλλη. Ορισμένες χώρες που έχουν αρκετά υψηλό κίνδυνο, αποθαρρύνουν πολλές ξένες επενδύσεις.Ο κίνδυνος χώρας μπορεί να μειώσει την αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης και πρέπει να λαμβάνεται υπόψη όταν γίνονται επενδύσεις στο εξωτερικό.Κρίνεται λοιπόν, αναγκαίος ο προσδιορισμός των καθοριστικών παραγόντων του κινδύνου χώρας και η ανάπτυξη υποδειγμάτων που προβλέπουν την μελλοντική κατάσταση της χώρας.

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

Εξ' αιτίας της έντονης παρουσίας των οίκων αξιολόγησης στο προσκήνιο της χρηματοπιστωτικής κρίσης και κυρίως των λανθασμένων προβλέψεων σχετικά με μεγάλες επιχειρήσεις και τράπεζες, οι οίκοι έχουν δεχθεί τεράστια κριτική. Η

αμφισβήτηση τους στρέφεται κυρίως στον τρόπο με τον οποίο οι οίκοι αναλύουν και βαθμολογούν επιχειρήσεις και χώρες. Επίσης, ασάφεια καλύπτει το κομμάτι της πληρωμής των οίκων από τους πελάτες τους, καθώς υπάρχουν υποψίες για μυστικές συμφωνίες με κράτη και εταιρείες με σκοπό την αυξημένη βαθμολόγηση τους. Έντονη κριτική έχει δεχθεί η ολιγοπωλιακή μορφή συγκρότησης του κλάδου, καθώς τα εμπόδια εισόδου είναι σημαντικά.

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

Στο τελευταίο μέρος παρουσιάζουμε μία ιστορική αναδρομή σε περιπτώσεις χρεοκοπιών κρατών και τα πιθανά σενάρια και τις επιπτώσεις που θα έχουν αυτά στην Ελληνική Οικονομία .

6.2.Ευκαιρία για παραπέρα διερεύνηση του θέματος

Πρέπει να αναφέρουμε ότι την στιγμή που γραφόταν αυτή η πτυχιακή οι εξελίξεις για την κρίση χρέους της ευρωζώνης ήταν ραγδαίες και άλλαζαν από ημέρα σε ημέρα .Στις τελευταίες ημέρες που γραφόταν αυτή η εργασία ήταν δεδομένο ένα haircut στα ελληνικά ομόλογα και γινόταν έντονες διεργασίες για το ύψος αυτού μέσω του μηχανισμού PSI.Για όλα τα παραπάνω πιστεύουμε ότι η παραπέρα διερεύνηση του θέματος είναι αν όχι επιτακτική σίγουρα πολύ ενδιαφέρουσα και σημαντική για την ολοκληρωμένη και εμπειριστατωμένη ανάλυση των θεμάτων που άπτονται αυτής της πτυχιακής .

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Ammer J and Packer F (2000). How Consistent are Credit Ratings? A Geographic and Sectoral Analysis of Default risk, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers, Number 668*, June.
- BCBS (Basel Committee on Banking Supervision) (2000). Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information, Basel Committee on Banking Supervision Working Papers, No. 3, Basel, August.
- Beers D and Cavanaugh M (2005). Sovereign Credit Ratings: A Prime; Ratings Direct, New York, *Standard & Poor's*, September.
- Beers D and Chambers J (2004). Sovereign Defaults Set to Fall Again in 2005, *Standard and Poor's*, Ratings Direct, September.
- Beers D (2004). Credit FAQ: The Future of Sovereign Credit Ratings, *Standard and Poor's*, London, March.
- Berg A and Catherine P (1999). Are Currency Crises Predictable? *IMF Staff Papers*, Vol. 46, June.
- Bhatia AV (2002). Sovereign Credit Ratings Methodology: an Evaluation. *IMF Working Paper 02/170*, IMF.
- Borensztein E and Panizza U (2006). The Cost of Sovereign Default, working paper, *Inter-American Development Bank*, Washington D.C, United States of America.
- Brand L and Bahar R (1999). Ratings Performance 1998, *Standard & Poor's Corporation*.
- Cantor R and Packer F (1996). Determinants and impact of sovereign credit ratings. *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 2, October.
- Cantor R and Packer F (1995). Sovereign Credit Ratings, Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economic and Finance*, Vol. 1, no.3, June.
- Cantor R and Packer F (1994). The Credit Ratings Industry, Federal Reserve Bank of New York *Quarterly Review*, Summer/Fall.
- CESR (2005). CESR's Technical Advice to the European Commission on Possible Measures Concerning Credit Rating Agencies. The Committee of European Securities Regulations, ref: CESR/05-139b.

Claessens S and Embrechts G (2002). *Basel II, sovereign Ratings and Transfer Risk: External versus Internal Ratings*, University of Amsterdam and Rabobank International, the Netherlands for presentation at the conference *Basel II: an Economic Assessment*, Bank for International Settlements, Basel, May 17-18.

Cornford A (2001). *The Basel Committee's Proposals for Revised Capital Standards: Mark 2 and The State of Play*, *UNCTAD Discussion Paper no.156*, September.

Egan-Jones Ratings Company (2002). *Statement of Egan-Jones on Credit Rating Agencies to the SEC*, 10 November Estrella, A., (2000), *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*, Basel Committee On Banking Supervision, Basel, Switzerland, *Working Papers, No. 3*, August.

Feder, G and Uy, L.V. (1985), "The Determinants of International creditworthiness and their policy implications", *Journal of Finance*, June: 670-691.

Frank, C.R. and Cline, R. (1971), "Measurement of debt servicing capacity: an application of discriminant analysis", *Journal of International Economics 1*, 327-344.

Frost, C.A. "Credit rating agencies in capital markets: a review of research evidence on selected criticisms of the agencies", *Journal of accounting, auditing & finance*.

Georgievska, A., Georgievska, L. Stojanovic, A. and Todorovic, N. (2008) "Sovereign rescheduling probabilities in emerging markets: a comparison with credit rating agencies' ratings", 35, 9, *Journal of Applied Statistics*, 1031-1051.

Gold, D. (2009), "Berating the Raters", Directorship Inc.

Hoti, S. and McAleer, M. (2002), "Country Risk Ratings: An International Comparison, Department of Economics", University of Western Australia.

Justensen, P.J. (2009), "Ratings recall: will new reform make lasting impact?", 35, 1, *the Journal of Corporation Law*, 193-213.

Kerwer, D. (2005), "Holding Global Regulators Accountable: the case of credit rating agencies", 18, 3, *Governance: an international journal of policy, administration and institutions*, 453-475.

Krayenbuehl, T.E., (1985), "Country Risk: Assessment and Monitoring", *Lexington Books*, Toronto.

Root, F.R. (1972), "Analyzing political risks in international business, in the Multinational Enterprise in Transition", P.D, Grub and Kapoor, Eds Irwin, Illinois.

Saini, K.G. and Bates, P.S. (1978), "Statistical techniques for determining debt servicing capacity for developing countries: Analytical review of the literature and

further empirical results”, *Federal Reserve Bank of New York Research Paper no. 7818*.

Taffler, R.J. and Abassi, B. (1984), “Country risk: a model for predicting debt servicing problems in developing countries”, *Journal of the Royal Statistical Society* 147, 4, 541-568.

Vij, M. (2005), “The determinants of country risk analysis: an empirical approach”, *Journal of management research*, 5, (1), 20-31.

Σιάτρας Γιάννης (2010) «Η ιστορία των χρεοκοπιών και των αναδιαρθρώσεων κρατικών χρεών», eurocapital

Σιάτρας Γιάννης (2010) «Οι συνέπειες και τα κόστη σε περίπτωση χρεοκοπίας Κράτους», eurocapital

Αγγέλης Γιάννης (2010) «Τα σενάρια αναδιάρθρωσης έχουν χαμένους και κερδισμένους», Κεφάλαιο

FIN FOCUS , European Commision , May 2007