



ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ  
ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Διπλωματική Εργασία

**ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΑ SPREAD ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ  
ΟΜΟΛΟΓΩΝ**

Του

**ΣΚΕΤΑ ΒΑΣΙΛΕΙΟΥ**

Επιβλέπων Καθηγητής : ΚΟΥΣΕΝΙΔΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού διπλώματος  
ειδίκευσης στη Διοίκηση Επιχειρήσεων, με ειδίκευση στη Χρηματοοικονομική  
Διοίκηση

Ιανουάριος 2013

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στα μέσα του 2007 τα θεμέλια της παγκόσμιας οικονομίας κλονίστηκαν από το σοκ που υπέστη το παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ο κίνδυνος από την κρίση του χρηματοπιστωτικού στερεώματος μεταφέρθηκε στην πραγματική οικονομία. Αναπτυγμένες και αναπτυσσόμενες οικονομίες υπέστησαν σημαντική υποχώρηση του ρυθμού ανάπτυξής τους, αποκαλύπτοντας πόσο ευαίσθητο και άμεσα συνδεδεμένο είναι το μακροοικονομικό περιβάλλον με τις διεθνείς χρηματαγορές.

Το σάρωμα των οικονομιών από την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, έγινε η αιτία να αναδυθούν στην επιφάνεια δημοσιονομικά προβλήματα κρατών που ενώ προϋπήρχαν, το τεράστιο μέγεθος των αρνητικών επιπτώσεων αυτών δεν είχε ακόμη εκδηλωθεί. Ο αντίκτυπος της αποκάλυψης ασθενών δημοσιονομικά κρατών, ήταν η δραματική μεταβολή στις μέχρι τότε συνθήκες άντλησης δανειακών κεφαλαίων των κρατών αυτών από τις διεθνείς χρηματαγορές. Η Ελλάδα, που από την είσοδό της στην ευρωζώνη (2001) απολάμβανε τα προνόμια της οικονομικής της σύγκλισης με τα υπόλοιπα ευρωπαϊκά κράτη, κλήθηκε να αντιμετωπίσει το μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα, την χαμηλή ανταγωνιστικότητα και το υψηλό δημόσιο χρέος της. Συνέπεια των παραπάνω προβλημάτων ήταν η Ελλάδα να βρεθεί στη δύσκολη θέση να αναγκαστεί να πληρώνει ασύγκριτα υψηλά επιτόκια για την αναχρηματοδότηση του χρέους της. Η αγορά ελληνικών κυβερνητικών ομολόγων κατάρρευσε, καθώς τα περιθώρια απόδοσης (spread) μεταξύ των 10ετη ελληνικών και των αντίστοιχων γερμανικών ομολόγων διευρύνθηκαν με αλματώδεις ρυθμούς σε επίπεδα απαγορευτικά για νέο δανεισμό.

Η παρούσα εργασία εστιάζει στην παρουσίαση της δυναμικής πορείας του περιθωρίου απόδοσης του 10ετους ελληνικού ομολόγου και στην διερεύνηση και ανάλυση των παραγόντων και μηχανισμών εκείνων που προσδιορίζουν το επίπεδο spread των ελληνικών ομολόγων. Τα ευρήματα της έρευνας αποκαλύπτουν ότι, η επιδείνωση των ελληνικών θεμελιώδη στοιχείων εγείρει αρχικά το φόβο στους δανειστές της Ελλάδας, ενώ στη συνέχεια η διαμόρφωση των προσδοκιών της αγοράς αναφορικά με πιθανή έξοδο της Ελλάδας από την ευρωζώνη και με ενδεχόμενη αδυναμία αποπληρωμής του χρέους της, προσδιορίζει τα επίπεδα spreads των ελληνικών ομολόγων.

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ .....	ii
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ.....	iii
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	v
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	v
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΟΜΟΛΟΓΩΝ.....	1
1.1 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΩΝ.....	1
1.2 ΕΙΔΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ.....	2
1.3 ΟΙ ΑΓΟΡΕΣ ΚΥΒΕΡΝΗΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΚΑΙ Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥΣ....	3
1.4 Η ΕΝΝΟΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ (YIELD).....	7
1.5 Η ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ (YIELD CURVE).....	9
1.6 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (SPREAD).....	11
1.7 ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ – ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΕΚΔΟΤΩΝ.....	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	16
2.1 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ.....	16
2.2 ΠΟΙΟΙ ΚΑΤΕΧΟΥΝ ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΕΟΣ.....	19
2.3 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ SPREAD ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ – ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ – ΧΡΟΝΙΚΟ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΧΡΕΟΥΣ.....	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	34
3.1 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....	34

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....	38
4.1 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗΣ SPREAD ΚΥΒΕΡΝΗΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ.....	38
4.2 ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ SPREAD – Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ SPREAD.....	39
4.2.1 ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ (ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΣ) ΚΙΝΔΥΝΟΣ.....	39
4.2.2 ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΑΝΑΛΗΨΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΡΙΣΚΟΥ ΑΠΟ ΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ.....	41
4.2.3 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑΣ – ΑΔΥΝΑΜΙΑ ΕΞΥΠΗΡΕΤΗΣΗΣ ΧΡΕΟΥΣ...44	
4.2.4 ΣΥΝΔΥΑΣΜΟΣ ΤΩΝ ΤΡΙΩΝ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ SPREAD.....	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	49
5.1 Η ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΗΜΕΡΑ, ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟΥΣ ΒΑΣΙΚΟΥΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΥΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ SPREAD.....	49
5.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ.....	50
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	53

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ :

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΑΠΕΙΚΟΝΙΣΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΤΙΜΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ SPREAD...	12
ΠΙΝΑΚΑΣ 2: ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΚΗ ΚΛΙΜΑΚΑ ΟΙΚΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ.....	15
ΠΙΝΑΚΑΣ 3: ΣΥΝΘΕΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ.....	18
ΠΙΝΑΚΑΣ 4: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΤΡΕΙΣ ΟΙΚΟΥΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ (περίοδος 14/01/2011-27/07/2011).....	29

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ :

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1: ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ.....	11
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2: Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΕΟΥΣ.....	17
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3: ΧΡΟΝΟΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΛΗΞΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ....	19
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4: ΠΟΙΟΙ ΚΑΤΕΧΟΥΝ ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΕΟΣ.....	20
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5, 6, 7, 8, 9, 10: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ SPREAD ΕΝΑΝΤΙ ΑΝΤΙΣΤΟΙΧΟΥ ΓΕΡΜΑΝΙΚΟΥ.....	21, 22, 26, 28, 31, 32

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 – ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

### 1.1 ΒΑΣΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Το ομόλογο είναι ένα χρεόγραφο, ή αλλιώς ένας τίτλος χρέους. Ο εκδότης ενός ομολόγου αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει στην λήξη του ομολόγου στον κάτοχο αυτού, την ονομαστική αξία του ομολόγου, καθώς και ανά τακτά προκαθορισμένα διαστήματα (συνήθως ανά εξάμηνο ή έτος) το ύψος των τόκων (τοκομερίδια), εφόσον πρόκειται για ομόλογο με κουπόνι.

Από την παραπάνω περιγραφή, προκύπτει ότι η έκδοση ομολόγων αποτελεί ένα τρόπο δανεισμού τον οποίο μπορούν να εφαρμόζουν επιχειρήσεις, κράτη και διεθνείς οργανισμοί, με σκοπό την άντληση ξένων κεφαλαίων προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις επενδυτικές και άλλες ανάγκες τους. Η διαφορά μεταξύ ενός απλού δανείου και την έκδοση ομολόγων έγκειται στο γεγονός ότι στην δεύτερη περίπτωση η άντληση των κεφαλαίων δεν πραγματοποιείται μέσω τραπεζικής διαμεσολάβησης, αλλά μέσω των κεφαλαιαγορών.

Τα βασικά λοιπόν χαρακτηριστικά ενός ομολόγου, αυτά δηλαδή που προσδίδουν την ταυτότητά του είναι τα εξής :

- α) Ο εκδότης του ομολόγου, δηλαδή αυτός που δανείζεται,
- β) Ο κάτοχος του ομολόγου (ομολογιούχος δανειστής), δηλαδή αυτός που το αγοράζει,
- γ) Η ονομαστική αξία του ομολόγου (face value), δηλαδή η αρχική αξία του χρεογράφου κατά την ημέρα έκδοσής του, την οποία ο εκδότης υπόσχεται να αποπληρώσει στην ημερομηνία λήξης του ομολόγου,
- δ) Το κουπόνι (τοκομερίδιο – coupon rate), δηλαδή το ύψος του τόκου υπολογισμένο ως ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας του ομολόγου, το οποίο καταβάλλεται ανά τακτό προκαθορισμένο χρονικό διάστημα από τον εκδότη προς τον κάτοχο του ομολόγου.

ε) Η διάρκεια (maturity date) μέχρι τη λήξη του ομολόγου, δηλαδή το χρονικό διάστημα από την έκδοση του ομολόγου μέχρι την επιστροφή – πληρωμή της ονομαστικής του αξίας από τον εκδότη (δανειζόμενο) προς τον κάτοχο (δανειστή).

## 1.2 ΕΙΔΗ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Ανάλογα με την ιδιότητα του εκδότη του ομολόγου, τα ομόλογα διακρίνονται σε :

- α. κυβερνητικά ομόλογα (government bonds)
- β. επιχειρηματικά ομόλογα (corporate bonds)
- γ. δημοτικά ομόλογα (municipal bonds)
- δ. υπερεθνικά ομόλογα (supranational bonds)

Για τους σκοπούς της παρούσης μελέτης, θα ασχοληθούμε με την πρώτη κατηγορία ομολόγων, αυτή των κυβερνητικών ομολόγων, τα οποία εκδίδονται από τις κυβερνήσεις χωρών κυρίως για την χρηματοδότηση αναγκών που απορρέουν από υλοποίηση των κρατικών προϋπολογισμών καθώς και την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους. Είναι κατανοητό ότι, όσο μεγαλύτερες ανάγκες για δανεισμό έχει μία χώρα, τόσο πιο πολλά ομόλογα εκδίδει και κατά συνέπεια αυξάνει το δημόσιο χρέος της. Οι εκδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων διαφέρουν στην ημερομηνία λήξης, στο τοκομερίδιο και στην αξία τους ανάλογα με τις ανάγκες της χώρας αλλά και προκειμένου να επιτυγχάνεται καλύτερη διαχείριση του δημόσιου χρέους από τις κυβερνητικές αρχές.

Ανάλογα με το κουπόνι (τοκομερίδιο) και τον τρόπο που ο επενδυτής εισπράττει τις αποδόσεις του, τα ομόλογα διακρίνονται σε αυτά που πραγματοποιούν μία μόνο καταβολή κεφαλαίου στον κάτοχό τους στην λήξη τους (ομόλογα μηδενικού επιτοκίου / zero coupon bonds, έντοκα γραμμάτια / treasury bills), και σε αυτά που πραγματοποιούν πολλές περιοδικές πληρωμές τοκομεριδίων πριν τη λήξη τους και μία τελική πληρωμή κεφαλαίου (coupon bonds). Ειδικότερα, στα ομόλογα της πρώτης

κατηγορίας, η απόδοση για τον επενδυτή προκύπτει από τη χαμηλότερη (σε σχέση με την τελική πληρωμή) τιμή αγοράς του ομολόγου, δηλαδή τα ομόλογα αυτά διαπραγματεύονται και αγοράζονται σε τιμή μειωμένη σε σχέση με την ονομαστική τους (discount securities). Βασικό χαρακτηριστικό αυτής της κατηγορίας χρεογράφων αποτελεί η σχετικά μικρή διάρκεια μέχρι τη λήξη τους, καθώς για τα μεν έντοκα γραμμάτια η διάρκεια τους είναι 13, 26 και 52 εβδομάδων, ενώ για τα δε ομόλογα μηδενικού επιτοκίου η διάρκειά τους κυμαίνεται συνήθως από 1 έως 3 χρόνια.

Όσον αφορά τα ομόλογα με τοκομερίδια, το κουπόνι (επιτόκιο) το οποίο ορίζεται κατά την έκδοση του ομολόγου, μπορεί να είναι σταθερό ή κυμαινόμενο. Τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου (fixed coupon) είναι τίτλοι μέσης και μακράς διάρκειας, και αποτελούν την πιο διαδεδομένη και απλή μορφή ομολόγων. Το επιτόκιο βάσει του οποίου υπολογίζονται οι πληρωμές προς τον κάτοχο του, είναι σταθερό για όλη τη διάρκεια ζωής του ομολόγου και η τακτικότητα των πληρωμών είναι συνήθως ανά 6μηνο ή ανά έτος. Αντίστοιχα, για τα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου, το επιτόκιο κάθε περιόδου (κάθε κουπόνι) αναπροσαρμόζεται ανάλογα με τις μεταβολές κάποιου άλλου δείκτη, όπως το ύψος του πληθωρισμού (τιμαριθμοποιημένο ομόλογο), κάποιο χρηματιστηριακό δείκτη ή την ισοτιμία κάποιου συναλλάγματος. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται από την πλευρά του επενδυτή η εξασφάλιση επιτοκίων (απόδοση) για μια μακροχρόνια επένδυση κοντά στις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς.

### 1.3 ΟΙ ΑΓΟΡΕΣ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΚΑΙ Η ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΟΥΣ

Μέχρι το σημείο αυτό, η επένδυση σε ομόλογα έχει συνδυαστεί με την υπόθεση ότι ο αγοραστής πραγματοποιεί την αγορά των ομολόγων κατά την ημερομηνία της έκδοσης αυτών με σκοπό την διατήρησή τους μέχρι την λήξη τους. Ωστόσο, ο παραπάνω τρόπος επένδυσης σε ομόλογα αποτελεί την πιο απλή μορφή επένδυσης και δεν αποτελεί τον μοναδικό κανόνα στην αγορά των ομολόγων. Πιο συγκεκριμένα, η αγορά των ομολόγων μπορεί να διακριθεί σε δύο επίπεδα, αυτό της πρωτογενούς και της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων.



A) Πρωτογενής αγορά : Αφορά τη διαδικασία κατά την οποία κάθε ένα καινούργιο ομόλογο δημοσιεύεται, εκδίδεται και κυκλοφορεί, αφού προηγουμένως όλοι οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές καταθέσουν τις αιτήσεις τους για να εγγραφούν στην νέα έκδοση. Στην Ελλάδα, τυπικά το Υπουργείο Οικονομικών μέσω του Οργανισμού Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους (ΟΔΔΗΧ) που είναι ο αρμόδιος φορέας για την κατάρτιση, και υλοποίηση του δανειακού προγράμματος αλλά και της διαχείρισης του δημόσιου χρέους, πραγματοποιεί δημοπρασίες ομολόγων μέσω της Τράπεζας της Ελλάδος, στις οποίες συμμετέχουν μόνο οι ανάδοχοι τράπεζες που έχουν δικαίωμα συμμετοχής (primary dealer). Αυτές καταθέτουν τις προσφορές τους, δηλαδή την αξία (ονομαστική) των ομολογίων που ενδιαφέρονται να αποκτήσουν καθώς και την τιμή την οποία είναι διατεθειμένες να πληρώσουν, και ανάλογα με τη ζήτηση η Τράπεζα της Ελλάδος διαθέτει την έκδοση των ομολογίων στις τράπεζες που η προσφερόμενη τιμή καλύπτει την ελάχιστη αποδεκτή όπως αυτή διαμορφώθηκε από την δημοπρασία. Επισημαίνεται ότι, ο αριθμός των ανάδοχων τραπεζών με δικαίωμα συμμετοχής στην πρωτογενή αγορά ομολόγων είναι περιορισμένος.

Με κριτήριο τους αποδέκτες των νέο – εκδιδόμενων ομολόγων, η πρωτογενής έκδοση διακρίνεται σε :

- δημόσια προσφορά (public offering) η οποία περιλαμβάνει έκδοση μεγάλου όγκου ομολόγων και απευθύνεται σε ευρύ και μεγάλο επενδυτικό κοινό,
- και ιδιωτική τοποθέτηση (private placement) η οποία απευθύνεται κυρίως προς θεσμικούς επενδυτές και αφορά μικρό όγκο επενδυτών. Επισημαίνεται ότι, οι ιδιωτικές τοποθετήσεις αφορούν συνήθως σύνθετα προϊόντα με εξειδικευμένου όρους και εξαρτήσεις από διάφορες μεταβλητές και για αυτό ενέχουν μεγαλύτερο επενδυτικό κίνδυνο. Συνήθως οι ιδιωτικές τοποθετήσεις γίνονται από πρόταση μιας τράπεζας – ανάδοχο προς το δημόσιο.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, η πρωτογενής αγορά αποτελεί μια μορφή δημοπρασίας που πραγματοποιείται μία φορά για κάθε νέο ομόλογο. Οι αιτήσεις εγγραφής των ενδιαφερόμενων για την αγορά του συγκεκριμένου ομολόγου καθορίζουν την ζήτηση αυτού, και σε συνάρτηση με την διαθέσιμη προσφορά του ομολόγου, δηλαδή το

μέγεθος της νέας έκδοσης, καθορίζεται η τιμή προσφοράς (issue price) την οποία τελικά πληρώνουν οι ενδιαφερόμενοι. Αυτή η τιμή ενδέχεται να μην συμπίπτει με την ονομαστική αξία του ομολόγου καθώς όπως προαναφέρθηκε αυτή είναι το αποτέλεσμα της προσφοράς και ζήτησης του νέου ομολόγου. Έτσι λοιπόν, σε περίπτωση που η τιμή καθοριστεί σε επίπεδα χαμηλότερα από την ονομαστική τιμή, τότε το ομόλογο αγοράζεται με περιθώριο έκπτωσης (discount), ενώ σε περίπτωση που η τιμή καθοριστεί σε επίπεδα υψηλότερα από την ονομαστική τιμή τότε το ομόλογο αγοράζεται με περιθώριο υπερτίμησης (premium).

Οι ανάδοχοι τράπεζες λειτουργούν ως μεσάζοντες, δηλαδή αφού αρχικά προμηθευτούν τα ομόλογα από το Δημόσιο στην συνέχεια αναλαμβάνουν να τα πουλήσουν σε άλλους επενδυτές στην δευτερογενή αγορά. Συνήθως οι ανάδοχοι έχουν πιο πριν κάνει έρευνα αγοράς και έχουν εντοπίσει πιθανούς αγοραστές για τα ομόλογα, ενώ ενδέχεται να υφίσταται και ανεπίσημη πληροφόρηση προς τον εκδότη (Δημόσιο) για την ταυτότητα των πρώτων αγοραστών των ομολόγων. Ωστόσο, αυτό που πραγματικά ενδιαφέρει τον εκδότη είναι να δανειστεί με το όσο δυνατόν πιο ευνοϊκούς όρους για το ελληνικό δημόσιο.

Οι μέθοδοι αναδοχής των τραπεζών διακρίνονται σε δυο κατηγορίες, αυτή της αναδοχής με δέσμευση ανάληψης και σε αυτή χωρίς δέσμευση ανάληψης. Στην πρώτη περίπτωση, η ανάδοχος – τράπεζα αγοράζει η ίδια τους τίτλους από τον εκδότη και αναλαμβάνει να τους πουλήσει επενδυτικό κοινό, σε τιμή προφανώς μεγαλύτερη από αυτή που η ίδια πλήρωσε. Ωστόσο, σε αυτή την περίπτωση η ανάδοχος τράπεζα έχει να αντιμετωπίσει τον κίνδυνο τα αγορασμένα από αυτή ομόλογα να μην πουληθούν στο σύνολό τους σε άλλους επενδυτές. Αντιθέτως, στην περίπτωση της αναδοχής χωρίς δέσμευση ανάληψης στην ουσία η ανάδοχος – τράπεζα βοηθά τον εκδότη να πουλήσει τους τίτλους χωρίς όμως να τους αγοράσει, δηλαδή λειτουργεί αποκλειστικά μόνο σαν μεσάζοντας.

B) Δευτερογενής αγορά : Ένας ομολογιούχος δανειστής δεν είναι υποχρεωμένος να διατηρήσει στην κατοχή του το ομόλογο μέχρι την ημερομηνία λήξης αυτού, αλλά

δύναται να το πουλήσει στην δευτερογενή αγορά όπως και κάθε άλλο διαπραγματεύσιμο χρεόγραφο.

Η κυκλοφορία λοιπόν των νέων ομολόγων στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό πραγματοποιείται μέσω της δευτερογενούς αγοράς και ειδικότερα των τραπεζών (primary dealers) και των χρηματιστηριακών εταιριών που συνιστούν την αγορά ομολόγων. Ο ρόλος των διαμεσολαβητών αυτών είναι να προσφέρουν τιμές στο διατραπεζικό σύστημα τόσο για την τιμή που είναι διατεθειμένοι να πουλήσουν ένα ομόλογο όσο και για την τιμή που είναι διατεθειμένοι να αγοράσουν το ίδιο ομόλογο. Είναι προφανές ότι η τιμή αγοράς είναι πάντα χαμηλότερη από την τιμή πώλησης, καθώς η διαφορά αυτή αποτελεί και το κέρδος του διαμεσολαβητή.

Συνεπώς, τα ομόλογα από την πρώτη ημέρα έκδοσής τους μέχρι και τη λήξη τους αποτελούν ελεύθερα διαπραγματεύσιμους τίτλους σε μία αγορά διατραπεζική η οποία ονομάζεται δευτερογενής και μπορούν να συμμετέχουν σε αυτήν τράπεζες, χρηματοπιστωτικοί οίκοι, ιδιωτικά και θεσμικά επενδυτικά κεφάλαια και γενικά όλοι όσοι εκείνοι αποβλέπουν συμφέρον στην αγορά ομολόγων. Η πρόσβαση των ενδιαφερόμενων επενδυτών στην δευτερογενή αγορά γίνεται μέσω των τραπεζών και χρηματιστηριακών εταιριών που λειτουργούν ως αντισυμβαλλόμενοι (brokers) στις αγοροπωλησίες ομολόγων. Κατά συνέπεια, όπως και η πρωτογενής έτσι και η δευτερογενής αγορά των ομολόγων λειτουργεί με βάση τις δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης ομολόγων όπως αυτές διαμορφώνονται από το επενδυτικό κοινό. Ειδικότερα, μέσω της δευτερογενής αγοράς, οι ήδη κάτοχοι ομολόγων αναζητούν αγοραστές των τίτλων αυτών με σκοπό την πώληση / ρευστοποίηση των χαρτοφυλακίων τους, και αντίστοιχα οι υποψήφιοι επενδυτές αναζητούν ευκαιρίες για να επενδύσουν τα χρήματά τους.

Η λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς ομολόγων είναι αντίστοιχη της λειτουργίας του χρηματιστηρίου και για αυτό άλλωστε αποτελεί τμήμα της οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς της εκάστοτε χώρας. Η διαπραγμάτευση των τίτλων από τους επενδυτές γίνεται γρήγορα χωρίς να επηρεάζεται σημαντικά οι τιμές τους λόγω της

σημαντικής ρευστότητας που προσφέρει η δευτερογενή αγορά.

Στην Ελλάδα, η οργανωμένη διαπραγμάτευση ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου και γενικότερα τίτλων σταθερού εισοδήματος εκδόσεως εταιριών και άλλων εκδοτών πραγματοποιείται από την Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ), της οποίας διαχειριστής είναι η Τράπεζα της Ελλάδος. Το μοντέλο λειτουργίας της ΗΔΑΤ βασίζεται στην εισαγωγή τιμών επί τίτλων τόσο για αγορά όσο και για πώληση και η διαπραγμάτευση γίνεται επί των τιμών αυτών. Επιπλέον η ΗΔΑΤ καλύπτει τεχνικά και την διενέργεια των δημοπρασιών των τίτλων στην πρωτογενή αγορά, ενώ συνδέεται σε πραγματικό χρόνο με τα διεθνή δίκτυα πληροφοριών Bloomberg και Reuters.

#### 1.4 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ (YIELD)

Μέχρι τώρα έχει γίνει λόγος για την πιο απλή κατηγορία επένδυσης σε ομόλογα όπου ο επενδυτής διατηρεί τον συγκεκριμένο τίτλο μέχρι την λήξη αυτού. Με αυτόν τον τρόπο ο επενδυτής είναι σε θέση να γνωρίζει τη στιγμή που αγοράζει τον τίτλο το ακριβές ποσό που θα κερδίσει από την πληρωμή των κουπονιών (με προκαθορισμένο επιτόκιο), καθώς και την ημερομηνία που θα του επιστραφεί το αρχικό ποσό επένδυσης (ονομαστική αξία του ομολόγου). Για τους παραπάνω λόγους η επένδυση σε ομόλογα ονομάζεται και Επένδυση Σταθερού Εισοδήματος.

Ωστόσο, όπως προαναφέρθηκε ένας ομολογιούχος δανειστής έχει την δυνατότητα και την επιλογή να πουλήσει / ρευστοποιήσει τις ομολογίες που κατέχει στην δευτερογενή αγορά, γεγονός που σημαίνει ότι η τιμή των ομολόγων διαμορφώνεται καθημερινά ελεύθερα. Η τρέχουσα τιμή κάθε ομολόγου είναι αυτή που προσδιορίζει και την απόδοση που θα έχει το ομόλογο αυτό αν αγοραστεί στην τιμή αγοράς και κρατηθεί μέχρι τη λήξη του.

Η αγοραία τιμή (market price) ενός ομολόγου διαφέρει από την ονομαστική του αξία και είναι συνάρτηση του τρέχον επιτοκίου της αγοράς, του τοκομεριδίου του ομολόγου

και της διάρκειας ζωής του ομολόγου. Ο τύπος για τον υπολογισμό της αγοραίας τιμής ενός ομολόγου είναι ο εξής :

$$B = [C / (1 + R)^1] + [C / (1 + R)^2] + [C / (1 + R)^3] + \dots + [(C + P) / (1 + R)^n]$$

B : η αγοραία τιμή

C : ο τόκος που πληρώνει το ομόλογο κάθε περίοδο

P : η ονομαστική τιμή του ομολόγου

R : το τρέχον επιτόκιο

n : ο αριθμός ετών μέχρι τη λήξη του ομολόγου

Από τον παραπάνω τύπο προκύπτει ότι, για τιμές του τρέχον επιτοκίου που είναι υψηλότερες από τον τόκο που πληρώνει το ομόλογο, η αγοραία τιμή του ομολόγου θα είναι μικρότερη από την ονομαστική του έτσι ώστε ο επενδυτής να αποζημιώνεται για τη διαφορά του επιτοκίου. Ωστόσο, όπως είναι γνωστό το μέγεθος των επιτοκίων της αγοράς ενδέχεται να μεταβάλλεται κατά τη διάρκεια ζωής του ομολόγου με αποτέλεσμα και η αγοραία τιμή αυτού να προσαρμόζεται ανάλογα. Κατ' επέκταση των ανωτέρω σημειώνεται ότι η αγοραία τιμή των ομολόγων αρχικά επηρεάζεται από τις προσδοκίες για την πορεία των επιτοκίων.

Η τρέχουσα τιμή των ομολογίων όπως αυτή διαμορφώνεται καθημερινά στην δευτερογενή αγορά φανερώνει και την απόδοση που θα έχει αυτό εάν αγοραστεί στην τιμή της αγοράς και κρατηθεί μέχρι τη λήξη του (Yield to Maturity). Από τα προαναφερθέντα είναι προφανές ότι η απόδοση στη λήξη ενός ομολόγου είναι αντιστρόφως ανάλογη με την αγοραία τιμή του. Εφόσον το τοκομερίδιο και η ονομαστική αξία παραμένουν σταθερά, τότε όσο πιο ακριβά αγοραστεί το ομόλογο τόσο πιο μικρή θα είναι η απόδοσή του. Αντίστροφα, όσο πιο μεγάλη θα είναι η απόδοση τόσο πιο φθηνό θα είναι το ομόλογο να αγοραστεί. Από τα παραπάνω συμπεραίνεται ότι η απόδοση στη λήξη ορίζεται ως το ποσοστό επί τοις εκατό της

απόδοσης ενός ομολόγου εφόσον ο επενδυτής το αγοράσει και το κρατήσει μέχρι τη λήξη του. Η απόδοση υπολογίζεται σε σχέση με την τιμή της αγοράς, την απόδοση του κουπονιού, την αξία αποπληρωμής του κεφαλαίου, την διάρκεια του χρόνου μέχρι τη λήξη και το χρόνο που μεσολαβεί μεταξύ της συχνότητας της καταβολής των κουπονιών. Αναγνωρίζοντας τη χρονική αξία του χρήματος, η απόδοση στη λήξη είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο στο οποίο η παρούσα αξία όλων των μελλοντικών πληρωμών θα ήταν ίση με τη σημερινή τιμή του ομολόγου / χρεογράφου.

Ενώ η σύγκριση των αγοραίων τιμών δύο ομολόγων με την ίδια ημερομηνία λήξης δεν μπορεί να φανερώσει πιο είναι πιο ακριβό σε σχέση με το άλλο, εφόσον η τιμή είναι συνάρτηση του τοκομεριδίου (το οποίο διαφέρει για κάθε ομόλογο), οι αποδόσεις στη λήξη (yield to maturity) είναι πιο καλό μέτρο σύγκρισης καθώς ο υπολογισμός τους περιλαμβάνει και την τιμή αλλά και το τοκομερίδιο.

Για τον παραπάνω λόγο, η σύγκριση των ελληνικών ομολόγων (όπως επίσης και για τα υπόλοιπα των ευρωπαϊκών κρατών) σε σχέση με τα αντίστοιχα γερμανικά γίνεται με την απόδοση στη λήξη τους και όχι τις τιμές τους.

### 1.5 Η ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ (YIELD CURVE)

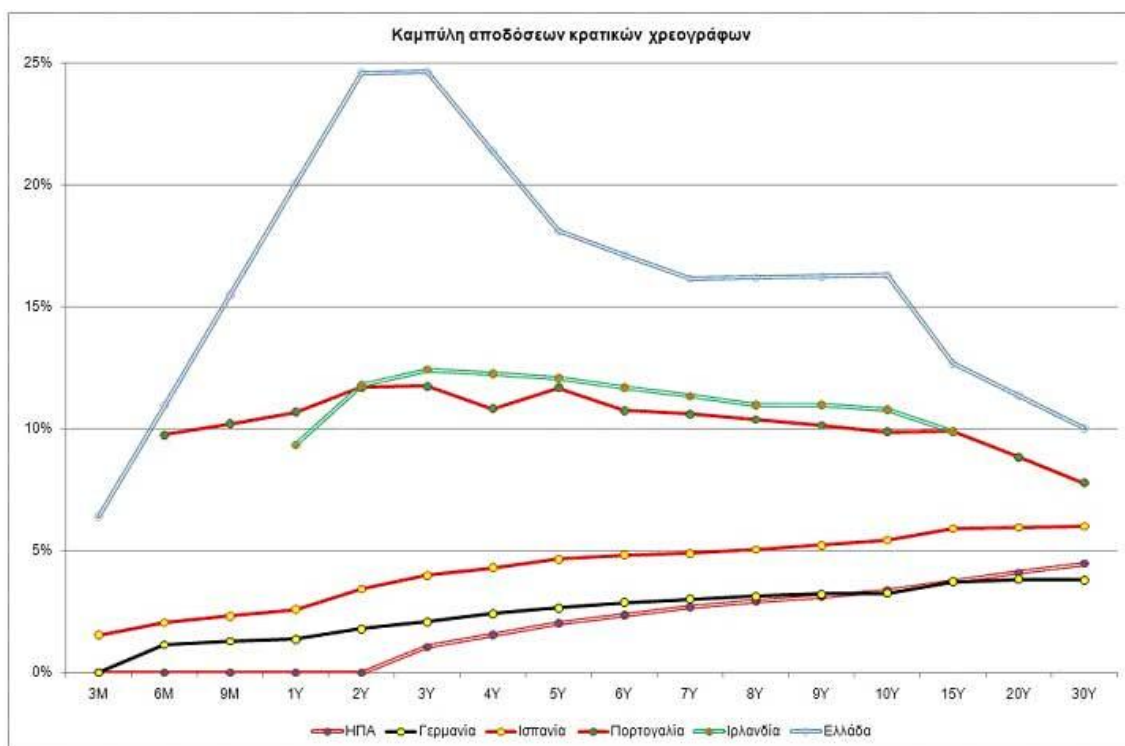
Η κυβέρνηση κάθε χώρας προχωρά στην έκδοση ομολόγων ανάλογα με τις δανειακές της ανάγκες και τις πολιτικές διαχείρισης του δημόσιου χρέους της. Γι' αυτό το λόγο εκδίδονται ομόλογα διαφορετικής διάρκειας που σε συνδυασμό με τις αντίστοιχες αποδόσεις τους σχηματίζουν την καμπύλη αποδόσεων (yield curve) της συγκεκριμένης χώρας. Οι διάρκειες των ελληνικών ομολόγων κυμαίνονται από 1 έως και 32 έτη.

Η καμπύλη αποδόσεων των ομολόγων είναι η γραμμή που συνδέει τις αποδόσεις των ομολόγων με την αντίστοιχη χρονική διάρκεια λήξης τους. Για μια χώρα με συνθήκες υγιούς οικονομίας, η καμπύλη αποδόσεων είναι θετική. Αυτό σημαίνει ότι για τα μεγαλύτερης διάρκειας ομόλογα οι αποδόσεις αυτών ξεπερνούν τις αντίστοιχες των πιο

βραχυπρόθεσμων ομολόγων. Αυτό είναι λογικό καθώς βάσει τη θεωρίας της ρευστότητας την οποία επιθυμούν οι επενδυτές, αυτοί προκειμένου να δεσμεύσουν τα χρήματά τους για μεγάλο χρονικό διάστημα απαιτούν κάποιο επιπλέον περιθώριο στις αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων. Επιπλέον, σημαντικό παράγοντα παίζουν και οι προσδοκίες των επενδυτών όσον αφορά την μελλοντική πορεία των επιτοκίων. Ειδικότερα, για χώρες με τάση μείωσης των επιτοκίων η καμπύλη αποδόσεων είναι καθοδική και αυτό συμβαίνει γιατί ενώ τα επιτόκια της αγοράς θα πέσουν το τοκομερίδιο των υφιστάμενων ομολόγων θα παραμείνει σταθερό και έτσι η ζήτηση των ομολόγων αυτών θα αυξηθεί και άρα θα αυξηθεί η αγοραία τιμή τους η οποία θα έχει ως αποτέλεσμα την μείωση της απόδοσής τους (αντίστροφη σχέση αγοραίας τιμής και απόδοσης).

Στο παρακάτω διάγραμμα 1 απεικονίζονται οι καμπύλες απόδοσης έξι αντιπροσωπευτικών οικονομιών κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, μεταξύ των οποίων και αυτή της Ελλάδας και της Γερμανίας. Όπως παρατηρείται, οι καμπύλες της Ελλάδας, της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας που αντιμετωπίζουν τα σοβαρότερα προβλήματα σε επίπεδο εθνικής οικονομίας έχουν αναστραφεί και ακολουθούν καθοδική πορεία, γεγονός που φανερώνει σημαντικό ρίσκο για τις συγκεκριμένες αγορές.

Διάγραμμα 1



Πηγή : Reuters

### 1.6 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (SPREAD) ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Επακόλουθο της αρνητικής πορείας της οικονομίας της Ελλάδας τα τελευταία έτη, ο όρος spread αποτελεί πλέον μέρος της καθημερινότητας των Ελλήνων. Το spread δεν είναι τίποτα άλλο από τη διαφορά της απόδοσης στη λήξη (yield to maturity) μεταξύ δύο ομολόγων ίδιας διάρκειας. Για την περίπτωση της Ελλάδας ο όρος spread αναφέρεται στην μαθηματική διαφορά μεταξύ του δεκαετούς ελληνικού κυβερνητικού ομολόγου και του αντίστοιχου γερμανικού.

Γενικότερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, η χρήση της απόδοσης των γερμανικών 10ετων ομολόγων έχει καθιερωθεί ως σημείο αναφοράς για τα ίδιας διάρκειας κυβερνητικά ομόλογα των υπόλοιπων κρατών μελών. Ο λόγος για αυτό είναι ότι η οικονομία της Γερμανίας είναι η ισχυρότερη οικονομία στην Ευρώπη και συνεπώς αποτελεί σημείο αναφοράς για τη διαμόρφωση του spread. Στην πράξη αυτό σημαίνει ότι η Γερμανία



μπορεί να δανείζεται με τους πιο ευνοϊκούς όρους από όλα τα άλλα κράτη μέλη καθώς θεωρείται η λιγότερο επισφαλής χώρα για τυχόν αδυναμία αποπληρωμής του δημόσιου χρέους της. Η διαφορά (spread) μεταξύ της απόδοσης των ελληνικών ομολόγων σε σχέση με τα γερμανικά αντανακλά το υψηλότερο κόστος δανεισμού του ελληνικού δημοσίου σε σχέση με το αντίστοιχο γερμανικό και αυτό οφείλεται στο γεγονός της ενσωμάτωσης του παράγοντα κινδύνου της χώρας (country risk), που στην περίπτωση της Ελλάδας είναι πολύ μεγαλύτερος από την Γερμανία. Αυτό εξηγείται καθώς είναι λογικό οι επενδυτές να ζητούν μεγαλύτερες αποδόσεις από τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου, καθώς η ελληνική οικονομία είναι προφανώς ασθενέστερη αυτής της Γερμανίας και επομένως και ο κίνδυνος αδυναμίας εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους της είναι μεγαλύτερος.

Για να γίνει πιο κατανοητό το παραπάνω παραθέτουμε τα πραγματικά στοιχεία του πίνακα 1 :

Πίνακας 1

Απόδοση 10ετους γερμανικού ομολόγου :	1,298%
Απόδοση 10ετους ελληνικού ομολόγου :	14,92%
Διαφορά (spread) :	13,62%

*Πηγή : Ελληνική Ένωση Τραπεζών, στοιχεία κλεισίματος για την 06/12/2012*

Η διαφορά των 13,62% ή αλλιώς μονάδες spread 1.362, ερμηνεύεται ότι οι επενδυτές απαιτούν επιπλέον απόδοση (premium) 13,62% προκειμένου να αναλάβουν τον κίνδυνο αγοράς του ελληνικού ομολόγου σε σχέση με την αγορά του αντίστοιχου γερμανικού.

Επομένως κάθε αύξηση του spread μιας χώρας σημαίνει αυτομάτως επιδείνωση των όρων δανεισμού αυτής και πιο συγκεκριμένα μείωση της πιστοληπτικής της ικανότητας

και της αξιοπιστίας της έναντι των πιστωτών της. Στην περίπτωση της Ελλάδας η αύξηση του spread σημαίνει αύξηση του ρίσκου από την μεριά των επενδυτών που επιθυμούν να επενδύσουν στην αγορά ελληνικών ομολόγων πάντα σε σύγκριση με τα αντίστοιχα γερμανικά. Ο κίνδυνος αυτός που αφορά την πιθανότητα του εκδότη να μην είναι σε θέση να πληρώσει τους προσυμφωνημένους τόκους αλλά και να επιστρέψει το αρχικό κεφάλαιο (ονομαστική αξία) στους ομολογιούχους δανειστές του, ονομάζεται πιστωτικός κίνδυνος (credit risk). Η αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου μιας χώρας και των αξιόγραφων αυτής παίζει καθοριστικό ρόλο στην διαμόρφωση των spread.

## 1.7 ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ – ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΕΚΔΟΤΩΝ

Η γνώση και πληροφόρηση για την πολύπλοκη αγορά των ομολόγων και τον κινδύνων που εμπεριέχονται σε αυτήν αποτελεί καθοριστικό παράγοντα στην λήψη αποφάσεων τόσο από την πλευρά των επενδυτών, όσο και από την μεριά των εκδοτών. Τον ρόλο αυτό της παροχής πληροφοριών έχουν αναλάβει οι λεγόμενοι οίκοι – οργανισμοί αξιολόγησης (credit rating agencies), οι οποίοι πρόκειται για ιδιωτικές εταιρίες με έντονο και σημαντικό ρόλο καθώς θεωρούνται ρυθμιστές των διεθνών κεφαλαιαγορών. Αντικείμενο αυτών των οίκων αποτελεί η αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου των δανειζόμενων σχετικά με την πιθανότητα που υπάρχει αυτοί να αθετήσουν τις υποχρεώσεις του χρέους τους. Παράλληλα, η αξιολόγηση του κάθε αξιόγραφου βασίζεται στην δυνατότητα του δανειζόμενου να αποπληρώσει το κεφάλαιο και τους τόκους σύμφωνα με την υπάρχουσα κάθε φορά συμφωνία δανεισμού.

Οι οίκοι αξιολόγησης επιδρούν στη διαδικασία λήψης αποφάσεων και των δύο μερών (δανειστή και δανειζόμενο). Από τη μεριά του δανειστή, αυτός αντλεί πληροφόρηση σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο που εμπεριέχεται στις διαθέσιμες επενδυτικές επιλογές του, ενώ από τη μεριά του δανειζόμενου, αυτός αντλεί πληροφόρηση προκειμένου να προσαρμόσει τις εσωτερικές του διαδικασίες και στρατηγικές λαμβάνοντας υπόψη την εικόνα και απήχηση που έχει στο επενδυτικό κοινό και στις κεφαλαιαγορές.

Οι σημαντικότεροι οίκοι αξιολόγησης είναι οι :

- Moody's (έδρα : ΗΠΑ, έτος ίδρυσης : 1909)
- Standard & Poor's (έδρα : ΗΠΑ, έτος αρχικής ίδρυσης : 1906, έτος ανάπτυξης με την σημερινή μορφή : 1941)
- Fitch Ratings (έδρα : ΗΠΑ και Αγγλία, έτος ίδρυσης : 1913, έτος ανάπτυξης με τη σημερινή μορφή : 1989)

Σήμερα, η Moody's και η Standard & Poor's κατέχουν η κάθε μία από 40% της παγκόσμιας αγοράς αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας, ενώ η Fitch Ratings κατέχει περίπου το 14%. Συνολικά οι τρεις οίκοι ελέγχουν το 94% της παγκόσμιας αγοράς δημιουργώντας έτσι ένα πολύ ισχυρό ολιγοπώλιο. Ωστόσο, η τελευταία χρηματοπιστωτική κρίση που αρχικά ξεκίνησε από την ΗΠΑ και την κατάρρευση ισχυρών χρηματοπιστωτικών – ασφαλιστικών ιδρυμάτων (Lehman Brothers, AIG) έγειρε σοβαρά ερωτήματα για την εγκυρότητα και αμεροληψία των υπηρεσιών των τριών οίκων αξιολόγησης. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι τόσο η Lehman Brothers όσο και η AIG απολάμβαναν θετική αξιολόγηση από τους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης μέχρι και τα μέσα του Σεπτεμβρίου 2008, μέχρι που στις 15 Σεπτεμβρίου 2008 η Lehman Brothers κήρυξε πτώχευση, ενώ η AIG την επόμενη ημέρα στις 16 Σεπτεμβρίου έλαβε την πρώτη δόση της απαιτούμενης βοήθειας (των 85 \$ δις) από την αμερικάνικη κυβέρνηση για την διάσωσή της.

Όπως γίνεται κατανοητό από τα παραπάνω, η δύναμη των τριών οίκων αξιολόγησης όσον αφορά την επιρροή των διεθνών χρηματαγορών κρίνεται αναμφίβολα σημαντική. Κατά συνέπεια ο καθορισμός των spread χρεογράφων που εκδίδονται από κράτη προκειμένου να αντλήσουν δανειακά κεφάλαια από τις διεθνείς χρηματαγορές, επηρεάζεται σε πολύ μεγάλο βαθμό από την βαθμολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη, η οποία εξάγεται από τους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης.

Κάθε οίκος αξιολόγησης έχει αναπτύξει ένα σύστημα διαβάθμισης κινδύνου για τον δανειζόμενο. Πιο συγκεκριμένα η Fitch Ratings ανέπτυξε ένα δικό της σύστημα το οποίο κατόπιν υιοθέτησε και η Standard & Poor's, ενώ η Moody's χρησιμοποιεί ένα δικό της, διαφορετικό σύστημα.

Ο πίνακας 2 απεικονίζει αναλυτικά την βαθμολογική κλίμακα των τριών μεγάλων οίκων αξιολόγησης καθώς και την ερμηνεία της κάθε βαθμολόγησης :

Πίνακας 2

S & P	Moody's	Fitch Ratings	Ερμηνεία βαθμολόγησης
AAA	Aaa	AAA	Ομόλογα με την υψηλότερη βαθμολογία. Άριστη πιθανότητα αποπληρωμής τόκων και επιστροφής του αρχικού κεφαλαίου.
AA	Aa	AA	Υψηλής ποιότητας ομόλογα, με πολύ υψηλή πιθανότητα αποπληρωμής τόκων και επιστροφής του αρχικού κεφαλαίου.
A	A	A	Ομόλογα με υψηλή πιθανότητα αποπληρωμής τόκων και επιστροφής αρχικού κεφαλαίου, αλλά πιο ευάλωτα σε μελλοντικές αρνητικές αλλαγές των οικονομικών συνθηκών. Ύπαρξη χαμηλού πιστωτικού κινδύνου.
BBB	Baa	BBB	Μεσαίας ποιότητας ομόλογα, με ικανοποιητική πιθανότητα αποπληρωμής τόκων και επιστροφής αρχικού κεφαλαίου. Δυσμενείς αλλαγές στο οικονομικό κλίμα ενδεχομένως να οδηγήσουν γρήγορα σε μείωση της φερεγγυότητας. Πιθανή ύπαρξη στοιχείων κερδοσκοπίας.
BB	Ba	BB	Ύπαρξη πιστωτικού κινδύνου, απαιτείται άμεση παρακολούθηση των υποχρεώσεων. Χαμηλής ποιότητας ομόλογα με κερδοσκοπικά στοιχεία. Μειωμένη βραχυχρόνια φερεγγυότητα του εκδότη.
B	B	B	Σχετικά υψηλή πιθανότητα αδυναμίας εξυπηρέτησης του χρέους από τον εκδότη. Ωστόσο, προς το παρόν η αποπληρωμή τόκων και κεφαλαίου είναι δυνατή. Λόγω χαμηλής ποιότητας δεν συστήνεται η επένδυση νέου κεφαλαίου.

CCC	Caa	CCC	Προς το παρόν επαληθεύσιμη η πιθανότητα αδυναμίας εξυπηρέτησης του χρέους. Βελτίωση της οικονομικής και πιστωτικής κατάστασης απαιτείται για την μελλοντική αποπληρωμή τόκων και κεφαλαίου. Ύπαρξη έντονου κερδοσκοπικού χαρακτήρα.
CC	Ca	CC	Μειωμένης εξασφάλισης ομόλογα, υψηλού κερδοσκοπικού χαρακτήρα και υψηλού κινδύνου.
C	C	C	Πιθανότητα επικείμενης αθέτησης των συμβατικών όρων δανεισμού από τον εκδότη. Ομόλογα χαμηλότερης βαθμολογίας. Η πιθανότητα για βελτίωση της κατάστασης κρίνεται αμφίβολη.
SD D		DDD DD D	Ο εκδότης έχει ήδη προβεί σε μη τήρηση των όρων δανεισμού, δήλωση χρεοκοπίας.
+ / -		+ / -	(με την πρόσθεση των συμβόλων (+) ή (-) στη βαθμολογία δηλώνεται ενδεχόμενη διαφορά εντός μιας κύριας κατάταξης)
	1,2,3		(προστίθεται στις κατατάξεις Aa – B, ώστε να επιτυγχάνεται η ενδιάμεση διάκριση εντός μιας κύριας κατάταξης)
Watch Positive			Πιθανή βελτίωση
Watch Developing			Πιθανή νέα βαθμολόγηση
Watch Negative			Πιθανή χειροτέρευση

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### 2.1 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ

Σήμερα στην Ελλάδα, όπως συνέβαινε και παλαιότερα, ο ΟΔΔΗΧ εξακολουθεί να μην διαχειρίζεται το σύνολο του δημοσίου χρέους της χώρας. Παραδόξως, κατά πολλούς αναλυτές και διεθνείς οργανισμούς, το ποσοστό του χρέους που δεν διαχειρίζεται από τον ΟΔΔΗΧ βρίσκεται υπό τον έλεγχο συγκεκριμένων διευθύνσεων του Γενικού Λογιστηρίου του κράτους. Ωστόσο, τυπικά το Γενικό Λογιστήριο του κράτους ζητά την άποψη του ΟΔΔΗΧ για τις εκάστοτε εκδόσεις ομολόγων.

Το χρέος της Κεντρικής Κυβέρνησης σύμφωνα με το επίσημο Δελτίο Δημοσίου Χρέους του Σεπτεμβρίου, ανέρχεται στις 30/09/2012 σε € 303,5 δις. Ωστόσο, στο παραπάνω μέγεθος του δημοσίου χρέους δεν συμπεριλαμβάνεται η αξία του χρέους (ομολόγων) που αφορά το ενδοκυβερνητικό χρέος, δηλαδή αυτό που βρίσκεται στα χέρια ταμείων και φορέων του δημοσίου, αυτοδιοίκηση, ομάδες πολιτών (χρέος Γενικής Κυβέρνησης).

Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 2, το 53,27% του ανωτέρω χρέους (της Κεντρικής Κυβέρνησης) είναι υπό τη διαχείριση του ΟΔΔΗΧ, ενώ το υπόλοιπο χρέος προέρχεται από διακρατικά δάνεια, δάνεια ΕFSF, στρατιωτικά δάνεια, δάνεια της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων, της Τράπεζας της Ελλάδος, του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου και από τιτλοποιήσεις.

Διάγραμμα 2



*Πηγή : Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους*

Αναλυτικά η σύνθεση και οι κατηγορίες του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης παρουσιάζονται στον πίνακα 3 :

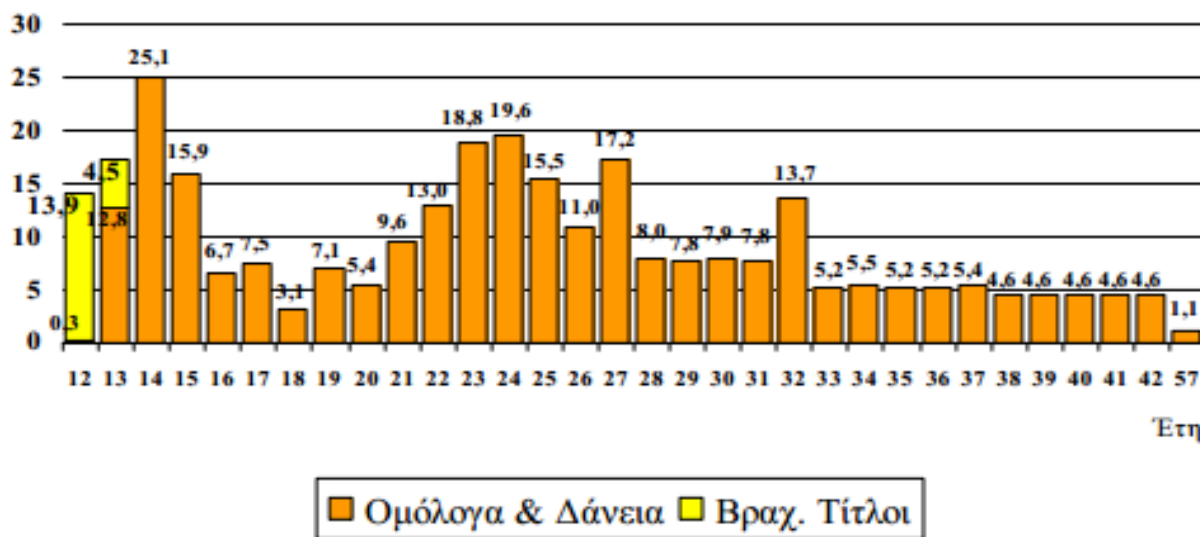
Πίνακας 3

<b>Ύψος χρέους</b>	<b>€ 303.508,8 εκ</b>
Σταθερού επιτοκίου	43,4%
Κυμαινόμενου επιτοκίου	56,6%
Σε ευρώ	96,7%
Σε νομίσματα εκτός ζώνης ευρώ	3,3%
<b>Ομόλογα και βραχυπρόθεσμοι τίτλοι</b>	<b>136.764,85</b>
Ομόλογα εκδοθέντα στην αγορά εσωτερικού	113.904,6
Ομόλογα εκδοθέντα στις αγορές εξωτερικού	4.286,42
Τιτλοποιήσεις στο εξωτερικό	220,02
Βραχυπρόθεσμοι τίτλοι	18.353,78
<b>Δάνεια</b>	<b>166.743,95</b>
Δάνεια Τράπεζας Ελλάδος	5.216,15
Δάνεια λοιπά εσωτερικού	137,20
Δάνεια ειδικά και διακρατικά	6.932,54
Δάνεια Μηχανισμού Στήριξης	148.828,27
Δάνεια λοιπά εξωτερικού	5.629,79
Δάνεια βραχυπρόθεσμα	0,00
<b>Σύνολο</b>	<b>€ 303.508,8 εκ</b>

*Πηγή : Υπουργείο Οικονομικών – Γενική Διεύθυνση Θησαυροφυλακίου και Προϋπολογισμού – Διεύθυνση Δημοσίου Χρέους (<http://www.minfin.gr>)*

Όσον αφορά την διάρκεια λήξεως του χρέους της Κεντρικής Διοίκησης, παρατίθεται το διάγραμμα 3, όπου και απεικονίζεται αναλυτικά το χρονοδιάγραμμα λήξεως των ελληνικών χρεογράφων την 30/09/2012.

Διάγραμμα 3

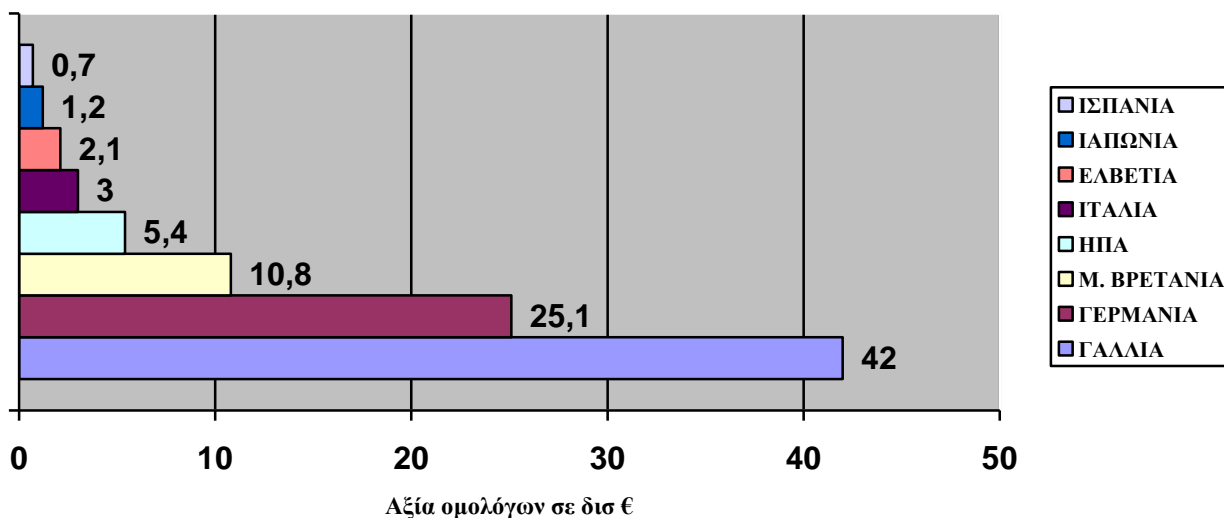


Πηγή : Υπουργείο Οικονομικών – Γενική Διεύθυνση Θησαυροφυλακίου και Προϋπολογισμού – Διεύθυνση Δημοσίου Χρέους (<http://www.minfin.gr>)

## 2.2 ΠΟΙΟΙ ΚΑΤΕΧΟΥΝ ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΕΟΣ

Η ελληνική κρίση χρέους και ειδικότερα η πιθανότητα αθέτησης από μεριάς της Ελλάδας των συμβατικών υποχρεώσεων απέναντι στους δανειστές της θέτει σε κίνδυνο σημαντικό αριθμό ξένων κρατών εντός και εκτός της Ευρώπης.

Διάγραμμα 4



Πηγή : BIS Quarterly Review (Bank of International Settlements)



Όσον αφορά τις Ευρωπαϊκές χώρες, όπως φαίνεται από το παραπάνω διάγραμμα 4, οι πέντε πιο εκτεθειμένες στο ελληνικό χρέος είναι η Γαλλία, Γερμανία, Μεγάλη Βρετανία, Ιταλία και Ελβετία. Συγκεκριμένα για την Γαλλία σημειώνεται ότι οι γαλλικές τράπεζες κατέχουν ελληνικά ομόλογα αξίας περίπου € 14 δις τα οποία λήγουν έως τα μέσα του 2014.

Όσον αφορά τις ελληνικές τράπεζες και τα ασφαλιστικά ταμεία, αυτά κατέχουν συνολικά € 70 δις κρατικών ομολόγων, εκ των οποίων οι τίτλοι που κατέχουν οι τράπεζες και λήγουν μέχρι το 2014 είναι περίπου € 20 δις.

### 2.3 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ SPREAD ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ – ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΔΙΑΔΡΟΜΗ – ΧΡΟΝΙΚΟ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ

Στο διάγραμμα 5 απεικονίζεται η διαχρονική πορεία του spread των ελληνικών 10ετους διάρκειας ομολόγων σε σύγκριση με τα αντίστοιχα γερμανικά, όπως αυτή διαμορφώθηκε κατά την τελευταία πενταετία. Όπως παρατηρείται, τα spread των δύο τίτλων παρουσίαζαν ελάχιστη απόκλιση μεταξύ τους, ώσπου τον Ιανουάριο 2010 το spread ξεπέρασε τις 300 μονάδες και έκτοτε συνέχισε τη ανοδική του πορεία μέσα από συνεχείς διακυμάνσεις με αποτέλεσμα την 06/12/2012 να ανέρχεται σε 1.362 μονάδες.

Διάγραμμα 5



Πηγή : Bloomberg

Αναλυτικά, η περίοδος που εξετάζεται αφορά το διάστημα, από τον Ιούλιο 2007 οπότε και τοποθετείται η έναρξη της κρίσης στην αγορά των ενυπόθηκων δανείων χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης στις ΗΠΑ (USA sub-prime crisis) που ήταν και το έναυσμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης που ακολούθησε, και φτάνει μέχρι τον 12/2012. Κατά το διάστημα πριν την εκδήλωση της κρίσης στην αγορά των ενυπόθηκων δανείων στην ΗΠΑ, οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων (όπως και των υπόλοιπων χωρών της ευρωζώνης) παρουσίαζαν υψηλό βαθμό σύγκλισης με αυτές των αντίστοιχων γερμανικών ομολόγων (διάγραμμα 6). Συγκεκριμένα το spread των ελληνικών ομολόγων κυμαινόταν μεταξύ 27 και 65 (τον 08/2008) μονάδες. Αιτία αυτής της ισορροπημένης κατάστασης αποτέλεσε η είσοδος της Ελλάδας στην ευρωζώνη, γεγονός που οδήγησε εξ' ορισμού στην σταδιακή σύγκλιση των βασικών δεικτών της ελληνικής οικονομίας με τους αντίστοιχους της Ευρώπης.

Ωστόσο, με το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης μετά τον 09/2008 που σηματοδεύτηκε από την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers, η κοινή πορεία των spread των ευρωπαϊκών ομολόγων διακόπηκε. Στην περίοδο που ακολούθησε και μέχρι τον 03/2009 οπότε και είχαμε την κορύφωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, το ελληνικό spread ανέβηκε έως και 285 μονάδες που αποτελούσε τιμή ρεκόρ από το 2001 (διάγραμμα 6). Παρόμοιες εξελίξεις παρατηρήθηκαν και στις υπόλοιπες περιφερειακές χώρες – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ωστόσο μεταξύ αυτών τη μεγαλύτερη πίεση στα spread δεχόταν τα ελληνικά και ιρλανδικά ομόλογα. Παράλληλα, η απόδοση των γερμανικών κρατικών ομολόγων ενώ πριν τον 09/2008 κυμαίνονταν σε σχετικά υψηλά επίπεδα (άνω του 4,6% τον 06/2008), μετά την κατάρρευση της Lehman Brothers ακολούθησε πτωτική πορεία και μάλιστα υποχώρησε σε χαμηλά επίπεδα δεκαετιών (χαμηλότερα από 2,9%).

Διάγραμμα 6



Μια σύντομη περίοδος αποκλιμάκωσης συνέβη μεταξύ 04 – 09/2009 καθώς είχαμε μερική ανακούφιση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης. Ειδικότερα, η ανάκαμψη αυτή της εμπιστοσύνης των επενδυτών για την προοπτική των διεθνών

οικονομιών, προήλθε από σειρά συντονισμένων μέτρων και προσπαθειών διεθνών οργανισμών, νομισματικών αρχών και κυβερνήσεων με σκοπό την στήριξη του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Έτσι λοιπόν, έστω και προσωρινά, τον 08/2009 το ελληνικό spread σημείωσε μείωση και διαμορφώθηκε σε 121 μονάδες. Ωστόσο, ήταν ξεκάθαρο ότι σε σχέση με τα υπόλοιπα περιφερειακά κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης οι αγορές εξακολουθούσαν να κατατάσσουν τα ελληνικά και τα ιρλανδικά ομόλογα στη μαύρη λίστα των επενδυτικών επιλογών. Οφείλεται να τονιστεί ότι μεταξύ της Ελλάδας και της Ιρλανδίας η βασική διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι ενώ η αύξηση των ελληνικών spreads και γενικότερα η επέκταση της κρίσης τροφοδοτήθηκε από την εξασθετισμένη δημοσιονομική θέση αυτής, αντίθετα η κρίση στην Ιρλανδία παρά τη δυνατή δημοσιονομική θέση αυτής επεκτάθηκε κυρίως λόγω του τεράστιου κόστους στήριξης των τραπεζών.

Κατά την περίοδο 09/2009 – 11/2009 τα ελληνικά spread αυξήθηκαν μόνο οριακά παραμένοντας μεταξύ 120 και 130 μονάδες. Σε αυτή την σταθερότητα συνέβαλαν η αλλαγή του πολιτικού σκηνικού της χώρας μετά τη διεξαγωγή έκτακτων εκλογών στις 4/10/2009 και την ανάδειξη νέας κυβέρνησης (ΠΑ.ΣΟ.Κ). Επιπλέον, η άμεση ανακοίνωση του νέου υπουργού οικονομικών για το δημόσιο έλλειμμα το οποίο διαμορφώθηκε σε 12,7% (ως ποσοστό επί του ΑΕΠ) αναιρώντας έτσι τους υπολογισμούς της προηγούμενης κυβέρνησης που το εκτιμούσαν σε 6%, συνέβαλε θετικά (έστω και προσωρινά) στις προσδοκίες των αγορών όσον αφορά την προσπάθεια από πλευράς των νέων ελληνικών αρχών για εξυγίανση των δημοσιονομικών προβλημάτων της χώρας.

Παρόλα αυτά, από τον 11/2009 οι αυξημένες ανησυχίες των αγορών σχετικά με την δημοσιονομική τάξη και την ικανότητα διαχείρισης και εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους τόσο της Ελλάδας όσο και άλλων χωρών της ευρωζώνης (Πορτογαλία, Ισπανία, Ιταλία) οδήγησε σε νέα επιδείνωση της αγοράς των κυβερνητικών ομολόγων. Επιπλέον, η κατάθεση του κρατικού προϋπολογισμού 2010 που πραγματοποιήθηκε τον 11/2009 δεν κατάφερε να επαναφέρει την χαμένη αξιοπιστία της Ελλάδας στις διεθνείς αγορές όσον αφορά την ικανότητά της για μελλοντική τήρηση των δανειακών της υποχρεώσεων. Με αφορμή και αυτό το τελευταίο γεγονός, ξεκίνησε μία έντονη

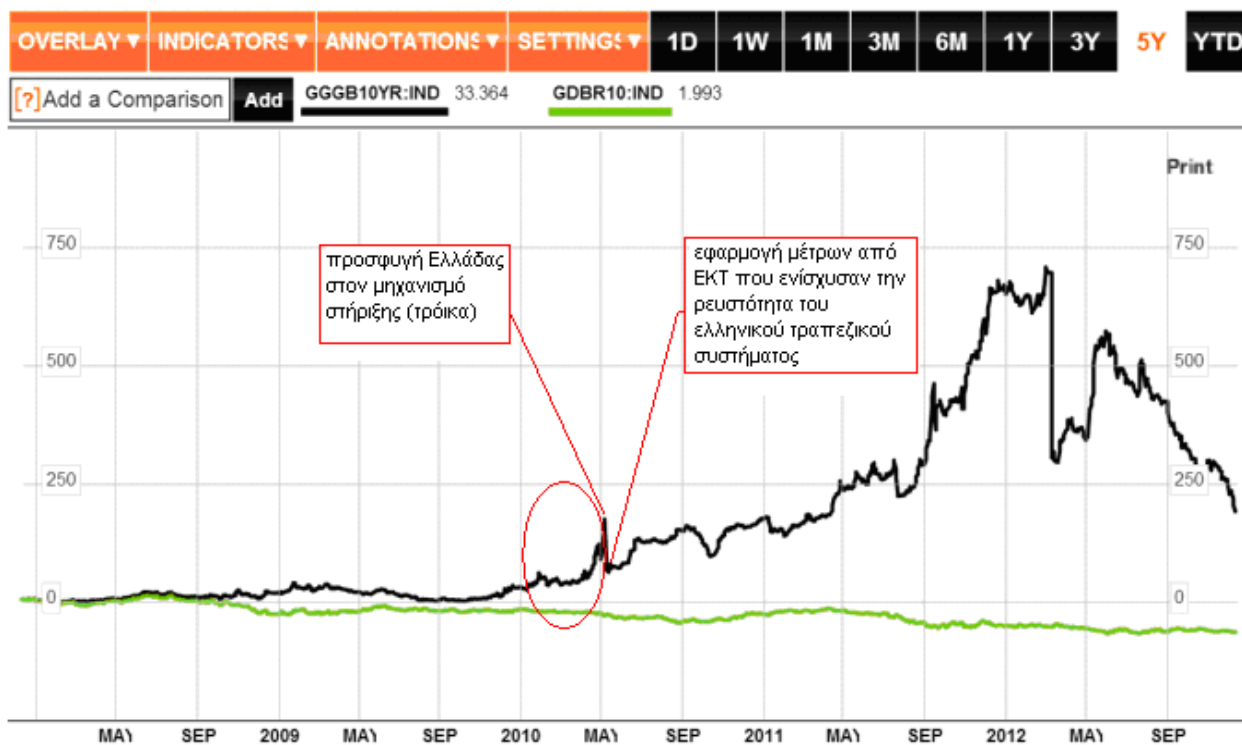
περίοδος με χαρακτηριστικό την ανοδική τάση των ελληνικών spread. Αποτέλεσμα αλλά και αιτία των ανωτέρω αρνητικών εξελίξεων για την αγορά ελληνικών ομολόγων ήταν οι διαδοχικές υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας από τους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης. Πιο συγκεκριμένα, τον 10/2009 ο οίκος Fitch Ratings υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο A στο A-, ενώ τον 12/2009 ο οίκος Standard & Poor's προχώρησε σε υποβάθμιση από A- σε BBB+, και ο οίκος Moody's από A1 σε A2.

Η κακή εικόνα της ελληνικής οικονομίας και των ελληνικών αρχών επιδεινώθηκε περαιτέρω όταν τον 01/2010 η Ευρωπαϊκή Ένωση προχώρησε σε έκδοση έκθεσης σχετικά με τα στατιστικά στοιχεία του χρέους και του ελλείμματος του ελληνικού κράτους, στο περιεχόμενο της οποίας γινόταν λόγος για σκόπιμη εσφαλμένη αναφορά δεδομένων. Επιπλέον, με την ίδια έκθεση η Ευρωπαϊκή Ένωση διατύπωσε την αμφισβήτησή της σχετικά με την ακρίβεια των εκδοθέντων στοιχείων της Ελλάδας και για προηγούμενα έτη και συγκεκριμένα από την περίοδο ένταξης της Ελλάδας στην νομισματική ένωση του ευρώ. Αποτέλεσμα όλων των παραπάνω ήταν το spread των 10ετών ελληνικών ομολόγων να ξεπεράσει στα τέλη του 01/2010 τις 300 μονάδες (διάγραμμα 7). Κατά το επόμενο διάστημα οι ελληνικές αρχές δεχόντουσαν έντονες πιέσεις για λήψη αυστηρών μέτρων ειδικά για τον δημόσιο τομέα. Παράλληλα ξεκίνησε ένας δεύτερος γύρος υποβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας από τους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης. Συγκεκριμένα, τον 04/2010 η Fitch Ratings προχώρησε σε υποβάθμιση από επίπεδο BBB+ σε BBB-, η Moody's από A2 σε A3, και η Standard & Poor's από BBB+ σε BB+. Κατόπιν των παραπάνω, το spread των ελληνικών ομολόγων στα τέλη του 04/2010 έφτασε να ξεπερνάει τις 1000 μονάδες, γεγονός που στην ουσία σήμαινε τον εξοστρακισμό της Ελλάδας από τις αγορές ομολόγων και την ανάγκη αναζήτησης νέων πηγών χρηματοδότησης έτσι ώστε να αποφευχθεί ενδεχόμενη παύση πληρωμών – χρεοκοπία. Η Ελλάδα προκειμένου να προστατευτεί από τις έντονες κερδοσκοπικές επιθέσεις οι οποίες τρεφόντουσαν από την προβληματική της δημοσιονομική θέση, προσέφυγε στις 23/04/2010 στον μηχανισμό στήριξης της Τρόικας, η οποία συγκροτούνταν από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (διάγραμμα 7). Η επιβολή των πρώτων αυστηρών μέτρων λιτότητας στην Ελλάδα από τη Τρόικα με σκοπό την ενεργοποίηση του μηχανισμού στήριξης πραγματοποιήθηκε στις 06/05/2010

με την ψήφιση του γνωστού Μνημονίου, πράξη η οποία έλαβε χώρα μέσα σε έντονα εκρηκτικό κοινωνικοπολιτικό κλίμα, με χαρακτηριστικό την εκδήλωση της οργής του ελληνικού λαού. Τις αμέσως επόμενες ημέρες πραγματοποιήθηκε και η υπογραφή των σχετικών δανειακών συμβάσεων μεταξύ της Ελλάδας, του ΔΝΤ και των χωρών κρατών της Ευρωπαϊκής Ένωσης η οποία προέβλεπε την χορήγηση πακέτου βοήθειας ύψους 110 δις ευρώ.

Ωστόσο, επειδή το πρόβλημα των κερδοσκοπικών επιθέσεων δεν περιοριζόταν μόνο στην περίπτωση του ελληνικού χρέους, αλλά έδειχνε πως επηρέαζε και άλλες χώρες – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Πορτογαλία, Ισπανία, Ιταλία, Ιρλανδία) με δημοσιονομικά προβλήματα, στις 10/05/2010 έλαβε χώρα η ανακοίνωση από τους υπουργούς οικονομικών της Ε.Ε. η δημιουργία ενός μηχανισμού έκτακτης ανάγκης, η οποία και με την σύμπραξη του ΔΝΤ ανέρχονταν στα € 750 δις. Σκοπός του μηχανισμού αυτού ήταν η προστασία των κρατών μελών από τις κερδοσκοπικές ορέξεις των αγορών αλλά και η αντιμετώπιση των δημοσιονομικών προβλημάτων των κρατών μέσω της λήψης μέτρων κατά των βαθύτερων αιτιών πρόκλησης αυτών. Η σειρά μέτρων που ελήφθησαν από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αρχικά πέτυχαν την αντιμετώπιση εμποδίων αναφορικά με την παροχή ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της ευρωζώνης. Ειδικότερα για την Ελλάδα, το τραπεζικό σύστημα απέκτησε ρευστότητα καθώς καταργήθηκε το ελάχιστο αποδεκτό όριο πιστοληπτικής διαβάθμισης για την αποδοχή κυβερνητικών ομολόγων ως ενέχυρο στις δημοπρασίες της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Αποτέλεσμα των ανωτέρω εξελίξεων ήταν τα spread τόσο των ελληνικών ομολόγων όσο και των λοιπών περιφερειακών κρατών μελών της Ε.Ε. να παρουσιάσουν άμεση ραγδαία μείωση (διάγραμμα 7). Συγκεκριμένα το spread του ελληνικού ομολόγου την 12/05/2010 διαμορφώθηκε στις 450 μονάδες, ενώ και τα αντίστοιχα spread των υπόλοιπων κρατών με δημοσιονομικά προβλήματα διαμορφώθηκαν σε χαμηλά επίπεδα ρεκόρ πολλών εβδομάδων.

## Διάγραμμα 7



Ωστόσο, η ευνοϊκή αυτή περίοδος αποκλιμάκωσης των πιέσεων είχε προσωρινή διάρκεια καθώς οι αγορές γρήγορα εκδήλωσαν την αμφιβολία τους σχετικά με την ουσιαστική και άμεση εφαρμογή των αυστηρών μέτρων λιτότητας που απαιτούνταν για την αντιμετώπιση των προβλημάτων δημόσιου χρέους και ελλείμματος από τις πάσχουσες οικονομίες. Έτσι λοιπόν, η αδυναμία αρχικά ολιγάριθμων και συγκεκριμένων κρατών μελών να διαχειριστούν τις δημοσιονομικές τους θέσεις κατέληξε σταδιακά να διογκώνεται σε μία απειλή που έθετε σε αμφισβήτηση τα όρια αντοχής του καθολικού χρηματοπιστωτικού συστήματος της ευρωζώνης. Προς αυτή την κατεύθυνση μπορεί να ερμηνευτεί και το γεγονός ότι τον 06/2010 οι αξιολογήσεις των αντοχών (stress tests) 91 ευρωπαϊκών τραπεζών εκ των οποίων και 6 ελληνικών, παρά των θετικών (σχεδόν στο σύνολο τους) αποτελεσμάτων, τελικά δέχτηκαν ισχυρή κριτική από διεθνείς αναλυτές όσον αφορά τους όρους προσομοίωσης που εφαρμόστηκαν. Επιπλέον, η πιστοληπτική ικανότητα της Ελλάδας υποβαθμίστηκε από τον οίκο Moody's στις 14/06/2010 κατά τέσσερις βαθμίδες και συγκεκριμένα από A3 σε Ba1. Αποτέλεσμα των ανωτέρω εξελίξεων ήταν τα spread των ελληνικών ομολόγων να οδηγηθούν σε μια νέα ανοδική πορεία και τον 09/2010 να φτάσουν να κυμαίνονται

μέχρι 950 μονάδες.

Τον 10/2010 το spread ελληνικών ομολόγων σημείωσε αξιόλογη υποχώρηση η οποία ήταν αποκλειστικά αποτέλεσμα δηλώσεων στήριξης της ελληνικής θέσης από άτομα σε ισχυρές θέσεις κλειδιά. Αρχικά στις 04/10/2010 η κινέζικη κυβέρνηση μέσω δηλώσεων του πρωθυπουργού της περί πρόθεσης για αγορά ελληνικών ομολόγων αλλά και πραγματοποίησης επενδύσεων στην Ελλάδα οδήγησε σε πτώση των ελληνικών spread στις 789 μονάδες. Επιπροσθέτως, λίγες ημέρες αργότερα εκπρόσωπος του ΔΝΤ έκανε δηλώσεις περί ενδεχόμενης επιμήκυνσης της διάρκειας αποπληρωμής χρέους της Ελλάδας με αποτέλεσμα τον θετικό αντίκτυπο στις διεθνείς αγορές που οδήγησαν σε περαιτέρω μείωση του spread του 10ετους ελληνικού ομολόγου, το οποίο στις 13/10/2012 διαμορφώθηκε στις 683 μονάδες βάσης (διάγραμμα 8). Ένας ακόμη λόγος για την θετική αυτή εξέλιξη της ελληνικής αγοράς ομολόγων ήταν και τα θετικά αποτελέσματα των μέχρι τότε μέτρων δημοσιονομικής πολιτικής που εφαρμόστηκαν τα οποία ξεπέρασαν ακόμη και τα προσδοκώμενα. Ειδικότερα, το δημοσιονομικό έλλειμμα της Ελλάδας κατάφερε να μειωθεί το 2010 στο μισό της προηγούμενης χρονιάς, ενώ σύμφωνα με το προσχέδιο προϋπολογισμού του 2011 που ψηφίστηκε στις 23/12/2010 το δημόσιο έλλειμμα προβλέπονταν να διαμορφωθεί το 2011 σε 7% (επί του ΑΕΠ) έναντι 7,6% που προέβλεπε το πρόγραμμα σταθεροποίησης. Γενικότερα, το στοιχείο της πειθαρχίας που έλλειπε από την ελληνική οικονομία έδειχνε προς το παρόν να κερδίζει την χαμένη αξιοπιστία των αγορών και τον κίνδυνο της χρεοκοπίας να απομακρύνεται.



## Διάγραμμα 8



Ωστόσο, παράλληλα με την εφαρμογή των μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής (μείωση δημοσίου χρέους) το άλλο σκέλος αυτό των διαρθρωτικών μέτρων που είχαν σκοπό την αύξηση της ανταγωνιστικότητας της Ελλάδας παρουσίαζε απογοητευτικά αποτελέσματα και συνεπώς η χώρα οδηγούνταν σε ολοένα και βαθύτερη ύφεση. Σύμφωνα με το καθηγητή οικονομολόγο Πετράκη Παναγιώτη «η ταυτόχρονη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος και της αύξησης της ανταγωνιστικότητας είναι πολύ δύσκολο να επιτευχθεί», και ο λόγος για αυτό είναι επειδή η εφαρμογή των διαρθρωτικών μέτρων, σε αντίθεση με τη δημοσιονομική προσαρμογή, απαιτεί μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα που κυμαίνεται μεταξύ 2 – 5 έτη, και τα αποτελέσματα αυτής μπορούν να εξαχθούν σε βάθος 10 έως και 20 ετών. Σύμφωνα με τον καθηγητή, η αποκλιμάκωση των spreads θα μπορούσε να είχε επιτευχθεί αποτελεσματικότερα εάν οι ελληνικές αρχές, υπό τις οδηγίες των δανειστών της (Τρόικα) επικεντρώνονταν περισσότερο στην αντιμετώπιση του δημοσιονομικού προβλήματος, ενώ τονίζει ότι «τα spreads έχουν να κάνουν με τα ελλείμματα καθώς είναι προϊόν της ισορροπίας των αγορών».

Έτσι λοιπόν, ένας ακόμη γύρος κερδοσκοπικών κινήσεων με σταθερά αυξητική τάση των ελληνικών spread ξεκίνησε με αφορμή την ενίσχυση των προβλέψεων των αγορών για πιθανότητα μελλοντικής αδυναμίας της Ελλάδας για εξυπηρέτηση του χρέους της και κατ' επέκταση για την άμεση ανάγκη κατάρτισης ενός σχεδίου αναδιάρθρωσης του χρέους.

Οι αρνητικές προβλέψεις των αγορών αντικατοπτρίστηκαν και στις αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας, καθώς αυτή υπέστη σημαντική υποβάθμιση και από τους τρεις μεγάλους οίκους αξιολόγησης. Αναλυτικά, ανά ημερομηνία και ανά οίκο αξιολόγησης, η διαμόρφωση της πιστοληπτικής ικανότητας της Ελλάδας αποτυπώνεται στον παρακάτω πίνακα 4 :

Πίνακας 4

<b>Ημ/νια μεταβολής βαθμολογίας</b>	<b>Οίκος αξιολόγησης</b>	<b>Προηγούμενο επίπεδο</b>	<b>Νέο επίπεδο</b>
14/01/2011	Fitch Ratings	BBB-	BB+
07/03/2011	Moody's	Ba1	B1 (μείωση κατά τριών βαθμίδων)
29/03/2011	Standard & Poor's	BB+	BB-
09/05/2011	Standard & Poor's	BB-	B
20/05/2011	Fitch Rating's	BB+	B+
01/06/2011	Moody's	B1	Caa1
14/06/2011	Standard & Poor's	B	CCC (στη χαμηλότερη θέση παγκοσμίως η Ελλάδα)
13/07/2011	Fitch Rating's	B+	CCC
25/07/2011	Moody's	Caa1	Ca
27/07/2011	Standard & Poor's	CCC	CC

Αξίζει να σημειωθεί ότι στις 12/03/2011 με απόφαση της συνόδου κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης έλαβε χώρα η θετική για την Ελλάδα επιμήκυνση του χρονικού ορίου αποπληρωμής του ελληνικού χρέους των € 110 δις κατά 7,5 έτη καθώς και η μείωση του επιτοκίου για το σύνολο του συγκεκριμένου δανείου κατά 100 μονάδες (ήτοι από 5,2% σε 4,2%). Ωστόσο, η προαναφερόμενη αρνητική εξέλιξη της πιστοληπτικής διαβάθμισης της Ελλάδας, η οποία τον 06/2011 την κατέτασσε στα όρια σχεδόν της χρεοκοπίας, οφείλονταν στο γεγονός ότι οι αγορές είχαν χάσει την εμπιστοσύνη τους στην δυνατότητα των ελληνικών αρχών να προωθήσουν και να εφαρμόσουν επιτυχώς νέα μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης, ενώ και οι αρνητικές προοπτικές ανάπτυξης της χώρας επέβαλαν την συνέχιση της εξάρτησης της χώρας από εξωτερική βοήθεια. Παράλληλα, ήταν πλέον ορατό το ενδεχόμενο ότι για την χορήγηση νέας μελλοντικής στήριξης της Ελλάδας από την Τρόικα, ίσως ήταν πιθανό να ζητηθεί και η συμμετοχή των ιδιωτών δανειστών. Ενδεικτικό της κακής προοπτικής της ελληνικής οικονομίας και του ρυθμού ανάπτυξης αυτής ήταν η πτώση του γενικού δείκτη του ελληνικού χρηματιστηρίου στις 08/08/2011 κάτω από τις 1.000 μονάδες, γεγονός που είχε να συμβεί από τον 01/1997.

Κατά την περίοδο 08/2011 – 03/2012 το spread των ελληνικών 10ετη ομολόγων κινήθηκε με έντονα ανοδική τάση με αποτέλεσμα να εκτιναχθεί εντός του 02/2012 σε μέγιστη τιμή άνω των 37.000 μονάδων. Επισημαίνεται ότι, στο διάστημα αυτό και συγκεκριμένα στις 21/07/2011, η σύνοδος κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης κατέληξε σε συμφωνία μιας νέας δανειοδότησης της Ελλάδας ύψους 158 δις ευρώ, προκειμένου να μειωθεί σημαντικά και να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους, αλλά και να περιοριστεί το ενδεχόμενο μετακύλισης της κρίσης και στις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες. Από το ποσό των 158 δις ευρώ τα 109 δις ευρώ αφορούσαν δάνεια από την ευρωζώνη και το ΔΝΤ (60 δις ευρώ νέα δάνεια και 49 δις ευρώ από παλιά δάνεια που υπολείπονταν προς εκταμίευση), ενώ τα υπόλοιπα 49 δις ευρώ αφορούν την εθελοντική συνεισφορά του ιδιωτικού τομέα (37 δις ευρώ από ιδιώτες και 12 δις ευρώ από επαναγορά ομολόγων μέσω ευρωπαϊκού μηχανισμού στήριξης). Επιπλέον, στη νέα συμφωνία στήριξης προβλέπονταν η επιμήκυνση της διάρκειας των δανείων (κατά 7,5 έτη), η χορήγηση περιόδου χάριτος διάρκειας 10 ετών, καθώς και η μείωση του επιτοκίου δανεισμού από 4,5% σε 3,5%. Το τίμημα αυτού του προγράμματος δημιουργίας ενός βιώσιμου συστήματος διαχείρισης του δημοσίου χρέους για την

Ελλάδα ήταν η δέσμευσή της για την αυστηρή (υπό δρακόντειο έλεγχο) τήρηση των όρων της συμφωνίας. Η αντίδραση των αγορών σε αυτή την θετική εξέλιξη όσον αφορά την απομάκρυνση της πιθανότητας για χρεοκοπία, αλλά και την έμπρακτη απόδειξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης ότι πρόθεσή της ήταν να μην επιτρέψει έξοδο της Ελλάδας από την ευρωζώνη, ερμηνεύτηκε με σημαντική (έστω και προσωρινή) αποκλιμάκωση του spread, το οποίο σημείωσε μείωση έως και 400 μονάδες (διάγραμμα 9).

Διάγραμμα 9



Σημαντική καμπή στην αγορά των ελληνικών ομολόγων έλαβε χώρα στις 09/03/2012 οπότε και ολοκληρώθηκε το περίφημο PSI (Private Sector Involvement) το οποίο και είχε προταθεί αρχικώς τον 07/2011 από την σύνοδο των χωρών της Ευρώπης. Η πρόταση για το PSI απευθυνόταν στους ιδιώτες κατόχους ελληνικών ομολόγων συνολικής κατά προσέγγιση αξίας 206 δις ευρώ. Σύμφωνα με τους τελικούς όρους του προγράμματος PSI, η εθελοντική συμμετοχή των κατόχων ελληνικών ομολόγων περιλάμβανε την ανταλλαγή των παλαιών ομολόγων με νέα ομόλογα μεγαλύτερης διάρκειας (30 ετών) και ονομαστικής αξίας ίση με το 31,5% της ονομαστικής αξίας των παλαιών. Επιπλέον οι κάτοχοι θα λάμβαναν βραχυπρόθεσμους τίτλους του EFSF

(Ευρωπαϊκού Οργανισμού Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας) διάρκειας 24 μηνών ονομαστικής αξίας ίσης με το 15% των ομολόγων που θα ανταλλάσσονταν, καθώς και τίτλους που θα συνδέονταν με το ΑΕΠ της χώρας και θα απέδιδαν ετήσιες καταβολές (αρχής γενομένης το 2015) ίσες με το 1% της ονομαστικής τους αξίας, η οποία θα ήταν ίση με την ονομαστική αξία των νέων ομολόγων.

Η συμμετοχή τελικά στην παραπάνω διαδικασία ανταλλαγής και ταυτόχρονα «κουρέματος» του χρέους της Ελλάδας ανήλθε στο 95,7%, και με αυτόν τον τρόπο επιτεύχθηκε η μείωση του χρέους κατά περίπου 107 δις ευρώ ή 50% του ΑΕΠ. Η ολοκλήρωση του PSI χαρακτηρίστηκε αρχικά επιτυχής, ενώ αναμφίβολα αποτέλεσε την μεγαλύτερη αναδιάρθρωση χρέους που έγινε παγκοσμίως και μάλιστα σε εθελοντική βάση. Ωστόσο, στην πραγματικότητα το PSI σήμαινε για την Ελλάδα την υποκατάσταση του δημοσίου χρέους της προς τους ιδιώτες με νέο δάνειο συνολικού ύψους 130 δις ευρώ που θα λάμβανε από τον μηχανισμό στήριξης μέχρι το 2014.

Διάγραμμα 10



Παρά την επιτυχία της ανταλλαγής ομολόγων (PSI) και της αναδιάρθρωσης του ομολογιακού χρέους της Ελλάδας, καθώς και την δικαιολογημένη αποκλιμάκωση των ελληνικών spread, ο αποκλεισμός της Ελλάδας από τις χρηματαγορές παρέμεινε. Πιο συγκεκριμένα παρά την μείωση των spread μέχρι και 2.000 μονάδες η δευτερογενής αγορά υποδέχτηκε τα νέα ελληνικά ομόλογα με επιτόκια που ανέρχονταν επίσης σε απαγορευτικά επίπεδα της τάξης περίπου 20% (διάγραμμα 10). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι αγορές εξακολουθούσαν να αντιμετωπίζουν και τις νέες εκδόσεις ομολόγων υπό το πρίσμα μιας πιθανής ελληνικής χρεοκοπίας, καθώς η βιωσιμότητα του ελληνικού χρέους δεν είχε εξασφαλιστεί αλλά είχε πλέον αποκτήσει σχέση εξάρτησης με την πολυετή άντληση δανειακών κεφαλαίων από την τρόικα. Ταυτόχρονα, οι επίσημες εκτιμήσεις για έξοδο της χώρας στις αγορές έκαναν λόγο για μετά το 2020.

Η ανησυχία των αγορών σχετικά με την δέσμευση των ελληνικών αρχών όσον αφορά την τήρηση των συμφωνηθέντων όρων που προέβλεπε η συμφωνία με το μηχανισμό στήριξης, τρέφονταν από την ασταθή και συνεχώς μεταβαλλόμενη πολιτική κατάσταση στην Ελλάδα. Έτσι λοιπόν, το διάστημα από τον 03/2012 μέχρι την εκλογή σταθερής κυβέρνησης στις 17/06/2012, οι φόβοι για την σταθεροποίηση του πολιτικού σκηνικού με την ανάληψη μιας σταθερής μεταρρυθμιστικής κυβέρνησης η οποία θα έπρεπε να στηρίξει και να προωθήσει τα σκληρά απαιτούμενα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής έγιναν αιτία για την συνεχή άνοδο των ελληνικών spreads. Επιπλέον, σε συνδυασμό και με την σταθερά και ανησυχητικά μεγάλη συρρίκνωση της ελληνικής οικονομίας, η προσπάθεια να καταστεί μακροπρόθεσμα βιώσιμο το ελληνικό χρέος έδειχνε απειλητικά αμφίβολη.

Τελικά με την δημιουργία της σημερινής κυβέρνησης συνασπισμού (21/07/2012), και πρωτίστως με τον καθησυχασμό των χωρών – μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που προήλθε και μετά την ψήφιση του Μεσοπρόθεσμου Πλαισίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής (07/11/2012), ακολούθησε αποκλιμάκωση των ελληνικών spreads όπως επίσης και των αντίστοιχων των λοιπών περιφερειακών χωρών της Ε.Ε., καθώς άρχισαν να ξεθωριάζουν οι ανησυχίες για διάσπαση της ευρωζώνης και έξοδο της Ελλάδας από αυτή. Συγκεκριμένα, τον 10/2012 το spread των 10ετή ελληνικών ομολόγων έφτασε να

υποχωρεί κάτω από τις 1.600 μονάδες, δηλαδή σε επίπεδα ανάλογα αυτών μετά το PSI. Επιπλέον, δηλώσεις ηγετών χωρών της Ευρώπης ξεκαθάριζαν το τοπίο δείχνοντας την έμπρακτη στήριξή τους για την παραμονή της Ελλάδας στην ευρωζώνη, γεγονός που έκανε την αγορά να αρχίσει πλέον να επενδύει περισσότερο στην αποκατάσταση του ευρώ παρά στην διάλυσή του. Ενδεικτικό της ομαλοποίησης της πορείας του spread των ελληνικών ομολόγων και της ανάκαμψης των προσδοκιών της αγοράς για το μέλλον της ελληνικής οικονομίας, είναι το γεγονός ότι στις 29/12/2012 το ελληνικό spread των 10ετη ομολόγων ανήλθε στις 1.055 μονάδες.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### 3.1 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (SPREAD)

Η διεθνής βιβλιογραφία γύρω από τα περιθώρια απόδοσης κυβερνητικών ομολόγων και ειδικά γύρω από τον προσδιορισμό των παραγόντων εκείνων που επηρεάζουν και διαμορφώνουν αυτά, είναι πληθώρα και τα ευρήματά της περιλαμβάνουν σημαντικό αριθμό παραγόντων.

Πέρα από τον ακαδημαϊκό τομέα, το ενδιαφέρον για την ερμηνεία των προσδιοριστικών παραγόντων των κυβερνητικών ομολόγων προέρχεται τόσο από την πλευρά των επενδυτών προκειμένου αυτοί να είναι σε θέση να μπορούν να διαχωρίζουν τα επιμέρους συστατικά του επενδυτικού ρίσκου ενός ομολόγου, όσο και από την πλευρά των πολιτικών κυβερνήσεων προκειμένου να υφίσταται η απαραίτητη πληροφόρηση για την λήψη ορθών πολιτικών και στρατηγικών αποφάσεων όσον αφορά την διαχείριση του δημόσιου χρέους μιας χώρας. Μάλιστα, την τελευταία δεκαετία το ενδιαφέρον στην μελέτη των παραγόντων διαμόρφωσης των spreads έχει αυξηθεί, αρχικά ως αποτέλεσμα της δημιουργίας της ευρωπαϊκής νομισματικής ένωσης και των συνεπειών που αυτή επέφερε, και κατόπιν ως αποτέλεσμα της εκδήλωσης κρίσεων δημοσίου χρέους, όπως στην περίπτωση της Ελλάδας.

Αρχικά με την έρευνα των παραγόντων επηρεασμού των περιθωρίων απόδοσης των

κυβερνητικών ομολόγων ασχολήθηκε ο Edwards (1984) ο οποίος υπέδειξε ότι η μεταβολή των spread είναι συνάρτηση των προσδοκιών της αγοράς όσον αφορά τον πιστωτικό κίνδυνο μιας χώρας που απορρέει από το ύψος του δημοσίου χρέους της. Γενικότερα, η αντίληψη των επενδυτών για την πιστοληπτική ικανότητα μιας χώρας όπως αυτή καθορίζεται υπό το πρίσμα των θεμελιωδών μακροοικονομικών στοιχείων της, είναι ο βασικός παράγοντας προσδιορισμού των spread των κυβερνητικών ομολόγων.

Για την περίοδο πριν την εμφάνιση της παγκόσμιας πιστωτικής κρίσης, η μελέτη των Baele, Fernando, Hordahl, Krylova και Monnet (2003) απέδειξε ότι η υιοθέτηση του ευρώ και η άσκηση κοινής νομισματικής πολιτικής των χωρών της ευρωζώνης είχε ως αποτέλεσμα την υψηλού βαθμού σύγκλιση των spread των ευρωπαϊκών κυβερνητικών ομολόγων, καθώς η διαμόρφωση αυτών επηρεαζόταν περισσότερο από την παραγωγή κοινών γεγονότων / πληροφοριών και λιγότερο από εθνικού χαρακτήρα παραγόντων κινδύνου των εκάστοτε χωρών. Προς άλλη κατεύθυνση, οι Eichengreen και Mody (2000) καταλήγουν ότι οι μεταστροφές στην ψυχολογία των επενδυτών έχουν μεγαλύτερη βαρύτητα στις μεταβολές των spread σε σύγκριση με τις μεταβολές στα θεμελιώδη στοιχεία μιας οικονομίας.

Οι Codogno, Favero και Missale (2003) συνέκριναν την δύναμη επιρροής στην διαμόρφωση των spread κυβερνητικών ομολόγων μεταξύ των παραγόντων κινδύνου ρευστότητας και κινδύνου πιστοληπτικής ικανότητας και κατέληξαν ότι ο πρώτος έχει μεγαλύτερο βαθμό επιρροής σε σχέση με τον δεύτερο. Αργότερα, οι Bernoth, Hagen, και Schuknecht (2004) απέδειξαν ότι τα spread των ευρωπαϊκών κυβερνητικών ομολόγων ενσωματώνουν τόσο τον παράγοντα κίνδυνο ρευστότητας (liquidity risk) όσο και τον παράγοντα κίνδυνο χρεοκοπίας (default risk), με τον δεύτερο παράγοντα ωστόσο να σχετίζεται περισσότερο με την δημοσιονομική θέση της εκάστοτε χώρας. Πιο πρόσφατα, τα ευρήματα των Favero και Missale (2011) δείχνουν ότι η επιρροή του συστατικού του πιστωτικού κινδύνου (credit risk) έχει αυξηθεί σημαντικά, γεγονός που στηρίζεται στην αποστροφή των επενδυτών που παρατηρείται από την εκδήλωση της παγκόσμιας πιστωτικής κρίσης και έπειτα.



Μία αντίστροφη προσέγγιση, αυτή των Manganelli και Wolswijk (2009) θεωρεί ότι εκτίμηση των κινδύνων που ενέχει η αγορά κυβερνητικών ομολόγων από τους επενδυτές μπορεί να προκαλέσει την άσκηση πίεσης στην σταθερότητα της δημοσιονομικής πολιτικής μιας χώρας. Επιπλέον, οι Palladini και Portes (2011) δείχνουν ότι τα spread των συμβολαίων ασφάλισης ομολόγων (CDS) μπορούν να προκαλέσουν μεταβολή στα spread των κυβερνητικών ομολόγων, ενώ παράλληλα προς την ίδια κατεύθυνση οι Aizenmann, Hutchison και Jinjarak (2011) θεωρούν ότι ο κίνδυνος χρεοκοπίας μιας χώρας είναι άμεσα συνδεδεμένος με την αγορά των συμβολαίων ασφάλισης ομολόγων.

Η μελέτη των Attinasi, Checherita και Nickel (2009) συμπεριλαμβάνει στους παράγοντες προσδιορισμού των κυβερνητικών spread και την ανακοίνωση πακέτων στήριξης του τραπεζικού τομέα της χώρας μέσω της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών. Η ανακοίνωση για την ανάγκη λήψης δανειακών κεφαλαίων με σκοπό την διάσωση τραπεζών που η ανακεφαλαιοποίησή τους είναι απαραίτητη για τη συνέχιση της λειτουργίας τους αποτελεί μέτρο της αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου της συγκεκριμένης οικονομίας. Ειδικότερα, η απόφαση κυβερνητικής στήριξης των τραπεζών ερμηνεύεται από τους κατόχους κυβερνητικών ομολόγων ως μια μεταφορά πιστωτικού κινδύνου από τον ιδιωτικό τομέα (τράπεζες) προς τον αντίστοιχο δημόσιο, καθώς το βάρος της ανακεφαλαιοποίησης το επιφορτίζεται πλέον ο δημόσιος τομέας. Αξίζει να σημειωθεί ότι από την ανάλυση προκύπτει πως το μέγεθος της στήριξης του τραπεζικού τομέα δεν είναι στατιστικά σημαντικό, και αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι οι επενδυτές αξιολογούν τις δανειζόμενες οικονομίες λαμβάνοντας υπόψη όχι το μέγεθος των απαιτούμενων κεφαλαίων για τον τραπεζικό τομέα αλλά την ανάγκη για παρέμβαση του δημόσιου τομέα σε αυτόν. Από το εμπειρικό μοντέλο των Attinasi (2009) προκύπτει ότι η ημερήσια μεταβολή του spread κυβερνητικών ομολόγων μπορεί να εξηγηθεί κατά ποσοστό 56% από την διεθνή αποστροφή επενδυτικού κινδύνου των αγορών, κατά 21% από την προσδοκώμενη εξέλιξη των δημοσιονομικών μεγεθών της χώρας, κατά 14% από τον βαθμό ρευστότητας των ομολόγων και κατά 9% από την ανακοίνωση σχεδίων διάσωσης του ιδιωτικού τραπεζικού τομέα. Επισημαίνεται ότι ο σχετικά μεγάλος βαθμός βαρύτητας της αποστροφής επενδυτικού κινδύνου (56%)

οφείλεται στο γεγονός ότι η εν λόγω ανάλυση έλαβε χώρα κατά την διάρκεια της παγκόσμιας πιστωτικής κρίσης (07/2007 – 03/2009).

Στο πνεύμα των Attinasi, Checherita και Nickel (2009), το μοντέλο του Μονοκρούσου (2010) ανέλυσε την σχετική συνεισφορά των προσδιοριστικών παραγόντων στην ερμηνεία της διαμόρφωσης των spread κυβερνητικών ομολόγων, για δέκα ευρωπαϊκές χώρες. Σύμφωνα με το μοντέλο, τα spread των ομολόγων για την περίοδο 07 – 09/2010 ερμηνεύονται κατά 33,7% από την εξέλιξη του πιστωτικού κινδύνου (βάσει δημοσιονομικών μεγεθών), και κατά 66,3% από την εξέλιξη του βαθμού αποστροφής των επενδυτών για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου, όσον αφορά τις ανησυχίες για την βιωσιμότητα της ζώνης του ευρώ αλλά και τις συνθήκες ρευστότητας. Ειδικά για την περίπτωση της Ελλάδας, το μοντέλο κατέδειξε ότι περίπου το 55% του spread του ελληνικού 10ετους ομολόγου μπορεί να ερμηνευτεί από την εξέλιξη του πιστωτικού κινδύνου της Ελλάδας, ενώ το υπόλοιπο 45% μπορεί να ερμηνευτεί από τις συνθήκες ρευστότητας της αγορά των ομολόγων και τον βαθμό αποστροφής των επενδυτών για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου.

Οι Γεωργούτσος και Μιγιάκης (2012) στην έρευνά τους σχετικά με την ερμηνεία των προσδιοριστικών παραγόντων των κυβερνητικών spreads καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι μεταβολές στις τιμές των spreads δεν θα πρέπει να παρερμηνεύονται ως αποτέλεσμα στις μεταβολές των δημοσιονομικών μεγεθών, καθώς δεν αποδεικνύεται η σχέση μεταξύ των μεταβολών των spreads και των μεταβολών των δημοσιονομικών μεταβλητών. Επιπλέον, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι προσδιοριστικοί παράγοντες των spread για τις επιμέρους ευρωπαϊκές χώρες χαρακτηρίζονται από την ύπαρξη ετερογενείας, γεγονός που σημαίνει ότι η χάραξη κοινής πολιτικής και στρατηγικής από τις κυβερνητικές αρχές με σκοπό την επίτευξη χρηματοπιστωτικής σταθερότητας δεν μπορεί να αποφέρει τα ίδια αποτελέσματα για το σύνολο των ευρωπαϊκών οικονομιών. Τέλος, καταλήγουν ότι οι τιμές των spreads επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από την αντίληψη των αγορών αναφορικά με τις επικρατούσες οικονομικές συνθήκες της κάθε χώρας, ενώ παράλληλα η βελτίωση των προσδοκιών των επενδυτών μπορεί να προέλθει από τη λήψη αποφασιστικών κυβερνητικών μέτρων που έχουν σκοπό την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των πρώτων μέσω της

αποτελεσματικούς αντιμετώπισης των συγκεκριμένων οικονομικών προβλημάτων της κάθε χώρας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### 4.1 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΔΙΑΜΟΡΦΩΣΗΣ ΤΩΝ ΠΕΡΙΘΩΡΙΩΝ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (SPREADS) ΤΩΝ ΚΥΒΕΡΝΗΤΙΚΩΝ ΟΜΟΛΟΓΩΝ

Από τα αποτελέσματα των πολυάριθμων τόσο εμπειρικών όσο και θεωρητικών ερευνών, προκύπτει ότι οι βασικοί παράγοντες που δομούν την βάση των μεταβλητών εκείνων που είναι οι κύριοι υπαίτιοι της συμπεριφοράς των κυβερνητικών spreads είναι οι εξής τέσσερις :

- I. Ο πιστωτικός κίνδυνος – πιστοληπτική ικανότητα των χωρών (credit risk), όπως αυτός αντικατοπτρίζεται μέσω των δημοσιονομικών μεγεθών και των θεμελιώδη μακροοικονομικών στοιχείων των χωρών (δημόσιο χρέος, δημόσιο έλλειμμα). Όσο μεγαλύτερο το επενδυτικό ρίσκο για τον αγοραστή ενός κυβερνητικού ομολόγου, τόσο μεγαλύτερη θα πρέπει να είναι και η αντίστοιχη απόδοση (spread) του συγκεκριμένου χρεογράφου προκειμένου η επένδυση να καταστεί ελκυστική και να πραγματοποιηθεί.
- II. Η ρευστότητα της αγοράς των κυβερνητικών ομολόγων (liquidity risk) και πιο συγκεκριμένα η ικανότητα που έχει ο κάτοχος ενός ομολόγου να προβεί σε άμεση ρευστοποίηση του τίτλου του, με τη μικρότερη δυνατή διαφοροποίηση στην τιμή αυτού αλλά και με το χαμηλότερο δυνατό κόστος συναλλαγής. Το μέγεθος, το βάθος και η αποτελεσματική δομή και οργάνωση της αγοράς κυβερνητικών ομολόγων παίζουν σημαντικό ρόλο. Τα χαρακτηριστικά της δευτερογενούς αγοράς, όπως οι κανόνες διαπραγμάτευσης και εξόφλησης καθώς και η διαθεσιμότητα μηχανισμών χρηματοδότησης και αντιστάθμισης κινδύνου με συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και συμφωνίες επαναγοράς, μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά τον βαθμό ρευστότητας των ομολόγων. Όσο χαμηλότερη η ικανότητα ρευστοποίησης των ομολόγων, τόσο υψηλότερο το ασφάλιστρο ρευστότητας (spread) που απαιτεί ο επενδυτής προκειμένου να

δανείσει τα κεφάλαιά του.

- III. Η αποστροφή των επενδυτών για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου, η οποία σχετίζεται με το ένστικτο και την συντηρητική στάση των επενδυτών απέναντι στα κυβερνητικά ομόλογα μιας χώρας, και την ταυτόχρονη τοποθέτηση των κεφαλαίων σε πιο ασφαλή επενδύσεις έστω και με μικρότερες αλλά σταθερές αποδόσεις. Στην ουσία ο συγκεκριμένος παράγοντας αφορά την επίδραση της ψυχολογίας των επενδυτών, η οποία όμως δεν μπορεί να θεωρηθεί ανεξάρτητη, αφού έως ένα πολύ μεγάλο βαθμό καθορίζεται από τα μηνύματα που λαμβάνει από τις όποιες εξελίξεις και προβλέψεις των θεμελιωδών μακροοικονομικών στοιχείων.
- IV. Τέλος, ο τέταρτος από τους βασικότερους παράγοντες σχετίζεται και αυτός με τον πιστωτικό κίνδυνο μιας χώρας, αλλά αφορά συγκεκριμένα στην επίδραση των εκάστοτε ανακοινώσεων – δηλώσεων σχετικά με την εξέλιξη των μακροοικονομικών δεικτών και μεγεθών μιας οικονομίας, την εφαρμογή δημοσιονομικών μέτρων, τον πολιτικό σχεδιασμό μιας κυβέρνησης και την αλλαγή προσώπων σε στρατηγικές θέσεις για την οικονομία μιας χώρας.

## 4.2 ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΟΥ ΜΗΧΑΝΙΣΜΟΥ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΤΩΝ SPREADS – Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ SPREADS

### 4.2.1 ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ (ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΣ) ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Στους προαναφερθέντες προσδιοριστικούς παράγοντες θα μπορούσε να προστεθεί και ένας επιπλέον, αυτός του συναλλαγματικού κινδύνου. Ωστόσο, και αυτός ο παράγοντας μπορεί να θεωρηθεί ότι εντάσσεται στα πλαίσια του πιστωτικού κινδύνου (credit risk) μιας χώρας, καθώς αυτός αποτελεί συνέπεια και επέκταση της μη βιώσιμης δημοσιονομικής θέσης της χώρας. Ειδικά με τον συναλλαγματικό κίνδυνο ασχολήθηκε ο Krugman (1979) σύμφωνα με τον οποίο η κρίση χρέους μιας χώρας μπορεί να εξηγηθεί από τη θεωρία της νομισματικής κρίσης. Πιο συγκεκριμένα, ο Krugman υποστηρίζει ότι η κρίση χρέους μπορεί να προκληθεί από την κερδοσκοπική επίθεση

εναντίον της νομισματικής ισοτιμίας μιας χώρας. Ωστόσο και εδώ τονίζεται ότι η βασική αιτία εκδήλωσης της κερδοσκοπικής επίθεσης αποτελεί η ασθενής δημοσιονομική θέση της συγκεκριμένης χώρας, και ειδικότερα η μη βιώσιμη δημοσιονομική επέκταση που επιδιώκεται από μία μωπική κυβέρνηση με χρηματοδότηση μέσω των συναλλαγματικών της αποθεμάτων τα οποία τελικά οδηγούνται σε οριακά χαμηλά επίπεδα. Έτσι, όταν τα αποθέματα πέσουν κάτω από τα επιτρεπόμενα, οι ορθολογικοί επενδυτές προβλέποντας την αναπόφευκτη κατάρρευση του νομίσματος, βαίνουν σε μαζική αγορά των κυβερνητικών υπολοίπων των αποθεμάτων σπρώχνοντας έτσι την οικονομία της χώρας σε βέβαιη υποτίμηση νομίσματος.

Στην περίπτωση της Ελλάδας, η ισχύς της βασικής υπόθεσης της μη βιώσιμης δημοσιονομικής πολιτικής είναι δεδομένη, γεγονός που επιβεβαιώνεται από τα μετρήσιμα μακροοικονομικά στοιχεία της ελληνικής οικονομίας (δημόσιο χρέος, δημόσιο έλλειμμα). Επιπλέον, λόγω της νομισματικής ενοποίησης που έλαβε χώρα το 2001 η Ελλάδα ήρθε αντιμέτωπη με μεγαλύτερο πληθωρισμό από αυτόν του μέσου όρου της Ε.Ε. με αποτέλεσμα την περαιτέρω απώλεια ανταγωνιστικότητας και χειροτέρευση του εμπορικού της ισοζυγίου (εδώ εντοπίζεται η αρχή της αποδυνάμωσης των θεμελιωδών οικονομικών μεγεθών της Ελλάδας). Ωστόσο, η αδυναμία του μοντέλου του Krugman όσον αφορά την εξήγηση της εξελισσόμενης πορείας της ελληνικής κρίσης εντοπίζεται στο γεγονός ότι η κερδοσκοπική επίθεση στο νόμισμα της χώρας προκαλείται μόνο και εφόσον είναι απολύτως βέβαιη η πτώχευση αυτής, με αποτέλεσμα να πραγματοποιείται βίαιη πώληση του εγχώριου νομίσματος προκειμένου να μην υποστούν ζημιές από την σίγουρη υποτίμηση αυτού οι κάτοχοί του. Ανάλογα στην αγορά των κυβερνητικών ομολόγων για την εφαρμογή του μοντέλου του Krugman θα πρέπει να υποθέσουμε ότι η χρεοκοπία της Ελλάδας θα πρέπει να θεωρείται σίγουρη. Ωστόσο, σε αυτό το πρώιμο στάδιο δεν θα μπορούσε να υποτεθεί κάτι τέτοιο για την ελληνική κρίση, δεδομένης της συμμετοχής της Ελλάδας στην ευρωζώνη και της πρόσβασης αυτής σε πηγές ρευστότητας έκτακτης ανάγκης (όπως το ΔΝΤ).

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, οι Μ. Αργυρίου και Ι. Τσουκαλάς (2011) καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι, αφενός το γεγονός της επιδείνωσης των θεμελιωδών

μεγεθών της Ελλάδας έπαιξε πρωταρχικό ρόλο στην έναρξη και την επέκταση της ελληνικής κρίσης χρέους, αφετέρου η εκτίναξη του κόστους δανεισμού που συνέβη τον 11/2009 δεν μπορεί να αποδοθεί (σε εκείνη τη χρονική στιγμή) σε φόβο της αγοράς για επικείμενη σίγουρη χρεοκοπία της Ελλάδας.

#### 4.2.2 ΑΠΟΣΤΡΟΦΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΡΙΣΚΟΥ ΑΠΟ ΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ

Με το δεύτερο γενιάς μοντέλο κρίσης του Obstfeld (1996), προσφέρεται επιπλέον διαφώτιση στην εξήγηση των οικονομικών κρίσεων, καθώς σε αυτό λαμβάνεται υπόψη και το κριτήριο της δέσμευσης της "επιτιθέμενης" χώρας στην υφιστάμενη πολιτική της, όσον αφορά την διατήρηση της συναλλαγματικής της ισοτιμίας. Εδώ λοιπόν τίθεται το θέμα της επιλογής της χώρας για το εάν θα συνεχίσει να τηρεί την μέχρι τώρα οικονομική της πολιτική. Η όποια απόφαση, λαμβάνεται εφόσον η κυβέρνηση υπολογίσει την βέλτιστη για αυτήν επιλογή, η οποία αποτελεί τη λύση σε ένα πρόβλημα ελαχιστοποίησης των απωλειών της.

Το μοντέλο του Obstfeld, στην ουσία εξηγεί την θεωρία του μηχανισμού της αυτό-εκπληρούμενης οικονομικής κρίσης, σύμφωνα με την οποία μία οικονομική κρίση δεν προκαλείται ευθέως από τα μη υγιή οικονομικά θεμελιώδη μεγέθη και την κακή κυβερνητική πολιτική μιας χώρας, αλλά από τις συνέπειες των απαισιόδοξων προσδοκιών των επενδυτών. Με άλλα λόγια, οι φόβοι της αγοράς για επικείμενη κρίση είναι ο λόγος που δημιουργεί μία κατάσταση αναπόφευκτης κρίσης, επαληθεύοντας έτσι τις αρχικές προσδοκίες των επενδυτών.

Ενώ, αρχικά το μοντέλο του Obstfeld αναφερόταν στην λειτουργία του μηχανισμού της αυτό-εκπληρούμενης οικονομικής κρίσης με αντικείμενο εφαρμογής την συναλλαγματική ισοτιμία των χωρών, οι Harold και Kehoe (1996) ανέπτυξαν ένα αντίστοιχο μοντέλο για την αγορά των κυβερνητικών ομολόγων, με σκοπό την ανάλυση και εξήγηση της κρίσης χρέους του Μεξικού το 1994 – 1995. Το συμπέρασμα της μελέτης τους ανέφερε ότι η εξυπηρέτηση του χρέους μιας χώρας (δηλαδή η πληρωμή των υφιστάμενων ομολόγων) εξαρτάται από το βαθμό επιτυχίας στην πώληση νέων

εκδιδόμενων ομολόγων (περιθώριο απόδοσης νέων ομολόγων), η οποία όμως εξαρτάται με τη σειρά της από το βαθμό ανησυχίας των επενδυτών σχετικά με πιθανή αδυναμία της χώρας να εκπληρώσει τις δανειακές της υποχρεώσεις με αποτέλεσμα τη δημιουργία ενός φαύλου κύκλου που αποτελεί εμπόδιο στην αναχρηματοδότηση του χρέους. Επιπλέον, οι ανησυχίες των επενδυτών για αδυναμία της χώρας να ανταπεξέλθει στην τήρηση των δανειακών της υποχρεώσεων εξαρτώνται από το μέγεθος του υφιστάμενου δημοσίου χρέους, καθώς όσο μεγαλύτερο είναι αυτό τόσο περισσότερο εντείνονται οι ανησυχίες. Έτσι λοιπόν, οι αρνητικές προσδοκίες των επενδυτών και η αποστροφή αυτών για την ανάληψη επενδυτικού ρίσκου, μπορούν να οδηγήσουν σε αύξηση του κόστους δανεισμού της χώρας (spreads) σε πέρα από τα επιτρεπτά για αυτήν επίπεδα, και κατά συνέπεια σε επέκταση της οικονομικής κρίσης.

Για την περίπτωση της Ελλάδας, οι Μ. Αργυρίου και Ι. Τσουκαλάς (2011) αναφέρουν ότι στο ξεκίνημα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης (τέλη 2008 – αρχές 2009) τα δημοσιονομικά μεγέθη της Ελλάδας εύλογα είχαν επικριθεί από τις αγορές καθώς πλέον δεν ήταν συμβατά με αυτά ενός κράτους μέλους της ευρωζώνης. Για να περάσουν το μήνυμα αυτό οι αγορές προς τις ελληνικές αρχές “ξεφορτώθηκαν” ένα σημαντικό αλλά όχι κρίσιμο όγκο ελληνικών ομολόγων, προσπαθώντας έτσι να κάνουν την ελληνική κυβέρνηση να λάβει τα απαραίτητα μέτρα. Σε αυτό το σημείο η συμμετοχή – δέσμευση της Ελλάδας στην ευρωζώνη δεν ήταν υπό αμφισβήτηση. Ωστόσο η ελληνική κυβέρνηση, ίσως και λόγω των επερχόμενων εθνικών εκλογών δεν αναγνώρισε την ανάγκη για λήψη μέτρων και έτσι καμία διαρθρωτική κίνηση – ενέργεια δεν λήφθηκε. Η συμπίπτουσα τότε ανακούφιση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος ευνόησε και την πλευρά της Ελλάδας μειώνοντας την ασκούμενη πίεση στα spread των ελληνικών ομολόγων. Πολλοί νόμισαν ότι τα χειρότερα είχαν περάσει. Ωστόσο, τα ελληνικά μαζί με τα ιρλανδικά ομόλογα δεχόταν ακόμη αυστηρή αντιμετώπιση από τις αγορές σε σχέση με τις υπόλοιπες περιφερειακές ευρωπαϊκές χώρες.

Μετά και τις εκλογές του 10/2009 οι αγορές έδωσαν στη νέα κυβέρνηση την ευκαιρία να δώσει μήνυμα για τις πολιτικές της προθέσεις, αλλά όπως και η προκάτοχος κυβέρνηση, αυτή δεν κατάφερε να ερμηνεύσει σωστά την μήνυμα των αγορών. Η νέα

κυβέρνηση παρουσιάστηκε διχασμένη μεταξύ των προτεραιοτήτων της και έστειλε μεικτά και μπερδεμένα μηνύματα όσον αφορά τις πολιτικές της προθέσεις με αποτέλεσμα να φορτώσει αρνητικά τις αγορές, οι οποίες με τη σειρά τους άρχισαν να ασκούν κερδοσκοπική (μη δικαιολογημένη) πίεση επί των ελληνικών ομολόγων. Αυτή η έλλειψη κατεύθυνσης και ετοιμότητας επιβεβαιώθηκε από την υποβολή του κρατικού προϋπολογισμού 2010 τον 11/2009, γεγονός που καθορίστηκε ως το κρίσιμο σημείο καθώς οι αγορές ερμήνευσαν την ανικανότητα ή μη βούληση δύο διαδοχικών κυβερνήσεων να λάβουν δραστικά μέτρα, με αποτέλεσμα για πρώτη φορά στην κρίση να γίνεται λόγος τη δέσμευση της Ελλάδας στην ευρωζώνη και την παραμονή της σε αυτή.

Από το σημείο εκείνο, οι προσδοκίες για την αξιόπιστη συμμετοχή της Ελλάδας στην ευρωζώνη άλλαξαν, γεγονός που επιβεβαιώνεται από την απότομη άνοδο των ελληνικών spreads χωρίς να συντρέχουν άλλοι αρνητικοί λόγοι όσον αφορά τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία. Οι προσδοκίες για πιθανή ελληνική έξοδο από την ευρωζώνη ενισχύθηκαν και σε αυτό συνέβαλαν η επικείμενη βαθύτερη οικονομική ύφεση και αύξηση της ανεργίας ως αποτέλεσμα της αδυναμίας λήψης μέτρων αντιμετώπισης. Ταυτόχρονα, οι αρνητικές προσδοκίες πίεσαν για περαιτέρω αύξηση των spreads με συνέπεια την δυσβάσταχτη αύξηση του κόστους του δημοσίου χρέους, η οποία με τη σειρά της τροφοδότησε την δημιουργία ακόμη πιο αρνητικών προσδοκιών, με αποτέλεσμα μια κυκλική διαδικασία, ενός φαύλου κύκλου. Αυτό που τελικά συνέβη ήταν η μετάλλαξη από μία κρίση στα θεμελιώδη στοιχεία της Ελλάδας, σε μία πλήρης κλίμακας κρίσης εμπιστοσύνης στο νομισματικό καθεστώς της Ελλάδας. Έτσι εξηγείται η αποτυχία του σχεδίου διάσωσης (των 110 δις ευρώ) να ανακουφίσει το spread των ελληνικών ομολόγων. Απέτυχε επειδή η διαμόρφωση των ελληνικών spread δεν ήταν απόρροια μόνο του ολοένα αυξανόμενου κινδύνου χρεοκοπίας, αλλά και από την ενίσχυση των προσδοκιών όσον αφορά την αδυναμία ή μη θέληση της Ελλάδας να υποστεί το κόστος των απαιτούμενων αλλαγών / μεταρρυθμίσεων για την παραμονή της στην ευρωζώνη. Ειδικότερα, η ανησυχία αφορούσε την ενδεχόμενη κάποια στιγμή επιλογή της Ελλάδας για εθελοντική έξοδο από την ευρωζώνη προκαλώντας έτσι ζημιά για τους κατόχους των ελληνικών ομολόγων λόγω νομισματικής υποτίμησης (που θα μετά από επιστροφή στην δραχμή). Η διαφορά σε αυτή τη χρονική στιγμή μεταξύ της Ελλάδας και της Ιρλανδίας, και της κοινής μέχρι τότε πορείας των αντίστοιχων spreads,



ήταν ότι η Ιρλανδία κατάφερε να πείσει τις αγορές για την μακροχρόνια δέσμευσή της στο ευρώ μέσω της ανακοίνωσης θαρραλέων διαρθρωτικών μέτρων.

#### 4.2.3 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑΣ – ΑΔΥΝΑΜΙΑΣ ΕΞΥΠΗΡΕΤΗΣΗΣ ΧΡΕΟΥΣ

Το τρίτης γενιάς μοντέλο οικονομικής κρίσης, το οποίο προτάθηκε και αυτό από τον Krugman (1998) εισάγει ένα νέο παράγοντα, αυτό του κινδύνου χρεοκοπίας (default risk). Οι δύο βασικές υποθέσεις του μοντέλου αυτού περιλαμβάνουν υψηλή διεθνή ρευστότητα καθώς και παροχή κυβερνητικών εγγυήσεων έναντι δανειακών υποχρεώσεων ενδιάμεσων φορέων μιας χώρας με χαρακτηριστικό την ανεπαρκή ικανότητα αποπληρωμής. Στην ουσία, σε αυτό το μοντέλο η οικονομική κρίση προκαλείται από αρνητικές διαταράξεις επί των κυβερνητικών εγγυήσεων που παρέχονται έναντι του επενδυτικού κινήτρου των δανειστών (υφιστάμενων και υποψήφιων) μιας οικονομίας.

Υπό καθεστώς εγγυήσεως του δανεισμού τους, αλλά και ελλιπούς χρηματοοικονομικού ελέγχου, οι χώρες (μέσω των ενδιάμεσων φορέων) έχουν το κίνητρο και την δυνατότητα να αντλήσουν βραχυχρόνια και σε χαμηλό επιτόκιο (κόστος) δανειακά κεφάλαια από τις διεθνείς χρηματαγορές. Η εισροή αυτή ξένων κεφαλαίων χρησιμοποιείται για την χρηματοδότηση υψηλού κερδοσκοπικού χαρακτήρα επενδυτικών έργων (projects), τα οποία χαρακτηρίζονται αφενός από χαμηλή αναμενόμενη αποδοτικότητα, αφετέρου από μικρή πιθανότητα επίτευξης υπερκερδών. Ειδικότερα, η ύπαρξη των εγγυήσεων λειτουργεί για τους δανειστές της χώρας ως δίχτυ ασφαλείας καθώς τους παρέχει ένα είδος συμφωνίας άνευ επενδυτικού ρίσκου εφόσον τα κεφάλαιά τους δεν διατρέχουν κίνδυνο απώλειας. Αποτέλεσμα αυτής της κατάστασης είναι οι επενδυτές να διεκδικούν μεγάλα μερίδια από τα επενδυτικά έργα με πιθανότητα επίτευξης υπερκερδών, γεγονός που οδηγεί σε περεταίρω αύξηση της αξίας αυτών όπως και σε αύξηση μεγέθους της οικονομίας της δανειζόμενης χώρας και μάλιστα πάνω από τα πραγματικά επίπεδα αυτής.

Μετά την ολοκλήρωση μιας τροχιάς αύξησης των οικονομικών μεγεθών της χώρας, οι

αποδόσεις των μέχρι τώρα υπό εκτέλεση επενδυτικών έργων (projects) αποκαλύπτονται και αναπόφευκτα ο μέσος όρος αυτών είναι κατώτερος των αρχικών αισιόδοξων εκτιμήσεων των επενδυτών / δανειστών. Η αποτίμηση της αξίας των επενδύσεων φανερώνει την πραγματική χαμηλότερη αξία αυτών, και παράλληλα μειώνεται και η αξία των ενδιάμεσων φορέων της οικονομίας της δανειζόμενης χώρας. Η υπέρ-μόχλευση κάποιων ενδιάμεσων φορέων που δεν έχουν πλέον την δυνατότητα να αναχρηματοδοτήσουν το χρέος τους, οδηγεί αυτούς σε χρεοκοπία και οι επενδυτές - δανειστές αυτών ζητούν και λαμβάνουν την επιστροφή των κεφαλαίων τους κάνοντας χρήση την κυβερνητική εγγύηση. Η παραπάνω όπως περιγράφεται διαδικασία αποκτά μεγαλύτερες διαστάσεις με αποτέλεσμα το κόστος από την χρήση των κυβερνητικών εγγυήσεων να φτάσει μέχρι ένα κρίσιμο σημείο, όπου πλέον οι επενδυτές αναγνωρίζουν την δυνατότητα του εγγυητή να καλύψει το σύνολο των δανειζόμενων κεφαλαίων. Το αποτέλεσμα είναι η οικονομία να υποστεί όχι μόνο την απώλεια από το κόστος των μέχρι τώρα επενδύσεων αλλά και το κόστος μελλοντικών επενδύσεων καθώς αποσύρεται η παροχή μελλοντικών εγγυήσεων οδηγώντας την οικονομία σε συρρίκνωση, μείωση κεφαλαίου, νομισματική υποτίμηση και επέκταση της κρίσης σε όλους του τομείς της οικονομίας.

Σύμφωνα με τους Μ. Αργυρίου και Ι. Τσουκαλάς (2011) το παραπάνω μοντέλο κρίσης μπορεί να εφαρμοστεί και στην περίπτωση της κρίσης χρέους της Ελλάδας. Οι δύο βασικές υποθέσεις του μοντέλου επαληθεύονται εάν ληφθούν υπόψη τα υψηλά επίπεδα παγκόσμιας ρευστότητας που επικρατούσαν κατά την προηγούμενη δεκαετία. Επιπλέον, η απόκτηση ελληνικών ομολόγων από την πλευρά των επενδυτών μπορεί να ερμηνευτεί ως την συμμετοχή αυτών στο σχετικά ριψοκίνδυνο επενδυτικό εγχείρημα της ανασυγκρότησης της μέχρι τότε υψηλά δανεισμένης και ταυτόχρονα χαμηλού εισοδήματος και φτώχης ανταγωνιστικότητας ελληνικής οικονομίας. Η έκβαση της στρατηγικής αυτής των επενδυτών μπορεί να διακριθεί σε δύο πιθανά σενάρια, το αισιόδοξο και το απαισιόδοξο. Το αισιόδοξο σενάριο, περιλαμβάνει την επίτευξη της ώθησης της ελληνικής ανταγωνιστικότητας μέσω της υλοποίησης αποτελεσματικών μεταρρυθμίσεων, που θα οδηγούσαν σε γρήγορη ανάπτυξη και μεγέθυνση της ελληνικής οικονομίας και κατ' επέκταση θα οδηγούσαν σε πραγματοποίηση σημαντικών κερδών για τους επενδυτές – αγοραστές των ελληνικών ομολόγων που θα είχαν τολμήσει να επενδύσουν. Αντιθέτως, το απαισιόδοξο σενάριο περιλαμβάνει την

αποτυχία του εγχειρήματος με συνέπεια την πτώση των τιμών των ελληνικών ομολόγων και επομένως την πραγματοποίηση ζημιών για τους επενδυτές. Σε ένα τυπικό οικονομικό περιβάλλον όπως αυτό πριν την εισαγωγή της Ελλάδας στην ευρωζώνη, οι αγορές θα μπορούσαν προσδιορίσουν την πραγματική αξία των ελληνικών ομολόγων από την προ-εκτίμηση των πιθανοτήτων επίτευξης του απαιτούμενου μεταρρυθμιστικού προγράμματος και της εξέλιξης των θεμελιωδών στοιχείων της Ελλάδας.

Ωστόσο, η είσοδος της Ελλάδας το 2001 στην ευρωζώνη είναι αυτή που άλλαξε ριζικά το σκηνικό και επέτρεψε στην ουσία την εφαρμογή του τρίτου γενιάς μοντέλο του Krugman. Η υιοθέτηση του κοινού ευρωπαϊκού νομίσματος από την Ελλάδα επέτρεψε την εισροή μεγάλων κυρίως ευρωπαϊκών επενδυτικών κεφαλαίων προς αυτήν. Οι διεθνείς αγορές κεφαλαίου πείστηκαν για το αδιαμφισβήτητο συμφέρον των υπόλοιπων ευρωπαϊκών χωρών στην ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας η οποία αποτελούσε άρρηκτο τμήμα της ενοποιημένης, πλέον και νομισματικά, ευρωπαϊκής οικονομίας. Έτσι λοιπόν η είσοδος της Ελλάδας στην ευρωζώνη ερμηνεύτηκε από τις αγορές ως την αιτία για την παροχή μιας σιωπηρής εγγύησης από τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες – μέλη και ιδιαίτερα από την Γερμανία η οποία είχε αποδείξει έμπρακτα με την μακροχρόνια πολιτική της δέσμευση την πίστη της στο εγχείρημα της ευρωζώνης. Σύμφωνα λοιπόν με το μοντέλο του Krugman, το ρόλο της εγγυήτριας κυβέρνησης για την εξασφάλιση των δανειακών κεφαλαίων που θα απαιτούνταν για την αναδόμηση της ελληνικής οικονομίας τον ανέλαβε η Γερμανία και γενικότερα η στήριξη των λοιπών κρατών της ευρωζώνης.

Το αποτέλεσμα της παραπάνω περιελθούσας κατάστασης ήταν τα ελληνικά ομόλογα να πάψουν να αποτιμώνται από τις αγορές με βάση τα πραγματικά εκτιμώμενα θεμελιώδη ελληνικά στοιχεία, αλλά με βάση του προαναφερθέντος αισιόδοξου σεναρίου που προέβλεπε την πλήρη σύγκλιση των ελληνικών θεμελιωδών στοιχείων με τα αντίστοιχα γερμανικά. Στην πορεία λοιπόν, η έλλειψη ενός ευρωπαϊκού μηχανισμού δημοσιονομικού ελέγχου αλλά και παρακολούθησης εφαρμογής μεταρρυθμιστικών μέτρων, ήταν η αιτία οι ελληνικές κυβερνήσεις για την περίοδο 2001 – 2009 να μην προβούν στην λήψη των απαραίτητων μέτρων με αποτέλεσμα την περαιτέρω επιβάρυνση των θεμελιωδών στοιχείων της Ελλάδας. Το επενδυτικό εγχείρημα της

ανασυγκρότησης της ελληνικής οικονομίας δεν απέφερε τα αισιόδοξα αποτελέσματα των αγορών, ενώ αντιθέτως επέφερε επιπλέον κόστος σε αρκετούς τομείς της ελληνικής οικονομίας. Οι τιμές των ελληνικών ομολόγων άρχισαν να δέχονται έντονες πιέσεις γεγονός που επηρεάστηκε και από το ξεκίνημα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2009. Σε αυτό το σημείο οι επενδυτές του ελληνικού εγχειρήματος και κάτοχοι των ελληνικών ομολόγων στράφηκαν προς τον βασικό εγγυητή της Ελλάδας δηλαδή τη Γερμανία προκειμένου η τελευταία να αποδείξει και να στηρίξει την συνέχιση του εγχειρήματος. Ωστόσο, η απάντηση της Γερμανίας ήταν αρνητική (03/2010) καθώς προς μεγάλη έκπληξη των αγορών η θέση της Γερμανίας για την στήριξη της ελληνικής οικονομίας ήταν ότι για να συνεχιστεί αυτή θα έπρεπε να ληφθούν όροι και δεσμεύσεις από την πλευρά της Ελλάδας.

Η στάση αυτή της Γερμανίας ερμηνεύτηκε από τις αγορές ως απόσυρση της μέχρι τώρα σιωπηρής εγγύησης έναντι της ανασυγκρότησης της ελληνικής οικονομίας, με συνέπεια την αύξηση των spreads των ελληνικών ομολόγων, τα οποία πλέον αντικατόπτριζαν την πραγματική εικόνα των ελληνικών θεμελιωδών η οποία ήταν χειρότερη από την αντίστοιχη του 2001. Με την έλλειψη πλέον των ευρωπαϊκών εγγυήσεων, εξηγείται και η αδυναμία του πρώτου πακέτου διάσωσης να διορθώσει και να επαναφέρει την χαμένη εμπιστοσύνη των επενδυτών προς την ελληνική οικονομία. Ο κίνδυνος πλέον της χρεοκοπίας ήταν ορατός και οι αγορές κινήθηκαν αντανακλαστικά προκαλώντας την κατακόρυφη αύξηση των ελληνικών spreads.

Προς υποστήριξη της γερμανικής θέσης πρέπει να αναφερθεί ότι οι γερμανικές κυβερνήσεις ποτέ δεν υποστήριξαν ή καλλιέργησαν την αντίληψη προς τις αγορές ότι σε περίπτωση όπως αυτή της Ελλάδας θα παρείχαν την διάσωση προς τους δανειστές. Άλλωστε σε μία τέτοια περίπτωση όπου η παρέμβαση της Γερμανίας θα προστάτευε την ελληνική οικονομία από τις αγορές, θα μπορούσε να εκλαμβανόταν ως εύκολη εναλλακτική λύση και από τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες με ανάλογα με τα ελληνικά προβλήματα, που θα οδηγούσε αναπόφευκτα στην εμφάνιση παρόμοιων δυσχερών καταστάσεων και στο μέλλον.

Έτσι λοιπόν στο ερώτημα εάν φταίνε οι αγορές για την κατάρρευση της ελληνικής αγοράς ομολόγων, η απάντηση είναι ναι, ως προς το βαθμό του ότι δεν θα έπρεπε ποτέ να θεωρήσουν δεδομένη τη γερμανική διάσωση.

#### 4.2.4 ΣΥΝΔΥΑΣΜΟΣ ΤΩΝ ΤΡΙΩΝ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ ΕΡΜΗΝΕΙΑΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ SPREADS

Συνδυάζοντας τα τρία προαναφερθέντα μοντέλα ερμηνείας της ελληνικής οικονομικής κρίσης και συνάμα της πορείας των περιθωρίων απόδοσης των ελληνικών ομολόγων, μπορούμε πλέον να εντοπίσουμε τα βασικά αίτια, μηχανισμούς και τις χρονικές συγκυρίες των όσων έχουν διαδραματιστεί στην ελληνικά οικονομία από έναρξη της κρίσης μέχρι και σήμερα.

Αναμφισβήτητα, ο πρωταρχικός λόγος εμφάνισης αλλά και επέκτασης της ελληνικής κρίσης χρέους αποτελεί η σταθερή εξασθένηση της δημοσιονομικής θέσης της Ελλάδας, η οποία επιβαρύνθηκε περαιτέρω, έστω και μη φανερά, από την είσοδο της Ελλάδας στην κοινή νομισματική ζώνη της Ευρώπης και έπειτα. Μάλιστα η εξέλιξη των ελληνικών θεμελιωδών στοιχείων παρέκλινε από τα ελάχιστα επιτρεπτά επίπεδα για συμμετοχή στην ευρωζώνη. Ωστόσο, τονίζεται ότι εδώ δεν επικρίνεται η στρατηγική και η απόφαση της εισόδου της χώρας μας στην ευρωζώνη, αλλά οι αρχικές και οι μετέπειτα συνθήκες κάτω από των οποίων πραγματοποιήθηκε η ένταξη της Ελλάδας σε αυτήν. Ο δεύτερος σημαντικότερος προσδιοριστικός παράγοντας που επηρέασε και συνεχίζει να επηρεάζει την αγορά ελληνικών ομολόγων αποτελεί τις προσδοκίες των επενδυτών που διαμορφώνονται αρχικά από το βαθμό δέσμευσης της Ελλάδας για μελλοντική της συμμετοχή στην ευρωζώνη μέσω της ανάληψης και εφαρμογής των απαιτούμενων δημοσιονομικών και μεταρρυθμιστικών μέτρων, και κατά δεύτερον από το βαθμό εγγυημένης στήριξης και βοήθειας της ελληνικής οικονομίας από τις υπόλοιπες χώρες – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Με άλλα λόγια, η κατάρρευση της ελληνικής αγοράς ομολόγων μπορεί να ερμηνευθεί ως μια αρχική κρίση στα θεμελιώδη στοιχεία της Ελλάδας (credit risk), η οποία στην

πορεία εξελίχθηκε σε κρίση εμπιστοσύνης των επενδυτών στην δέσμευση της Ελλάδας για τήρηση των υποχρεώσεών της, αλλά και σε κρίση εμπιστοσύνης των επενδυτών στην δυνατότητα της Ελλάδας να εξυπηρετήσει το χρέος της (default risk).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

### 5.1 Η ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΟΜΟΛΟΓΩΝ ΣΗΜΕΡΑ, ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟΥΣ ΒΑΣΙΚΟΥΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΥΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ SPREAD

Μετά την ανάλυση των μηχανισμών λειτουργίας των βασικών προσδιοριστικών παραγόντων των spread κυβερνητικών ομολόγων, τόσο γενικά όσο και ειδικά για την περίπτωση των ελληνικών κυβερνητικών ομολόγων, η σημερινή κατάσταση στην ελληνική αγορά ομολόγων μπορεί να εξηγηθεί ως κάτωθι.

Η κατανόηση από πλευράς των επενδυτών, όσον αφορά την μη ύπαρξη μόνιμων εγγυήσεων έναντι του ελληνικού χρέους, από τα υπόλοιπα ευρωπαϊκά κράτη (κυρίως την Γερμανία), άλλαξε στην ουσία τους μέχρι τότε όρους του παιχνιδιού διαμόρφωσης και συγκράτησης του επιπέδου των ελληνικών spreads. Το μόνο όπλο της ελληνικής πλευράς για την ανάσχεση της πρωτόγνωρης ανοδικής πορείας των ελληνικών spreads και την επιστροφή αυτών σε κανονικά επίπεδα, ήταν η προσπάθεια της πρώτης να πείσει τους επενδυτές για την αδιαμφισβήτητη δέσμευση της στην συμμετοχή της στην ευρωζώνη. Η αποκατάσταση της ελληνικής αξιοπιστίας στην αντίληψη των επενδυτών θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί πλέον μόνο μέσω της ανάληψης, τήρησης και εφαρμογής των απαιτούμενων μέτρων που στο εξής θα επιβάλλονταν καθ' υπόδειξη των μοναδικών της δανειστών (τρόικα). Έτσι λοιπόν, η Ελλάδα έπρεπε να αποδείξει όχι μόνο ότι θέλει να παραμείνει μέλος της ευρωζώνης, αλλά και ότι έχει τη δυνατότητα να το επιτύχει.

Η περίοδος που ακολούθησε φτάνοντας μέχρι το σήμερα, φανερώνει έμπρακτα ότι η Ελλάδα ακολούθησε και συνεχίζει να ακολουθεί την στρατηγική σταδιακής δημοσιονομικής βελτίωσης γεγονός που επιδρά στην αποτελεσματική μεταστροφή των προσδοκιών των επενδυτών υπέρ της Ελλάδας. Η σταδιακή έγκριση περαιτέρω

δανειακών κεφαλαίων από τον μηχανισμό στήριξης αποτελεί κατά κάποιο τρόπο μια προσωρινή εγγύηση του ελληνικού χρέους, και σε συνδυασμό με την προώθηση σκληρών αλλά απαραίτητων μεταρρυθμιστικών μέτρων, η ανάκτηση της χαμένης αξιοπιστίας των επενδυτών μεταφράζεται σε σταδιακή μείωση των ελληνικών spreads. Εν καιρώ, η θετική εξέλιξη των ελληνικών θεμελιωδών στοιχείων θα ερμηνεύεται πλέον ως πλήρης αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των αγορών για συμμετοχή της Ελλάδας στην ευρωζώνη. Ωστόσο, η παραπάνω θετική έκβαση της ελληνικής κρίσης θα πρέπει να γίνει κατανοητό ότι δεν πρόκειται να πραγματοποιηθεί γρήγορα, εύκολα και χωρίς θυσίες από πλευράς Ελλάδας. Η σημερινή περίοδος που χαρακτηρίζεται από απώλεια εθνικού εισοδήματος, εκτίναξη του ποσοστού ανεργίας και σημαντική μείωση του ΑΕΠ θα πρέπει να θεωρηθεί ως στάδιο (βραχυχρόνιας διάρκειας) της συνολικής μακροχρόνιας διαδικασίας που απαιτείται για την έξοδο της Ελλάδας από την κρίση χρέους.

Ως εναλλακτικό υποθετικό σενάριο από αυτό της πραγματική κατάσταση, σημειώνεται ότι η επιλογή της Ελλάδας να εγκαταλείψει την πολιτική δέσμευσης στην ευρωζώνη, αυτό θα σήμαινε αυτομάτως την οριστική και μόνιμη απόσυρση των εγγυήσεων των άλλων κρατών της ευρωζώνης, γεγονός που θα συνεπάγονταν την παύση στήριξης μέσω πακέτων διάσωσης με αποτέλεσμα τον αποκλεισμό της Ελλάδας από ξένο δανεισμό και την περαιτέρω εκτίναξη του κόστους. Επιπλέον, μια επιστροφή στο εθνικό νόμισμα της δραχμής μετά την αναπόφευκτη υποτίμηση αυτής θα μπορούσε να οδηγήσει σε εξάπλωση της κρίσης σε όλους τους τομείς της οικονομίας μέσω της στέρησης ρευστότητας και της περαιτέρω εκτίναξης των επιτοκίων.

## 5.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ

Λαμβάνοντας υπόψη πληθώρα ευρημάτων από τη διεθνή βιβλιογραφία και συνδυάζοντας τα με πραγματικά γεγονότα και στοιχεία της ελληνικής οικονομίας και πραγματικότητας, η παρούσα εργασία προσπάθησε να ερμηνεύσει την συμπεριφορά του περιθωρίου απόδοσης των ελληνικών κυβερνητικών ομολόγων.

Το συμπέρασμα που εξάγεται είναι ότι οι παράγοντες που προσδιορίζουν την μέχρι

τώρα πορεία των τιμών περιθωρίου απόδοσης των ελληνικών ομολόγων αφορούν :

- I. την σταδιακή και σταθερή αποδυνάμωση των μακροοικονομικών θεμελιώδη στοιχείων της Ελλάδας, η οποία χρονολογείται από το 2001. Μάλιστα η επιδείνωση των θεμελιώδη ελληνικών στοιχείων σε επίπεδα πολύ χαμηλότερα από εκείνα των ελάχιστων επιτρεπτών ορίων για τη συμμετοχή μιας χώρας στην ευρωζώνη, αποκαλύπτει την βαρύτητα του συγκεκριμένου παράγοντα στην διαμόρφωση των ελληνικών spread.
- II. την διαμόρφωση των προσδοκιών της αγοράς όσον αφορά την τήρηση δέσμευσης της Ελλάδας για συνέχιση της συμμετοχής της στη ζώνη του ευρώ. Το κρίσιμο σημείο για τους δανειστές μιας χώρας (Ελλάδα), εκεί δηλαδή που κρίνεται η απόφαση των δανειστών για απόσυρση ή μη των κεφαλαίων τους από αυτή, είναι το σημείο στο οποίο πλέον οι επενδυτές έχουν χάσει την εμπιστοσύνη τους στην πρόθεση της δανειζόμενης χώρας να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της έναντι των πιστωτών της. Τη στιγμή που οι επενδυτές αισθανθούν το φόβο της αθέτησης των δανειακών υποχρεώσεων μιας χώρας, τότε αυτομάτως θα υπάρξει αύξηση του απαιτούμενου περιθωρίου απόδοσης ή και άρνηση περαιτέρω δανεισμού.
- III. την διαμόρφωση των προσδοκιών της αγοράς όσον αφορά την παροχή εγγυήσεων έναντι του ελληνικού χρέους από την υπόλοιπη Ευρωπαϊκή Ένωση, στο βαθμό της στήριξης της ελληνικής οικονομίας με ενέσεις ρευστότητας προκειμένου να αποφευχθεί το ενδεχόμενο αδυναμίας εξυπηρέτησης του χρέους. Σε αντίθεση με τον προηγούμενο προσδιοριστικό παράγοντα που αφορούσε τις προσδοκίες της αγοράς για την πρόθεση της Ελλάδας όσον αφορά την αποπληρωμή του χρέους της, εδώ οι προσδοκίες διαφοροποιούνται στο βαθμό ότι αφορούν όχι την πρόθεση αλλά την δυνατότητα της Ελλάδας για αποπληρωμή του χρέους της. Έτσι λοιπόν, η ανησυχία των επενδυτών που μπορεί να προκληθεί από την απόσυρση των σιωπηρών εγγυήσεων της Ευρωπαϊκής Ένωσης έναντι του ελληνικού χρέους μπορεί να ερμηνευτεί ως αύξηση του spread ελληνικών ομολόγων σε απαγορευτικά για δανεισμό επίπεδα.



Τέλος, δεδομένου ότι η κρίση στην αγορά ελληνικών ομολόγων είναι ακόμη υπό εξέλιξη, και τα γεγονότα που την πλαισιώνουν δημιουργούν ένα δυναμικό και απρόβλεπτο οικονομικό – πολιτικό περιβάλλον, ο παράγοντας χρόνος είναι αυτός που θα καθορίσει την μελλοντική εξέλιξη και έκβαση των πραγμάτων.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Αρακελιάν Βένη, (2009), “Η διεύρυνση του περιθωρίου απόδοσης του 10ετούς ελληνικού κυβερνητικού ομολόγου εν μέσω της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης”, *Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research*, Τόμος IV, Τεύχος 4.
- Κουρουκλής Χάρης, (2008), “Εισαγωγή στα βασικά γνωρίσματα της αγοράς ομολόγων”, *Χρήμα*, Τεύχος 339.
- Μονοκρούσος Πλάτων, (2009), “Πρόσφατες εξελίξεις και προοπτικές στις αγορές των κυβερνητικών ομολόγων”, *Οικονομία και Αγορές, Eurobank Research*, Τόμος IV, Τεύχος 2.
- Μονοκρούσος Πλάτων, (2011), “Η διεθνής κρίση, η κρίση στην Ευρωζώνη και το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα”, “Κρίση και η τιμολόγηση στις αγορές”, *Συλλογικός τόμος Ελληνικής Ένωσης Τραπεζών*, Ενότητα ΣΤ.

### ΔΙΕΘΝΗΣ

- Aizenmann Joshua, Hutchison Michael, Jinjarak Yothin, (2011), “What is the risk of European sovereign dept defaults? Fiscal space, CDS spreads and market pricing of risk”, *National Bureau of Economic Research*, working paper, No. 17407.
- Arghyrou Michael, Tsoukalas John, (2011), “The Greek Dept Crisis : Likely Causes, Mechanics and Outcomes”, *The World Economy*, Vol. 34, No. 2.
- Attinasi Maria – Grazia, Checherita Christina, Nickel Christiane, (2009), “What explains thw surge in euro area sovereign spreads during the financial crisis of 2007 – 09?”, *European Central Bank*, working paper, No. 1131.

- Bernoth Kerstin, Hagen Jurgen, Schknecht Ludger, (2004), “Sovereign Risk Premia in the European government bond market”, *European Central Bank*, working paper, No. 369.
- Codogno Lorenzo, Favero Carlo, Missale Alessandro, (2003), “Yield spreads on EMU government bonds”, *Economic Policy*, Vo. 18, No. 18.
- Edwards Sabastian, (1984), “LDC Foreign borrowing and default risk: an empirical investigation, 1976 -80”, *American Economic Review*, Vol. 55, No. 4.
- Favero Carlo, Missale Alessandro, (2011), “Sovereign spreads in the euro area. Which prospects far a Eurobond ?”, *IGER (Innocenzo Gaspanini Institute for Economic Research), Bocconi University*, working papers 424.
- Georgoutsos Dimitris, Migiakis Petros, (2012), “Heterogeneity of the determinants of euro-area sovereign bond spreads; what does it tell us about financial stability ?”, *Bank of Greece, Economic Research Department – Special Studies Division*, No. 143.
- Harold Cole, Kehoe Timothy, (1996), “A self – fulfilling model Mexico’s 1994 – 1995 dept crisis”, *Journal of International Economies*, 41 (3 -4), pp 309-330.
- Krugman Paul, (1979), “A model of balance payments crises”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No. 3.
- Krugman Paul, (1998), “What happened to Asia”, [web.mit.edu/Krugman/www/disinter.html](http://web.mit.edu/Krugman/www/disinter.html), (18 January 2011).
- Manganelli Simone, Wolswijk Guido, (2011), “What drives spreads in the euro area government bond market ?”, *Economic Policy*, Vol. 24, Issue 58, pp 191 – 240.
- Obstfeld Maurice, (1996), “Models of currency crises with self-fulfilling features”, *European Economic Review*, Vol. 40.

- Lieven Baele, Annalisa Fernando, Peter Hordahl, Elizaveta Krylova, Cyril Monnet, (2004), “Measuring financial integration in the euro area”, *European Central Bank, Occasional paper series*, No. 14.
- Palladini Giorgia, Portes Richard, (2011), “Sovereign CDS and bond pricing dynamics in the euro area”, *National Bureau of Economic Research*, working paper No. 17586.