



**ΜΠΣ στην Χρηματοοικονομική Ανάλυση**

**Διπλωματική Εργασία**

## **Κίνδυνος Επικρατείας**

**Επιβλέπων καθηγητής: Άγγελος Αντζουλάτος**

**Επιμέλεια: Απόστολος Κασσωτάκης, ΜΧΑΝ 210**

**ΙΟΥΝΙΟΣ 2004**

<b>1. Εισαγωγή</b> .....	<b>3</b>
<b>2. Ανάλυση του Κινδύνου Επικρατείας</b> .....	<b>6</b>
2.1. Ορισμοί του Κινδύνου Επικρατείας .....	8
2.2. Πηγές κινδύνου .....	12
2.3. Είδη επενδύσεων .....	14
2.4. Είδη Κινδύνου .....	16
<b>3. Πολιτικός Κίνδυνος</b> .....	<b>19</b>
3.1. Ανάλυση Πολιτικού Κινδύνου .....	21
3.2. Η Φύση του Πολιτικού Κινδύνου.....	23
3.3. Οι Παράμετροι του Πολιτικού Κινδύνου.....	25
<b>4. Αναδυόμενες Αγορές: Τραπεζικές και Συναλλαγματικές Κρίσεις</b> .....	<b>29</b>
<b>5. Πηγές πληροφόρησης</b> .....	<b>35</b>
5.1. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο ( <i>International Monetary Fund-IMF</i> ).....	36
5.2. Η Παγκόσμια Τράπεζα ( <i>World Bank-WB</i> ).....	38
5.3. Η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών ( <i>Bank of International Settlements-BIS</i> ) .....	39
5.4. ΟΟΣΑ ( <i>OECD</i> ) .....	40
5.5. Κοινές Προσπάθειες Συγκέντρωσης Στοιχείων.....	42
5.6. Ιδιωτικές Πηγές Πληροφόρησης .....	42
5.6.1. Institute of International Finance (IIF).....	42
5.6.2. Διεθνείς Οίκοι αξιολόγησης και Πληροφόρηση για τον Κίνδυνο Επικρατείας.....	43
5.6.3. Εμπορικές Τράπεζες .....	44
<b>6. Προστασία Έναντι του Κινδύνου Επικρατείας (Country Risk Mitigation)</b> .....	<b>46</b>
6.1. Επίσημοι Φορείς Εγγύησης Κινδύνου .....	46
6.1.1. Το πρόγραμμα συγχρηματοδότησης της Παγκόσμιας Τράπεζας.....	47
6.1.2. Ο ρόλος του IFC ( <i>International Finance Corporation</i> ) ...	48

6.1.3. Ο ρόλος του MIGA (Multilateral Investment Guarantee Agency) .....	50
6.2. Δημόσιοι και Ιδιωτικοί Φορείς Εγγύησης Κινδύνου.....	51
6.3. Ιδιωτικοί φορείς ασφαλιστικής κάλυψης έναντι του πολιτικού κινδύνου .....	53
<b>7. Αξιολόγηση Κινδύνου .....</b>	<b>55</b>
7.1. Η ποσοτική και ποιοτική μέθοδος.....	55
7.2. Αξιολογήσεις .....	62
7.2.1. Αξιολόγηση Κινδύνου Επικρατείας .....	62
7.2.2. Αξιολόγηση Πιστωτικού Κινδύνου Χώρας.....	71
7.3. Εταιρείες –Φορείς Αξιολόγησης.....	72
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....</b>	<b>84</b>

## 1. Εισαγωγή

Στόχος της εργασίας είναι η διερεύνηση της έννοιας του κινδύνου επικρατείας, ο οποίος μετά τα γεγονότα της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου στις ΗΠΑ και την έναρξη της εκστρατείας κατά της τρομοκρατίας έχει γίνει πιο επίκαιρος από ποτέ για τις οικονομικές μονάδες που δραστηριοποιούνται ή επιθυμούν να δραστηριοποιηθούν στο εξωτερικό.

Όταν μια εταιρεία επεκτείνεται διεθνώς, καλείται να λειτουργήσει σε ένα νέο περιβάλλον, το οποίο συντίθεται από διάφορα είδη κινδύνων και αβεβαιότητας, τα οποία δεν έχει αντιμετωπίσει σε εγχώριο επίπεδο. Ο κίνδυνος επικρατείας περικλείει όλους τους πιθανούς αυτούς κινδύνους, οι οποίοι εκτείνονται από τους κοινωνικούς, πολιτικούς και οικονομικούς αλλά και τους μικροοικονομικούς και μακροοικονομικούς κινδύνους.

Η αυξανόμενη εμφάνιση οικονομικών και πολιτικών κρίσεων και γενικότερα η αστάθεια των οικονομικών συστημάτων είναι ένα φαινόμενο με ιστορία αλλά και μέλλον. Το φαινόμενο της παγκοσμιοποίησης και η δραστηριοποίηση των οικονομικών μονάδων πέρα από τα στενά εθνικά τους σύνορα οδήγησε στην αύξηση του βαθμού ευαισθησίας τους στις διεθνείς εξελίξεις. Η συγκέντρωση της πολιτικής εξουσίας και του ελέγχου της παγκόσμιας οικονομίας σε ανεπτυγμένες χώρες όπως για παράδειγμα οι ΗΠΑ, δημιούργησε έντονη δυσαρέσκεια και αντιπαλότητα μεταξύ των εθνών. Δεν είναι τυχαίο ότι το "80% των τρομοκρατικών επιθέσεων ενάντια στις ΗΠΑ, είχαν ως στόχο αμερικάνικες επιχειρήσεις" ( Harvard Business Review, 2002).

Η ταχεία μεταβολή του διεθνούς περιβάλλοντος και η πολυπλοκότητα των πολιτικών και οικονομικών φαινομένων που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη, καθιστούν την ανάλυση του κινδύνου επικρατείας μια πολυδιάστατη και αρκετά δύσκολη διαδικασία, η οποία σε αρκετές περιπτώσεις κρίνεται αναποτελεσματική.

Λόγω του μεγάλου εύρους των εμπλεκόμενων κινδύνων, των σύνθετων αλληλεπιδράσεων τους και της ανάμιξης διαφόρων κοινωνικών επιστημών στην ανάλυσή τους, η έλλειψη επαρκούς θεωρητικού πλαισίου για τον κίνδυνο επικρατείας γίνεται ιδιαίτερα αισθητή. Ελλείπει του θεωρητικού πλαισίου, ο εντοπισμός των κρίσιμων μεταβλητών και ο έλεγχος της αξιοπιστίας των διαφόρων προσεγγίσεων στην ανάλυση και την αποτίμηση του κινδύνου επικρατείας, σε αρκετές περιπτώσεις δεν τεκμηριώνεται με επιστημονικά κριτήρια.

Στο πλαίσιο της εργασίας αυτής γίνεται μια προσπάθεια εντοπισμού των βασικότερων διαστάσεων του κινδύνου επικρατείας. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται μια επισκόπηση της υπάρχουσας βιβλιογραφίας, παρουσιάζονται οι διάφορες προσπάθειες ορισμού του φαινομένου και γίνεται καταγραφή των προσεγγίσεων του κινδύνου επικρατείας διαχρονικά. Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στον πολιτικό κίνδυνο ως υποσύνολο του κινδύνου επικρατείας και παρατίθενται οι σημαντικότερες παράμετροι του. Το τέταρτο κεφάλαιο περιγράφει την ειδική περίπτωση των αναδυόμενων αγορών και το ρόλο που έπαιξαν οι τραπεζικές και συναλλαγματικές κρίσεις στις διάφορες προσεγγίσεις του κινδύνου επικρατείας. Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι βασικές πηγές πληροφόρησης και τα στοιχεία που παρέχονται από τους κυριότερους διεθνούς οργανισμούς. Στη συνέχεια, στο έκτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι φορείς παροχής υπηρεσιών ασφάλισης έναντι του κινδύνου επικρατείας και ο ρόλος τους στην προστασία των επενδυτών και

των πιστωτών που δραστηριοποιούνται στο εξωτερικό. Τέλος, στο έβδομο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στην ποσοτική και ποιοτική αποτίμηση του κινδύνου επικρατείας και παρουσιάζονται τα μοντέλα των κυριότερων φορέων αξιολόγησης του.

## 2. Ανάλυση του Κινδύνου Επικρατείας

Ανατρέχοντας στη βιβλιογραφία για τον κίνδυνο επικρατείας μπορούμε να διαπιστώσουμε την χρήση διαφορετικής ορολογίας από τους μελετητές, ανάλογα με τις πηγές του κινδύνου, την φύση της επένδυσης, το ιστορικό περιεχόμενο και την επιλεγμένη μεθοδολογία.

Λίγα χρόνια μετά την μαζική απαλλοτρίωση αμερικανικών επιχειρήσεων με την επανάσταση στην Κούβα, η έννοια του πολιτικού κινδύνου ξεκίνησε να εμφανίζεται στην βιβλιογραφία της δεκαετίας του 1960 με ερευνητές όπως ο Usher (1965) και ο Root (1968). Η βιβλιογραφία έλαβε ώθηση από τα μέσα της δεκαετίας του '60 και μετά. Το διεθνές τοπίο άρχισε να μεταβάλλεται δραματικά καθώς ένα ένα τα αποικιακά καθεστώτα μεταβάλλονταν σε αυτόνομα κράτη και όλο και περισσότερες επιχειρήσεις ξεκίνησαν να διερευνούν τις επενδυτικές ευκαιρίες στο εξωτερικό και να τοποθετούνται σε ξένες αγορές.

Οι ερευνητές προσπάθησαν αρχικά να προσδιορίσουν τον κίνδυνο της επένδυσης στο εξωτερικό, χρησιμοποιώντας τον όρο του "επιχειρηματικού κλίματος" (Gabriel, 1966; Stobaugh, 1969). Στη συνέχεια, αναγνωρίζοντας ότι οι πολιτικοί αναλυτές "*ακόμη διαφωνούν σχετικά με τον ορισμό της πολιτικής σταθερότητας ή αστάθειας, πώς να μετρήσουν το φαινόμενο και ποια είναι τα αίτια*", ο Robock (1971) ήταν ανάμεσα στους πρώτους που εντόπισαν την ανάγκη για τον ορισμό αυτής της πολυσύνθετης έννοιας. Η ποικιλία που συναντάται στις προσπάθειες που έχουν πραγματοποιηθεί για τον ορισμό της έννοιας του συγκεκριμένου είδους κινδύνου, αποδεικνύει την πολυπλοκότητα αυτή.

Στην βιβλιογραφία ο κίνδυνος της υλοποίησης επενδύσεων στο εξωτερικό, προσεγγίζεται με τους όρους “κίνδυνος χώρας” (country risk) και “πολιτικός κίνδυνος” (political risk). Λιγότερο συχνά χρησιμοποιούνται οι όροι “διασυνοριακός κίνδυνος” (cross-border risk) και “κίνδυνος επικρατείας” (sovereign risk). Ο όρος “πολιτικός κίνδυνος” είναι ο παλαιότερος και εμφανίζεται κυρίως στα ακαδημαϊκά άρθρα. Ο όρος “κίνδυνος χώρας” ξεκίνησε να χρησιμοποιείται την δεκαετία του '70. Χαρακτηρίζεται ως ο πιο επαγγελματικός όρος καθώς στόχευε στην αντιμετώπιση των κινδύνων μιας συγκεκριμένης επιχείρησης σε μια συγκεκριμένη χώρα. Χρησιμοποιήθηκε ευρέως από τον τραπεζικό κλάδο, ο οποίος έπρεπε να χρηματοδοτήσει τις αντίστοιχες επενδύσεις.

#### Διάφορες προσεγγίσεις της βιβλιογραφίας για τον Κίνδυνο Επικρατείας

Όροι	Ορισμός του κινδύνου	Πηγές κινδύνου	Φύση Επένδυσης	Ιστορική διάσταση	Μεθοδολογία
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Πολιτικός κίνδυνος</li> <li>▪ Κίνδυνος χώρας</li> <li>▪ Κίνδυνος επικρατείας</li> <li>▪ Διασυνοριακός κίνδυνος</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Διακύμανση απόδοσης</li> <li>▪ Αρνητικό αποτέλεσμα</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Κυβερνητικές-θεσμικές παρεμβάσεις</li> <li>▪ Αστάθεια γενικού κοινωνικού, πολιτικού και οικονομικού περιβάλλοντος</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Άμεσες Ξένες Επενδύσεις</li> <li>▪ Δάνεια Εμπορικών τραπεζών</li> <li>▪ Επενδύσεις χαρτοφυλακίου</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1960s-1970s</li> <li>▪ 1980s</li> <li>▪ 1990s-?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Ποσοτική</li> <li>▪ Ποιοτική</li> </ul>

Η συγκεκριμένη προσέγγιση αναπτύχθηκε μετά την διεθνή κρίση χρέους της δεκαετίας του '80. Το 2002 η Moody's ανακοίνωσε: *“To 1997, αντικαταστήσαμε τον όρο “sovereign ceiling” σε “country ceiling” επειδή ο διαφορούμενος όρος “sovereign” θα μπορούσε να προκαλέσει σύγχυση και να ταυτιστεί με ολόκληρη την υπό εξέταση χώρα και ορισμένες φορές με την ίδια την κυβέρνηση ως εκδότη αξιολογίων”*. Ο όρος “country risk” σε αντίθεση με τον όρο “political risk” κερδίζει έδαφος καθώς περιλαμβάνει οποιονδήποτε κίνδυνο σχετίζεται με μια συγκεκριμένη χώρα. Ο όρος “political risk”



περιορίζει τους κινδύνους στους οποίους αναφέρεται μονάχα σε όσους είναι πολιτικής φύσης.

### **2.1. Ορισμοί του Κινδύνου Επικρατείας**

Για αρκετούς ερευνητές, όπως οι Kobrin (1979), Feils & Sabac (2000), ο κίνδυνος αποτελεί διακύμανση της απόδοσης και επιδρά είτε θετικά είτε αρνητικά σε μια επένδυση. Ο Robock (1971) εξηγεί: *"όπως συμβαίνει με όλα τα είδη κινδύνου, ο πολιτικός κίνδυνος μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα κέρδη αλλά και ζημιές"*. Για τη συγκεκριμένη ομάδα ερευνητών, ο κίνδυνος επικρατείας αφορά *"την πιθανότητα να συμβούν πολιτικά γεγονότα τα οποία θ' αλλάξουν τις προοπτικές κερδοφορίας μιας συγκεκριμένης επένδυσης"*. Για παράδειγμα, οι εταιρείες κατασκευής στρατιωτικών οχημάτων, σε περιόδους πολιτικής αστάθειας, αναμένουν αύξηση των πωλήσεων τους και πραγματοποίηση κερδών. Αντίθετα η συγκεκριμένη συγκυρία μπορεί να σημαίνει για άλλους τομείς της οικονομίας, όπως για παράδειγμα ο χρηματοπιστωτικός, σημαντικές απώλειες.

Άλλοι ερευνητές όπως οι Meldrum (2000), Root (1972), Simon (1982), Howell και Chaddick (1994), Roy (1994), υιοθετούν μια πιο πρακτική στάση και αναλύουν τον κίνδυνο ως ένα καθαρά αρνητικό αποτέλεσμα. Σύμφωνα λοιπόν με αυτή την προσέγγιση, ο κίνδυνος υπάρχει μόνο εφόσον συνεπάγεται μια πιθανή απώλεια ή τουλάχιστον, όπως το διατυπώνει ο Meldrum, *"μια πιθανή μείωση της αναμενόμενης απόδοσης"*. Αυτή η κατηγορία μελετητών θεωρεί ότι ο κίνδυνος επηρεάζει αρνητικά την λειτουργία και τις επενδύσεις μιας επιχείρησης.

Συνεπώς, η έννοια του κινδύνου μπορεί να αντιμετωπιστεί διαφορετικά και μπορεί να εξεταστεί είτε ως διακύμανση της απόδοσης είτε απλά ως η πιθανότητα να συμβεί ένα αρνητικό

γεγονός το οποίο μειώνει την αρχικά αναμενόμενη απόδοση. Όπως όμως αποδεικνύεται από τους March και Shapira (1987) και Baird και Thomas (1990), οι επαγγελματίες ενδιαφέρονται περισσότερο για την αποτυχία τους να εξασφαλίσουν ένα συγκεκριμένο επίπεδο απόδοσης παρά για το σύνολο των πιθανών αποτελεσμάτων. Επομένως είναι προτιμότερο να ακολουθείται η προσέγγιση του κινδύνου ως αρνητικό αποτέλεσμα.

Ερευνητές	Έτος	Προσέγγιση ορισμού
Gabriel	1966	Προσέγγιση σε όρους "επενδυτικού κλίματος".
Stobaugh	1969	
Robock	1971	"ο κίνδυνος αποτελεί διακύμανση της απόδοσης με αρνητικό αλλά και θετικό αποτέλεσμα".
Kobrin	1979	
Root	1972	"ο κίνδυνος συνεπάγεται πιθανή μείωση της αναμενόμενης απόδοσης (μόνο αρνητικό αποτέλεσμα) που μπορεί να οφείλεται σε διεθνικές διαφορές των πολιτικών, οικονομικών και κοινωνικών δομών".
Simon	1982	
Howell and Chaddick	1994	
Roy	1994	
Meldrum	2000	

Εξετάζοντας την βιβλιογραφία των τελευταίων 40 ετών διαπιστώνουμε ότι το αντικείμενο του κινδύνου επικρατείας, ενώ περιλαμβάνει ένα μεγάλο εύρος διαφορετικών περιπτώσεων, πάντα αναφέρεται στις επιχειρηματικές δραστηριότητες στο εξωτερικό και τους κινδύνους που γεννώνται, οποιαδήποτε και αν είναι η φύση του κινδύνου ή της επένδυσης. Φυσικά θα πρέπει πάντα να λαμβάνονται υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε επένδυσης ή κάθε είδους συναλλαγής. Επίσης είναι απαραίτητο να υιοθετείται μια συνολική προσέγγιση καθώς όλες οι πηγές κινδύνου αλληλοεπηρεάζονται μεταξύ τους και συνήθως δέχονται επιδράσεις από αρκετούς αν όχι όλους τους τομείς της οικονομίας. Για παράδειγμα η ασιατική κρίση του 1997-98 που ξεκίνησε από την Ταϊλάνδη με την υποτίμηση του

ταϊλανδέζικου baht, οφειλόταν σε ορισμένους οικονομικούς παράγοντες όπως η ανισορροπία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, αλλά είχε και ρίζες σε πολιτικά αίτια όπως τα διαπλεκόμενα συμφέροντα (crony capitalism). Λόγω του φαινομένου της χρηματοοικονομικής μόλυνσεως (contagion effect) η κρίση εξαπλώθηκε στις γειτονικές χώρες, συμπεριλαμβανομένης της Μαλαισίας, η οποία αντέδρασε σε πολιτικό επίπεδο επιβάλλοντας συναλλαγματικούς περιορισμούς. Οι περισσότερες ασιατικές οικονομίες δέχθηκαν βαρύ πλήγμα και είδαν τις ισχυρότερες βιομηχανίες τους να καταρρέουν.

Ο ορισμός που προτείνεται από τον Meldrum (2000) καλύπτει πλήρως τα χαρακτηριστικά αυτά: *“Όλες οι επιχειρηματικές συναλλαγές εμπεριέχουν κίνδυνο. Όταν λαμβάνουν χώρα εκτός συνόρων, ενσωματώνουν πρόσθετους κινδύνους οι οποίοι δεν εμφανίζονται στις εγχώριες συναλλαγές. Αυτοί οι πρόσθετοι κίνδυνοι, οι κίνδυνοι επικρατείας (sovereign risks), τυπικά περιλαμβάνουν κινδύνους οι οποίοι προέρχονται από εθνικές διαφορές στις οικονομικές και πολιτικές δομές, στους κοινωνικοπολιτικούς θεσμούς, στα γεωγραφικά χαρακτηριστικά. Η ανάλυση του κινδύνου επικρατείας, επιχειρεί να προσδιορίσει την πιθανότητα αυτοί οι κίνδυνοι να μειώσουν την αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης στο εξωτερικό”*.

Ο ορισμός αυτός αναδεικνύει τα πρώτα άρθρα του Gabriel (1966) και του Stobaugh (1969a,b) τα οποία αναφέρονταν στις διαφορές του “επενδυτικού κλίματος” σε μια ξένη χώρα από το “επενδυτικό κλίμα” στο εσωτερικό. Σ’ αυτό το σημείο θα πρέπει να τονιστεί ότι ο κίνδυνος επικρατείας υπάρχει ανεξάρτητα από το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης της υπό εξέταση χώρας. Ακόμη και οι πιο ανεπτυγμένες οικονομικά χώρες μπορεί να επιφυλάσσουν υψηλά επίπεδα κινδύνου επικρατείας για μια επένδυση. Χαρακτηριστικά, ο

Finnerty (2001) σημειώνει: “πολλοί επαγγελματίες στην αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων, με αντικείμενο την εκμετάλλευση φυσικών πόρων στις ΗΠΑ, εξετάζουν αν εκτίθενται σε πολιτικό κίνδυνο λόγω της τάσης που παρουσιάζεται στην συγκεκριμένη χώρα να αλλάζουν συνεχώς τη νομοθεσία που αφορά το περιβάλλον και να εφαρμόζουν νέους νόμους αναδρομικά”.

**Χρήση του όρου “Πολιτικός Κίνδυνος” έναντι του όρου “Κινδύνου Επικρατείας”**

Πολιτικός Κίνδυνος	Έτος	Κίνδυνος Επικρατείας	Έτος
Aliber	1973	Citron and Nickelsburg	1987
Aliber	1975	Cosset <i>et al.</i>	1992
Alon and Martin	1998	Davis	1981
Brewer	1981	Desta	1985
Cosset and Suret	1995	Eaton <i>et al.</i>	1986
Desta	1985	Kennedy	1991
Feils and Sabac	2000	Marois	1990
Fitzpatric	1983	Meldrum	1999
Haendel <i>et al.</i>	1975	Meldrum	2000
Howell and Chaddick	1994	Merril	1982
Kennedy	1991	Nagy	1978
Kobrin	1978	Rivoli and Brewer	1997
Kobrin	1979	Robinson	1981
Marois and Behar	1981	Roy and Roy	1994
Robock	1971	Wilson	1979
Root	1968		
Root	1972		
Rummel and Heenan	1978		
Simon	1982		
Stevens	1997		
Usher	1965		

Πέρα από την σημαντική συνεισφορά του Meldrum, το θεωρητικό υπόβαθρο για τον κίνδυνο επικρατείας θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ελλιπές. Μέχρι σήμερα, η βιβλιογραφία αναπτύσσεται βασιζόμενη στην απλή υπόθεση ότι για μια συγκεκριμένη χώρα, η αστάθεια στο οικονομικό, κοινωνικό και πολιτικό πεδίο είναι πιθανόν ν’ αυξήσει τον κίνδυνο για τις επενδύσεις. Λόγω των πολλαπλών πηγών κινδύνου, της πολυπλοκότητας των αλληλεπιδράσεων τους

και της ανάμιξης διαφόρων κοινωνικών επιστημών στην ανάλυση τους, η ανάπτυξη επαρκούς θεωρητικού πλαισίου για τον κίνδυνο επικρατείας είναι απαραίτητη. Κάτι τέτοιο θα συνέβαλε στον εντοπισμό των κρίσιμων μεταβλητών και θα επέτρεπε τον έλεγχο της αξιοπιστίας των διαφόρων προσεγγίσεων. Οι περισσότεροι ερευνητές απλώς αναφέρονται στην ταξινόμηση και την περιγραφή των διαφόρων πηγών κινδύνου και οι μέθοδοι αποτίμησης μετατρέπουν αυτές τις πηγές σε ποσοτικές μεταβλητές χωρίς επιστημονική τεκμηρίωση.

## **2.2. Πηγές κινδύνου**

Εκτός την προσπάθεια ορισμού του κινδύνου επικρατείας, μια δεύτερη διάκριση που παρατηρείται στην βιβλιογραφία αφορά τις πηγές κινδύνου. Οι Kobrin (1979), Desta (1985) εντοπίζουν δυο ρεύματα. Το πρώτο απλά επικεντρώνεται στον κυβερνητικό παρεμβατισμό στις επιχειρηματικές δραστηριότητες. Αναλυτικότερα, οι Weston και Sorge (1972) αναφέρουν: “Οι πολιτικοί κίνδυνοι ανακύπτουν από τις ενέργειες των εθνικών κυβερνήσεων που παρεμβαίνουν ή εμποδίζουν την επιχειρηματική δραστηριότητα, αλλάζουν τους όρους των συμφωνιών ή κατασχέτουν μέρος ή ολόκληρα τα περιουσιακά στοιχεία των ξένων επενδυτών”. Γι’ αυτή την ομάδα των ερευνητών (Zenoff (1967), Aliber (1975), Baglini (1976), Feils and Sabac (2000), ο κίνδυνος επικρατείας προέρχεται από τις ενέργειες και τις αποφάσεις των κυβερνήσεων ή θεσμικών παραγόντων.

Οι Robock (1971), Root (1972), Haendel *et al.* (1975), Rummel και Heenan (1978), εκπροσωπούν το δεύτερο ρεύμα της βιβλιογραφίας, και αναφέρονται στην αστάθεια του γενικότερου περιβάλλοντος της επένδυσης και τις επιδράσεις της στις συνθήκες υλοποίησής της. Η

βασική τους γραμμή αποτελεί μια ευρύτερη προσέγγιση και περιλαμβάνει όχι μόνο τις πηγές του κινδύνου που αφορούν τις κυβερνητικές αποφάσεις, αλλά και οποιεσδήποτε άλλες πηγές μπορεί να υποσκάψουν την λειτουργία μιας οικονομικής μονάδας στο εξωτερικό.

Ο Fitzpatrick (1983) επαναπροσδιορίζει το δεύτερο αυτό ρεύμα και εντοπίζει τρεις διαφορετικές κατηγορίες. Συγκεκριμένα διακρίνει:

1. "τον πολιτικό κίνδυνο σε όρους γεγονότων πολιτικής φύσεως"
2. "τον πολιτικό κίνδυνο σε όρους του γενικότερου περιβάλλοντος και όχι μεμονωμένων περιπτώσεων", όπου οποιαδήποτε μεταβολή στο επιχειρηματικό περιβάλλον μπορεί να αποτελέσει κίνδυνο, δεδομένου ότι μπορεί να επηρεάσει την λειτουργία της επιχείρησης
3. μια τελευταία κατηγορία, όπου οι ερευνητές δεν προσπαθούν να οριοθετήσουν την έννοια του "πολιτικού κινδύνου" αλλά περισσότερο επικεντρώνονται στις επιπτώσεις της δραστηριοποίησης "σε χώρες όπου το περιβάλλον είναι παράξενο και δυσνόητο". (Drake and Prager, 1977)

Ερευνητές	Έτος	Πηγές κινδύνου
Zenoff	1967	Ο κίνδυνος προέρχεται από τις ενέργειες και τις αποφάσεις κυβερνήσεων ή θεσμικών παραγόντων
Weston and Sorge	1972	
Aliber	1975	
Baglini	1976	
Feils and Sabac	2000	
Robock	1971	Ο κίνδυνος προέρχεται από την αστάθεια των γενικότερων συνθηκών υλοποίησης της επένδυσης (ευρύτερο περιβάλλον επένδυσης)
Root	1972	
Haendel <i>et al.</i>	1975	
Rumel and Heenan	1978	

### 2.3. Είδη επενδύσεων

Μια τρίτη διάκριση που εντοπίζεται στη βιβλιογραφία αφορά την φύση της αναλαμβανόμενης επένδυσης. Ο Meldrum (2000) αναλύει τις επιδράσεις των διαφορετικών πηγών κινδύνου βάσει τεσσάρων ειδών επενδύσεων: άμεσες επενδύσεις / ιδιωτικός τομέας, χρηματοοικονομικές βραχυπρόθεσμες επενδύσεις (ομόλογα, μετοχές) / ιδιωτικός τομέας, βραχυπρόθεσμος και μακροπρόθεσμος δανεισμός προς κυβερνήσεις.

Συνήθως η έρευνα επικεντρώνεται σε μια συγκεκριμένη κατηγορία επένδυσης και η ανάλυση γίνεται στο περιορισμένο αυτό πλαίσιο. Οι τρεις μεγαλύτερες κατηγορίες επενδύσεων που αναλύονται είναι οι εξής: Άμεσες ξένες επενδύσεις, δάνεια εμπορικών τραπεζών και επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Οι εξαγωγές θα μπορούσαν να θεωρηθούν μια τέταρτη κατηγορία. Όμως σπάνια εξετάζονται μεμονωμένα, ίσως επειδή η φύση των κινδύνων που αντιμετωπίζουν ταυτίζονται με αυτούς των εμπορικών δανείων.

Η πρώτη κατηγορία σχετίζεται αποκλειστικά με τις άμεσες ξένες επενδύσεις και ασχολείται με την απάντηση στο ερώτημα που διατύπωσε ο Stobaugh (1969a): *“Σε ποιο μέρος του κόσμου θα πρέπει να εγκαταστήσουμε το εργοστάσιο;”*. Ορισμένοι επενδυτές εξετάζουν τον κίνδυνο επικρατείας για τις άμεσες ξένες επενδύσεις γενικά<sup>1</sup>, ενώ άλλοι εξετάζουν τις επιδράσεις σε συγκεκριμένες βιομηχανίες<sup>2</sup>, όπως για παράδειγμα η επίδραση του πολιτικού κινδύνου σε εταιρείες παραγωγής ηλεκτρικής ενέργειας.

Η δεύτερη κατηγορία εξετάζει το θέμα της εξυπηρέτησης του εξωτερικού χρέους και προσπαθεί να προσδιορίσει την πιθανότητα

<sup>1</sup> Root (1969), Rummel and Heenan (1978), Brewer (1981), Stevens (1997), Alon and Martin (1998)

<sup>2</sup> Bergara *et al.* (1998), Schwimmer (1995), Spillers (1999)

χρεοκοπίας ή δυσκολιών στις πληρωμές. Μεταξύ των πρώτων άρθρων είναι αυτά των Frank και Cline (1971), Feder και Just (1977) και του Nagy (1978). Όπως παρατηρεί ο Morgan (1986): *“Μετά το μεγάλο κύμα αναπροσαρμογής δανείων σε πάνω από τριάντα χώρες την περίοδο 1981-1984, άρχισε να προκύπτει η επιτακτική ανάγκη για αναθεώρηση των τεχνικών αποτίμησης του κινδύνου επικρατείας από τις εμπορικές τράπεζες”*. Σ’ αυτή τη συγκυρία θα μπορούσε ν’ αποδοθεί η βιβλιογραφική άνθιση τις δεκαετίες του ‘80 και ‘90 γύρω από το θέμα του κινδύνου επικρατείας (Agmon and Dietrich, 1983; Abdullah, 1985; Feder and Uy, 1985; Shapiro, 1985; Eaton *et al.*, 1986; Citon and Nickelsburg, 1987; Cosset *et al.*, 1992; Schwartz and Zurita, 1992; Rivoli and Brewer, 1997).

Η τρίτη κατηγορία εξετάζει την επίδραση του κινδύνου επικρατείας στις διεθνείς επενδύσεις χαρτοφυλακίου (ξένες χρηματιστηριακές αγορές ή διεθνείς επενδύσεις σταθερού εισοδήματος). Οι ερευνητές αυτής της κατηγορίας ξεκίνησαν επεκτείνοντας τη θεωρία χαρτοφυλακίου σε διεθνές επίπεδο και προσαρμόζοντας το έργο του Markowitz (1952) σε ένα διεθνές περιβάλλον επενδυτικών ευκαιριών. Όπως όμως αναφέρει ο Solnik (1991), *“οι πολιτικοί κίνδυνοι οι οποίοι εμπεριέχονται στις ξένες επενδύσεις μπορεί να αμβλύνουν τον ενθουσιασμό των επενδυτών για διεθνή διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων τους. Ο πολιτικός κίνδυνος επαναπατρισμού κεφαλαίων (political transfer risk) ενδέχεται να πάρει τη μορφή απαγόρευσης του επαναπατρισμού των κερδών ή των κεφαλαιακών επενδύσεων από μια ξένη χώρα”*.

Ιστορικά, η έρευνα για τον κίνδυνο επικρατείας προσαρμοζόταν στις παρουσιαζόμενες κρίσεις της εποχής: τις “πολιτικές κρίσεις” τις δεκαετίες του ‘60 και ‘70, τις κρίσεις χρέους της δεκαετίας του ‘80 και τις χρηματοοικονομικές κρίσεις της δεκαετίας του ‘90. Σε κάθε



περίπτωση, οι ερευνητές προσπαθούσαν να εξηγήσουν εκ των υστέρων τα αίτια για τα γεγονότα που διαδραματίζονταν, χωρίς όμως να μπορέσουν να διαμορφώσουν μια συνολική θεωρία για τα παρατηρούμενα φαινόμενα.

Αντιπροσωπευτικό παράδειγμα της ιστορικής εξέλιξης του κινδύνου επικρατείας αποτελούν οι μεταβολές στις μεθόδους αποτίμησής του. Για παράδειγμα η Coface, η Γαλλική Εταιρεία Εξαγωγικών Πιστώσεων, την δεκαετία του '80 χρησιμοποιούσε κυρίως δείκτες εξωτερικού χρέους. Μετά την διάλυση της Σοβιετικής Ένωσης και τον Πόλεμο του Κόλπου το 1991, ενσωμάτωσε και πολιτικούς παράγοντες στην ανάλυσή της. Τέλος, μετά την κρίση του Μεξικό το 1994 περιέλαβε στη μέθοδο αποτίμησης του κινδύνου επικρατείας και την αστάθεια του χρηματοοικονομικού τομέα.

#### **2.4. Είδη Κινδύνου**

Ελλείπει θεωρητικού πλαισίου, ο διαχωρισμός των επιμέρους κατηγοριών κινδύνου που συνθέτουν τον κίνδυνο επικρατείας κρίνεται απαραίτητος. Οι Robock (1971), Desta (1985), Miller (1992) και Meldrum (2000), εξετάζοντας τις κυριότερες πηγές κινδύνου, κατέληξαν σε δυο είδη κινδύνου: τους φυσικούς, που αναφέρονται στα φυσικά φαινόμενα που μπορεί να επιδράσουν αρνητικά στο επιχειρηματικό περιβάλλον (σεισμοί, ακραία καιρικά φαινόμενα κλπ) και τους κινδύνους που προέρχονται από τον ίδιο τον άνθρωπο.

Οι **φυσικοί κίνδυνοι** προέρχονται από φυσικούς παράγοντες όπως ο σεισμός ή τα ακραία καιρικά φαινόμενα, τα οποία ενδέχεται να επηρεάσουν την λειτουργία της επιχείρησης. Τα συγκεκριμένα φαινόμενα μπορεί να επηρεάσουν την επιχείρηση είτε μέσω της έλλειψης αποθεμάτων ή μέσω της αδυναμίας του προσωπικού να

έχει φυσική πρόσβαση στις εγκαταστάσεις της. Όταν η υποδομή είναι ελλιπής και οι τοπικοί θεσμοί είναι αδύναμοι, η επίδραση των φυσικών καταστροφών στη λειτουργία της επιχείρησης είναι μεγαλύτερη.

Στη δεύτερη μεγάλη κατηγορία κινδύνων εντάσσονται οι **κίνδυνοι που προέρχονται από τον ίδιο τον άνθρωπο**. Οι κίνδυνοι αυτοί με τη σειρά τους διακρίνονται σε **κοινωνικοπολιτικούς** και **οικονομικούς**. Οι κοινωνικοπολιτικοί κίνδυνοι περιλαμβάνουν τους κοινωνικούς, τους πολιτικούς και τους κινδύνους που πηγάζουν από την κυβερνητική πολιτική.

Ο **κοινωνικός κίνδυνος** αναφέρεται σε συλλογικές ενέργειες οργανισμών όπως οι εμπορικές ενώσεις, οι μη κερδοσκοπικοί οργανισμοί ή ακόμη και μη οργανωμένες κοινωνικές ομάδες, οι οποίες ειρηνικά ή μη, δημοκρατικά ή μη, ασκούν πιέσεις είτε στις τοπικές αρχές είτε απευθείας στις ξένες επιχειρήσεις προκειμένου να επηρεάσουν την πολιτική ή τις ενέργειές τους.

Όπως αναφέρει ο Miller (1992): "Η κοινωνική αβεβαιότητα μπορεί να είναι ένας προπομπός της πολιτικής αστάθειας". Πραγματικά, οι διαμαρτυρίες των κοινωνικών ομάδων έχουν τις ρίζες τους στην απογοήτευση και σκοπεύουν στην μεταβολή της κυβερνητικής πολιτικής ή ακόμη και του πολιτικού καθεστώτος. Ο **κίνδυνος της κυβερνητικής πολιτικής** περιλαμβάνει όλες τις απρόσμενες ενέργειες από τις τοπικές αρχές που μπορεί ν' αποδειχθούν επιζήμιες για τις ξένες επιχειρήσεις. Αυτές οι ενέργειες μπορεί να πάρουν την μορφή κρατικοποιήσεων, αθέτησης όρων συμβολαίου ή άρνησης αναγνώρισης οφειλών, συναλλαγματικών ή εμπορικών περιορισμών, εμπορικών συμφωνιών που μπορεί να ευνοούν ορισμένες επιχειρήσεις εις βάρος ανταγωνιστών τους.

Ο **πολιτικός κίνδυνος** αναφέρεται ως οποιαδήποτε πιθανή ή πραγματική μεταβολή στο πολιτικό σύστημα, εμφύλια ή με άλλη χώρα σύρραξη αλλά και οποιαδήποτε δημοκρατική εξέλιξη μπορεί να διαταράξει τη λειτουργία των ξένων επιχειρήσεων, όπως για παράδειγμα, κατά το παρελθόν αλλαγές στην κυβέρνηση είχαν ως αποτέλεσμα κρατικοποιήσεις ή απαλλοτριώσεις περιουσιακών στοιχείων ξένων επιχειρήσεων.

### 3. Πολιτικός Κίνδυνος

Οι επενδυτές έχουν ξεκινήσει να κινούνται προσεκτικά προς αγορές που εμφανίζουν ευκαιρίες υψηλότερου κέρδους από τις ώριμες αγορές, διατηρώντας επιφυλάξεις για την πολιτική κατάσταση στις χώρες αυτές και τις απρόσμενες εξελίξεις που μπορεί να επιφυλάσσουν. Ποια είναι όμως τα στοιχεία που θα πρέπει να λάβει υπόψη του κάποιος πριν λάβει μια σημαντική επενδυτική απόφαση για τοποθέτηση σε ξένη αγορά; Σ' αυτές τις περιπτώσεις απαιτείται η προσεκτική δημιουργία των αναγκαίων δομών για την εκτίμηση της πολιτικής κατάστασης, συνδέοντας τις παραμέτρους που θα μπορούσαν να την επηρεάσουν και εξάγοντας τα κατάλληλα συμπεράσματα.

Η ανάλυση του πολιτικού κινδύνου είναι μια πρακτική που έχει αξιοποιηθεί από εμπόρους πριν από αιώνες. Ο **πολιτικός κίνδυνος** αναφέρεται στην πιθανότητα πολιτικές αποφάσεις ή εξελίξεις σε μια χώρα, να επηρεάσουν το επιχειρηματικό κλίμα με τέτοιο τρόπο ώστε οι επενδυτές να υποστούν ζημιές ή μείωση των αναμενόμενων αποδόσεων. Η ανάλυση της υφιστάμενης κατάστασης και η επεξεργασία ιστορικών στοιχείων, στοχεύουν στην πρόβλεψη των συνθηκών υπό τις οποίες οι επενδυτές μπορεί να υποστούν ζημιά από πολιτικές παρεμβάσεις.

Ο πολιτικός κίνδυνος σχετίζεται με:

- Το σύστημα διακυβέρνησης μιας χώρας (πολιτικές δομές)
- Την φύση και το χαρακτήρα συγκεκριμένων προσώπων που διαχειρίζονται την εξουσία
- Την ανταπόκριση του λαού στις εφαρμοζόμενες από την εκάστοτε κυβέρνηση πολιτικές (νομιμότητα)
- Την δομή της κοινωνίας (κουλτούρα, ιστορία, κοινωνικά φαινόμενα).

Στις πολιτικές προεκτάσεις που συνοδεύουν μια επενδυτική κίνηση εμπλέκονται παράγοντες όπως στοιχεία συμπεριφοράς των πολιτικών που βρίσκονται στην κυβέρνηση, η νομοθεσία, οι θεσμοί, οι αντιδράσεις του λαού στις εφαρμοζόμενες πολιτικές και η δυνατότητα του πολιτικού συστήματος να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις και τις εξελίξεις του εγχώριου και του διεθνούς περιβάλλοντος. Αυτά τα χαρακτηριστικά είναι άρρηκτα συνδεδεμένα με την εύρυθμη επιχειρηματική δραστηριότητα.

Τα τελευταία τριάντα χρόνια, η φύση της σχέσης επιχειρηματικού και πολιτικού κόσμου έχει αλλάξει δραματικά. Κατά τις δεκαετίες του 1960-1970, ο αναπτυσσόμενος κόσμος γνώρισε ριζικές αλλαγές, μεταβαίνοντας από απολυταρχικές πολιτικές δομές σε πιο δημοκρατικά καθεστώτα. Η ομαλότητα ή όχι αυτής της μετάβασης καθόρισε σε μεγάλο βαθμό την ποιότητα των δημοκρατιών που εγκαταστάθηκαν και προσδιόρισε τις ισορροπίες επιχειρηματικού και πολιτικού κόσμου.

Οι κρατικοποιήσεις και οι κατασχέσεις έγιναν οι μεγαλύτεροι φόβοι για τους ξένους επενδυτές εκείνη την περίοδο. Οι συμμαχίες με πολιτικά κόμματα ή ισχυρές προσωπικότητες και, ενίοτε, η ασφάλιση των επενδύσεων έναντι του πολιτικού κινδύνου αποτέλεσαν τα κυριότερα μέσα προστασίας των επιχειρήσεων από την βίαια μετάβαση στη δημοκρατία. Στα τέλη της δεκαετίας του 1980, με την πτώση των κομμουνιστικών καθεστώτων, η σχέση διασύνδεσης επιχειρηματικού και πολιτικού κόσμου έλαβε διαφορετικές διαστάσεις. Οι τρέχουσες μορφές ανάμιξης της κυβέρνησης σε επιχειρηματικές δραστηριότητες έχουν αποκτήσει πιο διακριτικό χαρακτήρα αλλά η επίδρασή της γίνεται συνεχώς καταλυτικότερη. Δεν είναι τυχαίο ότι η εξασφάλιση προνομιακής μεταχείρισης οικονομικών μονάδων από τις πολιτικές και πολιτειακές αρχές μιας

χώρας αποτελεί αντικείμενο παροχής υπηρεσιών εξειδικευμένων επαγγελματιών, γνωστό ως lobbying.

Η επίδραση της πολιτικής στις επιχειρηματικές δραστηριότητες σχεδόν πάντα αντιμετωπιζόταν αρνητικά. Οι κατασχέσεις, η αδυναμία μετατροπής των αποδόσεων σε εγχώριο νόμισμα, οι καταστροφές των υποδομών από ένοπλες συγκρούσεις και η αθέτηση συμβολαίων για πολιτικούς λόγους υπήρξαν τα αποτελέσματα πολιτικών παρεμβάσεων τα οποία αποτέλεσαν αντικείμενο ασφάλισης από οργανισμούς όπως ο OPIC των ΗΠΑ (Overseas Private Investment Corporation) και η MIGA (Multilateral Investment Guarantee Agency) της Παγκόσμιας Τράπεζας. Πρόσφατα προστέθηκαν και άλλες περιπτώσεις ασφάλισης από τον πολιτικό κίνδυνο όπως μονομερής διακοπή συμβολαίου, στάση πληρωμών, ακύρωση αδειών λειτουργίας, εμπάργκο, πόλεμος ή εμφύλιος πόλεμος, νόμοι ή αποφάσεις της κυβέρνησης που μπορεί να οδηγήσουν σε καταστρατήγηση ή μεταβολή των όρων μιας συμφωνίας.

### **3.1. Ανάλυση Πολιτικού Κινδύνου**

Τα χαρακτηριστικά τα οποία εξετάζονται στην ανάλυση του πολιτικού κινδύνου θα μπορούσαν να διακριθούν σε δυο μεγάλες κατηγορίες. Η μια αποτελεί περιγραφή των τάσεων και η άλλη καταγραφή της υφιστάμενης κατάστασης. Στην πρώτη κατηγορία, η διαδικασία είναι φαινομενικά απλή. Εφόσον υπάρχουν ιστορικά στοιχεία για κατασχέσεις τότε αδιαμφισβήτητα κάποιος επενδυτής θα πρέπει να προβληματιστεί. Αν η κυβέρνηση έχει κατά το παρελθόν προχωρήσει σε κρατικοποιήσεις ξένων επενδύσεων, οι εν δυνάμει επενδυτές θα πρέπει επίσης να λάβουν σοβαρά υπόψη τους αυτόν τον παράγοντα. Αντίστοιχα, ιστορικό εμφύλιων διενέξεων και ιδιαίτερα οι

αλληπάλληλες εχθροπραξίες αυξάνουν την πιθανότητα καταστροφής των υποδομών ή ακύρωση των συμβολαίων για ένα ξένο επενδυτή.

Η δεύτερη κατηγορία αναφέρεται στην εξέταση των υφιστάμενων κοινωνικών παραμέτρων και τις συνθήκες υπό τις οποίες έχουν υποστεί ζημιές ξένοι επενδυτές κατά το παρελθόν είτε στην ίδια χώρα είτε σε χώρες με τα ίδια χαρακτηριστικά. Αν τα υψηλά επίπεδα εθνικισμού οδηγούν σε ανοιχτές συγκρούσεις, για παράδειγμα, θα μπορούσε να προβλεφθεί ότι οι πολιτικές διαμάχες θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε ζημιές για τις επιχειρήσεις ή εγκατάλειψη της επένδυσης. Πολλές από τις μεθόδους πρόβλεψης, όπως αυτή που παρουσίασε το 1986 ο *Economist*, βασίζονται στην προσέγγιση αυτή.

Σε ένα άρθρο με τίτλο "*Countries in Trouble*" (1986), ο *Economist* παρουσίασε ένα μοντέλο με 16 μεταβλητές το οποίο περιέγραφε τις τρέχουσες πολιτικές, κοινωνικές και οικονομικές συνθήκες στις οποίες οι επενδυτές θα μπορούσαν να αντιμετωπίσουν κινδύνους σαν αυτούς που περιγράφηκαν παραπάνω. Επελέγη μια ομάδα μεταβλητών ως αντιπροσωπευτική κάθε κατηγορίας (οικονομική, κοινωνική, πολιτική) και σταθμίστηκαν με τους αντίστοιχους συντελεστές βαρύτητας έτσι ώστε να αθροίζονται σε κλίμακα 100 μονάδων κινδύνου για καθεμία από τις 50 χώρες του δείγματος. Ο *Economist* χρησιμοποίησε ως πολιτικές παραμέτρους την προσέγγιση της υπερβολικής συγκέντρωσης δύναμης, την έκταση του αυταρχισμού, το επίπεδο της νομιμότητας, τον βαθμό ανάμιξης του στρατού στις πολιτικές αποφάσεις, την πιθανότητα πολέμου ή εμφύλιας διαμάχης, προκειμένου να προβλέψει μελλοντική ζημιά σε ξένες επιχειρήσεις.

Ως κοινωνικές παραμέτρους επέλεξε την απότομη αύξηση της αστικοποίησης, το εύρος της διαφθοράς, το επίπεδο ισλαμικού συντηρητισμού και το επίπεδο εθνικιστικών εντάσεων. Μεταξύ των

μεταβλητών αυτών, μόνο ο πόλεμος ήταν πιθανόν να προκαλέσει άμεσες ζημιές. Οι υπόλοιπες αποτελούν απλά προπομπούς του πολέμου ή άλλων μορφών καταστροφής.

Οι παράμετροι που χρησιμοποιήθηκαν από τον Economist για την αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης των υπό εξέταση χωρών ήταν το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, ο πληθωρισμός, η φυγή κεφαλαίων σε άλλες χώρες, το εξωτερικό χρέος, η κατά κεφαλήν παραγωγή τροφίμων και το οι πρώτες ύλες ως ποσοστό των εξαγωγών.

Στο σχεδιασμό ενός αντίστοιχου μοντέλου, οι σχέσεις μεταξύ αφηρημένων εννοιών όπως ο αυταρχισμός και οι ενέργειες που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε καταστροφή για τον επενδυτή θα πρέπει να θεμελιώνονται από την γνώση και την έρευνα της κοινωνικής επιστήμης.

Οι περισσότεροι μεγάλοι οργανισμοί όπως οι εταιρείες πετρελαιοειδών ή οι τράπεζες έχουν εσωτερικά τμήματα τα οποία εξετάζουν τις συνθήκες υπό τις οποίες θα υλοποιηθεί μια επένδυση, χρησιμοποιώντας τα δικά τους μοντέλα, προσαρμοσμένα στη φύση της κάθε επένδυσης ξεχωριστά. Για παράδειγμα, η τράπεζα Chase Manhattan, έχει περιλάβει στο μοντέλο της την πολιτική σταθερότητα, την κοινωνική συνοχή, τη διαφθορά και εξωτερικούς παράγοντες όπως ο πόλεμος και η ευαισθησία στο φανατισμό. Άλλες εταιρείες μικρότερου μεγέθους στηρίζονται σε εκτιμήσεις εξειδικευμένων εταιρειών όπως η PRS (Political Risk Services) ή η BERI (Business Environment Risk Intelligence).

### ***3.2. Η Φύση του Πολιτικού Κινδύνου***

Εξετάζοντας τα διάφορα μοντέλα αποτίμησης κινδύνου θα πρέπει να καταστεί σαφής η έννοια του κινδύνου. Ο όρος κίνδυνος υποδηλώνει



την αποτίμηση στο χώρο των πιθανοτήτων και της τυχαιότητας. Αυτό σημαίνει ότι δεν είναι εφικτό από την ανάλυση πολιτικού κινδύνου να προκύψει πρόβλεψη. Υπάρχουν στοιχεία στην αναλυτική διαδικασία που εμποδίζουν την εξαγωγή προβλέψεων για συγκεκριμένα γεγονότα. Η μόνη πρόβλεψη που μπορεί να γίνει είναι με μεγάλη πιθανότητα η ιστορία να επαναληφθεί ή ότι δεδομένης μιας ομάδας καταστάσεων, υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να ακολουθήσει συγκεκριμένο αποτέλεσμα.

Τα στοιχεία που εμποδίζουν την πραγματοποίηση προβλέψεων είναι αρκετά. Καταρχήν οι ίδιοι οι "μοντελοποιοί" δεν μπορούν να συμφωνήσουν στο σετ των αντιπροσωπευτικών μεταβλητών για τον πολιτικό κίνδυνο. Τα κοινωνικά συστήματα είναι ιδιαίτερα πολύπλοκα και τις περισσότερες φορές εκφράζονται μέσα στο μοντέλο προσεγγιστικά. Έτσι η πρόβλεψη των πιθανών εξελίξεων από την υλοποίηση ενός γεγονότος είναι τυχαία γιατί:

- Απλοποιείται και συμπυκνώνεται μια πολύπλοκη ομάδα καταστάσεων σε μερικές μεταβλητές σε κάθε μοντέλο
- Η επιλογή των αντιπροσωπευτικών μεταβλητών και η σχέση τους με την εξαρτημένη μεταβλητή ενδέχεται να μην διαχρονικά σταθερή.

Ένα δεύτερο σχετικό στοιχείο είναι η πολυπλοκότητα των κοινωνικών φαινομένων λόγω του έντονου στοιχείου του ανθρώπινου παράγοντα. Ακόμη και αν το μοντέλο είναι ιδανικό, είναι πλήρως φυσιολογικό να μην έχουν περιληφθεί σημαντικές μεταβλητές οι οποίες ενδέχεται να έχουν επιπτώσεις στην προβλεπτική του ικανότητα. Είναι αρκετά πιθανόν, ένα απρόβλεπτο γεγονός το οποίο να μην έχει συμπεριληφθεί στο μοντέλο, να επηρεάσει το μηχανισμό λήψης αποφάσεων της κυβέρνησης και να καταλήξει σε δυσάρεστες επιπτώσεις για τους ξένους επενδυτές.

Η ατελής πληροφόρηση είναι επίσης ένας παράγοντας που δεν επιτρέπει την πραγματοποίηση προβλέψεων. Ακόμη και αν οι επιλεγμένες μεταβλητές ερμηνεύουν πλήρως το φαινόμενο, η πληροφόρηση που αποτελεί την βάση του μοντέλου είναι αναπόφευκτα ατελής και σε αρκετές περιπτώσεις ανακριβής. Ακόμη και αν οι μεταβλητές είναι άμεσα παρατηρήσιμες όπως π.χ. η ανεξαρτησία των μέσων μαζικής ενημέρωσης, δεν υπάρχει τέλεια περιγραφή των φαινομένων.

Τέλος η ανάμιξη του ανθρώπινου παράγοντα δημιουργεί αδυναμία στην διενέργεια προβλέψεων. Οι ίδιοι επενδυτές είναι αυτοί που ενδεχομένως με μια απόφασή τους να εμποδίσουν την πραγματοποίηση της πρόβλεψης που θα προκύψει από την πολιτική ανάλυση.

### ***3.3. Οι Παράμετροι του Πολιτικού Κινδύνου***

Η αξιολόγηση του πολιτικού κινδύνου πραγματοποιείται υπό διάφορες συνθήκες, οι οποίες αφορούν είτε τα μέσα και τους πόρους που διαθέτει ο ενδιαφερόμενος επενδυτής είτε το είδος του υπό εξέταση επενδυτικού σχεδίου. Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις αναθέτουν την αρμοδιότητα αυτή σε ειδικούς που απασχολούν και σε πηγές πληροφόρησης που ήδη διαθέτουν. Από την άλλη, κορυφαίες πολυεθνικές εταιρείες ή μεγάλοι τραπεζικοί όμιλοι διαθέτουν εξειδικευμένα εσωτερικά τμήματα αξιολόγησης κινδύνου τα οποία καλούνται ν' αποτιμήσουν τον κίνδυνο που μπορεί να ενέχει μια επενδυτική απόφαση.

Εναλλακτικά, υπάρχουν εταιρείες όπως η Political Risk Services (PRS) ή η Business Environment Risk Intelligence (BERI) που

παρέχουν εκθέσεις για τον κίνδυνο σε 80-100 χώρες και απευθύνονται στις εταιρείες που δεν έχουν αντίστοιχο εσωτερικό τμήμα. Τέλος, υπάρχουν και οι εκθέσεις για μαζικούς αποδέκτες, οι οποίες δημοσιεύονται από δημοφιλείς περιοδικές εκδόσεις όπως ο Economist και το Fortune. Η υψηλή τους αναγνωσιμότητα και ο επαγγελματικός τους χαρακτήρας προσδίδει κύρος στις εκθέσεις που δημοσιεύουν.

Εξετάζοντας τη μεθοδολογία που υιοθετεί κάθε φορέας αξιολόγησης του πολιτικού κινδύνου, θα μπορούσαμε να συνοψίσουμε τις κυριότερες παραμέτρους στις ακόλουθες:

#### Γειτονικές Χώρες

Το ευρύτερο γεωγραφικό περιβάλλον μιας χώρας αποτελεί μια παράμετρο που επηρεάζει την πολιτική κατάσταση. Η γειτνίαση με χώρες-υπερδυνάμεις συνήθως μεταφράζεται σε τεταμένες καταστάσεις, καθώς οι χώρες αυτές τείνουν να δημιουργούν σφαίρες επιρροής γύρω τους και αρκετά συχνά με τη χρήση βίας. Αρκετές γεωγραφικές περιοχές εμφανίζουν ιστορικά τέτοια χαρακτηριστικά, όπως για παράδειγμα η Μέση Ανατολή και η Αφρική.

#### Απολυταρχισμός (Authoritarianism)

Είτε πρόκειται για απολυταρχισμό είτε για ολοκληρωτισμό, η έλλειψη δημοκρατίας αποτελεί προάγγελο προβλημάτων. Ακόμη και ο ολοκληρωτικός έλεγχος αποτελεί μια πρόσκαιρη τάξη πραγμάτων, η οποία κρύβει αναταραχές και ενδεχομένως βία.

#### Στασιμότητα (staleness)

Για να αποδώσει καρπούς μια πολιτική και να αποκτήσει ένας πολιτικός ηγέτης τον έλεγχο της κατάστασης χρειάζονται 5 περίπου χρόνια. Μετά τα 10 χρόνια όμως γίνεται αποστασιοποιημένος και

αδρανής. Η εδραίωση επιφέρει εφησυχασμό και στην πορεία διαφθορά και απαξίωση.

#### Έλλειψη έννομης τάξης (illegitimacy)

Η ύπαρξη νομιμότητας και κράτους δικαίου τυγχάνει της επικρότησης της κοινής γνώμης και της αποδοχής της για την κυβέρνηση. Ο πολιτικός κίνδυνος εκφράζεται ως συνάρτηση του χάσματος ανάμεσα στην λαϊκή αποδοχή και την εμμονή μιας κυβέρνησης για την εξουσία.

#### Στρατιωτικοί στην εξουσία (Generals in Power)

Αντιδρώντας στην αστάθεια ή την έλλειψη αποτελεσματικού κράτους, οι στρατιωτικοί συχνά παίρνουν πρωτοβουλία και αναλαμβάνουν την εξουσία. Συνήθως οι στρατιωτικοί, έχουν περιορισμένες γνώσεις πολιτικής διακυβέρνησης και χαρακτηρίζονται από ψύχωση με την εξουσία.

#### Πόλεμος / ένοπλες συγκρούσεις

Ο πόλεμος, επηρεάζει άμεσα και καταλυτικά το επενδυτικό τοπίο. Εκτός από την προφανή καταστροφή των υποδομών και των εγκαταστάσεων, ο πόλεμος επιφέρει αποδιοργάνωση στην οικονομία και έχει ως αποτέλεσμα απώλειες διαφόρων μορφών. Για παράδειγμα οι πρώτες ύλες είτε σπανίζουν είτε μετατρέπονται σε υλικό για στρατιωτικό χρήση.

#### Ρυθμός αστικοποίησης

Όταν η διαδικασία αστικοποίησης είναι απότομη ή παρουσιάζει μεγάλη συγκέντρωση σε συγκεκριμένα αστικά κέντρα, δημιουργείται σειρά προβλημάτων. Τα προβλήματα εντοπίζονται στην αύξηση της εγκληματικότητας, έξαρση του εμπορίου ναρκωτικών αλλά και

οικονομικές ανωμαλίες όπως για παράδειγμα η τιμολόγηση των τροφίμων. Δεν είναι κατ' ουσία η αστικοποίηση, αλλά η φύση της διαδικασίας και οι επιδράσεις της στο κοινωνικό σύνολο, που απειλούν τους ξένους επενδυτές.

### Ισλαμικός δογματισμός

Κατά τον Economist, δεν υπήρχε ποτέ ιδιαίτερη πολιτική χροιά στον Ινδουισμό ή τον βουδισμό, ενώ ο χριστιανισμός θεωρείται από πολλούς ότι αποτελεί αναλωμένη δύναμη. Αντίθετα ο ισλαμισμός θεωρείται ότι ενσωματώνει δυνάμεις που μπορούν ν' αλλάξουν τον κόσμο (11<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου). Οι φανατικοί ισλαμιστές, όπου αποκτούν ισχύ, γίνονται απειλή για τους επενδυτές και μάλιστα τους ξένους.

### Διαφθορά

Η διαφθορά υπάρχει παντού. Συνήθως οφείλεται σε απότομες αλλαγές των πολιτικών συστημάτων. Ο εκδημοκρατισμός ενός συστήματος, όταν δεν είναι ομαλός, κληρονομεί πελατειακές σχέσεις πολιτικών με επιχειρηματίες στην διάδοχη κατάσταση. Η διαφθορά μπορεί να προκαλέσει στρεβλώσεις στην οικονομία στις οποίες ακόμη και ο πιο καλά προετοιμασμένος επιχειρηματίας παραμένει εκτεθειμένος.

### Εθνικιστικές εντάσεις

Ο εθνικισμός, ο θρησκευτικός φανατισμός και οι φυλετικές διακρίσεις είναι φαινόμενα τα οποία δημιουργούν αφιλόξενο περιβάλλον για τους επενδυτές. Μπορεί ν' αποπροσανατολίσει την κυβέρνηση, να προκαλέσει την επιβολή περιορισμών από την κυβέρνηση στους ξένους επενδυτές, να περιορίσει τους ανθρώπινους πόρους ή να οδηγήσει σε πράξεις βίας.

#### 4. Αναδυόμενες Αγορές: Τραπεζικές και Συναλλαγματικές Κρίσεις

Για το μεγαλύτερο διάστημα των δυο τελευταίων αιώνων, οι χώρες που παρουσίαζαν ελλείψεις στην δημιουργία κεφαλαίου από το εσωτερικό, απευθυνόταν στις ξένες επενδύσεις για να δώσουν ώθηση στην ανάπτυξη τους. Οι ξένες επενδύσεις πήραν αρχικά τη μορφή τραπεζικών δανείων, εταιρικών ομολόγων και μετοχών και άμεσων επενδύσεων. Τον 19<sup>ο</sup> αιώνα, το μεγαλύτερο μέρος των ξένων επενδύσεων κατευθύνθηκε στην Μ. Βρετανία, τη Γερμανία και τη Γαλλία και τις τότε αναπτυσσόμενες αγορές των ΗΠΑ και της Λατινικής Αμερικής. Στον 20<sup>ο</sup> αιώνα οι ΗΠΑ έγιναν μια από τις μεγαλύτερες χώρες εξαγωγής κεφαλαίου που μαζί με τις μεγάλες ευρωπαϊκές οικονομικές δυνάμεις επένδυσαν στην ανάπτυξη των χωρών της Αμερικής και της Ασίας.

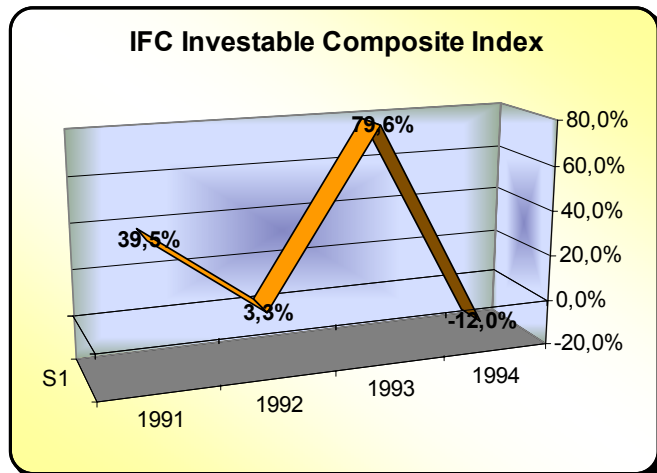
Οι επενδύσεις έγιναν κατά κύματα. Περιόδους συγκρατημένης αισιοδοξίας που προσέλκυσαν επενδύσεις με σχετικά υψηλές αποδόσεις διαδέχθηκαν περίοδοι παράλογης έξαρσης όπου ορισμένοι αναζητούσαν τα φαινομενικά εύκολα κέρδη, με αποτέλεσμα την υπερσυγκέντρωση επενδυτικών πόρων, την κατακόρυφη πτώση των αποδόσεων και την εκροή κεφαλαίων. Με την πάροδο του χρόνου τα φαινόμενα αυτά παρουσιάζονται με κυκλική επανάληψη.

Κατά τον 20<sup>ο</sup> αιώνα παρατηρούνται δυο μεγάλα κύματα αθέτησης δανείων στις αναδυόμενες αγορές. Την δεκαετία του 1930, ένας μεγάλος αριθμός ομολόγων που εκδόθηκαν από κυβερνήσεις της Λατινικής Αμερικής χρεοκόπησαν. Επίσης, την δεκαετία του 1980 πολλές αναπτυσσόμενες χώρες προχώρησαν στην μαζική αναπροσαρμογή τραπεζικών δανείων που κράτησε μέχρι και τις

αρχές της δεκαετίας του 1990, όπου τα debt-for-bond swaps εξάλειψαν τα περισσότερα χρέη τραπεζικών δανείων.

Την δεκαετία του 1990, μετά από σημαντικές αλλαγές στην οικονομική πολιτική των αναπτυσσόμενων χωρών που ενθάρρυνε την δημιουργία ελεύθερων εσωτερικών αγορών, παρουσιάστηκε νέο κύμα επενδύσεων. Οι μεταβολές αυτές συνέθεσαν ένα νέο μοντέλο οικονομικής ανάπτυξης το οποίο έχει μείνει αμυδρά γνωστό ως το Σύμφωνο της Ουάσινγκτον (Washington Consensus). Στην συγκεκριμένη περίπτωση, το κύμα των επενδύσεων συνοδεύτηκε από διόγκωση των ιδιωτικοποιήσεων μέσω της διάθεσης μεγάλων πακέτων μετοχών, τα οποία εξαγόρασαν πολυεθνικές εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης.

Μεταξύ του 1991 και του 1994, δεν άνθισαν μόνο οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου στις αναδυόμενες αγορές, αλλά ενθαρρυνόμενες από τις νέες πολιτικές της ελεύθερης αγοράς αυξήθηκαν και οι άμεσες ξένες επενδύσεις. Όμως, η κατάρρευση του



Μεξικάνικου πέσο, στα τέλη του 1994 και στις αρχές του 1995 ανέτρεψε το κλίμα ευφορίας που είχε δημιουργηθεί. Τόσο ο δείκτης IFC Investable Composite Index για τις αναδυόμενες αγορές όσο και χρηματιστηριακές αγορές όπως της Τουρκίας (-57%), του Μεξικό (-56%), της Κίνας (-54%), της Πολωνίας (-50%) και του Χονγκ Κονγκ (-41%) έπεσαν δραματικά.

Όπως απεδείχθη στη συνέχεια, μεγάλοι ξένοι θεσμικοί επενδυτές, και συγκεκριμένα οι διαχειριστές εξειδικευμένων κεφαλαίων ανά χώρα

(country fund managers), αιφνιδιαστήκαν όταν ανακάλυψαν την ύπαρξη πολιτικά κατευθυνόμενων αναφορών και πρακτικών που είχαν ως στόχο τον αποπροσανατολισμό του επενδυτικού κοινού, με αποτέλεσμα να ρευστοποιήσουν τις θέσεις τους και ν' αποχωρήσουν. Αυτοί οι επενδυτές είχαν εισρεύσει στις αναδυόμενες αγορές ανά τον κόσμο και σχεδόν ταυτόχρονα άρχισαν να χάνουν την εμπιστοσύνη τους στις συγκεκριμένες αγορές. Οι μεριδιούχοι των αμοιβαίων κεφαλαίων απαίτησαν εξαγορά των μεριδίων τους, καθώς οι ρευστοποιήσεις ήταν απαραίτητες για την διατήρηση του portfolio balancing. Οι αγορές αυτές είχαν προτιμηθεί, καθώς σύμφωνα με τη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου προσέφεραν ευκαιρίες επένδυσης με χαμηλή συσχέτιση. Στην πορεία όμως κατέληξαν να έχουν μεγάλο βαθμό συσχέτισης επειδή οι επενδυτές ήταν οι ίδιοι: οι μεγάλοι και αρκετά ευμετάβλητοι ως προς τις απόψεις τους διαχειριστές κεφαλαίων (fund managers).

Λίγο μετά την μεξικανική κρίση, εμφανίστηκαν σημάδια μεταστροφής των επενδυτικών τάσεων στις αναδυόμενες αγορές. Οι επενδύσεις σε μετοχικά χαρτοφυλάκια αντικαταστάθηκαν από τοποθετήσεις τραπεζών και επενδυτών στην αγορά ομολόγων. Η ανανέωση του ενδιαφέροντος για επένδυση στις αναδυόμενες αγορές δεν περιορίστηκε μόνο στα ομόλογα. Ενδεικτικό του ενδιαφέροντος αυτού, είναι το γεγονός ότι το 1996, τα κοινοπρακτικά δάνεια των εμπορικών τραπεζών προς χώρες της Λατινικής Αμερικής ξεπέρασαν τα \$250δισ, καταγράφοντας αλματώδη αύξηση της τάξεως του 50% σε σχέση με το προηγούμενο έτος.

Το 1997 οι αναδυόμενες αγορές δέχθηκαν ένα ακόμη ισχυρό πλήγμα. Η συναλλαγματική κρίση που εκδηλώθηκε στην Ταϊλάνδη εξαπλώθηκε και σε άλλες Ασιατικές χώρες όπως η Ινδονησία, η Μαλαισία, οι Φιλιππίνες και η Κορέα. Η μια χώρα μετά την άλλη αντιμετώπισαν την εκροή επενδύσεων χαρτοφυλακίου από τις



τοπικές αγορές και μαζί με την δραστική μείωση των εκδόσεων νέων ομολόγων και την απόσυρση των τραπεζικών δανείων, οδηγήθηκαν σε ολοκληρωμένες συναλλαγματικές κρίσεις και επιβολή περιορισμών που εμπόδισαν τον επαναπατρισμό των κεφαλαίων των ξένων επενδυτών. Σε αρκετές περιπτώσεις, οι δανειζόμενοι είχαν ανοιχτές θέσεις από δανεισμό σε ξένα νομίσματα, χωρίς να έχουν κάνει αντιστάθμιση κινδύνου, με αποτέλεσμα μετά την υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος να δυσκολεύονται ν' ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την μαζική χρεοκοπία επιχειρήσεων και την εκδήλωση μεγάλων τραπεζικών κρίσεων.

Η κατάσταση επιδεινώθηκε το 1998 με την αδυναμία της Ρωσίας να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της από τον εξωτερικό δανεισμό, την επιδείνωση των οικονομικών συνθηκών στην Βραζιλία και την χρεοκοπία του διεθνούς hedge fund LTCM (Long Term Capital Management). Αυτή η αλληλουχία γεγονότων σχεδόν αμέσως οδήγησε στην παρέμβαση της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ για την σωτηρία της LTCM, με στόχο την αποτροπή μιας διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης.

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF-International Monetary Fund) κατέβαλε μαζικές και αρκετές φορές αμφιλεγόμενες προσπάθειες οικονομικής σταθεροποίησης σε διάφορες χώρες, οι οποίες συνοδεύτηκαν από προγράμματα διαρθρωτικών αλλαγών που παρουσίαζαν άνιση μεταχείριση και πολιτική δυσκολία υλοποίησης. Σε αρκετά από τα διαρθρωτικά προγράμματα, τα αποτελέσματα ήρθαν γρήγορα ενώ σε άλλα το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο δέχθηκε κριτική είτε για τα υπερβολικά αυστηρά μέτρα που επέβαλε είτε για την επιμονή του να ενισχύει χώρες που ακολουθούσαν ανορθόδοξες οικονομικές πολιτικές. Γενικά το IMF δέχθηκε έντονη κριτική για τα μέτρα που εφάρμοσε προκειμένου να αποτρέψει μελλοντικές κρίσεις, καθώς δημιουργούσε ένα προστατευτικό δίκτυο για χώρες,

δανειζόμενους, επενδυτές δίνοντας τους ουσιαστικά μια δεύτερη ευκαιρία π.χ. προχωρώντας σε αναθεώρηση των όρων δανεισμού.

Οι κεφαλαιακές ροές προς τις αναδυόμενες αγορές ανέκαμψαν την περίοδο 1999-2001, αλλά η ανάκαμψη αυτή ήταν σχετικά αδύναμη και επηρεάστηκε από την φούσκα της νέας τεχνολογίας, την οικονομική ύφεση που ακολούθησε σε ΗΠΑ και Ευρώπη και την συνεχιζόμενη οικονομική αστάθεια της Ιαπωνίας. Όλα αυτά τα προβλήματα διαχύθηκαν μέσω του διεθνούς εμπορίου (μείωση των τιμών και του όγκου των εξαγωγών) και της συμπεριφοράς των επενδυτών σε ολόκληρο τον κόσμο. Στα παραπάνω προστέθηκε η κρίση εξωτερικού χρέους στο Εκουαδόρ το 2000, η μαζική χρηματοοικονομική κρίση, οι πολλαπλές χρεοκοπίες, η αναδιάρθρωση του χρέους στην Αργεντινή το 2001 και 2002 και οι κρίσεις στην Βραζιλία και την Τουρκία το 2002.

Οι παραπάνω αναφορές μας βοηθούν να κατανοήσουμε ότι διαχρονικά οι κύκλοι δανεισμού και επένδυσης στις αναδυόμενες αγορές δεν επηρεάζονται από τις πολιτικές, κοινωνικές και οικονομικές συνθήκες στις αγορές αυτές αλλά και από τους ίδιους τους διεθνείς επενδυτές. Οι διαχειριστές ανταγωνίζονται μεταξύ τους για να προσελκύσουν και να διατηρήσουν υπό την διαχείρισή τους κεφάλαια, πραγματοποιώντας σημαντικές αποδόσεις. Ανταγωνίζονται με χιλιάδες διαχειριστές κεφαλαίων (fund managers) ν' αυξήσουν τις αποδόσεις διατηρώντας τον κίνδυνο σταθερό και επιλέγοντας διαφορετικά είδη επενδύσεων. Οι αναδυόμενες αγορές παρουσιάζουν επενδυτικές ευκαιρίες με υψηλό κίνδυνο και απόδοση που σε ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο αυξάνουν τις συνολικές αποδόσεις. Όμως οι κρίσεις που κατά καιρούς έχουν πλήξει τις αναδυόμενες αγορές έχουν δημιουργήσει σκεπτικισμό στους fund managers και έχουν κάνει την επιλογή τους λιγότερο συχνή.

Όπως έχει παρατηρηθεί, οι διεθνείς επενδυτές κινούνται κατά "αγέλες". Με δεδομένη την πίεση που τους ασκείται να πραγματοποιήσουν μεγαλύτερες αποδόσεις από αυτές των δεικτών της αγοράς, αναγκάζονται να επιλέξουν την επένδυση σε περιουσιακά στοιχεία που έστω και πρόσκαιρα υπόσχονται υψηλές αποδόσεις. Όσο αυξάνεται η επιλογή των συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων τόσο αυξάνεται η τιμή τους με αποτέλεσμα να περιορίζονται οι αποδόσεις που προσφέρουν. Στη συνέχεια και ενώ περιορίζονται οι αποδόσεις, οι επενδυτές αποσύρονται μαζικά αναζητώντας περιουσιακά στοιχεία με υψηλότερες αποδόσεις. Αυτή η συμπεριφορά χαρακτηρίζει τους θεσμικούς επενδυτές που διατηρούν μεγάλα μερίδια αγοράς.

Οι παράγοντες που συμβάλλουν στην δημιουργία αρνητικού κλίματος στις αναδυόμενες αγορές είναι δύο. Πρώτον, το τεράστιο μέγεθος κεφαλαίων που διαχειρίζονται οι θεσμικοί επενδυτές σε σχέση με την κεφαλαιοποίηση των αναδυόμενων αγορών. Η εμφάνιση ξαφνικού ενδιαφέροντος των θεσμικών για τοποθέτηση π.χ. στην Χιλή, δημιουργεί πολύ μεγάλη εισροή κεφαλαίων στις σχετικά μικρές αγορές των χωρών αυτών. Αντίστοιχα η απώλεια του ενδιαφέροντος των θεσμικών δημιουργεί μεγάλη εκροή κεφαλαίων και κατάρρευση της συγκεκριμένης αγοράς. Δεύτερον, η "αγέλη" των θεσμικών επενδυτών έχει την τάση να αναζητά νέες αγορές αντί να επανατοποθετείται σε αγορές που έχει επιλέξει κατά το παρελθόν. Όταν αποσυρθούν από την αγορά οι θεσμικοί είναι αρκετά δύσκολο για τις αναδυόμενες αγορές να προσελκύσουν εκ νέου το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού.

## 5. Πηγές πληροφόρησης

Η ποιότητα της ανάλυσης του κινδύνου επικρατείας εξαρτάται από την ποιότητα της υποκείμενης πληροφόρησης. Αυτό είναι το κλειδί για την εύρυθμη λειτουργία του μηχανισμού λήψης αποφάσεων και οδηγεί είτε στην σωστή αποτίμηση του κινδύνου είτε στην ανεπανόρθωτη έκθεση στον κίνδυνο. Η σημασία της πληροφόρησης καταδεικνύεται και από τη δήλωση του επικεφαλής οικονομικού αναλυτή της Mobil: "Η βασική μας προτεραιότητα είναι να έχουμε διαθέσιμες τις κατάλληλες πηγές πληροφόρησης".

Καθώς η παγκοσμιοποίηση των οικονομικών συναλλαγών και η ύπαρξη του φαινομένου της χρηματοοικονομικής μόλυνσεως καθιστά τις οικονομικές κρίσεις πιο επιβλαβείς απ' ό,τι στο παρελθόν, η έγκυρη και κυρίως έγκαιρη πληροφόρηση αποκτά ιδιαίζουσα σημασία για την αποτίμηση του κινδύνου επικρατείας. Ο Robert Dunn (2001) αναφέρει: *"Η συμπεριφορά κοπαδιού που χαρακτηρίζει τους πιστωτές και τους επενδυτές στην απόσυρση κεφαλαίων από τις αναπτυσσόμενες χώρες, μετά από την εμφάνιση κάποιου προβλήματος, βασίζεται σε κάποιο βαθμό στο γεγονός ότι οι μεγάλες τράπεζες είχαν έλλειψη επαρκούς γνώσης και αξιόπιστης πληροφόρησης σχετικά με τις οικονομικές και πολιτικές συνθήκες των χωρών αυτών. Η λειτουργία τους με περιορισμένη πληροφόρηση και γνώση αποτέλεσε την πρώτη προβληματική ένδειξη"*.

Ο πιστωτικός κίνδυνος και ο κίνδυνος ρευστότητας σχεδόν πάντα έχουν αντίκτυπο στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και εκφράζονται ως αδυναμία εξυπηρέτησης του χρέους για χώρες με υπερβολικό δανεισμό. Η σωστή αξιολόγηση των παραπάνω κινδύνων προϋποθέτει την επαρκή κατανόηση των πλευρών της προσφοράς και της ζήτησης των διεθνών πιστωτικών αγορών. Οι πηγές πληροφόρησης διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες: τους μεγάλους

διεθνείς οργανισμούς, τις κοινές προσπάθειές τους για παροχή συγκεντρωτικών στοιχείων και τις ιδιωτικές πηγές πληροφόρησης

### **5.1. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (*International Monetary Fund-IMF*)**

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) παίζει σημαντικό ρόλο στην διαθεσιμότητα δεδομένων για τον κίνδυνο επικρατείας. Το ΔΝΤ συλλέγει από κάθε χώρα μέλος του, αναλυτικές καταστάσεις για τους εθνικούς λογαριασμούς, συμπεριλαμβανομένων λεπτομερειών για τις κεφαλαιακές ροές που σχετίζονται με την μέτρηση των μεταβολών στο εξωτερικό χρέος. Οι χώρες μέλη υποβάλουν τα στοιχεία αυτά στο ΔΝΤ τουλάχιστον μια φορά το χρόνο αλλά και σε τριμηνιαία και μηνιαία βάση. Τα στοιχεία που συλλέγει το ΔΝΤ δημοσιεύονται κάθε μήνα στην έκδοση *International Financial Statistics (IFS)*, συνδυάζοντας πληροφορίες για το ισοζύγιο πληρωμών κάθε χώρας από τα 183 μέλη του.

Η κρίση των αναδυόμενων αγορών την περίοδο 1997-98, ανέδειξε τις αδυναμίες του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι επενδυτές δεν μπορούσαν να αποτιμήσουν αποτελεσματικά τον κίνδυνο των επενδύσεων που αναλάμβαναν και οι ελεγκτικοί οργανισμοί αδυνατούσαν να επιβλέψουν την ρευστότητα σε διεθνές και εθνικό επίπεδο. Η ασιατική κρίση κατέστησε αναγκαία την συνεργασία και την ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των διεθνών οργανισμών. Ενδεικτικό του προβλήματος είναι το γεγονός ότι τον Ιούλιο του 1997 με την απότομη υποτίμηση του ταϊλανδέζικου baht, η Παγκόσμια Τράπεζα είχε δημοσιεύσει στους Πίνακες Παγκόσμιου Χρέους (World Debt Tables) στοιχεία για το εξωτερικό χρέος μέχρι τα τέλη του 1995, ενώ η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών είχε διαθέσιμα στοιχεία για τις υποχρεώσεις προς τους διεθνείς

χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς μόνο μέχρι τα τέλη του 1996. Οι αναλυτές κινδύνου είχαν πολύ περιορισμένη εικόνα για την επιδεινούμενη κατάσταση των Ασιατικών χωρών.

Το IMF, επιχειρώντας να δώσει λύση στα προβλήματα αυτά, ξεκίνησε μια προσπάθεια σε τρεις άξονες σε ότι αφορά την παροχή πληροφόρησης για οικονομικά και χρηματοοικονομικά δεδομένα: την επικαιροποίηση, την ποιότητα και την τυποποίηση. Καθιέρωσε δύο ειδών τυποποιήσεις: την **General Data Dissemination System (GDSS)** η οποία εφαρμόζεται από όλες τις χώρες μέλη και την πιο απαιτητική **Special Standard** για όσες χώρες έχουν ή επιθυμούν ν' αποκτήσουν πρόσβαση για την άντληση κεφαλαίων στις διεθνείς χρηματαγορές. Επιπλέον, όσες χώρες έχουν αποδεχθεί τη συστηματική δημοσίευση των εκθέσεων που συντάσσει η επιτροπή του Άρθρου 4 του ΔΝΤ ("Article IV" missions), τυγχάνουν εγκωμίων και ιδιαίτερης μεταχείρισης από τον οργανισμό αλλά και τους επενδυτές.

Η έκδοση International Financial Statistics, πέρα από τα στοιχεία για το ισοζύγιο πληρωμών και τις πληρωμές για το εξωτερικό χρέος, περιλαμβάνει και κάποιου είδους ισολογισμό της κεντρικής τράπεζας κάθε χώρας, δίνοντας την δυνατότητα εξαγωγής συμπερασμάτων για την δημοσιονομική και οικονομική της πολιτική. Επιτρέπει στους επενδυτές να διαπιστώσουν κατά πόσο οι κυβερνήσεις των χωρών που εξετάζονται διαθέτουν την πολιτική βούληση και ικανότητα να προσαρμόσουν τις μακροοικονομικές συνθήκες έτσι ώστε να δημιουργήσουν το απαραίτητο υπόβαθρο για βιώσιμη ανάπτυξη. Αυτό γίνεται αντιληπτό π.χ. από την ανάγκη χρηματοδότησης του δανεισμού του δημόσιου τομέα.

## 5.2. Η Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank-WB)

Σε αντίθεση με το ΔΝΤ που εστιάζει την προσοχή του στη “δανειακές ροές” (debt flows), η Παγκόσμια Τράπεζα εξετάζει το συνολικό χρέος (debt stock). Ως κορυφαίος πιστωτής, η Παγκόσμια Τράπεζα διατηρεί πλήρες αρχείο με το εξωτερικό χρέος των χωρών μελών της. Το πρόγραμμα καταγραφής του εξωτερικού χρέους των μελών της Παγκόσμιας Τράπεζας ξεκίνησε το 1951 και βασικός του στόχος είναι η επίβλεψη του μακροπρόθεσμου δημόσιου ή με την εγγύηση του δημοσίου, δανεισμού. Το 1970, το πρόγραμμα επεκτάθηκε και κάλυψε και τον ιδιωτικό, χωρίς την εγγύηση του δημοσίου, μακροπρόθεσμο δανεισμό. Τα στοιχεία που διαθέτει η Παγκόσμια Τράπεζα προέρχονται από διασταύρωση των αναφορών που καταθέτουν οι χώρες μέλη με τις αναφορές των ειδικών αποστολών της Παγκόσμιας Τράπεζας που τις επισκέπτονται και τα στοιχεία άλλων διεθνών οργανισμών. Τα δεδομένα για το χρέος, είτε αθροιστικά για όλο τον κόσμο είτε για κάθε χώρα ξεχωριστά, δημοσιεύονται στην ετήσια έκθεση *World Debt Tables*, που σήμερα αναφέρεται ως *Global Development Finance*.

Τα στατιστικά στοιχεία που παρέχει η Παγκόσμια Τράπεζα αποτελούν ανάλυση του μακροπρόθεσμου δανεισμού σε πιστωτές (επίσημους διμερείς ή πολυμερείς οργανισμούς, τράπεζες, ομόλογα και ιδιωτικές επιχειρήσεις) αλλά και δανειζόμενους (δημόσιο τομέα, ιδιωτικό τομέα με την εγγύηση του δημοσίου, ιδιωτικό τομέα χωρίς την εγγύηση του δημοσίου). Οι πίνακες της WB δημοσιεύονται με μια χρονική υστέρηση 18 μηνών. Συνεπώς τα στοιχεία αυτά είναι κατάλληλα για ακαδημαϊκή χρήση και ex-post ανάλυση και όχι για αποτίμηση κινδύνου για επενδυτικούς σκοπούς.

Πέρα από τα δεδομένα για το δανεισμό, η WB δημοσιεύει επίσης μακροοικονομικά και άλλα στοιχεία για την δομή των οικονομιών

των χωρών μελών. Το *Little Data Book* είναι μια ετήσια έκδοση της WB με χρήσιμες πληροφορίες για οικονομικά, κοινωνικά και χρηματοοικονομικά στοιχεία για περισσότερες από εκατό αναπτυσσόμενες χώρες. Ουσιαστικά αποτελεί μια έκδοση τσέπης του *World Development Report* που απευθύνεται σε οικονομολόγους και αναλυτές κινδύνου.

### **5.3. Η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Bank of International Settlements-BIS)**

Η BIS είναι μια σημαντική πηγή συγκεντρωτικών δεδομένων για εξωτερικές υποχρεώσεις και περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών. Η BIS, που εδρεύει στη Βασιλεία, παρέχει στοιχεία δανειακών ροών και συνολικού χρέους που συλλέγονται από διάφορους επίσημους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς σχετικά με το ενεργητικό και τις υποχρεώσεις των εμπορικών τραπεζών. Ακόμη, συγκεντρώνει στοιχεία για την διεθνή αγορά ομολόγων, την προσφορά χρήματος και συγκεκριμένα παράγωγα χρηματοοικονομικά εργαλεία. Το μεγαλύτερο μέρος από τις πληροφορίες αυτές δημοσιεύονται στα *BIS Quarterly Reports on International Banking and Financial Markets Developments*.

Η παροχή των συγκεκριμένων πληροφοριών από την BIS ξεκίνησε το 1964 με βασικό σκοπό την επίβλεψη της εξέλιξης των συναλλαγματικών αγορών της Ευρώπης. Όμως τα συγκεντρωτικά στοιχεία για τον διεθνή τραπεζικό τομέα ξεκίνησαν να διατίθενται με την εκδήλωση της κρίσης χρέους του Μεξικό το 1983, με στόχο την παρακολούθηση της έκθεσης των διεθνών τραπεζών στις αναπτυσσόμενες αγορές. Τα δεδομένα καλύπτουν όλα τα δάνεια που έχουν χορηγηθεί από τράπεζες σε διεθνές επίπεδο. Ακόμη τα στοιχεία περιλαμβάνουν ανάλυση των πιστώσεων με βάση τη



χρονική λήξη και τον τομέα στον οποίο έχουν χορηγηθεί. Προέρχονται από τις ενοποιημένες καταστάσεις των τραπεζών και συμπληρώνονται από συνεργαζόμενες τράπεζες της BIS στις χώρες αναφοράς. Η πληροφόρηση είναι διαθέσιμη σε τριμηνιαία βάση από τον Μάρτιο του 2000 και παρουσιάζουν εξαμηνιαία χρονική υστέρηση. Οι χώρες αναφοράς είναι 28.

Τα στοιχεία της BIS είναι τα μοναδικά επικαιροποιημένα (updated) στοιχεία για τις διασυνοριακές απαιτήσεις των διεθνών τραπεζών. Η ανάλυση ανά τομέα και λήξη, πρόσφατα επεκτάθηκε και κάλυψε και την σύνθεση των κεφαλαιακών ροών από τον ιδιωτικό τομέα. Έτσι δίνεται η δυνατότητα στους αναλυτές κινδύνου να παρακολουθήσουν τις εκροές και τις εισροές των τραπεζικών πιστώσεων για καθεμιά από τις μεγάλες χώρες-πιστωτές.

#### **5.4. ΟΟΣΑ (OECD)**

Ο Οργανισμός για την Οικονομική Συνεργασία και την Ανάπτυξη (OECD) παρέχει στατιστικά στοιχεία δανειακών ροών και συνολικού χρέους τα οποία συγκεντρώνει τόσο από την Επιτροπή Αναπτυξιακής Βοήθειας (Development Assistance Committee-DAC) όσο και από πηγές της αγοράς. Στα δεδομένα συμπεριλαμβάνεται και πληροφόρηση που προέρχεται από τις ίδιες τις δανειζόμενες χώρες. Οι 19 χώρες μέλη της DAC, διοχετεύουν τα δεδομένα συγκεντρώνουν τόσο για την επίσημη αναπτυξιακή βοήθεια (Official Development Assistance-ODA) όσο για τις επίσημα εγγυημένες ιδιωτικές πιστώσεις εξαγωγών. Στην διαδικασία διενέργειας προβλέψεων, ο ΟΟΣΑ πραγματοποιεί διασταύρωση των δεδομένων που συγκεντρώνει από εξωτερικές πηγές με τα στοιχεία που προέρχονται από την δική της βάση.

Το πρώτο βήμα στην εκτίμηση των δεδομένων και τη διασταύρωση των στοιχείων δανεισμού για κάθε δανειζόμενη χώρα, είναι η ενσωμάτωση των στοιχείων της BIS για τα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών στο εξωτερικό στα στοιχεία του ΟΟΣΑ για επίσημα υποστηριζόμενες εξαγωγικές πιστώσεις από φορείς ασφάλισης όπως ο ECDG, ο Hermes, η Coface και τα υποκαταστήματα της αμερικανικής Exim Bank στη Μ.Βρετανία, τη Γερμανία, τη Γαλλία, τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία αντίστοιχα.

Αρχής γενομένης από τις εξαμηνιαίες αναφορές που προετοιμάζονται από κοινού από την BIS και τον ΟΟΣΑ σχετικά με τις απαιτήσεις των τραπεζικών και μη τραπεζικών πιστωτών, οι συγκεντρωτικοί πίνακες της έκδοσης του ΟΟΣΑ *External Debt Statistics*, παρέχουν για κάθε δανειζόμενο σαφή και συγκρίσιμη εικόνα της δανειακής του επιβάρυνσης. Οι πίνακες αναλύονται ανά είδος δανεισμού και περιλαμβάνουν και τις τοκοχρεολυτικές δόσεις για το μακροπρόθεσμο χρέος.

Στο δεύτερο βήμα, γίνεται προσπάθεια αποφυγής διπλού υπολογισμού κατά τον συνδυασμό των στοιχείων της BIS και του ΟΟΣΑ. Για παράδειγμα μπορεί οι πιστώσεις που αναφέρονται στον ΟΟΣΑ ν' αποτελούν ταυτόχρονα περιουσιακό στοιχείο τραπεζών. Στην διασταύρωση των στοιχείων χρησιμοποιούνται επίσης και τα δεδομένα από το σύστημα αναφοράς πιστωτών (creditor reporting system) της Παγκόσμιας Τράπεζας.

Έτσι ο ΟΟΣΑ παρέχει μια ολοκληρωμένη εικόνα για τις εξωτερικές υποχρεώσεις μιας χώρας προς διεθνείς οργανισμούς, χώρες-πιστωτές που δεν είναι μέλη του, ιδιωτικούς φορείς πιστώσεων εξαγωγών που δεν υποστηρίζονται από το δημόσιο και συγκεκριμένους ιδιώτες πιστωτές. Μολαταύτα, ο ΟΟΣΑ αναγνωρίζει την αδυναμία του να παρέχει πληροφορίες για πιστώσεις μεταξύ επιχειρήσεων και για

στρατιωτικό χρέος σε χώρες όπως η Συρία, η Ιορδανία, η Λιβύη και το Ιράκ.

### **5.5. Κοινές Προσπάθειες Συγκέντρωσης Στοιχείων**

Ο αριθμός και η ένταση των κρίσεων των αναδυόμενων αγορών κατά τη διάρκεια των δεκαετιών του '80 και του '90, επικύρωσαν την ανάγκη για έγκυρη και έγκαιρη πληροφόρηση σε ότι αφορά το ισοζύγιο πληρωμών και το χρέος. Ακόμη οι μεγάλες κρίσεις χρέους κατέστησαν απαραίτητη την συνεργασία μεγάλων οργανισμών όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η Παγκόσμια Τράπεζα, η Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών και ο ΟΟΣΑ. Οι τέσσερις οργανισμοί, σε συνεργασία με το Berne Union δημιούργησαν την Διεθνή Ομάδα Εργασίας για τα Στατιστικά του Εξωτερικού Χρέους (**International Working Group on External Debt Statistics**) το 1984, στην οποία τέθηκε επικεφαλής το ΔΝΤ.

### **5.6. Ιδιωτικές Πηγές Πληροφόρησης**

#### **5.6.1. Institute of International Finance (IIF)**

Το IIF εκπροσωπεί των ιδιωτικό τραπεζικό τομέα παγκοσμίως. Η ανάγκη για διαφάνεια των μακροοικονομικών δεδομένων έγινε ευρέως αντιληπτή μετά την μεξικανική κρίση το 1995 (Mexican "Tequila" crisis). Το συγκεκριμένο πρόβλημα έγινε εντονότερο το 1997 με την Ασιατική κρίση. Μετά την Ασιατική κρίση, το IIF άσκησε πιέσεις στις κυβερνήσεις να παρέχουν καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με τις κεφαλαιακές ροές, τις τραπεζικές καταθέσεις, την διακράτηση μετοχών, παραγώγων και αποθεμάτων. Σε σχετική του αναφορά το IIF δήλωσε: *"Όσοι επενδύουν στις αναδυόμενες αγορές θα πρέπει να έχουν έγκαιρη και πιο ουσιώδη πληροφόρηση για τα οικονομικά δεδομένα προκειμένου να μπορέσουν να αποτιμήσουν τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν"*.

Το IIF, που εδρεύει στην Ουάσινγκτον, παρέχει στις τράπεζες-μέλη του τρία είδη πληροφορίας:

- ✦ Δεδομένα για κάθε χώρα ξεχωριστά, με την προστιθέμενη αξία τους να εναπόκειται στον διεξοδικό συνδυασμό των στοιχείων για το ισοζύγιο πληρωμών και τις δαπάνες εξυπηρέτησης χρέους
- ✦ Παγκόσμιες έρευνες για τις κεφαλαιακές ροές προς τις αναδυόμενες αγορές
- ✦ Αναφορές για την δομή και το θεσμικό πλαίσιο του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος.

### **5.6.2. Διεθνείς Οίκοι αξιολόγησης και Πληροφόρηση για τον Κίνδυνο Επικρατείας**

Οι διεθνείς οίκοι αξιολόγησης και οι αναλυτές δεν παρέχουν πληροφορίες μόνο για την αποτίμηση του κινδύνου επικρατείας αλλά και αξιολογήσεις της πιστοληπτικής ικανότητας σε πραγματικό χρόνο μέσω του διαδικτύου. Οι αξιολογήσεις του κινδύνου επικρατείας έχουν ως στόχο την ποσοτική εκτίμηση της δυνατότητας και της επιθυμίας μιας κυβέρνησης να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις του εξωτερικού της δανεισμού. Έτσι μια αξιολόγηση αποτελεί μια πρόβλεψη για την πιθανότητα χρεοκοπίας και βασίζεται σε ένα μεγάλο αριθμό οικονομικών και κοινωνικών παραμέτρων. Η αξιολόγηση είναι τόσο ποιοτική όσο και ποσοτική έστω και αν το τελικό αποτέλεσμα της είναι ένας βαθμός ή μια κατάταξη.

Η **Standard & Poor's** αποτελεί κύρια πηγή εβδομαδιαίων sovereign ratings για τοπικό και διεθνές χρέος σε ξένο νόμισμα, τόσο για βραχυπρόθεσμο όσο και μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Το πλαίσιο της ανάλυσης περιλαμβάνει δέκα βαθμίδες που

διαμορφώνονται βάσει του οικονομικού και πολιτικού κινδύνου. Οι έρευνες της S & P's συνοδεύονται από γλωσσάριο χρηματοοικονομικών όρων, καθώς και δείκτες ρευστότητας και χρέους με προβλέψεις για περιορισμένο αριθμό αναπτυσσόμενων χωρών. Αντίστοιχες υπηρεσίες παρέχουν η **Moody's** και η **Fitch**.

### 5.6.3. Εμπορικές Τράπεζες

Η ποιότητα της έρευνας που πραγματοποιούν οι ίδιες οι τράπεζες εξαρτάται με το εύρος της έκθεσής στην διεθνή αγορά και την παρουσία τους σε κάθε χώρα. Η έρευνα δεν πραγματοποιείται μόνο από ποσοτικά στοιχεία αλλά και από ένα ευέλικτο δίκτυο επαφών στο τοπικό ιδιωτικό και δημόσιο επίπεδο. Μετά την μεξικάνικη και την ασιατική κρίση, αρκετές τράπεζες προχώρησαν στην συρρίκνωση του προσωπικού των τμημάτων αποτίμησης κινδύνου.

Σύμφωνα με το Global Finance (Μάιος 2002), η πιο αξιόλογη πληροφόρηση σε επίπεδο εμπορικών τραπεζών προέρχεται από την Citibank που διαθέτει παρουσία σε πάνω από 80 χώρες τις οποίες η ίδια χαρακτηρίζει αναπτυσσόμενες. Στον πίνακα που ακολουθεί εμφανίζεται η κατάταξη των εμπορικών τραπεζών ανάλογα με την περιοχή εξειδίκευσής της, έτσι όπως προκύπτει από την έρευνα του Global Finance.

Περιοχή	Τράπεζα
Λατινική Αμερική	BBVA
Κεντρική & Νοτιοανατολική Ευρώπη	RZB Group of Austria
Ασία	HSBC
Μέση Ανατολή/Αφρική	Citigroup

Σημαντική πληροφόρηση παρέχουν ακόμη επενδυτικές τράπεζες και οργανισμοί όπως το IFC (International Finance Corporation), η JP Morgan, η Morgan Stanley, η Barclay's, η ABN AMRO κ.α.

<b>Επενδυτική τράπεζα-οργανισμός</b>	<b>Πληροφόρηση-Δείκτης</b>
International Finance Corporation	<ul style="list-style-type: none"> <li>▲ Emerging Stock Market Factbook</li> <li>▲ Emerging Markets Database</li> </ul>
JP Morgan	Emerging Markets Bond Index (EMBI Global)
Morgan Stanley Capital International	MSCI's Standard /Index

## 6. Προστασία Έναντι του Κινδύνου Επικρατείας (Country Risk Mitigation)

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο παρατίθενται οι τρόποι και τα μέσα με τα οποία οι επενδυτές αλλά και οι πιστωτές μπορούν να προστατευτούν έναντι του πολιτικού κινδύνου. Μπορούν να χρησιμοποιήσουν ένα μεγάλο εύρος χρηματοοικονομικών και θεσμικών εργαλείων προκειμένου ν' αντιμετωπίσουν τον κίνδυνο επικρατείας και την διακύμανση των αποδόσεων.

Σύμφωνα με έρευνα που πραγματοποίησε το MIGA (Multilateral Investment Guarantee Agency) το 2001, οι επενδυτές προβληματίζονται περισσότερο για τον πολιτικό κίνδυνο σήμερα σε σχέση με την προηγούμενη δεκαετία. Σύμφωνα με το Ducroire (η Βελγική Υπηρεσία Εξαγωγικών Πιστώσεων), το 90% των ζημιών στις υπερατλαντικές εξαγωγές οφείλεται στον κίνδυνο επικρατείας.

Ως αποτέλεσμα των αυξανόμενων κινδύνων στην όλο και πολυπλοκότερη παγκόσμια αγορά, οι επενδυτές αναζητούν μέσα να μετριάσουν την τρωτότητά τους. Αυτό μπορεί να προέλθει είτε από την εξασφάλιση ευνοϊκής μεταχείρισης από επίσημες διμερείς ή πολυμερείς εμπορικές συμφωνίες είτε από την ασφαλιστική κάλυψη που παρέχουν κυβερνητικοί οργανισμοί ή ιδιωτικές επιχειρήσεις.

### 6.1. Επίσημοι Φορείς Εγγύησης Κινδύνου

Ο προστατευτικός ρόλος των διεθνών χρηματοοικονομικών οργανισμών έναντι του κινδύνου επικρατείας πηγάζει από το καθεστώς προνομιακών πιστώσεων που χορηγούν. Με πολύ απλά λόγια οι υποχρεώσεις μιας χώρας σε οργανισμούς όπως η Παγκόσμια Τράπεζα κατατάσσονται σε προνομιακή θέση σε σχέση με δευτερεύουσες υποχρεώσεις. Αυτό είναι φυσιολογικό καθώς αν μια

χώρα δηλώσει στάση πληρωμών σ' ένα δάνειο που της έχει χορηγηθεί από την Παγκόσμια Τράπεζα, ταυτόχρονα θα δημιουργηθεί μια αλυσιδωτή αντίδραση που θ' αποκόψει την πρόσβαση της στις διεθνείς χρηματαγορές. Γι αυτό ουσιαστικά όλες οι κυβερνήσεις προσπαθούν να είναι συνεπείς στις υποχρεώσεις τους έναντι των διεθνών χρηματοοικονομικών οργανισμών. Στην περίπτωση που μια χώρα καταβάλει ειλικρινείς προσπάθειες να εξυπηρετήσει τα τρέχοντα δάνειά της ενώ αντιμετωπίζει σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας, οι διεθνείς οργανισμοί δείχνουν επιείκεια σε μια άρνηση πληρωμής. Κάπως έτσι χειρίστηκε την Αργεντινή το ΔΝΤ το 2002, προκειμένου να την σώσει από την χρεοκοπία.

### **6.1.1. Το πρόγραμμα συγχρηματοδότησης της Παγκόσμιας Τράπεζας**

Οι πολυμερείς επενδυτικές τράπεζες (Multilateral Investment Banks) παίζουν σημαντικό ρόλο στην αντιμετώπιση του κινδύνου επικρατείας. Πρώτον, παρέχουν εύληπτη πληροφόρηση σε ιδιώτες επενδυτές σχετικά με τους κινδύνους αλλά και τις ευκαιρίες που παρουσιάζουν οι αναδυόμενες αγορές. Δεύτερον, είναι η βασική πηγή χρηματοδότησης των ισοζυγίων τρεχουσών συναλλαγών και ελέγχου των προγραμμάτων διαρθρωτικών αλλαγών. Ο δανεισμός υπό όρους διασφαλίζει την εφαρμογή των μεταρρυθμιστικών προγραμμάτων και την διατήρηση ή την ανάκτηση της πρόσβασης στις διεθνείς χρηματαγορές. Τρίτον, πέρα από την άμεση χορήγηση δανείων, οι διεθνείς χρηματοοικονομικοί οργανισμοί παίζουν καταλυτικό ρόλο στην κινητοποίηση πηγών δανεισμού μέσω διαφόρων τεχνικών συγχρηματοδότησης με τη συμμετοχή εμπορικών τραπεζών ή άλλων πιστωτών.

Η συγχρηματοδότηση είναι ένα από τα βασικότερα μέσα προστασίας έναντι του κινδύνου επικρατείας, ιδιαίτερα όταν πρόκειται για επενδύσεις στον τομέα των υποδομών. Οι πιστωτές που συμμετέχουν



σε τέτοια προγράμματα έχουν πολλαπλά οφέλη, καθώς οι διεθνείς χρηματοοικονομικοί οργανισμοί αναλαμβάνουν την ανάλυση των επενδυτικών σχεδίων, την επίβλεψη της υλοποίησής τους και τη διαχείριση των δανείων μέχρι την πλήρη αποπληρωμή.

Παράλληλα με την εφαρμογή του σχεδίου Brady, η Παγκόσμια Τράπεζα ξεκίνησε το 1989 το πρόγραμμα ECO το οποίο είχε ως στόχο να βοηθήσει του δανειζόμενους να κερδίσουν ή να διευρύνουν την δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων από τις διεθνείς αγορές κεφαλαίου, ιδιαιτέρως μέσα από την ιδιωτική πρωτοβουλία και τις δημόσιες εγγραφές ομολόγων. Η τόνωση των πιστώσεων μέσω ενός προγράμματος ECO μπορεί να πάρει διάφορες μορφές, συμπεριλαμβανομένων των ακόλουθων:

- ❖ Εγγυήσεις εμπορικών δανείων κατά τα πρότυπα της χρηματοδότησης για επενδυτικά σχέδια που έχουν εγκριθεί από τραπεζα
- ❖ Εγγύηση για μεσο-μακροπρόθεσμες ομολογιακές εκδόσεις
- ❖ Contigent obligations όπως εκδόσεις ομολόγων με δικαίωμα τοποθέτησής τους στην τράπεζα υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις
- ❖ Υποστήριξη για χρηματοδότηση σχεδίων που αφορούν περιορισμένους πόρους.

### **6.1.2. Ο ρόλος του IFC (International Finance Corporation)**

Το IFC είναι μέλος της Παγκόσμιας Τράπεζας και έχει ως στόχο να δώσει ώθηση στις επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα στις αναδυόμενες αγορές. Αν και δεν παρέχει πιστώσεις προς τις κυβερνήσεις, το IFC συμμετέχει στην προώθηση των ιδιωτικών επενδύσεων. Από το 1956 που ιδρύθηκε έχει δεσμεύσει πάνω από \$31δισ ίδια κεφάλαια και έχει εξασφαλίσει κοινοπρακτικά δάνεια \$21δισ για πάνω από 2600

επιχειρήσεις σε 135 χώρες. Από την πρώτη του επένδυση το 1958, το IFC έχει συμβάλει στην πραγματοποίηση άμεσων ξένων επενδύσεων με πρακτικές όπως:

- ❖ από κοινού ανάληψη του κινδύνου με ιδιώτες επενδυτές μέσω συμμετοχής σε ένα μείγμα χρέους, μετοχών και λοιπών αξιογράφων.
- ❖ Ενεργώντας ως ένας από τους συνδιαχειριστές των επενδεδυμένων κεφαλαίων
- ❖ Συμβολή στην μείωση του κινδύνου του επενδυτικού σχεδίου και του πολιτικού κινδύνου μέσω της συμμετοχής του στο σχέδιο
- ❖ Παροχή πληροφόρησης για τις επενδυτικές ευκαιρίες και συμβουλευτικές υπηρεσίες σε ότι αφορά το νομικό και ρυθμιστικό πλαίσιο της επένδυσης.
- ❖ Δημιουργώντας ειδικά equity funds για συγκεκριμένες αναπτυσσόμενες χώρες
- ❖ Διευκολύνοντας τα βήματα της επένδυσης, από την μελέτη σκοπιμότητας μέχρι την υλοποίησή της.

Ο προστατευτικός ρόλος που παίζει το IFC έναντι του κινδύνου επικρατείας αφορά την διαχείριση και την προώθηση επενδυτικών κεφαλαίων στις αναδυόμενες αγορές. Στόχος του είναι να δώσει τη δυνατότητα στους διεθνείς επενδυτές να αξιοποιήσουν την προσεκτική διάγνωση των ευκαιριών και την επαγγελματική δομή και συμβουλή του. Τα βασικά είδη χρηματοδοτικών οχημάτων που συμβάλουν στην επίτευξη του στόχου της προστασίας έναντι του κινδύνου είναι τα ακόλουθα:

- ❖ Διεθνή portfolio equity funds, συμπεριλαμβανομένων index funds προκειμένου να κινητοποιήσει μεγάλο όγκο ιδιωτικών αποταμιεύσεων και να δώσει ώθηση στην ανάπτυξη των αναδυόμενων χρηματιστηριακών αγορών

- ❖ Ιδιωτικά equity funds σε επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο
- ❖ Venture capital για επένδυση σε μετοχές και για παροχή στήριξης σε νέες επιχειρήσεις
- ❖ Εγχώρια αμοιβαία κεφάλαια για να κινητοποιηθούν κεφάλαια από τους εγχώριους επενδυτές και να συμβάλουν στην ανάπτυξη των τοπικών χρηματιστηριακών αγορών
- ❖ Συνταξιοδοτικά ταμεία για την κινητοποίηση των ιδιωτικών εγχώριων αποταμιεύσεων

### **6.1.3. Ο ρόλος του MIGA (Multilateral Investment Guarantee Agency)**

Από την ίδρυσή του το 1988, ο στόχος του MIGA ήταν η διευκόλυνση της ροής των άμεσων ξένων επενδύσεων προς αναπτυσσόμενες και υπό μετάβαση οικονομίες, μετριάζοντας τις ανησυχίες των επενδυτών για τους μη εμπορικούς κινδύνους (non-commercial risks) συμπεριλαμβανομένων των ακόλουθων συγκεκριμένων ειδών κινδύνου:

- ❖ Μετατροπής σε εγχώριο νόμισμα
- ❖ Απαλλοτρίωση χωρίς την αντίστοιχη αποζημίωση
- ❖ Πόλεμος/εμφύλιες διαμάχες
- ❖ Αθέτηση συμβάσεων

Το MIGA παρέχει ασφάλιση για οποιαδήποτε νέα επένδυση που προέρχεται από χώρα μέλος του (σε σύνολο 157 χωρών-μελών το έτος 2002) προς οποιαδήποτε αναπτυσσόμενη χώρα. Τα είδη των ξένων επενδύσεων που μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο ασφαλιστικής κάλυψης από το MIGA είναι επενδύσεις σε μετοχές, δάνεια, εγγυήσεις δανείων, με την προϋπόθεση τα δάνεια να έχουν μέγιστη διάρκεια 3 χρόνια. Η επένδυση σε μετοχικό κεφάλαιο (equity

fund) καλύπτεται σε ποσοστό μέχρι 90%, σε δάνεια μέχρι 95%, με τις ασφαλιστικές καλύψεις να έχουν τυπική διάρκεια από 15 μέχρι 20 έτη. Το MIGA μπορεί να ασφαλίσει επενδύσεις μεγέθους μέχρι \$200εκ. Για μεγαλύτερες επενδύσεις αναλαμβάνει την ασφαλιστική κάλυψη μόνο ως μέλος κοινοπρακτικού σχήματος.

Το MIGA, από την ίδρυση του έχει παίξει διακριτό και συνεχώς εξελισσόμενο ρόλο ως multilateral insurer στην αγορά ασφάλισης έναντι του πολιτικού κινδύνου. Με το πρόγραμμα CUT (Cooperative Underwriting Program), το MIGA αναλαμβάνει να διεκδικήσει την ανάκτηση κεφαλαίων για λογαριασμό όλων των συμμετεχόντων σε μια επένδυση ή ένα δάνειο και στην συνέχεια μοιράζεται κατ' αναλογία τις ζημιές ή τα κέρδη από αυτή τη διαδικασία. Το CUT είναι ένα πρόγραμμα ασφάλισης έναντι του πολιτικού κινδύνου, στο οποίο το MIGA αποτελεί τον επικεφαλής για ιδιωτικές ασφαλιστικές εταιρείες που έχουν από κοινού ασφαλίσει το δάνειο ή την επένδυση.

Ως μέλος της Παγκόσμιας Τράπεζας, το MIGA αξιώνει καθεστώς "προνομιακού πιστωτή" ή διατηρεί το δικαίωμα της πρώτης πληρωμής στην περίπτωση που οι κυβερνήσεις των αναπτυσσόμενων χωρών αδυνατούν ή δεν επιθυμούν να εξυπηρετήσουν τις υποχρεώσεις που προκύπτουν από τον εξωτερικό τους δανεισμό. Το MIGA παίζει καταλυτικό ρόλο στην προαγωγή των άμεσων ξένων επενδύσεων καθώς η ασφαλιστική κάλυψη που παρέχει αποτελεί εφαλτήριο για τις ιδιωτικές κεφαλαιακές ροές. Από την έναρξη των δραστηριοτήτων του το MIGA έχει ασφαλίσει πάνω από 500 επενδυτικά σχέδια σε περίπου 80 χώρες και η συνολική αξία των ασφαλισμένων κεφαλαίων φτάνει τα \$10δισ.

## **6.2. Δημόσιοι και Ιδιωτικοί Φορείς Εγγύησης Κινδύνου**

Η Exim Bank και ο OPIC (Overseas Private Investment Corporation) είναι αμερικάνικοι κυβερνητικοί οργανισμοί. Ο OPIC είναι ένας

αυτοσυντηρούμενος αμερικάνικος κυβερνητικός οργανισμός που συνδυάζει τις δραστηριότητες δανεισμού ιδιωτικών επενδυτικών σχεδίων, όπως το IFC, και ασφάλισης έναντι του πολιτικού κινδύνου, όπως το MIGA. Λειτουργεί ως επιχείρηση του ευρύτερου αμερικανικού δημοσίου. Δεν είναι multilateral agency αλλά όλα τα δάνεια που εγγυήθηκε εξαιρέθηκαν από αναπροσαρμογές όρων, αποκτώντας κατά συνέπεια καθεστώς προνομιούχου πιστωτή.

Ο βασικός ρόλος του είναι να στηρίζει τις αμερικάνικες ιδιωτικές επενδύσεις στις αναπτυσσόμενες χώρες και τις αναδυόμενες οικονομίες, με εργαλεία όπως η μακροπρόθεσμη ασφάλιση έναντι του πολιτικού κινδύνου και η χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων με περιορισμένους πόρους. Οι πελάτες του OPIC είναι αποκλειστικά αμερικανικές επιχειρήσεις.

Ο OPIC υποστηρίζει επενδυτικά προγράμματα σχεδόν σε όλους τους τομείς της οικονομίας όπως ο γεωργικός, ο ενεργειακός, ο κατασκευαστικός, των φυσικών πόρων, ο τηλεπικοινωνιακός, των μεταφορών, ο τραπεζικός. Η ασφάλιση αφορά είτε νέες επενδύσεις είτε επέκταση υφιστάμενων επιχειρήσεων. Η ασφαλιστική κάλυψη αφορά τα ακόλουθα τρία είδη κινδύνου:

- Μετατρεψιμότητα σε εγχώριο νόμισμα (δεν καλύπτει την υποτίμηση)
- Απαλλοτρίωση
- Πολιτική βία, συμπεριλαμβανομένης της ζημιάς από πολεμικές συγκρούσεις ή κοινωνικές αναταραχές.

Ο OPIC μπορεί να προσφέρει μέχρι \$400εκ στήριξη συνολικά για κάθε επενδυτικό σχέδιο, μέχρι \$250εκ για την χρηματοδότηση τους και μέχρι \$250εκ για την ασφαλιστική τους κάλυψη έναντι του πολιτικού κινδύνου. Μπορεί να καλύψει επενδύσεις σε περίπου 145

αναπτυσσόμενες χώρες με την πλήρη υποστήριξη της κυβέρνησης των ΗΠΑ.

### **6.3. Ιδιωτικοί φορείς ασφαλιστικής κάλυψης έναντι του πολιτικού κινδύνου**

Μετά τα γεγονότα της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου στις ΗΠΑ, ο πολιτικός κίνδυνος και η τρομοκρατία αποτελούν το κύριο μέλημα για τους ασφαλιστές και τους δικηγόρους. Βασική τους προτεραιότητα ήταν να καθιερώσουν ένα κοινό ορισμό για την ασφάλιση έναντι της τρομοκρατικής απειλής. Οι περισσότερες νομικές και ασφαλιστικές εταιρείες δεν περιλαμβάνουν την κάλυψη για τρομοκρατικές απειλές στο εύρος των παρεχόμενων υπηρεσιών τους.

Οι δραστηριότητες εξειδικευμένης ασφάλισης αναπτύχθηκαν στις αρχές του 2000, αντανakλώντας την αυξανόμενη ανησυχία για τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις σε διασυνοριακές συναλλαγές. Αυτή η κατηγορία κινδύνου περιλαμβάνει την διαφθορά, το οργανωμένο έγκλημα, την τρομοκρατία, τον εμφύλιο πόλεμο, το ξέπλυμα χρήματος και οποιαδήποτε αδιαφανή διαδικασία επηρεάζει τις αναμενόμενες αποδόσεις. Όπως αναφέρει το Control Risks Group<sup>3</sup>: “Ακόμη και πριν την 11<sup>η</sup> Σεπτεμβρίου, η οικονομική ύφεση και οι αυξανόμενες εντάσεις επηρέαζαν τις επιχειρήσεις με διεθνείς δραστηριότητες, καθώς τα κορυφαία στελέχη τους υιοθετούσαν μια πιο επιφυλακτική προσέγγιση για τις διεθνείς επενδύσεις”.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η ενημέρωση και η συγκέντρωση πληροφοριών είναι δυο σημαντικά συστατικά στοιχεία της στρατηγικής κάλυψης έναντι του κινδύνου επικρατείας, ένας

<sup>3</sup> Δελτίο τύπου για την 10<sup>η</sup> ετήσια έκδοση του RiskMap, 2002.

μεγάλος αριθμός εταιρειών παρέχουν εξειδικευμένες συμβουλευτικές υπηρεσίες στην διεθνή επιχειρηματική κοινότητα σε σχέση με το οργανωμένο έγκλημα. Η Hiscox θεωρείται η μεγαλύτερη εταιρεία παροχής εξειδικευμένων υπηρεσιών ασφάλισης έναντι του πολιτικού κινδύνου, καθώς εισπράττει τα 2/3 του παγκόσμιου εισοδήματος από ασφάλιστρα. Η Hiscox ασφαρίζει περιπτώσεις απαγωγών, σωματικών βλαβών, εκβιασμού, αεροπειρατείας, με δυνατότητα κάλυψης μέχρι του ποσού των \$100εκ.

Συνήθως, οι ιδιωτικές ασφαλιστικές εταιρείες συνεργάζονται με μεγάλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς για να παρέχουν προστασία για πιστωτές και επενδυτές. Η CAF (Corporacion Andino de Fomento), αποτελεί έναν οργανισμό που προέκυψε από συνθήκη που υπεγράφη μεταξύ των κυβερνήσεων των Άνδεων, ο οποίος ποτέ δεν αντιμετώπισε χρεοκοπία πελάτη του. Η CAF στα μέσα του 2000 σύστησε joint venture με την αμερικάνικη ιδιωτική ασφαλιστική εταιρεία AIG Global Trade & Political Risk Insurance και δημιούργησαν την Latin American Investments Guarantee Company. Είναι μια εταιρεία ασφαλιστικής κάλυψης του πολιτικού κινδύνου που εδρεύει στις Βερμούδες με ίδια κεφάλαια \$50εκ που εγγυάται και ασφαρίζει δάνεια στην Λατινική Αμερική.

## 7. Αξιολόγηση Κινδύνου

### 7.1. Η ποσοτική και ποιοτική μέθοδος

Η αποτίμηση του κινδύνου επικρατείας όπως προαναφέραμε είναι μια πολυσύνθετη διαδικασία. Η διαδικασία αποτίμησης θα μπορούσε να διακριθεί σε δύο μεγάλες κατηγορίες: την ποιοτική και την ποσοτική. Η ποιοτική ανάλυση του κινδύνου χώρας αναφέρεται στην αποτίμηση των οικονομικών, χρηματοοικονομικών και κοινωνικοπολιτικών θεμελιωδών μεγεθών που μπορούν να επηρεάσουν τις προοπτικές των αναμενόμενων αποδόσεων από την επένδυση σε μια ξένη χώρα. Αντί να επικεντρωθεί σ' ένα εύρος δεικτών και αξιολογήσεων που υποτίθεται ότι μειώνουν την πολυπλοκότητα μιας σύνθετης οικονομικής κατάστασης σ' ένα και μόνο μέγεθος, η ποιοτική ανάλυση στοχεύει στην αποκωδικοποίηση των δομών της αναπτυξιακής διαδικασίας και να ρίξει φως στις υποκείμενες αδυναμίες και δυνατότητες της.

Η αδυναμία της οικονομικής ανάλυσης να ερμηνεύσει κρίσεις όπως η συναλλαγματική κρίση στις Φιλιππίνες, στην Κορέα και στην Ταϊλάνδη παρά την ισχυρή τους ανάπτυξη, τη δημοσιονομική πειθαρχία και την σταθερή τους πιστοληπτική ικανότητα, μπορεί να αποδοθεί σε τέσσερα βασικά συμπεράσματα που προκύπτουν από την προσέγγιση της ποσοτικής ανάλυσης:

- ❖ Δυο χώρες με αντίστοιχους οικονομικούς και χρηματοοικονομικούς δείκτες ενδέχεται να αντιμετωπίζουν διαφορετικές κοινωνικοπολιτικές συνθήκες.
- ❖ Τα οικονομικά δεδομένα μπορεί να μην είναι διαθέσιμα, να είναι ελλιπή ή αναξιόπιστα



- ❖ Η ερμηνεία των στοιχείων είναι ιδιαίτερα δύσκολη, καθώς τα ίδια τα στοιχεία αρκετές φορές στέλνουν ανάμεικτα και αντιφατικά μηνύματα
- ❖ Αν και τα στοιχεία μπορεί να φαίνονται αξιόπιστα, πολλές φορές εμφανίζουν έντονες διακυμάνσεις λόγω:
  - Φαινομένων χρηματοοικονομικής μολύνσεως
  - Το ένστικτο της αγέλης των επενδυτών
  - Εξωτερικές επιδράσεις από π.χ. ξαφνική υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας.

Για τους παραπάνω λόγους, ως ιδανική προσέγγιση θεωρείται η ποιοτική, που λαμβάνει υπόψη:

*i. Ανάλυση της ευημερίας και των κοινωνικών δεικτών της αναπτυξιακής διαδικασίας.*

Ο στόχος της επένδυσης σε αναδυόμενες αγορές είναι ξεκάθαρος: να επιτευχθούν υψηλότερες αποδόσεις από την επένδυση σε ώριμες αγορές. Όμως, όπως είναι λογικό οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις θα πρέπει να κατευθύνονται σε οικονομίες με προοπτικές σταθερής και βιώσιμης ανάπτυξης. Απαραίτητες προϋποθέσεις για την δημιουργία σταθερής αναπτυξιακής βάσης είναι η πρόσβαση στην εκπαίδευση, η ποιότητα των υπηρεσιών υγείας, η πολιτική και πολιτιστική ελευθερία και η αίσθηση της συμμετοχής των πολιτών στις διαδικασίες λήψης αποφάσεων. Όλα τα παραπάνω συνδυάζονται προκειμένου να δημιουργούνται αξιοπρεπείς συνθήκες διαβίωσης που εγγυώνται, σε συνδυασμό με την αντίστοιχη οικονομική πολιτική, την σταθερότητα και την βιώσιμη ανάπτυξη.

*ii. Ανάλυση των μακροοικονομικών δομών της ανάπτυξης*

Λαμβάνει υπόψη όλες ή τις περισσότερες από τις μακροοικονομικές μεταβλητές που τροφοδοτούν ή παρακωλύουν την αναπτυξιακή διαδικασία. Πολλοί μελετητές κατά το παρελθόν προσπάθησαν να εντοπίσουν τις πηγές της ανάπτυξης καταλήγοντας ότι είναι υποπροϊόν της συσσώρευσης κεφαλαίων και της παραγωγικότητας των συντελεστών. Πέρα από τη χαμηλή παραγωγικότητα και ανταγωνιστικότητα των αναδυόμενων αγορών, η δεκαετία του '90 ανέδειξε άλλη μια πηγή ανάπτυξης αλλά και κρίσεων: την παγκοσμιοποίηση. Δεδομένης της ποικιλίας των εξωγενών παραγόντων που μπορούν πλέον να επηρεάσουν μια οικονομία, λόγω της παγκοσμιοποίησης, θα μπορούσε κάποιος να εντοπίσει τρεις γενιές στη μοντελοποίηση των κρίσεων.

Την πρώτη γενιά κρίσεων, που σύμφωνα με τους θεσμούς του Bretton Woods, επικεντρώνεται στη δημοσιονομική αστάθεια που εκφράζεται μέσα από το έλλειμμα του προϋπολογισμού, που προκαλεί απώλεια αποθεμάτων και στη συνέχεια αδυναμία στήριξης του μηχανισμού σταθερής ισοτιμίας. Αυτή η αστάθεια οδηγεί σε μακροοικονομική ανισορροπία που εμφανίζεται σαν παρατεταμένο έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών. Αυτό το έλλειμμα με τη σειρά του ωθεί στην υιοθέτηση επεκτατικής νομισματικής πολιτικής που δημιουργεί εγχώριο πληθωρισμό σ' ένα περιβάλλον πολιτικής υπερτίμησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Τα μοντέλα δεύτερης γενιάς, επικεντρώνονται στην εγχώρια επίδραση του περιβάλλοντος υψηλών επιτοκίων ως εργαλείου διατήρησης της ισοδυναμίας επιτοκίων (Interest Rate Parity-IRP) έναντι κερδοσκοπικών επιθέσεων και μειούμενων αποθεμάτων. Η διαίσθηση της αγοράς και οι αλλαγές των θέσεων των επενδυτών αποτελούν μεταβλητές – κλειδιά για τα επίπεδα των αποθεμάτων και την υποτίμηση της ισοτιμίας.

Οι κρίσεις που μεσολάβησαν απέδειξαν ότι η γνώση για την ανάπτυξη και τις κρίσεις των αναδυόμενων αγορών είναι ανεπαρκής για να αναλύσει τις πρόσφατες περιπτώσεις της Αργεντινής ή των Ασιατικών Τίγρεων. Ο Krugman (1999), ο Roubini (1998) και οι Radelet & Sachs (1998), προσπάθησαν να διαμορφώσουν ένα μοντέλο τρίτης γενιάς. Επικεντρώνονται στο ρόλο της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης και των κερδοσκοπικών βραχυπρόθεσμων ροών κεφαλαίου καθώς η κρίση εκδηλώνεται.

Οι Radelet & Sachs κάνουν λόγο για χρηματοοικονομικό πανικό, αναφερόμενοι στην ξαφνική απόσυρση δανείων προς αφερέγγυους δανειζόμενους, καθώς δεν υπάρχει lender of last resort. Ο Krugman από την άλλη, κάνει λόγο για ύπαρξη προβλημάτων ηθικού κινδύνου (moral hazard) στην περίπτωση ανεξέλεγκτων κυβερνητικών εγγυήσεων σε μη ελεγμένες τράπεζες, με αποτέλεσμα την δημιουργία πληθωριστικών περιουσιακών στοιχείων. Οι εγγυήσεις αυτές αποτελούν ουσιαστικά επιδοτήσεις προς επενδύσεις-δάνεια με αυτοεκπληρούμενη επιδείνωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Αυτή η προσέγγιση των κρίσεων έμμεσα καλύπτει θέματα διακυβέρνησης καθώς αναφέρεται σε ανεξέλεγκτες κυβερνητικές δαπάνες, έμμεσες επιδοτήσεις κλπ.

*iii. Ανάλυση Εξωτερικού Δανεισμού, Ρευστότητας και Φερεγγυότητας*

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, το εξωτερικό χρέος είναι ένα πρόσκαιρο φαινόμενο που συμπληρώνει την εγχώρια αποταμίευση, γεφυρώνει το χάσμα πόρων και επενδύσεων και επιταχύνει την αναπτυξιακή διαδικασία κατευθύνοντας την προς τη βιώσιμη ανάπτυξη. Απαραίτητη προϋπόθεση για την εξέλιξη αυτή είναι τα

κεφάλαια να κατευθύνονται σε επενδύσεις που πραγματοποιούν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με το διεθνές κόστος κεφαλαίου.

Υπάρχουν δυο διαφορετικές προσεγγίσεις που προσπαθούν να προβλέψουν τον κίνδυνο αθέτησης υποχρεώσεων. Η πρώτη αφορά τον άνευ προθέσεως περιορισμό της δυνατότητας της δανειζόμενης χώρας να εξυπηρετήσει τις υποχρεώσεις της. Η δεύτερη αφορά την αναπροσαρμογή ή και την αθέτηση του εξωτερικού χρέους ως μια ορθολογική επιλογή βασισμένη σε αποτίμηση του κόστους και του οφέλους στην μια ή την άλλη περίπτωση.

*iv. Το χάσμα Αποταμιεύσεων - Επενδύσεων και η Εγχώρια Χρηματοοικονομική Διαμεσολάβηση*

Όπως αναφέρει αρκετά περιεκτικά ο Stanley Fischer (1988): *“ Η κρίση εξωτερικού χρέους του 1982 είχε τρία βασικά αίτια: α) μη ορθολογική μακροοικονομική διαχείριση, φυγή κεφαλαίων και υπερβολικό δανεισμό από τις χώρες - οφειλέτες, β) αλόγιστο δανεισμό από τις διεθνείς τράπεζες και γ) αύξηση των πραγματικών επιτοκίων, μείωση των τιμών των εμπορευμάτων και ύφεση που συνοδεύτηκε από αντιπληθωριστικές πολιτικές από τις χώρες του ΟΟΣΑ”*.

Όμως η κρίση που ξέσπασε στην Ασία το 1997-98 και αργότερα εξαπλώθηκε σχεδόν σε όλες τις αναπτυσσόμενες χώρες, δεν θα μπορούσε ν' αποδοθεί στους παραπάνω παράγοντες. Πολλές από τις οικονομίες της Ανατολικής Ασίας χαρακτηριζόταν από ευκινησία αποταμιεύσεων, υψηλά βιοτικά επίπεδα, υψηλές ροές ξένων επενδύσεων και ικανοποιητικούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης με χαμηλό πληθωρισμό και χωρίς δημοσιονομικές ανισορροπίες. Στην συγκεκριμένη περίπτωση η κρίση τροφοδοτήθηκε από τις υπερτιμημένες συναλλαγματικές ισοτιμίες και συσσώρευση

βραχυπρόθεσμων χρεών του ιδιωτικού τομέα. Τα βαθύτερα όμως αίτια της κρίσης εντοπίζονται σε βασικά ελαττώματα των χρηματοοικονομικών συστημάτων της περιοχής, συμπεριλαμβανομένων: κατευθυνόμενων πιστώσεων και "καθοδηγούμενων" επιτοκίων, έλλειψης διεθνούς ρυθμιστικού πλαισίου, ανίσχυρη ή αδιάφανη επιτήρηση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, έλλειψη μεσο-μακροπρόθεσμων αγορών διαπραγμάτευσης χρέους σε εγχώριο νόμισμα και ανεπάρκεια ιδίων κεφαλαίων τόσο στον χρηματοπιστωτικό όσο και στον εταιρικό τομέα.

Για το λόγο αυτό, τα τελευταία χρόνια, καταβάλλεται προσπάθεια διεθνώς για απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα και ενίσχυση του διαμεσολαβητικού του ρόλου σε εγχώριο επίπεδο προκειμένου να τροφοδοτήσει τις παραγωγικές επενδύσεις.

#### *v. Ανάπτυξη, κρίση και διακυβέρνηση*

Ενώ οι αναλυτές κινδύνου τη δεκαετία του '80 επικεντρωνόταν σε δείκτες εξωτερικού χρέους και ανάπτυξης, τα τελευταία χρόνια αναδεικνύεται ένα μαζικό ρεύμα για την τοποθέτηση της διακυβέρνησης στην καρδιά της αναπτυξιακής διαδικασίας.

Ως μέτρο της ποιότητας της διακυβέρνησης στον δημόσιο τομέα χρησιμοποιείται η διαφθορά. Με τον όρο διαφθορά, σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (Tanzi, 1998), εννοούμε: "τήν κατάχρηση της εξουσίας του δημοσίου προς όφελος του ιδιωτικού τομέα". Οι περισσότερες απόψεις συγκλίνουν στο γεγονός ότι η διαφθορά οφείλεται στη χρονική υστέρηση που παρατηρείται στις διαρθρωτικές αλλαγές των θεσμών σε σχέση με τις κοινωνικές αλλαγές. Η διαφθορά που επέρχεται από τον κακό συγχρονισμό των κοινωνικών και των διαρθρωτικών αλλαγών έχει

αρνητικές επιπτώσεις στις προοπτικές της οικονομίας, καθώς αποθαρρύνει την αποταμίευση και την επένδυση, τροφοδοτεί την φυγή κεφαλαίων στο εξωτερικό και αποθαρρύνει τις άμεσες ξένες επενδύσεις.

*vi. Η “ποιοτική” προσέγγιση του πολιτικού κινδύνου*

Μετά τα γεγονότα της 11<sup>ης</sup> Σεπτεμβρίου, η έννοια του πολιτικού κινδύνου καθιερώθηκε στη συνείδηση όλων. Απέδειξε ότι ο κίνδυνος δεν αφορά μόνο τις αναπτυσσόμενες οικονομίες αλλά και τις ανεπτυγμένες με ηχηρό παράδειγμα την ισχυρότερη οικονομία παγκοσμίως. Οι επενδυτές αντιμετωπίζουν πολλούς κινδύνους και στις χώρες του ΟΟΣΑ, συμπεριλαμβανομένων των κινδύνων σημαντικών θεσμικών αλλαγών, ακύρωση συμβολαίων, απεργίες, κοινωνικές αναταραχές και κινητοποίηση ΜΚΕΟ. Οι πολυεθνικές στην προσπάθεια ν' αποφύγουν δυσάρεστες εκπλήξεις, επανεξετάζουν τα μοντέλα αποτίμησης κινδύνου που χρησιμοποιούν και ελέγχουν το εύρος νέων μέτρων προστασίας, συνδυάζοντας πληροφόρηση και αναλύσεις.

Η “ποιοτική προσέγγιση” θεωρεί τον πολιτικό κίνδυνο υποπροϊόν ασταθούς αναπτυξιακής διαδικασίας. Οι οικονομικές μεταβολές παράγουν εντάσεις και δυνάμεις περιθωριοποίησης εκτός αν μια σωστή διαδικασία θεσμοθέτησης και κοινωνικής εγρήγορσης αφομοιώσει και συμπεριλάβει αυτές τις δυνάμεις στην αναπτυξιακή διαδικασία. Σε αντίθεση με την ανάλυση για τα συστατικά της οικονομικής ανάπτυξης ή για τη σταθερότητα του εγχώριου χρηματοπιστωτικού συστήματος, δεν υπάρχουν αντίστοιχα στοιχεία για τη μέτρηση του πολιτικού κινδύνου.

## 7.2. Αξιολογήσεις

Οι Brealey & Myers (2000) αναφέρουν ότι *“οι επιχειρηματίες διαθέτουν ένστικτο για τους “σχετικούς” κινδύνους, τουλάχιστον σε ό,τι αφορά τους κινδύνους που συνδέονται με το αντικείμενο της δραστηριότητάς τους, αλλά όχι και για τους απόλυτους κινδύνους ή τις απαιτούμενες αποδόσεις”*. Στόχος των αξιολογήσεων είναι να κατατάξουν τις χώρες σε σχέση με το επίπεδο του κινδύνου τους. Αφού είναι ευκολότερο ν' αποτιμηθεί το σχετικό επίπεδο κινδύνου παρά το απόλυτο επίπεδο κινδύνου, είναι πιο ευθύ για ένα διευθυντικό στέλεχος να καθορίσει το κατάλληλο επίπεδο απαιτούμενης απόδοσης συγκρίνοντας αντίστοιχες επενδύσεις σε άλλες χώρες.

Κάθε οργανισμός που προχωράει σε αξιολογήσεις έχει αναπτύξει και τη δική του μεθοδολογία, η οποία εξαρτάται κυρίως από τα διάφορα είδη επενδύσεων και τα διάφορα είδη κινδύνων. Από τη στιγμή που δεν υπάρχει θεωρητικό υπόβαθρο, οι μεθοδολογίες αυτές είναι κατά κύριο λόγο εμπειρικές. Οι μέθοδοι θα μπορούσαν να διακριθούν σε δυο μεγάλες κατηγορίες: η πρώτη καλύπτει ολόκληρο το φάσμα επενδύσεων και εξετάζει όλους τους πιθανούς κινδύνους. Στόχος των ινστιτούτων αυτής της κατηγορίας είναι η παροχή διεθνών αξιολογήσεων κινδύνου χώρας. Η δεύτερη επικεντρώνεται αποκλειστικά στο χρέος και ασχολείται με αξιολόγηση πιστωτικού κινδύνου χώρας. Βασικό κοινό στόχος τους είναι οι διεθνείς επενδυτές ομολόγων, οι εμπορικές τράπεζες και όσοι ενδιαφέρονται να δανειστούν στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

### 7.2.1. Αξιολόγηση Κινδύνου Επικρατείας

Στόχος αυτής της κατηγορίας αξιολογήσεων είναι η ανάπτυξη ολοκληρωμένων προσεγγίσεων του κινδύνου χώρας. Αποτιμούν το

γενικότερο επενδυτικό κλίμα και κατατάσσουν τις χώρες με βάση το αντίστοιχο επίπεδο κινδύνου. Αυτή η προσέγγιση έχει αναπτυχθεί από εξειδικευμένες εταιρείες αποτίμησης κινδύνου επικρατείας και από Υπηρεσίες Πιστώσεων Εξαγωγών (Credit Export Agencies).

### **Εξειδικευμένες εταιρείες αξιολόγησης κινδύνου**

Οι εξειδικευμένες εταιρείες αξιολόγησης κινδύνου περιλαμβάνουν αρκετές χώρες στις αναλύσεις τους. Οι σημαντικότερες εξειδικευμένες εταιρείες είναι οι ακόλουθες:

#### **1) Business Environment Risk Intelligence (BERI S.A.)**

Η εταιρεία BERI ιδρύθηκε το 1966 στη Γενεύη. Τρεις φορές το χρόνο η εταιρεία δημοσιεύει τέσσερις κατηγορίες αξιολογήσεων για 50 χώρες: Δείκτης Πολιτικού Κινδύνου (Political Risk Index-PRI), Δείκτης Λειτουργικού Κινδύνου (Operations Risk Index-ORI), R-Factor (Remittance and Repatriation Factor) και το Composite Score, που ουσιαστικά αποτελεί συνδυασμό των τριών προηγούμενων δεικτών. Ο καθένας από τους παραπάνω περιλαμβάνει αποτίμηση της υφιστάμενης κατάστασης καθώς και ετήσιες και πενταετείς προβλέψεις.

**Political Risk Index:** σκοπός του είναι η εκτίμηση του κοινωνικοπολιτικού περιβάλλοντος μιας χώρας. Στηρίζεται στη γνώμη και την βαθμολόγηση 100 ειδικών με διπλωματικό και πολιτικό επιστημονικό υπόβαθρο. Οι ειδικοί καλούνται να βαθμολογήσουν 10 κοινωνικοπολιτικές παραμέτρους που συνθέτουν τρεις μεγάλες κατηγορίες για κάθε χώρα: εσωτερικά αίτια, εξωτερικά αίτια και συμπτώματα. Βαθμολογούν κάθε παράμετρο από 0 (υψηλός κίνδυνος) μέχρι 7 (χαμηλός κίνδυνος), και μπορούν να προσθέσουν μέχρι 30 μονάδες για τα 8 κριτήρια εσωτερικών και εξωτερικών αιτιών. Έτσι η βαθμολογία μιας χώρας μπορεί να κυμαίνεται από 0



έως 100. Στις ετήσιες και πενταετείς προβλέψεις τους οι ειδικοί καλούνται ν' αποτυπώσουν τις συνολικές εκτιμήσεις τους για το επενδυτικό κλίμα χωρίς να αναλύουν κάθε παράμετρο ξεχωριστά. Από τις απόψεις τους προκύπτει ένας μέσος όρος από τον οποίο αφαιρούνται οι ακραίες εκτιμήσεις.

**Operations Risk Index:** Στόχος του συγκεκριμένου δείκτη είναι η αποτίμηση του γενικού επιχειρηματικού κλίματος. Προκύπτει με αντίστοιχη διαδικασία κατά την οποία ερωτώνται 100 ειδικοί με διεθνή εμπειρία. Βαθμολογούν κάθε χώρα με βάση το πόσο "φιλόξενες" ή "αφιλόξενες" είναι για τους ξένους επενδυτές. Χρησιμοποιούνται 15 παράμετροι οι οποίες σταθμίζονται έτσι ώστε να προκύπτει μια κλίμακα αξιολόγησης με βαθμολογία από 0 έως 100.

**The R-Factor:** Ο συγκεκριμένος δείκτης προσεγγίζει το θέμα του επαναπατρισμού και της μετατρεψιμότητας των επενδύσεων σε ξένο νόμισμα. Ο συγκεκριμένος δείκτης, σε αντίθεση με τους δυο προηγούμενους δεν βασίζεται στη γνώμη ειδικών αλλά σε ένα πολυσύνθετο υπολογιστικό πρόγραμμα. Υπολογίζεται από τέσσερις επιμέρους δείκτες: νομοθετικό πλαίσιο (στάθμιση 20%), "παραγωγή" συναλλαγματικών αποθεμάτων (30%), συσσωρευμένα συναλλαγματικά αποθέματα (30%) και εξωτερικός δανεισμός (20%). Οι προβλέψεις σ' αυτόν τον δείκτη προκύπτουν από παλινδρομήσεις, τις τάσεις στις αξιολογήσεις και από υποκειμενική κρίση των κορυφαίων στελεχών της εταιρείας.

**Combined Score:** Αποτελεί ένα απλό μέσο όρο των τριών παραπάνω δεικτών. Παρέχει μια ολοκληρωμένη αποτίμηση της επικινδυνότητας των χωρών, μέσα από μια Σύσταση Ευκαιριών Κέρδους, κατατάσσοντας της σε: "No business transactions", "Trade only", "Nondividend cash flow" και "Investment quality".

## 2) Nord Sud Export (NSE)

Η Nord Sud Export αποτελεί μέλος του γαλλικού ομίλου της Le Monde. Εκδίδει ένα διμηνιαίο πληροφοριακό δελτίο το οποίο καλύπτει 100 αναπτυσσόμενες χώρες. Η NSE παρέχει δυο συμπληρωματικές αξιολογήσεις: η πρώτη είναι τη αξιολόγηση ευκαιριών (opportunity rating), που αποτιμά τις προοπτικές μιας αγοράς για ένα ενδιαφερόμενο επενδυτή. Η δεύτερη αποτελεί την παραδοσιακή αξιολόγηση του κινδύνου χώρας και βασίζεται σε τέσσερις βασικές παραμέτρους: χρηματοοικονομικό κίνδυνο επικράτειας, χρηματοοικονομικό κίνδυνο αγοράς, πολιτικό κίνδυνο και κίνδυνο επιχειρηματικού κλίματος. Κάθε παράμετρος είναι αποτέλεσμα στάθμισης 60 συνολικά μεταβλητών, εκ των οποίων οι 43 είναι ποσοτικές και οι 17 ποιοτικές.

Η συγκεκριμένη μέθοδος διαφοροποιείται μεταξύ δυο μεγάλων κατηγοριών επενδυτών: τους εξαγωγείς, που έχουν βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα και ενδιαφέρονται για τον πιστωτικό κίνδυνο επικράτειας και τις καθυστερήσεις πληρωμών, και τους άμεσους επενδυτές, που έχουν μακροπρόθεσμο ορίζοντα και ενδιαφέρονται περισσότερο για την πολιτική σταθερότητα. Έτσι η NSE παρέχει δυο διαφορετικές κατατάξεις

- Κατατάξεις για τους εξαγωγείς: βασίζονται κατά 30% στον χρηματοοικονομικό κίνδυνο επικράτειας, 40% στον χρηματοοικονομικό κίνδυνο αγοράς, 10% στον πολιτικό κίνδυνο και 20% στον κίνδυνο επιχειρηματικού κλίματος.
- Αντίστοιχα για τους άμεσους επενδυτές τα παραπάνω ποσοστά διαμορφώνονται σε 10%, 30%, 30%, 30% αντίστοιχα.

### **3) Political Risk Services (PRS)**

Ο αμερικανικός Όμιλος PRS, ιδρύθηκε στα τέλη της δεκαετίας του '70 από τους William Coplin & Michael O' Leary. Εκδίδει το PRS και το International Country Risk Guide (ICRG).

Η μέθοδος PRS βασίζεται στις απόψεις ειδικών, συνήθως 3 για κάθε χώρα, φροντίζοντας πάντα για τη διαφοροποίηση του επιστημονικού τους υποβάθρου. Μελετά ξεχωριστά τρεις κατηγορίες κινδύνου, ανάλογα με τη φύση της επένδυσης: financial transfers (μετατρεψιμότητα του εγχώριου νομίσματος σε ξένο και επαναπατριsmός), άμεσες ξένες επενδύσεις (οποιοδήποτε είδους διασυνοριακός έλεγχος περιουσιακών στοιχείων) και εξαγωγές (οποιαδήποτε δυσκολία ή κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι εξαγωγείς).

Οι ειδικοί εξετάζουν αρχικά μια σειρά από 17 μεταβλητές και αξιολογούν την τρέχουσα κατάσταση, κατατάσσοντας την με μια κλίμακα από 0 (χαμηλός κίνδυνος) έως 4 (πολύ υψηλός κίνδυνος). Στη συνέχεια οι παράγοντες κινδύνου συντίθενται και δημιουργούν προβλέψεις για 18 μήνες και 5 χρόνια αντίστοιχα. Σε δεύτερη φάση οι ειδικοί προσπαθούν να προσδιορίσουν τα 3 πιθανότερα πολιτικά καθεστώτα που θα επικρατήσουν στους επόμενους 18 μήνες και 5 χρόνια αντίστοιχα και αποδίδουν σε καθένα από αυτά μια πιθανότητα πραγματοποίησης. Κατόπιν εκτιμούν τις πιθανές επιδράσεις που θα έχει καθένα από τα τρία σενάρια στις 17 μεταβλητές-παράγοντες κινδύνου και ποσοτικοποιούν τις μεταβολές με μια κλίμακα από -1 (μείωση κινδύνου) έως 1 (αύξηση κινδύνου). Οι βαθμολογίες στη συνέχεια σταθμίζονται με την πιθανότητα πραγματοποίησης κάθε σεναρίου και προστίθενται στο τρέχον βασικό επίπεδο κινδύνου. Τέλος, για καθένα από τα τρία είδη επενδύσεων που προαναφέρθηκαν (financial transfers, direct investments, exports) η

PRS επικεντρώνεται σε προεπιλεγμένο αριθμό μεταβλητών από τις 17.

#### **4) International Country Risk Guide (ICRG)**

Ο ICRG είναι προϊόν του Ομίλου PRS και καλύπτει περίπου 140 χώρες. Παρουσιάζει τρεις κατηγορίες κινδύνου: τον πολιτικό, τον οικονομικό και το χρηματοοικονομικό κίνδυνο καθώς και ένα composite risk rating που βασίζεται στις τρεις προηγούμενες κατηγορίες κινδύνου.

Η κατάταξη με βάση τον πολιτικό κίνδυνο αποσκοπεί στην προσέγγιση του επιπέδου σταθερότητας μιας χώρας. Προκύπτει από τις υποκειμενικές εκτιμήσεις των συντακτών του ICRG, οι οποίοι μετατρέπουν ποιοτικά στοιχεία σε ποσοτικά μέσα από μια σειρά προεπιλεγμένων ερωτήσεων. Ο δείκτης υπολογίζεται ως το άθροισμα 12 κοινωνικών και πολιτικών ποιοτικών κριτηρίων.

Η κατάταξη με βάση τον οικονομικό κίνδυνο εκτιμά τα δυνατά και τα αδύνατα σημεία της οικονομίας μιας χώρας. Βασίζεται σε ένα σύνολο από 5 ποσοτικούς δείκτες, μακροοικονομικής φύσεως.

Η κατάταξη με βάση το χρηματοοικονομικό κίνδυνο και αφορά τη δυνατότητα της χώρας να αντεπεξέλθει στις πληρωμές της. Αποτιμά τη δυνατότητα της χώρας να παράγει αρκετά συναλλαγματικά αποθέματα ώστε να ικανοποιήσει τις υποχρεώσεις που προκύπτουν από τον εξωτερικό της δανεισμό. Βασίζεται σε πέντε κριτήρια που αφορούν το εξωτερικό χρέος και τα συναλλαγματικά αποθέματα.

#### **5) Economist Intelligence Unit (EIU)**

Αποτελεί τμήμα του γνωστού βρετανικού ομίλου Economist. Παρέχει ratings για 100 αναπτυσσόμενες χώρες και αναλύει 4 μεγάλες

κατηγορίες κινδύνου: πολιτικός κίνδυνος, κίνδυνος οικονομικής πολιτικής, κίνδυνος οικονομικής διάρθρωσης και κίνδυνος ρευστότητας, ο συνδυασμός των οποίων δημιουργεί ένα συνολικό δείκτη κινδύνου. Επιπροσθέτως, το EIU παρέχει και εξειδικευμένες εκθέσεις για ειδικά κοινά όπως συναλλαγματικός κίνδυνος, κίνδυνος χρέους επικράτειας, κίνδυνος τραπεζικού τομέα κ.α.

Η αποτίμηση του πολιτικού κινδύνου βασίζεται σε μια ομάδα 11 κριτηρίων που αφορούν την πολιτική σταθερότητα και την πολιτική αποτελεσματικότητα.

Η αποτίμηση του κινδύνου οικονομικής πολιτικής προσεγγίζει την ποιότητα του management στην οικονομική πολιτική καθώς και το επίπεδο το οικονομικών επιδόσεων κάθε χώρας. Υπολογίζεται βάσει 27 κριτηρίων, εκ των οποίων τα 15 υπολογίζονται υποκειμενικά. Προέρχονται από 5 κατηγορίες: νομισματική πολιτική, συναλλαγματική πολιτική, δημοσιονομική πολιτική, εμπορική πολιτική και ρυθμιστικό πλαίσιο.

Ο κίνδυνος οικονομικής διάρθρωσης αφορά την αναπτυξιακή δυναμική αλλά και το βαθμό εξάρτησης της χώρας από τα ξένα κεφάλαια. Επίσης υπολογίζει την ευαισθησία της οικονομίας σε εξωτερικούς παράγοντες. Η συγκεκριμένη κατάταξη βασίζεται σε 29 ερωτήσεις εκ των οποίων οι 11 είναι υποκειμενικές και προέρχονται από 5 υποκατηγορίες: παγκόσμιο περιβάλλον, ανάπτυξη, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, χρέος, δομή χρηματοοικονομικού συστήματος.

Ο κίνδυνος ρευστότητας επικεντρώνεται με μεγαλύτερη λεπτομέρεια στα βραχυπρόθεσμα δυνατά και αδύνατα σημεία της οικονομίας. Εντοπίζει πιθανές ανισορροπίες μεταξύ πόρων και υποχρεώσεων. Βασίζεται σε 10 ερωτήσεις εκ των οποίων οι 2 είναι υποκειμενικές.

Οι τέσσερις παραπάνω δείκτες κινδύνου αθροίζονται σε ένα συνολικό με συντελεστές στάθμησης 22%, 28%, 27% και 23% αντίστοιχα. Όπως και η μέθοδος της NSE, η μέθοδος του EIU χρησιμοποιεί συνδυασμό ιστορικών τιμών και εκτιμήσεις ειδικών. Βασίζει την αποτίμηση στην υφιστάμενη κατάσταση, χωρίς να προσπαθεί να προβλέψει την εξέλιξη των αντίστοιχων παραμέτρων.

### **Υπηρεσίες Πιστώσεων Εξαγωγών**

Πολλές χώρες προκειμένου να ενισχύσουν το εμπόριο και να προωθήσουν τις εξαγωγές τους ευνόησαν τη δημιουργία κρατικών ή υπό κρατικό έλεγχο Υπηρεσιών Πιστώσεων Εξαγωγών (Export Credit Agencies) με στόχο την εξασφάλιση των εξαγωγέων έναντι του κινδύνου χώρας και την χρηματοδότησή τους.

Το 1999, προκειμένου να αποφευχθούν φαινόμενα έμμεσων επιδοτήσεων και στρεβλώσεων τα Export Credit Agencies των χωρών μελών του ΟΟΣΑ συμφώνησαν σε μια κοινή κατηγοριοποίηση των κινδύνων βάσει των οποίων γίνεται η κατάταξη των χωρών. Συγκεκριμένα ορίστηκαν 7 κατηγορίες κινδύνων με βάση την ιστορία στάσης πληρωμών των χωρών, την χρηματοοικονομική και την οικονομική τους κατάσταση. Στόχος των Export Credit Agencies είναι να προσεγγίσουν την πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων που προκύπτουν από εμπορικές συναλλαγές βραχυπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα.

Ενδεικτική της μεθόδου αξιολόγησης των χωρών από τα Export Credit Agencies είναι αυτή της γαλλικής Coface. Η διαδικασία κατάταξης βασίζεται σε μια σειρά από ποσοτικά κριτήρια που προέρχονται από επτά ομάδες κινδύνου: πολιτικοί παράγοντες, κίνδυνος έλλειψης αποθεμάτων συναλλάγματος, κίνδυνος

επικράτειας, κίνδυνος απροσδόκητης υποτίμησης του νομίσματος, κίνδυνος τραπεζικής κρίσης, κίνδυνος οικονομικού κύκλου και η συμπεριφορά σε θέματα πληρωμών.

Συνοψίζοντας τις μεθόδους αξιολόγησης, ο Howell τις διακρίνει σε τέσσερις μεγάλες κατηγορίες:

ΜΕΘΟΔΟΙ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ	ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ
Type I (NSE, EIU, Coface)	Ασχολείται μόνο με την τρέχουσα κατάσταση υποθέτοντας ότι υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των παρόντων χαρακτηριστικών και των μελλοντικών προβλημάτων.
Type II (BERI, ICRG)	Επιπροσθέτως, ζητά από τους ειδικούς να κάνουν προβλέψεις για τα κριτήρια που χαρακτηρίζουν το οικονομικό περιβάλλον της χώρας.
Type III	Παρουσιάζει αρκετές ομοιότητες με τις μεθόδους Type II. Διαφοροποιείται στο γεγονός ότι οι μεταβλητές δεν αφορούν γενικά χαρακτηριστικά της χώρας αλλά συγκεκριμένους κινδύνους ζημιάς για τις ξένες επιχειρήσεις.
Type IV	Αντί να προχωρούν σε άμεσες προβλέψεις για τις μελλοντικές τιμές συγκεκριμένων μεταβλητών, εκτιμούν ποιες θα είναι οι μελλοντικές κυβερνήσεις και προσπαθούν να προβλέψουν τις επιπτώσεις σε σεντ προκαθορισμένων μεταβλητών.

### 7.2.2. Αξιολόγηση Πιστωτικού Κινδύνου Χώρας

Ο πιστωτικός κίνδυνος μιας χώρας μπορεί να οριστεί ως ο κίνδυνος που προκύπτει επειδή ο δανειζόμενος (debt issuer) προέρχεται από διαφορετική χώρα από τον δανειστή. Τα είδη του δανεισμού που καλύπτονται από τις αξιολογήσεις αυτής της κατηγορίας είναι τα τραπεζικά δάνεια, τα ομόλογα (κρατικά και εταιρικά) και οι βραχυπρόθεσμες πιστώσεις.

Ο ρόλος των οίκων αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι ο υπολογισμός της πιστοληπτικής ικανότητας του δανειζόμενου και η κατάταξή του με βάση την πιθανότητα χρεοκοπίας του. Οι μεγαλύτεροι οίκοι αξιολόγησης παγκοσμίως είναι η Fitch, η Standard & Poor's και η Moody's και στόχος τους είναι ο υπολογισμός της σχετικής πιθανότητας χρεοκοπίας σε σύγκριση με άλλους δανειζόμενους και όχι της απόλυτης πιθανότητας οικονομικής στενότητας (distress). Συνήθως οι αξιολογήσεις υλοποιούνται κατόπιν αιτήματος του ίδιου του δανειζόμενου είτε για λόγους συμμόρφωσης στο εγχώριο νομοθετικό πλαίσιο είτε για να προσελκύσει δανειστές παρέχοντας στην αγορά πληροφορία από ανεξάρτητη και αξιόπιστη πηγή.

Πέρα από τους κορυφαίους οίκους αξιολόγησης, υπάρχουν και διεθνή οικονομικά περιοδικά που δημοσιεύουν αξιολογήσεις. Ανάμεσα σ' αυτά είναι το Euromoney και το Institutional Investor.

Με εξαίρεση το Euromoney, οι υπόλοιποι φορείς αξιολόγησης, ενδεχομένως για λόγους στρατηγικής, δεν δημοσιεύουν την αναλυτική δομή των μοντέλων που χρησιμοποιούν. Οι μελέτες που έχουν κατά καιρό δημοσιευτεί και αφορούν την προβλεπτική και ερμηνευτική ικανότητα των μοντέλων που χρησιμοποιούν οι οργανισμοί αξιολόγησης για να κατατάξουν χώρες ή οργανισμούς



που εκδίδουν ομόλογα ή δάνεια, αποδεικνύουν ότι συνήθως οι συντελεστές συσχέτισης είναι χαμηλοί. Αν και η αποτελεσματικότητά των μοντέλων στην αποτίμηση της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης μιας χώρας ή ενός οργανισμού είναι σχετικά ικανοποιητική, η χρησιμότητά τους για την πρόβλεψη κρίσεων είναι ελάχιστη.

### **7.3. Εταιρείες – Φορείς Αξιολόγησης**

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται οι κυριότεροι φορείς αξιολόγησης, τα προϊόντα τους και οι κυριότερες παράμετροι που εξετάζουν προκειμένου να προσδιορίσουν τον Κίνδυνο Επικρατείας (Πολιτικό Κίνδυνο).

Εταιρεία/Φορέας	Προϊόντα	Συστατικά Μέτρησης Κινδύνου (Risk Measurement Components)		
Bank of America World Information Services	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Country Outlooks:</b> Σύνοψη του επιχειρηματικού, χρηματοοικονομικού και οικονομικού περιβάλλοντος</li> <li>▪ <b>Country Data Forecast:</b> Πρόβλεψη των βασικότερων οικονομικών, χρηματοοικονομικών και δημογραφικών μεταβλητών για συγκεκριμένες χώρες</li> <li>▪ <b>Risk Monitor:</b> Κατάταξη επιχειρήσεων ως προς τον κίνδυνο με βάση οικονομικούς και χρηματοοικονομικούς δείκτες</li> </ul>	1. Οικονομικά	2. Συνοπτική μορφή	3. Δείκτης Κινδύνου
		<b>Είδος πληροφόρησης:</b> Ποσοτική <b>Πηγές:</b> δημοσιευμένα στοιχεία <b>Συστατικά:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Εξυπηρέτηση χρέους / Εξαγωγές</li> <li>▪ Εξωτερικό χρέος / Εξαγωγές</li> <li>▪ Εξωτερικό χρέος / ΑΕΠ</li> <li>▪ Εξωτερικό χρέος / Αποθέματα</li> <li>▪ Αποθέματα / Εισαγωγές</li> <li>▪ Κάλυψη Εισαγωγών</li> <li>▪ Εξαγωγές / ΑΕΠ</li> <li>▪ Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών / ΑΕΠ</li> <li>▪ Έλλειμμα Προϋπολογισμού / ΑΕΠ</li> <li>▪ Κατά κεφαλήν ΑΕΠ / Μέσος Όρος G-7</li> </ul>	Risk Index Briefing (Προφίλ Χώρας)- Οικονομικοί Χρηματοοικονομικοί Δείκτες	<b>Είδος:</b> Κατάταξη <b>Συστατικά:</b> οι προηγούμενοι οικονομικοί και χρηματοοικονομικοί δείκτες με μέσους όρους και σειρά κατάταξης

Εταιρεία/Φορέας	Προϊόντα	Συστατικά Μέτρησης Κινδύνου (Risk Measurement Components)		
<p><b>Business Environment Risk Intelligence (BERI)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>FORCE Country Reports:</b> Ποσοτική ανάλυση και πρόβλεψη κοινωνικοπολιτικών, οικονομικών και χρηματοοικονομικών παραμέτρων.</li> <li>▪ <b>Political, operations and remittance/repatriation risk indices:</b> Αποτελεί σύνθετο δείκτη των επιμέρους δεικτών κινδύνου.</li> </ul>		<p><b>1. Πολιτικά</b></p>	<p><b>2. Λειτουργικά</b></p>	<p><b>3. Εμβάσματα και Επαναπατρισμός Κεφαλαίων</b></p>
		<p><b>Είδος πληροφόρησης:</b> Ποιοτική  <b>Πηγές:</b> επιτροπές ειδικών (expert panels)  <b>Στοιχεία:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Πολιτική αντιπαράθεση</li> <li>▪ Γλωσσικές / Εθνικιστικές / Θρησκευτικές εντάσεις</li> <li>▪ Μέτρα εξαναγκασμού για την διατήρηση του καθεστώτος</li> <li>▪ Νοοτροπία: εθνικισμός, διαφθορά, νεποτισμός</li> <li>▪ Κοινωνικοί δείκτες: πληθυσμός, κατανομή εισοδήματος</li> <li>▪ Δύναμη Ριζοσπαστικής Αριστεράς</li> <li>▪ Εξάρτηση από εξωτερικές πολιτικές δυνάμεις</li> <li>▪ Τοπικές πολιτικές δυνάμεις</li> </ul>	<p><b>Είδος πληροφόρησης:</b> Ποσοτική και ποιοτική  <b>Πηγές:</b> επιτροπή ειδικών (expert panels)  <b>Στοιχεία:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Συνέχεια πολιτικής</li> <li>▪ Συμπεριφορά έναντι ξένων επενδυτών</li> <li>▪ Κρατικοποίηση</li> <li>▪ Πληθωρισμός</li> <li>▪ Ισοζύγιο Πληρωμών</li> <li>▪ Γραφειοκρατικές καθυστερήσεις</li> <li>▪ Οικονομική ανάπτυξη</li> <li>▪ Μετατρεψιμότητα εγχώριου νομίσματος</li> <li>▪ Εκτελεσιμότητα συμβολαίων</li> <li>▪ Κόστος εργασίας / παραγωγικότητα</li> <li>▪ Επαγγελματικές υπηρεσίες-εργολάβοι</li> <li>▪ Υποδομή σε τηλεπικοινωνίες-μεταφορές</li> <li>▪ Τοπική διαχείριση-συνεργάτες</li> <li>▪ Βραχυπρόθεσμες πιστώσεις</li> <li>▪ Μακροπρόθεσμα δάνεια</li> </ul>	<p><b>Είδος πληροφόρησης:</b> Ποσοτική και ποιοτική  <b>Πηγές:</b> επιτροπές ειδικών, δημοσιευμένα στοιχεία  <b>Στοιχεία:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Νομικό πλαίσιο</li> <li>▪ Συνάλλαγμα</li> <li>▪ Διεθνή αποθέματα</li> <li>▪ Εξωτερικό χρέος</li> </ul>
		<p><b>4. Ποσοτικός Δείκτης</b></p>	<p><b>5. Ποιοτικός Δείκτης</b></p>	<p><b>6. Συνοπτική μορφή</b></p>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Συνάλλαγμα</li> <li>✓ Εξωτερικό χρέος</li> <li>✓ Συναλλαγματικά αποθέματα</li> <li>✓ Έλλειμμα / Πλεόνασμα προϋπολογισμού</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Συνέπεια στην εκπλήρωση διεθνών υποχρεώσεων</li> <li>✓ Διάρθρωση και όροι ξένων δανείων</li> <li>✓ Τεχνοκρατική ικανότητα</li> <li>✓ Διαφθορά</li> <li>✓ Εκχωρήσεις δανείων/χορηγήσεων</li> </ul>	<p>Briefing Risk Index</p> <p><b>7. Risk Index</b></p> <p><b>Είδος:</b> ordinal scalar  <b>Στοιχεία:</b> σταθμισμένος μέσος των παραπάνω δεικτών</p>

Εταιρεία/Φορέας	Προϊόντα	Συστατικά Μέτρησης Κινδύνου (Risk Measurement Components)			
<b>Nord Sud Exports (NSE)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Country ratings list</b></li> <li>▪ Opportunity rating</li> <li>▪ Country risk rating</li> </ul>	<b>1. Κίνδυνος Επικρατείας</b>	<b>2. Κίνδυνος Χρηματαγοράς</b>	<b>3. Πολιτικός Κίνδυνος</b>	
		<b>Στοιχεία:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Σημασία του δημόσιου χρέους για την οικονομία</li> <li>▪ Κίνδυνος χρεοκοπίας</li> <li>▪ Κίνδυνος μετατρεψιμότητας</li> </ul>	<b>Στοιχεία:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Μακροοικονομική ισορροπία</li> <li>▪ Κίνδυνος απροσδόκητης και απότομης υποτίμησης</li> <li>▪ Συστηματικός κίνδυνος και οικονομικές διακυμάνσεις</li> </ul>	<b>Στοιχεία:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Κοινωνική συνοχή</li> <li>▪ Καθεστώς και σταθερότητα της κυβέρνησης</li> <li>▪ Εξωτερικές διαμάχες</li> </ul>	
		<b>4. Κίνδυνος επιχειρηματικού κλίματος</b>			
		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Συμπεριφορά έναντι των ξένων επενδυτών</li> <li>▪ Συνθήκες αγοράς εργασίας</li> <li>▪ Ποιότητα εταιρικής διακυβέρνησης</li> </ul>			

Εταιρεία/Φορέας	Προϊόντα	Συστατικά Μέτρησης Κινδύνου (Risk Measurement Components)	
<b>Control Risks Information Services (CERI)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <i>On-line country information services</i></li> <li>▪ <i>Travel security guide</i></li> <li>▪ <i>Security Risk ratings and security forecasts</i></li> </ul>	<b>1. Risk Index</b> <b>Είδος:</b> ordinal (1-4) <b>Πηγή:</b> Ανάλυση από το προσωπικό (δεν υπάρχουν περαιτέρω διευκρινίσεις σχετικά με τη μεθοδολογία που ακολουθείται) <b>Στοιχεία:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Βιωσιμότητα κυβέρνησης</li> <li>▪ Πιθανότητα Συνέχειας ακολουθούμενης πολιτικής</li> <li>▪ Άσκηση πίεσης στη λήψη οικονομικών αποφάσεων</li> <li>▪ Εγκληματικές ή τρομοκρατικές απειλές</li> </ul>	

Εταιρεία/Φορέας	Προϊόντα	Συστατικά Μέτρησης Κινδύνου (Risk Measurement Components)		
<p><i>Economist Intelligence Unit (EIU)</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <i>Repayment risk measure</i></li> <li>▪ <i>Regional and Country Reports</i></li> </ul>	<p><b>1. Πολιτικός κίνδυνος</b></p>	<p><b>2. Κίνδυνος μεσοπρόθεσμου δανεισμού</b></p>	<p><b>3. Βραχυπρόθεσμος Εμπορικός Κίνδυνος</b></p>
		<p><b>Είδος πληροφόρησης:</b> Ποιοτική  <b>Πηγές:</b> Ανάλυση από το προσωπικό  <b>Στοιχεία:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <u>Παράγοντες οικονομικής πολιτικής:</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Δημοσιονομική και Νομισματική πολιτική, πολιτική Εξαγωγών</li> <li>✓ Συμπεριφορά έναντι των ξένων επενδυτών</li> <li>✓ Ομαλότητα διαρθρωτικών αλλαγών και αλλαγών πολιτικής</li> <li>✓ Μέγεθος / αποτελεσματικότητα δημόσιου τομέα</li> <li>✓ Συνεκτικότητα-αυτοτέλεια πολιτικής</li> </ul> </li> <li>▪ <u>Πολιτικοί και στρατηγικοί παράγοντες</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Δυνατότητα εφαρμογής της οικονομικής πολιτικής</li> <li>✓ Λειτουργία πολιτικού συστήματος</li> <li>✓ Συνέχεια πολιτικής για νέα καθεστώτα</li> <li>✓ Προϋποθέσεις παροχής δικαιώματος ψήφου</li> <li>✓ Σχέση με τους γείτονες</li> </ul> </li> </ul>	<p><b>Είδος πληροφόρησης:</b> Ποιοτική  <b>Πηγές:</b> Δημοσιευμένα στοιχεία  <b>Στοιχεία:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Εξωτερικό χρέος</li> <li>✓ Εξυπηρέτηση χρέους</li> <li>✓ Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών</li> <li>✓ Ρυθμός αποταμίευσης</li> <li>✓ Συγκέντρωση εξαγωγών</li> </ul>	<p><b>Είδος πληροφόρησης:</b> Ποσοτική  <b>Πηγές:</b> Δημοσιευμένα στοιχεία  <b>Στοιχεία:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Μεταβλητές Συναλλάγματος</li> <li>✓ Δείκτης κάλυψης εισαγωγών</li> <li>✓ Ιστορικά στοιχεία για μεταφορές συναλλάγματος</li> </ul>
		<p><b>4. Συνοπτική Μορφή</b></p>	<p><b>5. Risk Index</b></p>	
		<p>Briefing Risk Index  Δείκτες πληρωμών εξωτερικού χρέους και εμπορίου</p>	<p><b>Είδος:</b> ordinal scalar  <b>Στοιχεία:</b>  Σταθμισμένοι μέσοι των παραπάνω στοιχείων</p>	

Εταιρεία/Φορέας	Προϊόντα	Συστατικά Μέτρησης Κινδύνου (Risk Measurement Components)		
Euromoney	Risk Assessment Index	<b>1. Πολιτικά</b>	<b>2. Οικονομικά</b>	<b>3. Χρηματοοικονομικά</b>
		<b>Είδος πληροφορίας:</b> ποιοτική <b>Πηγές:</b> έρευνα σε δείγμα ειδικών <b>Στοιχεία:</b>	<b>Είδος πληροφορίας:</b> ποσοτική <b>Πηγές:</b> προβλέψεις του Euromoney για την παγκόσμια οικονομία <b>Στοιχεία:</b>	<b>Είδος πληροφορίας:</b> κυρίως ποσοτική <b>Πηγές:</b> Δημοσιευμένα στοιχεία <b>Στοιχεία:</b> ✓ Δείκτες χρέους ✓ Αθέτηση ή αναθεώρηση δανείων ✓ Αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας ( από S&P και Moody's) ✓ Πρόσβαση σε τραπεζική χρηματοδότηση ✓ Πρόσβαση σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση ✓ Πρόσβαση σε αγορές ομολογιακών ή κοινοπρακτικών δανείων
		<b>4. Συνοπτική Μορφή</b>	<b>5. Δείκτης Κινδύνου</b>	
		Δείκτης Κινδύνου	<b>Είδος:</b> ordinal scalar <b>Στοιχεία:</b> Σταθμικός μέσος των παραπάνω συστατικών	

Εταιρεία/Φορέας	Προϊόντα	Συστατικά Μέτρησης Κινδύνου (Risk Measurement Components)		
<b>Institutional Investor</b>	<b>Country Credit Rating Index</b>	<b>1. Πολιτικές, οικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές</b> <b>Είδος πληροφορίας:</b> Ποιοτική <b>Πηγές:</b> Σταθμισμένη έρευνα σε τραπεζίτες διεθνώς <b>Στοιχεία:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Οικονομικό προφίλ (outlook)</li> <li>✓ Εξυπηρέτηση χρέους</li> <li>✓ Χρηματοοικονομικά αποθέματα / ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών</li> <li>✓ Δημοσιονομική πολιτική</li> <li>✓ Πολιτικό προφίλ</li> <li>✓ Πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου</li> <li>✓ Εμπορικό ισοζύγιο</li> <li>✓ Εισροή επενδύσεων χαρτοφυλακίου</li> <li>✓ Άμεσες Ξένες Επενδύσεις</li> </ul>	<b>2. Συνοπτική μορφή</b>  Αξιολόγηση Πιστοληπτικής Ικανότητας (δεν παρατίθεται πληροφορία)	<b>3. Δείκτης Κινδύνου</b>  <b>Είδος:</b> ordinal scalar <b>Στοιχεία:</b> Σταθμικός μέσος των παραπάνω συστατικών



Εταιρεία/Φορέας	Προϊόντα	Συστατικά Μέτρησης Κινδύνου (Risk Measurement Components)		
<p><b>S&amp;P's Ratings Group</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Sovereign Credit Ratings</b></li> <li>▪ <b>Local and Foreign Currency Obligation Ratings</b></li> <li>▪ <b>Regional and Local Government Obligation Ratings</b></li> <li>▪ <b>Sovereign-supported Obligation Ratings</b></li> <li>▪ <b>Multilateral Lending Institution Obligation Ratings</b></li> <li>▪ <b>International Structured Financing Ratings</b></li> </ul>	<p><b>1. Πολιτικά</b></p> <p><b>Είδος πληροφόρησης:</b> Ποσοτική και Ποιοτική</p> <p><b>Πηγές:</b> Δημοσιευμένα στοιχεία, αναλύσεις του προσωπικού</p> <p><b>Στοιχεία:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Πολιτικό σύστημα</li> <li>▪ Σταθερότητα</li> <li>▪ Ομαλή μεταβίβαση εξουσίας</li> <li>▪ Ευελιξία συστήματος</li> <li>▪ Δημόσια συμμετοχή</li> <li>▪ Χαρακτηριστικά κορυφαίων κομμάτων</li> <li>▪ Κοινωνικό Προφίλ</li> <li>▪ Βιοτικό επίπεδο</li> <li>▪ Πλούτος και κατανομή εισοδήματος</li> <li>▪ Συνθήκες αγοράς εργασίας</li> <li>▪ Πολιτικοποίηση συνδικαλιστικών φορέων</li> <li>▪ Πολιτισμικά – δημογραφικά στοιχεία</li> <li>▪ Μορφωτικό Επίπεδο</li> <li>▪ Τάσεις αστικοποίησης</li> <li>▪ Διαπεριφερειακές, φυλετικές, θρησκευτικές και άλλες πολιτισμικές διαφορές</li> <li>▪ Διεθνείς Σχέσεις</li> <li>▪ Σύγκλιση με συστήματα πολυμερούς εμπορίου και διεθνών κεφαλαιαγορών</li> <li>▪ Σχέσεις με τις γειτονικές χώρες</li> <li>▪ Εθνική ασφάλεια</li> </ul>	<p><b>2. Οικονομικά</b></p> <p><b>Είδος πληροφόρησης:</b> Ποσοτική και Ποιοτική</p> <p><b>Πηγές:</b> Δημοσιευμένα στοιχεία, αναλύσεις του προσωπικού</p> <p><b>Στοιχεία:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Εξωτερική οικονομική θέση</li> <li>▪ Ισοζύγιο πληρωμών</li> <li>▪ Διεθνή αποθέματα</li> <li>▪ Εξωτερικό χρέος</li> <li>▪ ΑΕΠ</li> <li>▪ Εξαγωγές</li> <li>▪ Οικονομική διάρθρωση και μεγέθυνση</li> <li>▪ Οικονομική ανάπτυξη</li> <li>▪ Φυσικοί πόροι</li> <li>▪ Ρυθμός και σύνθεση ανάπτυξης</li> <li>▪ Οικονομική διαχείριση</li> <li>▪ Απόδοση προϋπολογισμού</li> <li>▪ Σύστημα κοινωνικής ασφάλισης</li> <li>▪ Τοπική αυτοδιοίκηση</li> <li>▪ Δημοσιονομική ευελιξία</li> <li>▪ Διάρθρωση Φορολογικού Συστήματος</li> <li>▪ Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών</li> <li>▪ Capital Accounts</li> <li>▪ Μισθολογική πολιτική-κίνητρα</li> <li>▪ Συναλλαγματική πολιτική</li> <li>▪ Μακροχρόνια οικονομική αποτελεσματικότητα</li> <li>▪ Οικονομικές προοπτικές</li> </ul>	<p><b>3. Δείκτης Κινδύνου</b></p> <p><b>Είδος:</b> ordinal</p> <p><b>Στοιχεία:</b> σύνθεση των παραπάνω παραμέτρων</p>

Εταιρεία/Φορέας	Προϊόντα	Συστατικά Μέτρησης Κινδύνου (Risk Measurement Components)		
<p><i>Political Risk Services: ICRG</i></p>	<p><i>Country Risk Ratings</i></p>	<p><b>1. Πολιτικά</b>  <b>Είδος πληροφόρησης:</b> Ποιοτική  <b>Πηγές:</b> αναλύσεις του προσωπικού  <b>Στοιχεία:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Οικονομικές προσδοκίες</li> <li>▪ Αποτυχίες οικονομικού σχεδιασμού</li> <li>▪ Πολιτική ηγεσία</li> <li>▪ Εξωτερικές συγκρούσεις</li> <li>▪ Διαφθορά</li> <li>▪ Ανάμειξη του στρατού στην πολιτική</li> <li>▪ Οργανωμένη θρησκευτική ανάμειξη στην πολιτική</li> <li>▪ Παράδοση κράτους δικαίου</li> <li>▪ Φυλετικές και εθνικιστικές εντάσεις</li> <li>▪ Πολιτική τρομοκρατία</li> <li>▪ Εμφύλιοι πόλεμοι</li> <li>▪ Ανάπτυξη πολιτικών κομμάτων</li> <li>▪ Ποιότητα γραφειοκρατικού μηχανισμού</li> </ul>	<p><b>2. Χρηματοοικονομικά</b>  <b>Είδος πληροφόρησης:</b> Ποσοτική και Ποιοτική  <b>Πηγές:</b> Δημοσιευμένα στοιχεία, αναλύσεις του προσωπικού  <b>Στοιχεία:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Αθέτηση όρων δανείου / μη ευνοϊκή αναπροσαρμογή δανείου</li> <li>▪ Καθυστερήσεις πληρωμών πιστώσεων προμηθευτών</li> <li>▪ Άρνηση αναγνώρισης συμβολαίων από κυβερνήσεις</li> <li>▪ Ζημιές από επιβολή συναλλαγματικών περιορισμών</li> <li>▪ Απαλλοτρίωση ιδιωτικών επενδύσεων</li> </ul>	<p><b>3. Οικονομικά</b>  <b>Είδος πληροφόρησης:</b> ποσοτική  <b>Πηγές:</b> Δημοσιευμένα στοιχεία  <b>Στοιχεία:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Πληθωρισμός</li> <li>▪ Εξυπηρέτηση χρέους</li> <li>▪ Δείκτες διεθνούς ρευστότητας</li> <li>▪ Ιστορία στην προσέλκυση του διεθνούς εμπορίου</li> <li>▪ Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών</li> <li>▪ Παράλληλοι δείκτες συναλλάγματος</li> </ul>

Εταιρεία/Φορέας	Προϊόντα	Συστατικά Μέτρησης Κινδύνου (Risk Measurement Components)			
<b>Political Risk Services: Colin-O'Leary Rating System</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Country Risk Ratings: International Business Climate Index (IBC)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ <b>Financial Transfer Risk</b></li> <li>○ <b>Direct Investment Risk</b></li> <li>○ <b>Export Market risk</b></li> </ul> </li> </ul>	<b>1. Αγορά Εξαγωγών</b>	Η σύνθεση των τριών δεικτών βασίζεται σε μείγμα των ακόλουθων δεικτών:	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Καθυστερήσεις πληρωμών</li> <li>▪ Επεκτατικές οικονομικές πολιτικές</li> <li>▪ Κόστος εργασίας</li> <li>▪ Εξωτερικό χρέος</li> <li>▪ Περιορισμοί στις επενδύσεις</li> <li>▪ Περιορισμοί στο εξωτερικό εμπόριο</li> <li>▪ Εγχώρια οικονομικά προβλήματα</li> <li>▪ Διεθνή οικονομικά προβλήματα</li> </ul>	
		<b>Είδος πληροφόρησης:</b> Ποσοτική και ποιοτική	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Αναταραχές</li> <li>▪ Έλλειψη κράτους δικαίου</li> <li>▪ Περιορισμοί στις τοπικές δραστηριότητες</li> <li>▪ Διακρίσεις στη φορολογία</li> <li>▪ Περιορισμοί στον επαναπατρισμό κεφαλαίων</li> <li>▪ Συναλλαγματικοί περιορισμοί</li> <li>▪ Δασμολογικοί περιορισμοί</li> <li>▪ Μη δασμολογικοί περιορισμοί</li> </ul>		
		<b>2. Financial Transfer</b>			<b>Είδος πληροφόρησης:</b> ποσοτική και ποιοτική
		<b>Πηγές:</b> Επιτροπή ειδικών			<b>Πηγές:</b> Staff analysis expert panel
<b>3. Άμεσες Επενδύσεις</b>	<b>Είδος πληροφόρησης:</b> ποσοτική και ποιοτική				
<b>Πηγές:</b> Staff analysis expert panel	<b>Πηγές:</b> Staff analysis expert panel				

Εταιρεία/Φορέας	Προϊόντα	Συστατικά Μέτρησης Κινδύνου		
Moody's Investor Services	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <i>Sovereign Foreign-currency Debt ratings</i></li> <li>▪ <i>Credit Opinions for Government Bodies</i></li> </ul>	1. Political Dynamics and Social Interaction	2. Χρηματοοικονομική	3. Οικονομική
		<p><b>Είδος πληροφόρησης:</b> Ποιοτική  <b>Πηγές:</b> staff analysis  <b>Στοιχεία:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Προοπτικές για ριζοσπαστικές αλλαγές στην πολιτική ηγεσία της χώρας</li> <li>▪ Νομικό πλαίσιο</li> <li>▪ Αποτελεσματική πολιτική δομή</li> <li>▪ Κατανομή εισοδήματος</li> <li>▪ Θρησκευτικές, εθνικές και γλωσσικές διαφορές</li> <li>▪ Πολιτικές κοινωνικής ευημερίας</li> <li>▪ Οργανωμένες διαδηλώσεις, ένοπλη αντίσταση</li> <li>▪ Ανάμιξη πολιτικών στην δημιουργία πλούτου</li> <li>▪ Διασύνδεση πολιτικών με ξένα συμφέροντα</li> <li>▪ Συμπεριφορά υπό πίεση στο παρελθόν</li> <li>▪ Νομιμότητα καθεστώτος</li> </ul>	<p><b>Είδος πληροφόρησης:</b> ποσοτική  <b>Πηγές:</b> Δημοσιευμένα στοιχεία  <b>Στοιχεία:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Έλλειψη ρευστότητας</li> <li>▪ Δανειακή επιβάρυνση</li> <li>▪ Ισοζύγιο πληρωμών</li> <li>▪ Subnational governments</li> </ul>	<p><b>Είδος πληροφόρησης:</b> Ποσοτική και ποιοτική  <b>Πηγές:</b> Δημοσιευμένα στοιχεία, αναλύσεις  <b>Στοιχεία:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Πολιτικό περιβάλλον</li> <li>▪ Υποδομές</li> <li>▪ Διάρθρωση παραγωγής</li> <li>▪ Ανεξαρτησία Νομισματικής Αρχής</li> <li>▪ Ευελιξία αγοράς εργασίας</li> <li>▪ Επιτόκια</li> <li>▪ Συναλλαγματικές ισοτιμίες</li> <li>▪ Ποιότητα οικονομικής διαχείρισης</li> <li>▪ Εξάρτηση στους τομείς εισαγωγών-εξαγωγών</li> <li>▪ Διεθνείς ροές κεφαλαίων</li> <li>▪ Δυνατότητα εφαρμογής πολιτικών λιτότητας</li> </ul>

Πίνακας 1: Campbell R. Harvey, Duke University (<http://www.duke.edu/~charvey/index.html>)

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Smith R. and Walter I. (2003), *"Global Banking"*, ch. 12, 2<sup>nd</sup> edition, Oxford University Press, New York.
- Smith R. and Walter I. (1997), *"Global Banking"*, ch. 5, Oxford University Press, New York.
- Hefferman S. (1986), *"Sovereign Risk Analysis"*, Unmin Hyman, City University Business School, London.
- Bouchet M. H., Clark E. and Gros Lambert B. (2003), *"Country Risk Assesment: A Guide to global Investment Strategy"*, Wiley Finance, West Sussex England.
- Coplin W.D. and O' Leary M.K. (1994), *"The Handbook of Country and Political Risk Analysis"*, Political Risk Services (PRS)
- Howell L.D. and Chaddick B. (1994), *"Models of political risk for foreign investment and trade"*, Columbia Journal of World Business, Fall1994, Vol. 29
- Scott R.B. (2001), *"Country Analysis in a 'Global Village'"*, Harvard Business School No. 701-074, January 12,2001.
- Austin J. E. (1989), *"Country Analysis Framework"*, Harvard Business School No. 389-080, December 5, 1989.

### Πηγές στο Διαδίκτυο

- [www.miga.org/screens/about/about.htm](http://www.miga.org/screens/about/about.htm)
- [www.prsonline.com](http://www.prsonline.com)
- [www.eiu.com](http://www.eiu.com)
- [www.euromoney.com](http://www.euromoney.com)
- [www.moody.com](http://www.moody.com)
- [www.opic.gov](http://www.opic.gov)
- **Campbell R. Harvey, Duke University**  
<http://www.duke.edu/~charvey/index.html>

- [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
- [www.inf.org](http://www.inf.org)
- [www.aigonline.com](http://www.aigonline.com)
- [www.coface.com](http://www.coface.com)