



Πολυτεχνείο Κρήτης
Τμήμα: Μηχανικών Παραγωγής
& Διοίκησης

Συνθετική Μεταπτυχιακή Διατριβή Με Τίτλο:

«ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ»

Επιβλέπων καθηγητής : Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης

Εξεταστική Επιτροπή : Ευάγγελος Γρηγορούδης
Μιχάλης Δούμπος

Διατριβή που υπεβλήθη για τη μερική ικανοποίηση των απαιτήσεων για την απόκτηση μεταπτυχιακού διπλώματος ειδίκευσης

Υπό

Μεταπτυχιακή φοιτήτρια : Ελένη Λακιωτάκη,

Χανιά, Μάρτιος 2009

Η διατριβή της Λακιωτάκη Ελένης εγκρίνεται από την τριμελή επιτροπή :

1. Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης, Καθηγητής
2. Μιχάλης Δούμπος, Επίκουρος Καθηγητής
3. Ευάγγελος Γρηγορούδης, Επίκουρος Καθηγητής

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα έπ' ευκαιρίας της μεταπτυχιακής μου διατριβής να ευχαριστήσω θερμά τον Καθηγητή μου κ. Κωνσταντίνο Ζοπουνίδη για την αμέριστη συμπαράσταση, καθοδήγηση και υποστήριξη στη συγγραφή της παρούσας διατριβής. Ακόμα θα ήταν παράλειψη μου να μην ευχαριστήσω τον Καθηγητή μου κ. Μιχάλη Δούμπο για την θέληση και προθυμία του για βοήθεια και απάντηση σε όλα τα ερωτήματα και τις σχετικές απορίες μου. Επίσης θεωρώ χρέος μου να ευχαριστήσω και όλους τους καθηγητές του Πολυτεχνείου Κρήτης που με απaráμιλλο ζήλο εκτελούν το διδακτικό τους έργο και παρέχουν στους φοιτητές, στα πλαίσια της δραστηριότητάς τους, σωστή διαπαιδαγώγηση.

Τέλος και πάνω απ' όλα θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου και τον σύζυγο μου που μου παρείχαν αδιάκοπη συμπαράσταση και εμψύχωση στην δύσκολη μου αυτή προσπάθεια εδώ και δυο ολόκληρα χρόνια.

ΒΙΟΓΡΑΦΙΚΟ

Η Λακιωτάκη Ελένη γεννήθηκε στις 28 Μαρτίου του 1980 στη Μελβούρνη της Αυστραλίας. Το 2000 ξεκίνησε τις σπουδές στο τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας, απ' όπου και αποφοίτησε το 2003. Το 2004 ξεκίνησε την εργασία της σε λογιστικό γραφείο στα Χανιά όπου εργάζεται μέχρι σήμερα. Το 2006 ξεκίνησε τις μεταπτυχιακές σπουδές στον τομέα Οργάνωσης & Διοίκησης του τμήματος Μηχανικών Παραγωγής & Διοίκησης στο Πολυτεχνείο Κρήτης.

Αφιερωμένο στην κόρη μου,

Ευτυχία – Φανουρία

ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ

Εδώ και δεκαετίες στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης και απελευθέρωσης των αγορών, της Ευρωπαϊκής οικονομικής και νομισματικής ενοποίησης, έχει αρχίσει να φαίνεται ότι η κατάσταση μιας χώρας δεν αποτελεί ζήτημα που ενδιαφέρει αποκλειστικά την ίδια. Η οικονομική, πολιτική, κοινωνική κατάσταση μιας χώρας επεκτείνεται έξω από τα στενά πλαίσια του εσωτερικών της συνόρων, αγγίζοντας και άλλες χώρες σε διεθνές επίπεδο. Στα πλαίσια της παγκόσμιας οικονομίας τα κράτη αλληλοϋποστηρίζονται και αλληλεξαρτώνται απ' τη μια μεριά, ενώ απ' την άλλη έχουν να αντεπεξέλθουν η καθεμία σε ένα ιδιαίτερα ανταγωνιστικό και απαιτητικό περιβάλλον, που προϋποθέτει συνεχή βελτίωση και ανάπτυξη σε όλους τους τομείς. Κατά συνέπεια, η οικονομική κατάσταση μιας χώρας ενδιαφέρει πλήθος άλλων χωρών, χρηματοοικονομικών αναλυτών και επενδυτών που ευελπιστούν στην πιθανότητα μιας μορφής επένδυσης και οικονομικής συνεργασίας.

Η ανάγκη αξιολόγησης της αξιοπιστίας και δανειοληπτικής ικανότητας των χωρών έγινε περισσότερο αισθητή κατά τις τελευταίες δεκαετίες, όχι μόνο εξαιτίας της παγκοσμιοποίησης των αγορών, αλλά και εξαιτίας των διάφορων οικονομικών κρίσεων, που παρατηρήθηκαν σε κάποιες χώρες και είχαν επιρροή στις διεθνείς εξελίξεις. Οι πετρελαϊκές κρίσεις στην Μέση Ανατολή, η οικονομική κρίση της Κίνας και της Αργεντινής, αποτελούν συμβάντα που επέφεραν μείωση στις εξαγωγές και αύξηση των χρεών. Τα παραπάνω είχαν συνέπεια, πολλές χώρες, κυρίως οι αναπτυσσόμενες, που είχαν οδηγηθεί σε μεγάλα «ανοίγματα» εξαιτίας των επενδυτικών τους προγραμμάτων, να βρεθούν σε αδυναμία αποπληρωμής των δανειακών τους υποχρεώσεων. Αυτή η αδυναμία έπληξε και πλήττει ακόμα τη ρευστότητα των επίσημων διεθνών τραπεζικών και πιστωτικών οργανισμών, δυσκολεύοντας έτσι τις διεθνείς οικονομικές συναλλαγές. Όλα τα προηγούμενα, οδηγούν εν τέλει στον κλονισμό της παγκόσμιας οικονομικής ισορροπίας και ευρωστίας, που φυσικά συνεπάγεται δυσμενείς εξελίξεις και σε επίπεδο κάθε χώρας, π.χ άνοδο των τιμών κ.λ.π.

Επομένως η αξιολόγηση μιας χώρας και η εκτίμηση της δανειοληπτικής ικανότητας της είναι θέμα μείζονος σημασίας για την εξέλιξη της σε εγχώριο και διεθνές επίπεδο και ενδιαφέρει πλήθος επενδυτών, χρηματοοικονομικών αναλυτών, χρηματοπιστωτικών οργανισμών και ιδρυμάτων, τόσο σε μεμονωμένο επίπεδο όσο και σε επίπεδο χώρας.

Κυριότερος παράγοντας ανάπτυξης μιας χώρας αποτελούν οι επενδύσεις που πραγματοποιεί. Ο κίνδυνος χώρας συνδέεται με τις επενδύσεις μιας χώρας και με την αβεβαιότητα που συνεπάγονται εξαιτίας των χαμηλών αποδόσεων που πιθανόν έχουν. Ο κίνδυνος χώρας υποδιαιρείται σε οικονομικό, εμπορικό και πολιτικό κίνδυνο. Συχνά μια χώρα μην έχοντας ιδίους πόρους να καλύψει τις επενδυτικές της κινήσεις, καταφεύγει στον εξωτερικό δανεισμό. Ο εξωτερικός δανεισμός ενέχει τον κίνδυνο η χώρα να μην μπορέσει να ανταποκριθεί στις εξωτερικές τις δανειακές υποχρεώσεις εξαιτίας

λανθασμένης αξιολόγησης και βαθμολόγησης της χώρας ή απρόβλεπτων οικονομικών γεγονότων, π.χ πετρελαϊκές κρίσεις, που ανατρέπουν την υπάρχουσα οικονομική κατάσταση της. Άρα ο κύριος σκοπός της εκτίμησης του κινδύνου χώρας είναι η πρόβλεψη και ο αποκλεισμός των χωρών που δεν θα μπορούν να ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις του εξωτερικού δανεισμού. Δευτερεύοντος σκοπός της αξιολόγησης του κινδύνου είναι η επισήμανση των δυνάμεων και αδυναμιών μιας χώρας έτσι ώστε να συμβάλλει στην άνοδο και βελτίωση αυτής.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω καθίσταται επιτακτική η ανάγκη προσδιορισμού μεθόδων και τεχνικών ανάλυσης του κινδύνου χώρας. Οι συνηθέστερες τεχνικές και μέθοδοι ανάλυσης εντάσσονται στον χώρο της στατιστικής, όπως η διακριτική ανάλυση και το λογιστικό υπόδειγμα πρόβλεψης. Άλλες εντάσσονται στον χώρο της πολυκριτήριας ανάλυσης, όπως UTADIS και MHDIS. Τέλος, έχουμε και κάποιες μη παραμετρικές προσεγγίσεις, όπως τα προσεγγιστικά σύνολα, τα νευρωνικά δίκτυα κ.λ.π.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον στο σημείο αυτό χρήζει η αναφορά στους διάφορους οργανισμούς χρηματοοικονομικής ανάλυσης (Moody's, Standard & Poor's κ.λ.π) που έχουν επινοήσει συγκεκριμένες μεθοδολογίες αξιολόγησης, βαθμολόγησης και κατάταξης των διάφορων χωρών, ανάλογα με την προκύπτουσα βαθμολογία τους. Η αξιολόγηση των οργανισμών αυτών χρήζει παγκόσμιου κύρους και εμπέλειας και είναι δυνατόν να επηρεάσει σημαντικά την μελλοντική εξέλιξη μιας χώρας.

Στα πλαίσια της παρούσας διατριβής θα γίνει μια προσπάθεια θεωρητικής προσέγγισης των όσων προελέχθησαν. Δηλαδή θα γίνει μια προσπάθεια απόδοσης της έννοιας του κινδύνου χώρας και των βασικών της προσδιοριστικών της παραγόντων και εννοιών. Επιπρόσθετα, αναφορά στις έρευνες και τεχνικές εκτίμησης του κινδύνου χώρας κρίνεται σκόπιμη για τον αναγνώστη και ακροατή. Επιπλέον θα γίνει προσπάθεια απόδοσης της διάστασης της ωφελιμότητας του κινδύνου χώρας για την παγκόσμια οικονομία, καθώς και της σημαντικότητας των διάφορων οργανισμών χρηματοοικονομικής ανάλυσης και των βασικών μεθόδων που χρησιμοποιούν για την αξιολόγηση του κινδύνου μιας χώρας, σημείο που χαίρει ιδιαίτερου ενδιαφέροντος. Τέλος θα γίνει μια σύντομη αναφορά στις σημαντικότερες κύριες βιβλιογραφικές μελέτες σχετικά με τον κίνδυνο χώρας.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
----------------	---

ΜΕΡΟΣ Α : ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΩΡΑΣ - Βασικές Έννοιες & Βασικά Μέτρα για την Ανάλυση

1.1 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΩΡΑΣ – ΓΕΝΙΚΑ	7
1.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΕ ΕΠΙΠΕΔΟ ΧΩΡΑΣ.....	8
1.3 ΒΑΣΙΚΑ ΑΙΤΙΑ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ.....	12
1.4 ΒΑΣΙΚΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ ΧΩΡΑΣ	13
1.5 Η ΦΥΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ.....	16
1.6 ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ.....	17

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Ανάλυση Κινδύνου Χώρας : Βασικά Σημεία & Προσδιοριστικοί Παράγοντες

2.1 Η ΑΝΑΓΩΓΗ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ ΣΕ ΕΠΙΣΤΗΜΗ.....	19
2.2 ΒΑΣΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ	20
2.2.1 Εκτίμηση της οικονομικής πολιτικής	20
2.2.2 Εκτίμηση της πολιτικής κατάστασης	25
2.2.3 Εκτίμηση του Βέλτιστου επιπέδου Δανειακής Επιβάρυνσης	28

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Βασικά Συστήματα Εκτίμησης του Κινδύνου Χώρας

3.1 ΤΥΠΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ	32
3.2 ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΜΕ ΛΙΣΤΑ ΕΛΕΓΧΟΥ.....	34
3.3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ	34

3.4 ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΡΟΕΙΔΟΠΟΙΗΣΗΣ (Early warning systems)	35
3.5 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ.....	36
3.6 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΣΕΝΑΡΙΩΝ	37
3.7 ΤΑΚΤΙΚΗ ΣΕΙΡΑΣ ΕΠΙΣΚΕΨΕΩΝ ΣΤΗΝ ΠΡΟΣ ΕΞΕΤΑΣΗ ΧΩΡΑ	37
3.8 ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΒΑΘΜΟΛΟΓΗΣΗΣ (Country risk rating systems).....	38

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Κίνδυνος Χώρας και Τραπεζικά

Συστήματα.....	42
4.1 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΓΕΝΙΚΑ	43
4.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	43
4.3 ΚΑΝΤΕΥΘΥΝΤΗΡΙΕΣ ΑΡΧΕΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ.....	46
4.4 ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΡΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	47

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Εταιρείες Αξιολόγησης της Δανειοληπτικής Ικανότητας των Χωρών

5.1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΔΑΝΕΙΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ	52
5.2 ΒΑΣΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΤΩΝ ΠΡΑΚΤΟΡΩΝ.....	62
5.3 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΠΡΑΚΤΟΡΩΝ	65
5.4 ΒΑΣΙΚΕΣ ΚΡΙΤΙΚΕΣ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΛΕΧΘΕΙ ΟΙ ΠΡΑΚΤΟΡΕΣ	68

ΜΕΡΟΣ Β : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ – ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΚΥΡΙΑΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Προηγούμενες Βιβλιογραφικές Μελέτες Για Διάφορες Πτυχές Της Ανάλυσης Του Κινδύνου Χώρας

6.1 ΓΕΝΙΚΑ	71
6.2 ΕΡΕΥΝΕΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟΥΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΔΑΝΕΙΟΛΗΠΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ.....	73
6.2.1 Οικονομικοί παράγοντες	73
6.2.2 Πολιτικοί παράγοντες	81
6.3 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ	

ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ	85
6.4 ΠΟΛΥΚΡΙΤΗΡΙΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΚΑΙ ΜΟΝΤΕΛΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ	90
6.5 ΛΟΙΠΕΣ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ.....	100
6.6 ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΟΥ ΕΞΕΤΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΒΑΣΙΚΗ ΕΠΙΡΡΟΗ ΤΩΝ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΚΩΝ ΚΑΤΑΤΑΞΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΠΡΑΚΤΟΡΩΝ ΕΝ ΓΕΝΕΙ.....	108
6.7 ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΞΕΤΑΣΗ ΤΗΣ ΣΥΣΤΑΣΗΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ.....	122
 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Συμπεράσματα	125
 ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι.....	131
 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	142

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Είναι γενικά αποδεκτό κατά τις τελευταίες δεκαετίες, ότι γεγονότα όπως η παγκοσμιοποίηση των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών αγορών, η νομισματική ενοποίηση στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης και άλλων διεθνών οργανισμών, έχουν οδηγήσει σε επέκταση των «κλειστών» αγορών και σε διεύρυνση των διάφορων μορφών επενδύσεων στις οικονομίες. Η αλληλοσυσχέτιση και αλληλεξάρτηση των οικονομιών των χωρών, έχει καταστήσει τους επενδυτές περισσότερο ευαίσθητους στους διάφορους κινδύνους που διέπουν την κάθε χώρα χωριστά. Ο εθνικός κίνδυνος στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης των αγορών και της διεθνούς συνεργασίας έχει πλέον αναχθεί σε παγκόσμιο κίνδυνο. Με άλλα λόγια, ο κίνδυνος που χαρακτηρίζει μια χώρα ενδιαφέρει και όλες τις υπόλοιπες χώρες που συνεργάζονται μαζί της και έχουν οικονομικό και πολιτικό συμφέρον από αυτήν.

Συνεπώς υπάρχει αυξανόμενο ενδιαφέρον για αξιόπιστη εκτίμηση των διαφορετικών μορφών κινδύνων στις διάφορες χώρες. Όλα αυτά έχουν οδηγήσει στην εισαγωγή της έννοιας του κινδύνου χώρας και στην καθιέρωση της δημοσίευσης των αναλύσεων και κατατάξεων από τα διεθνή πρακτορεία εκτίμησης κινδύνου.

Η έννοια του κινδύνου χώρας υφίσταται από τότε που οι διεθνείς συναλλαγές έκαναν την εμφάνισή τους κατά τα μέσα της δεκαετίας του 1970. Η μεγαλύτερη εκδοχή του κινδύνου χώρας ήταν πολιτικός κίνδυνος μέσα από επαναλαμβανόμενες εθνικοποιήσεις ή δημεύσεις των ξένων αποίκων στις αναπτυσσόμενες χώρες, την χρονική στιγμή που τα περιουσιακά αυτά στοιχεία αφορούσαν την εκμετάλλευση των φυσικών πηγών. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 έως 1980 συντελέστηκε μια μεγάλη μεταστροφή. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται από ανακύκλωση των οικονομικών πλεονασμάτων των χωρών που ήταν εξαγωγείς πετρελαίου από τις τράπεζες της Δύσης. Στο στάδιο αυτό η τραπεζική διαμεσολάβηση υπήρξε έντονη. Οι δανειζόμενοι ήταν κυρίως κυβερνήσεις ή επιχειρήσεις υπό κρατικό καθεστώς στις αναδυόμενες οικονομίες και οι πιστωτές ήταν εμπορικές τράπεζες, δημόσιοι πιστωτές από τις λιγότερο αναπτυσσόμενες χώρες και εταιρείες με πολύπλευρη δραστηριότητα. Έπειτα οι περισσότερες λατινοαμερικάνικες και άλλες αναπτυσσόμενες χώρες αθέτησαν τα διεθνή δάνεια τους και χρειάστηκε να επαναδομήσουν και επαναπροσδιορίσουν τις ξένες τους υποχρεώσεις (1982-1987). Μια νέα μετάβαση συντελέστηκε με την ιδιωτικοποίηση των διεθνών χρηματοδοτήσεων και την σχετική οικονομική ολοκλήρωση των αγορών των αναπτυσσόμενων χωρών στις διεθνείς οικονομικές χρηματοροές. Η έννοια της καθαρά οικονομικής κρίσης υφίσταται ξεκάθαρα, αλλά συνδέεται με οικονομικές αναταραχές συμπεριλαμβανόμενου την πτώση των επιτοκίων, τραπεζικές κρίσεις και τις εγχώριες αθετήσεις (domestic default). Η τρίτη

φάση του κινδύνου χώρας είναι ως έχει και σήμερα και αναφέρεται κυρίως σε κυβερνητικές αποφάσεις σχετικά με την αποπληρωμή και χορήγηση πίστωσης.

Συνεπώς η εκτίμηση του κινδύνου χώρας αποκτά ολοένα και μεγαλύτερη σημαντικότητα για το σύνολο των επενδυτών : τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τις τράπεζες, τους μεμονωμένους επενδυτές – εταιρείες, αλλά και τις ίδιες τις χώρες. Η εκτίμηση του κινδύνου χώρας είναι σημαντική γιατί έχει μια γενική επιρροή στο συνολικό επίπεδο των επενδύσεων σε μια χώρα. Προσδιορίζει τον όγκο, καθώς και την ποιότητα και την σταθερότητα των επενδύσεων. Οι χώρες χαμηλού κινδύνου αποτελούν πόλο έλξης για επενδύσεις, μάλιστα μακροπρόθεσμης διάρκειας. Η αυξημένη τάση για επενδύσεις θα οδηγήσει σε αύξηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, σε άνοδο της απασχόλησης και σε οικονομική ευρωστία του πληθυσμού γενικότερα. Αντίθετα οι χώρες υψηλού κινδύνου έλκουν περισσότερο βραχυπρόθεσμες επενδύσεις. Αυτές οι επενδύσεις συνοδεύονται από στρατηγική τέτοιου τύπου ώστε να είναι άμεση η απόσυρση του κεφαλαίου οποιαδήποτε στιγμή.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι μια χώρα με προβλήματα βιωσιμότητας αντιμετωπίζει πολιτικά και κοινωνικά προβλήματα, καθώς η δυσαρέσκεια κατά των κυβερνήσεων και οι αντιθέσεις μεταξύ των κοινωνικών ομάδων γίνονται ολοένα και πιο έντονες. Η οποιαδήποτε μέθοδος εκτίμησης του κινδύνου χώρας χρειάζεται επομένως να συμπεριλάβει πολύπλευρες πτυχές : από πολιτικά γεγονότα μέχρι την κατάρρευση της αγοράς, από μεγάλες αναταραχές σε σταδιακές καταρρεύσεις. Η έννοια του κινδύνου χώρας χρειάζεται να συμπεριλάβει το παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον και την ολοένα και μεγαλύτερη διεύρυνση του διεθνούς σκηνικού, όπου η σχέση μεταξύ των οικονομικών και πολιτικών παραγόντων γίνεται ολοένα και πιο στενή. Μια πρώτη προσέγγιση περιορίζεται στους οικονομικούς και χρηματοοικονομικούς προσδιοριστικούς παράγοντες εκτίμησης του κινδύνου. Επίσης, μπορεί να αποδειχθεί ότι φαινόμενα οικονομικών κρίσεων αποτελούν απλώς και μόνο σύμπτωση. Για παράδειγμα, οι διεθνείς οικονομικές κρίσεις ρευστότητας και η ανάγκη για μέτρα αντιμετώπισης τους συνδέονται σχεδόν πάντα με αθετήσεις μακροπρόθεσμα όσον αφορά την τρέχουσα ισοτιμία ή μια υποτίμηση του ρυθμού συναλλαγών (exchange rate). Σημαντική είναι η επιλογή των κατάλληλων οικονομικών, χρηματοοικονομικών και πολιτικών μεταβλητών κατά την ανάλυση. Αξίζει να υπογραμμιστεί ότι μεγάλη σημασία για την ανάλυση είναι η ικανότητα για κατάλληλο συνδυασμό των μεταβλητών, έτσι ώστε να συλλάβουν την μη γραμμική σχέση μεταξύ του οικονομικού περιβάλλοντος και της συντέλεσης της κρίσης.

Στα πλαίσια του αυξημένου ενδιαφέροντος για την ανάλυση του κινδύνου χώρας εντάσσεται και η ανάπτυξη των διάφορων εταιρειών (πρακτορείων) αξιολόγησης του κινδύνου χώρας. Ανάμεσα στο διεθνή κύκλο των επενδυτών, η χρήση των αξιολογήσεων διεθνών πρακτόρων, όπως η Moody's ή Standard & Poor's είναι πολύ διαδεδομένη. Οι εταιρείες αξιολόγησης του χρηματοπιστωτικού κινδύνου έχουν ως κύριο σκοπό την αξιολόγηση της χρηματοπιστωτικής αξιοπιστίας μιας χώρας, όπως καθορίζεται από την

πιθανότητα αθέτησης της υποχρέωσης αποπληρωμής του χρέους της. Οι εταιρείες αυτές συλλέγουν στοιχεία μέσα από καθιερωμένους δείκτες και κριτήρια και μέσα από εφαρμοσμένες διαδικασίες και μεθόδους, απεικονίζουν την σχετική αντίληψη που έχουν σχετικά με την πιστοληπτική αξιοπιστία μιας χώρας με έναν χαρακτηρισμό, ανάλογα με την βαθμολογική κλίμακα (μεθοδολογία) που υιοθετούν.

Αλλαγές στις βαθμολογίες, μπορεί να έχουν δραστικές επιπτώσεις καθώς επηρεάζεται το σύνολο των επενδυτών. Οι αλλαγές αυτές συνεπάγονται νέες πληροφορίες για το σύνολο των οικονομιών και επηρεάζουν το σύνολο των επενδυτών. Αυτή η επιρροή των βαθμολογικών κατατάξεων τείνει να είναι μεγαλύτερη στις αναπτυσσόμενες αγορές όπου υπάρχουν προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης και η διαφάνεια είναι λιγότερη. Εντέλει οι αλληλεπιδράσεις αυτές μπορεί να αποτελέσουν την απαρχή για μια σειρά από αλλαγές, με τις αλλαγές για μια χώρα να επηρεάζουν το σύνολο των χωρών. Οι επιρροές μεταξύ των χωρών μπορεί να είναι τεράστιες. Οι πράκτορες μπορεί να συμβάλλουν στην μετάδοση αυτών των επιρροών στις οικονομικές αγορές ανά τον κόσμο. Παράλληλα, πληροφορίες σχετικά με τις αποδόσεις μιας συγκεκριμένης αγοράς μπορούν να επηρεάσουν τις αποδόσεις άλλων αξιών και χρηματοπιστωτικών τίτλων. Έτσι, οι πράκτορες μπορούν να συμβάλλουν στην αύξηση της οικονομικής ανισορροπίας. Άλλωστε είναι γενικά παραδεκτό ότι οι πράκτορες ανάλογα με την στάση τους και τον χαρακτηρισμό μιας χώρας μπορούν να οδηγήσουν στην ανάπτυξη και προαγωγή της χώρας, καθώς μια καλή βαθμολογία αυξάνει την εμπιστοσύνη και την τάση των επενδυτών για επένδυση και μεταφορά κεφαλαίων. Ομοίως μπορούν πολύ εύκολα να δυσχεράνουν την θέση μιας χώρας, καθώς μια χαμηλή βαθμολογία μειώνει την πιθανότητα άντλησης διεθνών κεφαλαίων για την υλοποίηση επενδυτικών προγραμμάτων. Επίσης, η σχετική κατάταξη μιας χώρας τείνει να επηρεάσει τις αποδόσεις των αγορών μετοχών και ομολόγων και των λοιπών δευτερευουσών αγορών. Μάλιστα οι *Kaminsky και Schmukler (2001)* επισημαίνουν ότι οι αξιολογήσεις είναι κρίσιμες για τις αναπτυσσόμενες χώρες, που εμφανίζουν υψηλή ευαισθησία σε αυτές.

Εξαιτίας του πολύπλευρου και δυναμικού χαρακτήρα και της μεγάλης επιρροής στις αναπτυγμένες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, ο κίνδυνος χώρας αποτελεί θέμα που έχει απασχολήσει τον κύκλο των οικονομολόγων, χρηματοοικονομικών αναλυτών και επιχειρησιακών επενδυτών. Η υπάρχουσα βιβλιογραφία περιλαμβάνει ένα μεγάλο εύρος από μελέτες που αφορούν την εκτίμηση του κινδύνου χώρας, τόσο σε θεωρητικό όσο και σε εμπειρικό επίπεδο μοντελοποίησης διαφόρων μεθόδων και υποδειγμάτων για την εκτίμηση του κινδύνου. Οι βασικές προσεγγίσεις σε θεωρητικό επίπεδο αποτελούν προσπάθεια αποσαφήνισης της έννοιας του κινδύνου χώρας, των διαφορετικών μορφών της (πιστωτικός κίνδυνος, κίνδυνος μεταφοράς, πολιτικός κίνδυνος κ.λ.π), του προσδιορισμού των βασικών γενεσιουργών αιτιών και την περιγραφή των καθιερωμένων διαδικασιών και συστημάτων που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση του κινδύνου. Η

εμπειρική προσέγγιση του κινδύνου χώρας χαρακτηρίζεται από πληθώρα μελετών, που μέσα από εναλλακτικές τεχνικές και κριτήρια, επιχειρούν να μοντελοποιήσουν τον κίνδυνο χώρας. Αξιοσημείωτες είναι οι έρευνες που βασίζονται σε στατιστικές τεχνικές και μεθόδους και άλλες που βασίζονται σε πολυκριτήριες πρακτικές. Πολλοί επίσης είναι οι ερευνητές που επιχείρησαν να κατασκευάσουν και να προτείνουν κάποια εναλλακτική μέθοδο ή υπόδειγμα για την εκτίμηση του κινδύνου χώρας. Χαρακτηριστικές επίσης είναι οι κύριες κατηγορίες μελετών που προσπαθούν να ερμηνεύσουν πως οι αξιολογήσεις των πρακτόρων επηρεάζουν τις αποδόσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών και την ανάπτυξη της οικονομίας της χώρας και την εξέταση του ρόλου του κινδύνου χώρας στην σύνθεση του διεθνούς χαρτοφυλακίου επενδύσεων εξετάζοντας τον ρόλο και την στατιστική σημασία του κινδύνου χώρας στα διεθνή χαρτοφυλάκια μετοχών και λοιπών αξιών μέσα από εναλλακτικές τεχνικές και κριτήρια.

Άρα η διαφοροποίηση και εκμετάλλευση των νέων επενδυτικών ευκαιριών, όπως δημιουργούνται μέσα από το διεθνές οικονομικό σκηνικό, επιτάσσει την πλέον ολοκληρωμένη προσέγγιση και εκτίμηση του κινδύνου χώρας, μέσα από την ορθή εκτίμηση υπαρχουσών συνθηκών και την λήψη των κατάλληλων αποφάσεων.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να αποτελέσει μια κατανοητή, προσιτή και ολοκληρωμένη κατά το δυνατόν προσέγγιση του κινδύνου χώρας. ***Εξαιτίας της πολυδιάστατης σημασίας του κινδύνου χώρας, η έννοια αυτή προσεγγίζεται από την σκοπιά των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, μιας και αποτελούν τους βασικούς «παίκτες» του διεθνούς σκηνικού.*** Συγκεκριμένα, γίνεται μια απόπειρα απόδοσης της έννοιας και της πολυδιάστατης σημασίας του κινδύνου χώρας ως καταλυτικό παράγοντα ώθησης ή επιβράδυνσης της οικονομικής ανάπτυξης και εξέλιξης των οικονομιών γενικά. Επίσης, εξαιτίας της μεγάλης έκτασης της βιβλιογραφίας κρίνεται σκόπιμη η αναφορά στις κυριότερες έρευνες που αφορούν την ανάλυση του κινδύνου χώρας. Μέσα από την μελέτη των κυριότερων ερευνών, επιτυγχάνεται περισσότερο η εξοικείωση με θεωρητικές έννοιες του κινδύνου χώρας. Χρειάζεται να τονιστεί ιδιαίτερα ότι ο επιτυχέστερος τρόπος για κατανόηση και περαιτέρω ανάλυση είναι πάντα η προηγούμενη μελέτη και ανάλυση προηγούμενων επιστημονικών συγγραμμάτων.

Η παρούσα εργασία χωρίζεται σε δυο μέρη. Στο πρώτο μέρος, που διαιρείται σε πέντε κεφάλαια πραγματοποιείται μια προσπάθεια ολοκληρωμένου προσδιορισμού, από εννοιολογικής και θεωρητικής άποψης, του κινδύνου χώρας. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στον κίνδυνο χώρας, στις βασικές εννοιολογικές έννοιες (ορισμοί και βασικές κατηγορίες κινδύνου), τα βασικά αίτια και τα προβλήματα που σχετίζονται με τον κίνδυνο χώρας. Επίσης τονίζεται η δυναμική φύση της ανάλυσης του κινδύνου χώρας, καθώς προσδιορίζεται από ποικίλους προσδιοριστικούς παράγοντες και η σημασία της αξιολόγησης και έγκαιρης πρόβλεψης του κινδύνου.

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται μια εκτενής αναφορά στα βασικά σημεία που χρειάζεται να προσεχθούν κατά την ανάλυση. Ένας επιτυχημένος αναλυτής χρειάζεται

να εκτιμήσει την υπάρχουσα οικονομική κατάσταση και την ασκούμενη πολιτική της κυβέρνησης και την πολιτική κατάσταση της χώρας. Ο αποτελεσματικός προσδιορισμός του βέλτιστου επιπέδου δανειακής επιβάρυνσης μπορεί να οδηγήσει σε βασικά συμπεράσματα αναφορικά με τον κίνδυνο χώρας.

Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται μια ανασκόπηση των καθιερωμένων μέχρι σήμερα συστημάτων εκτίμησης του κινδύνου χώρας. Γίνεται παρουσίαση κάθε συστήματος με ταυτόχρονη αντιπαράθεση των βασικών πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων κάθε μεθόδου.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στην σχέση του κινδύνου χώρας με τα υπάρχοντα τραπεζικά συστήματα. Ο κίνδυνος χώρας ενδιαφέρει κυρίως τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, καθώς είναι υπεύθυνα για την ζήτηση και προσφορά δανειακών κεφαλαίων για την χρηματοδότηση νέων επενδύσεων σε ξένες χώρες. Οι περισσότερες πολυεθνικές τράπεζες διαθέτουν οργανωμένα εσωτερικά συστήματα εκτίμησης του κινδύνου χώρας, ενώ οι μικρές τράπεζες περιορίζονται σε εκτιμήσεις εξωτερικών αναλυτών. Επίσης καθοριστικός είναι ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών, που παρέχουν τις κατευθυντήριες οδηγίες και γραμμές για την πολιτική των τραπεζών.

Στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται μια παρουσίαση των κυριοτέρων οργανισμών εκτίμησης του κινδύνου χώρας, με ιδιαίτερη έμφαση στους δυο μεγάλους πράκτορες Moody's και Standard & Poor's. Γίνεται αναφορά στα βασικά κριτήρια και στις βασικές κριτικές που έχουν δεχθεί στην υπάρχουσα βιβλιογραφία. Επίσης γίνεται και μια συγκριτική αξιολόγηση των πρακτόρων.

Στο δεύτερο μέρος γίνεται μια ανασκόπηση των κυριοτέρων εμπειρικών προσεγγίσεων στην υπάρχουσα βιβλιογραφία του κινδύνου χώρας. Πρώτα απ' όλα γίνεται διάκριση σε αυτές που κατά τη εξέταση της δανειοληπτικής ικανότητας λαμβάνουν υπόψη οικονομικούς ή πολιτικούς παράγοντες. Η χρήση των τεχνικών στις μελέτες αυτές είναι κυρίως στατιστικής φύσης. Έπειτα γίνεται αναφορά στις εναλλακτικές προσεγγίσεις για την ανάλυση του κινδύνου χώρας. Ξεχωριστά αναφέρονται οι πολυκριτήριες μέθοδοι και τα μοντέλα για την ανάλυση του κινδύνου χώρας. Επίσης παρατίθεται ένα σύνολο εναλλακτικών τεχνικών και μοντέλων για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας. Ιδιαίτερη σημασία δίνεται στις μελέτες που αφορούν στην εξέταση της βασικής επιρροής των βαθμολογικών κατατάξεων και των πρακτόρων στις αποδόσεις των διεθνών χαρτοφυλακίων και κεφαλαιαγορών και γενικά στην μελλοντική πορεία καθαυτών χωρών.

Η παρούσα διατριβή ολοκληρώνεται με την παρουσίαση των βασικών συμπερασμάτων. Επιπλέον γίνονται περαιτέρω υποδείξεις για βήματα βελτίωσης στο μέλλον.

ΜΕΡΟΣ Α':

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΩΡΑΣ

Βασικές Έννοιες & Βασικά Μέτρα για την Ανάλυση

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται μια εκτενής αναφορά στις βασικές θεωρητικές έννοιες που σχετίζονται με την έννοια του κινδύνου χώρας. Συγκεκριμένα γίνεται μια συνοπτική παρουσίαση των κυριότερων μορφών κινδύνων στους οποίους υποδιαιρείται η γενικότερη έννοια του κινδύνου χώρας. Επίσης, θεωρείται σκόπιμη και η συνοπτική παράθεση βασικών μέτρων για την εκτίμηση κάθε κινδύνου χωριστά. Ακόμα γίνεται παρουσίαση των βασικών παραγόντων που συμβάλλουν στην αύξηση του κινδύνου χώρας, που προσδιορίζουν την δυναμική φύση του κινδύνου και την σημασία της ανάλυσης και εκτίμησης του κινδύνου για τις τράπεζες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα γενικά, τις επιχειρήσεις και το σύνολο των μεμονωμένων επενδυτών, καθώς και για τις ίδιες τις χώρες που αφορά ο κίνδυνος.

1.1 ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΧΩΡΑΣ - ΓΕΝΙΚΑ

Η γενικευμένη έννοια του κινδύνου ορίζεται ως την πιθανότητα κάποια γεγονότα, προσδοκώμενα ή μη προσδοκώμενα, να έχουν αρνητικό αποτέλεσμα στα έσοδα ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος ή μιας επιχείρησης. Ο κίνδυνος μπορεί να σχετίζεται με βασικές εργασίες των τραπεζών, όπως παροχή πιστώσεων, επιτόκιο συναλλαγών, ρευστότητα, τιμές των χρηματοπιστωτικών προϊόντων, τρέχουσες ισοτιμίες συναλλάγματος και λοιπές στρατηγικές κινήσεις που συνδέονται με την τράπεζα. Οι κίνδυνοι που συνδέονται με αυτούς τους παράγοντες δεν είναι αμοιβαίως αποκλειόμενοι με την έννοια ότι οποιοδήποτε προϊόν ή υπηρεσία που παρέχεται σε εγχώριο ή διεθνές επίπεδο, μπορεί να εκθέσει τις τράπεζες σε πολλαπλούς κινδύνους. Η έννοια όμως του κινδύνου υφίσταται και για τις επιχειρήσεις και τους μεμονωμένους επενδυτές και έχει άμεση σχέση με την βιωσιμότητά τους.

Παράλληλα με τους κινδύνους που συνδέονται με τις τοπικές λειτουργίες, οι τράπεζες που ασκούν διεθνή δραστηριότητα εκτίθενται σε έναν ακόμα κίνδυνο, τον *κίνδυνο χώρας*. Ο κίνδυνος χώρας αφορά και το σύνολο των ξένων επενδυτών που δραστηριοποιούνται διεθνώς, πραγματοποιώντας εισαγωγές και εξαγωγές και επενδύσεις σε ξένες χώρες. Η άμεση απειλή που διατρέχουν είναι ο κίνδυνος αποτυχίας νέων επενδύσεων, δεδομένου ότι τα κεφάλαια που έχουν δαπανηθεί για την υλοποίησή τους δεν μπορούν να αποσυρθούν άμεσα. Κατά τον *Calverley (1990)* ο κίνδυνος χώρας υπό την ευρύτερη έννοια μπορεί να αφορά τις πιθανές οικονομικές απώλειες εξαιτίας των προβλημάτων που προκύπτουν λόγω των μακροοικονομικών ή / και πολιτικών

γεγονότων σε μια χώρα. Συγκεκριμένα, ο κίνδυνος χώρας συνδέεται με τις οικονομικές, κοινωνικές και πολιτικές συνθήκες και γεγονότα που επικρατούν σε μια ξένη χώρα που επηρεάζουν τις οικονομικές αποδόσεις ενός χρηματοπιστωτικού οργανισμού, όπως η τράπεζα. Εκτός από την αρνητική επίδραση που θα έχουν οι δυσάρεστες οικονομικές, πολιτικές και κοινωνικές συνθήκες στο επιτόκιο δανεισμού, ο κίνδυνος χώρας περιλαμβάνει την πιθανότητα για εθνικοποίηση ή απαξίωση των περιουσιακών στοιχείων, άρνηση της κυβέρνησης να πληρώσει το εξωτερικό της χρέος, έλεγχο της τιμής του συναλλάγματος και υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος.

1.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΕ ΕΠΙΠΕΔΟ ΧΩΡΑΣ

Σχετικές έννοιες για τον σαφέστερο ορισμό της έννοιας του κινδύνου χώρας κατά τον Calverley (1990) είναι οι έννοιες κίνδυνος κράτους (sovereign risk), κίνδυνος μεταφοράς (transfer risk), οικονομικός κίνδυνος, συναλλαγματικός κίνδυνος, γεωγραφικός κίνδυνος (location or neighborhood risk), πολιτικός κίνδυνος και μια γενικότερη έννοια γενικευμένος κίνδυνος (generalised risk, που συνοψίζει τον πολιτικό και οικονομικό κίνδυνο μαζί).

Ο βασικός κίνδυνος στην περίπτωση του κινδύνου κράτους έγκειται στο γεγονός η κυβέρνηση να βρεθεί σε αδυναμία ή σε απροθυμία αποπληρωμής των βασικών υποχρεώσεων της. Περιλαμβάνει τον φόβο η κυβέρνηση να εμπλακεί σε ελεύθερη και ανεξέλεγκτη μεταφορά κεφαλαίου. Σημειώστε ότι η περίπτωση αυτού του κινδύνου δεν αναφέρεται σε μια συγκεκριμένη επιχείρηση και τα σχετικά ερωτήματα που προκύπτουν είναι : πρώτα αν η κυβέρνηση έχει αρκετό ξένο συνάλλαγμα για να πληρώσει και δεύτερον αν είναι να διατεθειμένη να αποπληρώσει τις δανειακές της υποχρεώσεις. Για πολιτικούς ή οικονομικούς λόγους η κυβέρνηση μπορεί να εισάγει αυστηρούς ελέγχους για το συνάλλαγμα ή να επιβάλλει χρεοστάσια (debt moratorium).

Δάνεια που απευθύνονται σε βιομηχανικές ή εμπορικές επιχειρήσεις στα οποία εγγυητής δεν είναι η κυβέρνηση μιας χώρας μπορούν εύκολα να εξεταστούν υπό το πρίσμα τριών μορφών κινδύνου. Σε μικροοικονομικό επίπεδο εξετάζεται η πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης από την σκοπιά της διαχειριστικής και εμπορικής της ικανότητας και βιωσιμότητας. Κατόπιν εξετάζεται ο κίνδυνος που συνδέεται με το είδος της δραστηριότητας της συγκεκριμένης επιχείρησης. Κανένα από τα παραπάνω δεν συνδέεται με την έννοια του κινδύνου χώρας.

Τα βασικά μέτρα που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση του κινδύνου σχετίζονται άμεσα με την προθυμία για πληρωμή. Η εξέταση αυτή περιλαμβάνει μια εκτίμηση της συμπεριφοράς της κυβέρνησης στο παρελθόν, μια ανάλυση του πιθανού κόστους που θα έχει για την κυβέρνηση η άρνηση πληρωμής και μια μελέτη της πιθανότητας επαναπρογραμματισμού του χρέους από εταιρικές συνεργασίες ιδιωτικών επενδυτών ή

διεθνών οργανισμών. Ο κίνδυνος αυτός επηρεάζεται και από το διεθνές σκηνικό που επικρατεί.

Άλλη μορφή κινδύνου που βρίσκεται σε απόλυτη αλληλεπίδραση με τον κίνδυνο κράτους είναι ο *κίνδυνος μεταφοράς (transfer risk)*. Η μορφή αυτή κινδύνου αφορά την περίπτωση, που η δανειζόμενη χώρα έχει αρκετό εγχώριο συνάλλαγμα από τις χρηματικές ροές της πραγματοποιούμενης επένδυσης, δεν έχει όμως το απαραίτητο συνάλλαγμα σε ξένο νόμισμα ώστε να πραγματοποιήσει τα απαιτούμενα εμβάσματα προς εξυπηρέτηση των δανειακών της υποχρεώσεων. Η περίπτωση αυτή του κινδύνου αναλύεται κατά παρόμοιο τρόπο με τον κίνδυνο κράτους, δεδομένου ότι υπάρχουν και μη οικονομικοί παράγοντες που σχετίζονται με την ανάλυση του κινδύνου. Άρα η ανάλυση του κινδύνου κράτους είναι ιδανική και για την ανάλυση του κινδύνου μεταφοράς (*transfer risk analysis*). Οι οικονομικές υποχρεώσεις μιας επιχείρησης μπορούν να εξυπηρετηθούν μόνο στην περίπτωση που υπάρχει κάποια ανεξάρτητη πηγή ξένου συναλλάγματος και ανεξάρτητα από το αν η ίδια η κυβέρνηση αναδιοργανώνει τις δικές της δανειακές υποχρεώσεις.

Ο *οικονομικός κίνδυνος* αφορά μια σημαντική αλλαγή στην οικονομική δομή ή στον ρυθμό ανάπτυξης μιας χώρας που προκαλεί μεγάλη αλλαγή στην αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης και συνδέεται άμεσα με την μακροοικονομική πολιτική μιας χώρας. Για παράδειγμα, μια σταθερή νομισματική πολιτική και χαμηλοί ρυθμοί πληθωρισμού και ανεργίας συμβάλλουν στον περιορισμό του κινδύνου χώρας. Όταν η οικονομική κατάσταση μιας χώρας γίνει ασταθής, τότε ο κίνδυνος χώρας μπορεί να αυξηθεί. Οι σχετικοί κίνδυνοι προκύπτουν από αλλαγές στους θεμελιακούς οικονομικούς στόχους και πολιτικές (διεθνείς, νομισματικούς, προϋπολογιστικούς στόχους ή προγράμματα) ή από μια σημαντική αλλαγή στο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της χώρας (έλλειμμα μιας πηγής, πτώση της βιομηχανικής παραγωγής, μια δημογραφική μετανάστευση). Ο οικονομικός κίνδυνος συχνά αλληλοκαλύπτει τον πολιτικό κίνδυνο σε πολλά συστήματα καθώς και δυο συνδέονται με την άσκηση πολιτικής.

Οι αναλυτές στην προσπάθειά τους για εκτίμηση του κινδύνου εξετάζουν κλασικά μέτρα, όπως η οικονομική και νομισματική πολιτική. Για επενδύσεις μακράς χρονικής διάρκειας επίσης εξετάζουν μεταβλητές μέτρησης της οικονομικής ανάπτυξης. Για την οικονομική πολιτική εξετάζονται παράγοντες, όπως η έκταση των κυβερνητικών παρεμβάσεων (επένδυση έναντι της κατανάλωσης ως ποσοστό του ΑΕΠ), φορολογική πολιτική (τύποι και ύψος της φορολογίας, δικαιοσύνη στην επιβολή των φορών κ.λ.π.), το ύψος του δημόσιου χρέους (ο δείκτης δημόσιο έλλειμμα προς ΑΕΠ, ο δείκτης συνολικό δημόσιο χρέος προς ΑΕΠ, πηγές χρηματοδότησης του δημόσιου χρέους). Οι αναλυτές εξετάζουν την επιρροή της νομισματικής πολιτικής στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας (πληθωρισμός, πλεόνασμα χρήματος, πραγματικά και ονομαστικά επιτόκια, ο δείκτης οικονομικός τομέας προς ΑΕΠ), μακροπρόθεσμες μεταβλητές και μεγέθη (ιδιωτική και ξένη επένδυση προς ΑΕΠ, η ανάπτυξη του εργατικού δυναμικού, ανεργία,

παραγωγικότητα), τον βαθμό της ανοικτής οικονομίας (ο δείκτης εξαγωγές συν εισαγωγές προς συνολική ιδιωτική επένδυση) και καθιερωμένους παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν την ευημερία μιας χώρας, όπως οι διάφοροι κανονισμοί και ο βαθμός ελέγχου, η ύπαρξη οποιασδήποτε μαύρης αγοράς.

Ένα μέτρο του κινδύνου χώρας είναι η σταθερότητα της τιμής του συναλλάγματος της χώρας. *Ο συναλλαγματικός κίνδυνος αφορά μια αντίστροφη κίνηση στο συνάλλαγμα μιας χώρας.* Οι διακυμάνσεις των τιμών του συναλλάγματος είναι μια από τις πιο σημαντικές μορφές οικονομικού κινδύνου. Μεγάλες μεταβολές στην ακολουθούμενη οικονομική πολιτική μιας χώρας, μεταβολές στα πολιτικά καθεστώτα, στους όρους του εμπορίου, συμπεριφορά ως προς την επένδυση σε ξένες χώρες και κοινωνική σταθερότητα, είναι αξίες που αντικατοπτρίζονται στο νόμισμα μιας χώρας. Χώρες με σταθερά επιτόκια συναλλαγών δεν μένουν απρόσβλητες από αυτές τις αλλαγές επίσης. Σοβαρά περιβαλλοντικά προβλήματα και γεγονότα μπορούν να οδηγήσουν τις κυβερνήσεις σε αποσταθεροποίηση και μάλιστα στην υποτίμηση της τρέχουσας αξίας του συναλλάγματός τους.

Σε σύντομο χρόνο, ο οποιοσδήποτε κίνδυνος που συνδέεται με το συνάλλαγμα μπορεί να περιοριστεί με διάφορους εξισορροπιτικούς μηχανισμούς και μελλοντικές συμφωνίες εφόσον συνεπάγονται ένα εφικτό κόστος. Οι οποιοδήποτε μηχανισμοί καταντούν στην πράξη μη πρακτικοί εκτός και αν τα έσοδα και το κόστος εκφράζονται στο ίδιο νόμισμα. Οι βασικές μεταβλητές που χρησιμοποιούνται για την μέτρηση του κινδύνου προσδιορίζουν τον ίδιο τον κίνδυνο καθώς μια απότομη μείωση του συναλλάγματος μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο που συνδέεται με τις ανισορροπίες. Η πολιτική της χώρας σχετικά με το συνάλλαγμα παίζει καθοριστικό ρόλο στην ανάπτυξη της συγκεκριμένης μορφής κινδύνου. Τα βασικά μεγέθη που υποδεικνύουν για τη υποτίμηση ή υπερτίμηση του νομίσματος (για παράδειγμα ονομαστικό έναντι πραγματικού επιτοκίου, σχετικός πληθωρισμός, κ.λ.π.) μπορούν να βοηθήσουν στην εκτίμηση του κινδύνου.

Ο γεωγραφικός κίνδυνος προκύπτει από τις βασικές επιρροές που δέχεται μια χώρα από την γειτονική της χώρα ή από άλλες χώρες με παρόμοια χαρακτηριστικά. Αυτή η κατηγορία είναι αρκετά δύσκολη στην εκτίμηση της. Οι περισσότερες χώρες επηρεάζονται από τις εξελίξεις στις γειτονικές χώρες. Επίσης η γεωγραφική θέση της χώρας είναι στρατηγικής σημασίας για την πορεία και εξέλιξη της. Οι χώρες με καίρια θέση αποτελούν στόχο άλλων χωρών, αλλά τυγχάνουν και περισσότερο ευνοϊκών ρυθμίσεων για χρηματοδότηση από ότι άλλες χώρες λόγω της εξαιρετικής θέσης τους. Ακόμα διεθνείς οργανισμοί και ενώσεις επηρεάζουν το εσωτερικό μιας χώρας. Τέλος, η οικονομική αστάθεια σε χώρες με τις οποίες συνδέεται μια χώρα τείνουν να επηρεάσουν τη οικονομία της υφισταμένης χώρας και το σύνολο των πολιτικών ρυθμίσεων και της ισχύουσας πολιτικής συνολικά.

Η γεωγραφική θέση της χώρας αποτελεί το πιο απλό μέτρο για την εκτίμηση του κινδύνου χώρας. Άλλα μέτρα είναι οι εμπορικοί συνεργάτες, εμπορικοί οικονομικοί οργανισμοί – συμμαχίες, το μέγεθος, τα σύνορα, η απόσταση της χώρας από σημαντικές οικονομικά ή πολιτικά χώρες κ.ά.

Ο *πολιτικός κίνδυνος* εξετάζει κατά πόσο η πολιτική μπορεί να επηρεάσει τον ξένο κίνδυνο (*sovereign risk*). Αυτό επιτυγχάνεται μέσα από την ακολουθούμενη πολιτική τακτική που εφαρμόζει η κυβέρνηση, τις πιθανές πολιτικές μιας εναλλακτικής κυβέρνησης, μέσα από μια δραστική αλλαγή στην κυβέρνηση ή εξαιτίας πολέμου, μέσα από την ένδειξη μη εμπιστοσύνης στην κυβέρνηση, που οδηγεί σε εκροή κεφαλαίων ή σε πάγωμα νέων τραπεζικών πιστώσεων. Υπάρχουν πολύ λίγα ποσοτικά μέτρα για την εκτίμηση του πολιτικού κινδύνου, μιας και ο πολιτικός κίνδυνος δεν είναι εύκολο να ποσοτικοποιηθεί. Ωστόσο κρίνεται χρήσιμη η χρήση διάφορων δεικτών που υποδεικνύουν το κοινωνικοοικονομικό επίπεδο της χώρας.

Οι πολιτικοί και οικονομικοί παράγοντες που προαναφέρθηκαν μπορούν να συνοψιστούν σε μια έννοια, σε αυτή του γενικευμένου κινδύνου (*Calverley, 1990*). Ο γενικευμένος κίνδυνος (*generalised risk*) αναφέρεται στους πολιτικούς και οικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν την δανειοληπτική ικανότητα μιας χώρας. Παραδείγματα τέτοιων παραγόντων, είναι μια μεγάλη υποτίμηση (*major devaluation*), μια μεγάλη οικονομική ύφεση (*major recession*), μεγάλες αλλαγές στο οικονομικό προσκήνιο (αλλαγές στην τιμολογιακή πολιτική ή αλλαγές στην ενιαία πολιτική για εξαγωγές) και πολιτικές αναταραχές (*civil unrest*) και διακρίσεις και προκατάληψη εναντίον ξένων εταιριών και επιχειρήσεων (*discrimination*).

Οι μορφές κινδύνων, όπως περιγράφηκαν παραπάνω, μπορεί να έχουν διαφορετική βαρύτητα, ανάλογα με την σύνθεση του χαρτοφυλακίου των επενδυτών. Για τις πολυεθνικές επιχειρήσεις η έννοια του γενικευμένου κινδύνου είναι σημαντική. Ο κίνδυνος μεταφοράς είναι σημαντικός, γιατί επηρεάζει τα εμβάσματα των κερδών. Ωστόσο ακόμα και στην περίπτωση αυτή πολλές επιχειρήσεις αντέχουν μακροχρόνια σε μια κρίση εξαιτίας του κινδύνου μεταφοράς. Ωστόσο αλλαγές σε οικονομικό ή και πολιτικό πεδίο μπορούν να επιφέρουν σημαντική προσωρινή ή μόνιμη απώλεια κερδών για τις επιχειρήσεις. Επιπλέον άπαξ και πραγματοποιηθεί μια επένδυση σε ξένη χώρα είναι εξαιρετικά δύσκολο και δαπανηρό να διακοπεί η συνέχιση της, αφού καταρχήν μια τέτοια ενέργεια συνεπάγεται απώλεια του κεφαλαίου που απαιτήθηκε για την υλοποίησή της. Στο σημείο αυτό αξίζει να τονίσουμε ότι η βασική επιρροή του κινδύνου χώρας βρίσκεται κατά την άποψη αρκετών συγγραφέων σε άμεση συσχέτιση με την μορφή της επένδυσης και τον χρονικό της ορίζοντα. Άρα η ανάλυση του κινδύνου χώρας και η παροχή συμβουλής κρίνεται ιδιαίτερα κρίσιμη στην περίπτωση αυτή τόσο κατά την φάση της απόφασης για την υλοποίηση της προκείμενης επένδυσης, όσο και κατά την φάση της λειτουργίας και συνέχισης της υπάρχουσας επένδυσης.

Ο **πίνακας 1** δίνει την άποψη του [Meldrum \(1999\)](#) για την διαφορετική επιρροή που έχει ο κάθε κίνδυνος στις διαφορετικές μορφές επενδύσεων. Γενικότερα όσο πιο μακροπρόθεσμη είναι η επένδυση τόσο περισσότεροι κίνδυνοι σχετίζονται με την υλοποίηση της. Συγκεκριμένα ο οικονομικός, πολιτικός κίνδυνος και ο γεωγραφικός κίνδυνος γίνονται πιο αισθητοί στην περίπτωση που η επένδυση διαρκεί 20 χρόνια και περισσότερο. Ο κίνδυνος μεταφοράς συνδέεται λιγότερο με τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις μιας και ο βασικός περιορισμός σχετικά με την μεταφορά κεφαλαίου δεν πρόκειται να διαρκέσει για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Πίνακας 1 : Επιρροή του κινδύνου στις μορφές επενδύσεων

	Η ΕΠΙΡΡΟΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΑΝΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ			
	Άμεση επένδυση Ιδιωτικός τομέας	Βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση Ιδιωτικός τομέας	Βραχυπρόθεσμο δάνειο στην κυβέρνηση	Μακροπρόθεσμο δάνειο στην κυβέρνηση
Κίνδυνος				
Οικονομικός	υψηλή	χαμηλή	χαμηλή	χαμηλή προς μέτρια
Μεταφοράς	μέτρια	υψηλή	υψηλή	μέτρια
Συναλλαγματικός	υψηλή	όχι τόσο υψηλή	όχι τόσο υψηλή	υψηλή
Γεωγραφικός	υψηλή	μέτρια	χαμηλή	μέτρια
Κράτους	χαμηλή	χαμηλή	υψηλή	υψηλή
Πολιτικός	υψηλή	χαμηλή	μέτρια	υψηλή

1.3 ΒΑΣΙΚΑ ΑΙΤΙΑ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

Σύμφωνα με τον [Calverley \(1990\)](#), η πρώτη προφανής αιτία είναι η ύπαρξη μεγάλου και συνεχώς αυξανόμενου ελλείμματος σε συνάλλαγμα. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε ενδογενείς παράγοντες, όπως η πολιτική που ακολουθείται, ή σε εξωτερικούς παράγοντες, όπως αλλαγές σε οικονομικά αγαθά. Δεύτερον, η πολιτική και τα μέτρα που λαμβάνει η κυβέρνηση ίσως είναι ανεπαρκή. Η κυβέρνηση, για παράδειγμα, ολιγοπωρεί σε περίπτωση που η οικονομία βρίσκεται σε κρίση ή αδυνατεί να αντιμετωπίσει την ανισορροπία που υπάρχει στο τρέχων ισοζύγιο συναλλαγών. Ολιγοπορία της κυβέρνησης μπορεί να οφείλεται σε παράγοντες, όπως η έλλειψη μιας δυναμικής ηγεσίας ή να οφείλεται σε γεγονότα που παραλύουν το πολιτικό σύστημα, όπως η διενέργεια εκλογών. Τρίτον, η ύπαρξη υψηλού χρέους, σε συνδυασμό με την έλλειψη ρευστότητας, οδηγεί σε επαναπροσδιορισμό, όταν η δανειοδότηση μειώνεται, έστω και λίγο. Η κατάσταση αυτή εντείνεται όταν υπάρχει λίγη αυτοπεποίθηση για βελτίωση, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Ειδάλλως οι τράπεζες είναι πρόθυμες να καλύψουν το τρέχων έλλειμμα και δεν πρόκειται να προηγηθεί επαναπροσδιορισμός προηγούμενου χρέους. Ένας καλύτερος συνδυασμός υψηλότερου αποθεματικού με λιγότερες κατά το δυνατόν βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι μια λύση προς αποφυγή του επαναπροσδιορισμού.

1.4 ΒΑΣΙΚΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΣΧΕΤΙΖΟΝΤΑΙ ΜΕ ΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ ΧΩΡΑΣ

Τέσσερις είναι οι κατηγορίες προβλημάτων των τραπεζών που συνδέονται με τις μορφές των κινδύνων, που περιγράφηκαν προηγουμένως (Calverley, 1990). Συνοπτικά αναφέρονται παρακάτω κατά αύξουσα σειρά σοβαρότητας:

- ✚ Επιδείνωση του αντιλαμβανόμενου κινδύνου χώρας
- ✚ Καθυστερήση των πληρωμών
- ✚ Επαναπρογραμματισμός ή Επαναπροσδιορισμός
- ✚ Συνεχείς ακυρώσεις και αναβολές, εξαιτίας της άρνησης πληρωμής χρέους (δημόσιου- repudiation), επαναδιαπραγμάτευσης του χρέους κ.λ.π

Αναλυτικότερα :

➤ **Επιδείνωση του αντιλαμβανόμενου κινδύνου χώρας**

Πρώτα απ' όλα, η τράπεζα της οποίας το χαρτοφυλάκιο περιλαμβάνει δάνεια σε ξένες χώρες αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα, όταν η χώρα βρίσκεται σε αδυναμία αποπληρωμής των δανειακών της υποχρεώσεων, εξαιτίας οικονομικών ή / και πολιτικών παραγόντων. Ένας λόγος για την δύσκολη αυτή θέση της τράπεζας οφείλεται στο γεγονός ότι το όφελος από το δάνειο είναι σημαντικά μικρότερο από το αναλαμβανόμενο κίνδυνο που συνεπάγεται, σε περίπτωση μη αποπληρωμής του δανείου. Μερικές τράπεζες συχνά υποστηρίζουν την επανεξέταση του χαρτοφυλακίου τους από χρόνο σε χρόνο. Αν ο κίνδυνος που συνεπάγονται τα δάνεια έχει χειροτερεύσει, τότε τα νέα δάνεια προς τις χώρες αυτές δίνονται με υψηλότερο επιτόκιο ώστε τα παλιά δάνεια να μπορούν να δοθούν με μια έκπτωση ή με ένα χαμηλότερο κόστος για την τράπεζα και την δανειζόμενη χώρα.

Ένα ακόμα πρόβλημα που μπορεί να ανακύψει σε σχέση με τα παραπάνω είναι η αναγκαιότητα ή η επιθυμία για αύξηση της προμήθειας (provision) σε περίπτωση απώλειας από την χορήγηση δανείου. Ακόμα και αν κάτι τέτοιο δεν γίνει, η τράπεζα είναι πιθανότερο να θεωρήσει απαραίτητο να εξισορροπήσει τον συνολικό αναλαμβανόμενο κίνδυνο του χαρτοφυλακίου των δανείων της, αναλαμβάνοντας χώρες ή επιχειρήσεις χαμηλού κινδύνου ή με χαμηλό σκορ βαθμολόγησης.

Αν το χαρτοφυλάκιο της τράπεζας περιλαμβάνει ως επί το πλείστον δάνεια σε αμφίβολες χώρες, τότε αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα μια μείωση της τιμής της μετοχής της τράπεζας. Το γεγονός αυτό έχει σημαντική επιρροή μόνο όταν ο μεγαλύτερος

κίνδυνος συντελείται κατά την διάρκεια των τελευταίων πληρωμών ή ακόμα σε περιπτώσεις επαναπρογραμματισμού των χρεών.

Η επιδείνωση του αντιλαμβανόμενου κινδύνου χώρας μπορεί να επηρεάσει ακόμα και την ασκούμενη στρατηγική της τράπεζας στην εν λόγω χώρα. Αν η τράπεζα αποφασίσει ότι οι σχέσεις με την εν λόγω χώρα είναι λιγότερο ελκυστικές εξαιτίας του αυξανόμενου κινδύνου, το γεγονός αυτό συνεπάγεται ένα κόστος για την τράπεζα εξαιτίας της επιθυμίας της για μείωση των γενικότερων συναλλαγών που έχει επισυνάψει με την χώρα. Τα δάνεια μπορεί να αποτέλεσαν αρχικά δείγμα καλής θέλησης για συνεργασία με μια σειρά από οικονομικές και τραπεζικές συναλλαγές (καταθέσεις, αποταμιεύσεις κ.λ.π), που όμως τώρα εξαιτίας του μεγαλύτερου κινδύνου μπορεί να αποβούν επιζήμιες. Άρα είναι εξαιρετικά χρήσιμο να εντοπιστεί όσο γίνεται νωρίτερα ο πιθανόν μεγαλύτερος κίνδυνος.

➤ **Καθυστέρηση των πληρωμών**

Καθυστερήσεις στις πληρωμές συνήθως συνδέονται με τον μεγαλύτερο αναλαμβανόμενο κίνδυνο, γι' αυτό ισχύουν όσα αναφέρθηκαν παραπάνω. Το κόστος της τράπεζας από την καθυστέρηση πληρωμών συνδέεται με πρόσθετο διαχειριστικό κόστος. Επίσης ένας ξεκάθαρος και ομαλός οικονομικός προγραμματισμός μπορεί να εξαιρετικά δύσκολος. Σε πολλές περιπτώσεις ο επαναπροσδιορισμός του χρέους μπορεί να είναι αναπόφευκτος.

➤ **Επαναπρογραμματισμός ή Επαναπροσδιορισμός του Χρέους**

Με το πέρας της δεκαετίας του '80 η διαδικασία του επαναπρογραμματισμού είχε καθιερωθεί ευρέως και αφορούσε όχι μόνο τα μέσο-μακροπρόθεσμα χρέη, αλλά και βραχυπρόθεσμα δάνεια και απαιτήσεις της τράπεζας, καθώς και την προμήθεια νέου χρήματος. Το άμεσο κόστος που συνδέεται με την διαδικασία δεν ήταν πλήρως ξεκαθαρισμένο και μέχρι τις αρχές του 1982 είχε υποστηριχθεί ότι δεν συνεπάγεται κανένα κόστος για τις τράπεζες. Αρχικά οι συμφωνίες επαναπρογραμματισμού είχαν ως αρχικό σκοπό την χρέωση με το επιτόκιο της αγοράς και εφόσον ο μηχανισμός της αγοράς αποτυγχάνει στον προσδιορισμό του επιτοκίου αυτού, αυτό ορίζεται κατόπιν συμφωνίας.

Σε πολλές περιπτώσεις, ακόμα και αν το επιτόκιο που συμφωνείται είναι σε ικανοποιητικά επίπεδα για την τράπεζα, ο επαναπρογραμματισμός συνεπάγεται ένα σημαντικό κόστος. Πρώτα απ' όλα, υπάρχει ο κίνδυνος η όλη διαδικασία να αποβεί εξαιρετικά δύσκολη και τελικά κάποια συναινετική συμφωνία χρειάζεται να επιτευχθεί με τον κίνδυνο τελικής ζημίας της τράπεζας. Δεύτερον, αν και το επιτόκιο των νέων συμφωνιών που επιτυγχάνονται μπορεί να είναι υψηλότερο από πριν, εντούτοις οι συμφωνίες αυτές μπορεί να συνεπάγονται κάποιο κόστος για την τράπεζα και το συνολικό έσοδο είναι σημαντικά μικρότερο. Η διαδικασία επαναπρογραμματισμού για την επαναχρηματοδότηση των μέσο ή βραχυπρόθεσμων χρεών συνεπάγεται και

περαιτέρω συναλλαγές, όπως πρόσθετες οικονομικές συναλλαγές και αποταμιεύσεις σε ξένο συνάλλαγμα. Θεωρητικά όμως οι χώρες περικόπτουν τις εισαγωγές και αντιμετωπίζουν έτσι μείωση του διαθέσιμου ξένου νομίσματος. Επιπλέον χάνουν τις επενδυτικές ευκαιρίες που προκύπτουν από την εμπορική δραστηριότητα σε άλλες χώρες. Υπάρχει επομένως ένα κόστος ευκαιρίας για τις τράπεζες υπό το πρίσμα ότι αν όλα είχαν κυλήσει ομαλά, τα αρχικά δάνεια θα επέφεραν ένα μεγαλύτερο συνολικό όφελος.

Ο επαναπροσδιορισμός χρεών έχει πολλές διαστάσεις. Αποτελεί πρώτα απ' όλα το εργαλείο για επέκταση των όρων των δανείων υπό αμφισβήτηση : ο επαναπροσδιορισμός ενός βραχυπρόθεσμου δανείου είναι απλά ένας άλλος τρόπος για την σύνταξη ενός μακροπρόθεσμου δανείου. Ο επαναπροσδιορισμός κάνει τα βραχυπρόθεσμα δάνεια να υπερτερούν έναντι των μακροπρόθεσμων δανείων. Άλλες επεξηγήσεις του φαινομένου είναι ότι οι επαναπροσδιορισμοί αποτελούν μια απόπειρα των αφερέγγυων χρεωστών να αναβάλουν τις ανεπιθύμητες συνέπειες που θα υποστούν εξαιτίας αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων.

Τα βασικά προβλήματα των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι αυτά που σχετίζονται με την επιβολή των κανονισμών και την ανάληψη του κινδύνου. Το πρώτο πρόβλημα της επιβολής (enforcement) αφορά την δυσκολία διαβεβαίωσης ότι όλα τα μέρη θα υπακούσουν στους όρους της σύμβασης του δανείου και βασικά η εξασφάλιση ότι ο δανειζόμενος θα αποπληρώσει τον πιστωτή. Το δεύτερο πρόβλημα, όπως προκύπτει από την ανάληψη του κινδύνου (moral hazard), προσδιορίζεται βασικά από την αδυναμία του πιστωτή να ελέγξει τις ενέργειες του δανειζόμενου ώστε να διασφαλίσει την αποπληρωμή του δανείου.

Γενικά ο επαναπρογραμματισμός είναι ένδειξη ότι ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος αποτελεί αιτία ανησυχίας. Πραγματοποιείται όταν οι μηχανισμοί της αγοράς δεν είναι σε θέση να δανείσουν χρήματα για να καλύψουν το έλλειμμα και να αντικαταστήσουν τα δάνεια των οποίων η ημερομηνία αποπληρωμής έχει λήξει. Αλλά και η διαδικασία του επαναπρογραμματισμού από μόνη της μπορεί να βλάψει την γενικευμένη αντίληψη σχετικά για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο για μεγάλο χρονικό διάστημα μετά την στιγμή της συντέλεσής του. Συνήθως δεν υπάρχει κάποια κανονιστική συνηθισμένη προμήθεια για τα ξένα δάνεια που επαναπρογραμματίζονται. Συνήθως όμως οι τράπεζες επιθυμούν να αυξήσουν την προμήθεια τους ώστε να αποκαταστήσουν την γενικότερη απώλεια τους.

➤ **Προμήθειες, αποσβέσεις και επαναδιαπραγματεύσεις**

Όταν μια χώρα επαναδιαπραγματεύεται υπάρχει πάντα ο κίνδυνος για αποσβέσεις και απώλειες από την πιθανότητα παράτασης της χορηγούμενης πίστωσης με το προσυμφωνημένο επιτόκιο διακανονισμού. Η απόπειρα για ανανέωση της σύμβασης του

δανείου με επιπλέον προμήθεια μπορεί να εγείρει αντιδράσεις από την μεριά των κυβερνήσεων.

Όλα τα παραπάνω προβλήματα, όπως περιγράφηκαν, αποτελούν μια πραγματικότητα και έχουν οξύνει σημαντικά το θέμα του κινδύνου χώρας, του επαναπρογραμματισμού και τις προκύπτουσες απώλειες. Η πιο γενική σκοπιά του κινδύνου χώρας, όπως η υποτίμηση και η οικονομική ύφεση έχουν αποδειχθεί να είναι σημαντικά προβλήματα τόσο για τα δάνεια στον ιδιωτικό τομέα όσο για τα δάνεια που προορίζονται για τις άμεσες επενδύσεις. Η κρίση αυτή στα δάνεια και τα προγράμματα προσαρμογής που εφαρμόζουν πολλές χώρες είχαν άμεσο αντίκτυπο στις εγχώριες οικονομίες πολλών αναπτυσσόμενων χωρών. Πολλές τράπεζες και μερικές εταιρίες έχουν μειώσει τις επενδύσεις τους σε όλη την χώρα (cross country business). Για τις τράπεζες που έχουν ήδη πραγματοποιήσει επενδύσεις σε όλη την χώρα, η πιθανότητα απώλειας είναι περισσότερο ρεαλιστική παρά ποτέ. Άρα η ανάλυση του κινδύνου χώρας ανάγεται σε μια λειτουργία εξαιρετικά σημαντική.

1.5 Η ΦΥΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

Η ανάλυση του κινδύνου χώρας αποτελεί μια *δυναμική διαδικασία*. Ενδογενείς και εξωγενείς παράγοντες μιας χώρας μπορούν να επηρεάσουν την θέση μιας χώρας στο διεθνές σκηνικό. Πολιτικές αναταραχές και συγκρούσεις επηρεάζουν το εσωτερικό της χώρας, ενώ διεθνή γεγονότα, όπως η πετρελαϊκή κρίση του 1970, με την κατάρρευση του Μεξικό που ήταν βασικός εξαγωγέας τότε σε πετρέλαιο, η οικονομική κρίση στις αρχές του 1980, οι πολιτικές αλλαγές που συντελέστηκαν στις χώρες του ανατολικού μπλόκου στο τέλος του 1980, η ανατολική ασιατική και ανατολική ευρωπαϊκή κρίση που συντελέστηκε το 1997, η πρόσφατη οικονομική και τραπεζική κρίση στην Αργεντινή και τελικά τα θορυβώδη γεγονότα που ακολούθησαν το τρομοκρατικό χτύπημα της 11^{ης} Σεπτεμβρίου 2001, είναι όλα γεγονότα που δείχνουν ότι τα ρίσκα που συνδέονται με τις διεθνείς σχέσεις έχουν αυξηθεί σημαντικά. Τέτοια γεγονότα έχουν γίνει πιο δύσκολα στην ανάλυση και την πρόβλεψή τους για τους αποφασίζοντες στον οικονομικό, χρηματοοικονομικό και πολιτικό τομέα.

Η ανάλυση του κινδύνου χώρας είναι ακόμα ένας σημαντικός τομέας για έρευνα και μελέτη. Η υπάρχουσα βιβλιογραφία καταλήγει στο συμπέρασμα ότι *ο κίνδυνος χώρας είναι αποτέλεσμα πολιτικών, κοινωνικών και οικονομικών παραγόντων*. Οι τρεις τομείς είναι πολύ στενά συνδεδεμένοι μεταξύ τους. Οι μετρήσεις συνήθως γίνονται με ενσωμάτωση όλων των σημαντικών μεταβλητών σε έναν δείκτη. Με τον τρόπο αυτόν όμως είναι εξαιρετικά δύσκολο να προσδιορίσει κανείς ποιοι πραγματικά παράγοντες συνδέονται με τον αναλαμβανόμενο κάθε φορά κίνδυνο. Άρα η ανάλυση του κινδύνου χώρας υπόκειται σε αλλαγές που εξαρτώνται άμεσα από τον τρόπο με τον οποίο η παγκόσμια οικονομία και οι διεθνείς εξελίξεις στο παγκόσμιο πεδίο συντελούνται. Ο

αναλυτής του κινδύνου χώρας χρειάζεται να εξετάσει τις διεθνείς εξελίξεις και την επίδραση τους σε επίπεδο χωρών. Η αβεβαιότητα που περιέχει η δανειοδότηση προς μια ξένη χώρα συνεπάγεται κάποιον κίνδυνο. Γι' αυτό συνήθως αναλαμβάνουν ριγοκίνδυνοι οργανισμοί, όπως οι τράπεζες.

Η φύση ακριβώς των κινδύνων που συνδέονται με τον κίνδυνο χώρας υπαγορεύουν και τις βασικές γραμμές που χρειάζεται να έχει η ανάλυση του κινδύνου χώρας.

1.6 ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

Η εκτίμηση του κινδύνου χώρας είναι σημαντική γιατί έχει μια γενική επιρροή στο συνολικό επίπεδο των επενδύσεων σε μια χώρα. Προσδιορίζει τον όγκο, καθώς και την ποιότητα και την σταθερότητα των επενδύσεων. Οι χώρες χαμηλού κινδύνου αποτελούν πόλο έλξης για επενδύσεις, μάλιστα μακροπρόθεσμης τοποθέτησης. Η αυξημένη τάση για επενδύσεις θα οδηγήσει σε αύξηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας, σε άνοδο της απασχόλησης και σε οικονομική ευρωστία του πληθυσμού γενικότερα. Αντίθετα οι χώρες υψηλού κινδύνου έλκουν περισσότερο βραχυπρόθεσμες επενδύσεις. Αυτές οι επενδύσεις συνοδεύονται από στρατηγική τέτοιου τύπου ώστε να είναι άμεση η παραίτηση και η απόσυρση κεφαλαίου οποιαδήποτε στιγμή.

Επιπλέον οι κατατάξεις επηρεάζουν και τις επιχειρήσεις, που λειτουργούν στο έδαφος μιας χώρας και άρα το κόστος των επιχειρήσεων καθώς και το κόστος που τελικά μεταφέρεται στους καταναλωτές. Αυτό μπορεί να γίνει υπό τους όρους του λειτουργικού ή οικονομικού κόστους για την επιχείρηση. Για παράδειγμα μια χώρα υψηλού κινδύνου, μπορεί να δανείζει τους εγχώριους επιχειρηματίες με ένα υψηλό επιτόκιο δανεισμού, μειωμένη προμήθεια και αυξημένες εγγυήσεις για τους εισαγωγείς. Αυτή η υψηλότερη χρέωση τελικά θα περαστεί στους καταναλωτές, προκειμένου να καλυφθεί το έλλειμμα που προκύπτει από την υψηλότερη χρέωση. *Επιπρόσθετα είναι αδύνατο για μια εταιρεία να λάβει βαθμολογία μεγαλύτερη από εκείνη της χώρας στην οποία εδρεύει.*

Τέλος η βαθμολογική κατάταξη μιας χώρας επηρεάζει την ικανότητα της για αύξηση των χρηματοδοτήσεων απευθείας από την διεθνή κοινότητα. Άρα η ικανότητά μιας κυβέρνησης να αντλήσει κεφάλαια και χρηματοδοτήσεις από τους διεθνείς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς αναφορικά με την ποσότητα (ζήτηση) και το κόστος (επιτόκιο χρηματοδότησης) εξαρτάται από την βαθμολογική της κατάταξη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Ανάλυση Κινδύνου Χώρας

Βασικά Σημεία & Προσδιοριστικοί Παράγοντες

Στο παρόν κεφάλαιο γίνεται μια εκτενής αναφορά των βασικών προσδιοριστικών παραγόντων που χρειάζεται να προσεχθούν κατά την ανάλυση του κινδύνου χώρας. Πρώτα απ' όλα, γίνεται μια αναφορά στην ανάγωση της ανάλυσης του κινδύνου χώρας σε επιστήμη εξαιτίας της τεράστιας σημασίας και επιρροής που το θέμα ασκεί στην ανάπτυξη και πρόοδο των χωρών. Έπειτα διευκρινίζεται ότι τα βασικά σημεία της χώρας που χρειάζεται να επικεντρωθεί η ανάλυση, είναι η οικονομική πολιτική της χώρας, καθώς η επιτυχία αυτής προσδιορίζει το μέγεθος του οικονομικού κυρίως κινδύνου. Ακόμα είναι σημαντικός ο προσδιορισμός του βέλτιστου επιπέδου του δανειακού χρέους. Γίνεται επιπλέον αναφορά στην εκτίμησή του πολιτικού κινδύνου που διαφοροποιείται από τον οικονομικό κίνδυνο και συχνά είναι πιο δύσκολος στην εκτίμηση του εξαιτίας της αδυναμίας ποσοτικοποίησης των προσδιοριστικών πολιτικών παραγόντων.

Χωρίς την πλήρη κατανόηση της οικονομικής κατάστασης της χώρας και του υπάρχοντος πολιτικού συστήματος είναι αδύνατο να προβλέψει κανείς τις αντιδράσεις σε μια παγκόσμια αλλαγή ή μεταβολές σε επίπεδο χώρας. Είναι χρήσιμο να εντοπιστούν πιθανές ευαισθησίες ακόμα και αν οι συνθήκες είναι ευνοϊκές για την χώρα. Η εξάρτηση από κάποιους μακροοικονομικούς παράγοντες είναι κάποιες φορές σημαντική, αν οι υπάρχουσες εξωγενείς συνθήκες μεταβληθούν. Επιπλέον, είναι χρήσιμο αυτές οι εξαρτήσεις να εντοπιστούν με την χρήση διάφορων σεναρίων και τεχνικών ευαισθησίας. Επιπρόσθετα, είναι ωφέλιμο να αναγνωρίσει κανείς ότι η οποιαδήποτε εικασία ή πρόβλεψη σχετικά με τον κίνδυνο χώρας περιλαμβάνει και έναν βαθμό αβεβαιότητας, που ίσως είναι χρήσιμο να μετρηθεί και να αποδοθεί στα πλαίσια της ανάλυσης. Τέλος, ο καλύτερος τρόπος να διαχειριστεί κανείς την αβεβαιότητα είναι να διαμοιράσει τον κίνδυνο ανάμεσα σε έναν αριθμό από χώρες. Είναι σημαντικό το χαρτοφυλάκιο μιας τράπεζας να περιλαμβάνει δάνεια προς διάφορες χώρες διαφορετικού κινδύνου.

2.1 Η ΑΝΑΓΩΓΗ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ ΣΕ ΕΠΙΣΤΗΜΗ

Η ανάλυση του κινδύνου χώρας (CRA – Country Risk Analysis) επιχειρεί να εντοπίσει όλες εκείνες τις ανισορροπίες που αυξάνουν τον ενδεχόμενο κίνδυνο απώλειας της αναμενόμενης απόδοσης μιας ξένης επένδυσης. Οι ανισορροπίες συνδέονται με μια ή περισσότερες κατηγορίες κινδύνου. Η χαρτογράφηση όλων αυτών των παραγόντων οδηγεί στην εκτίμηση του συνολικού κινδύνου που συνδέεται με την επένδυση. Τα περισσότερα γεγονότα που αποτελούν αντικείμενο μελέτης του κινδύνου χώρας ενέχουν το στοιχείο της αβεβαιότητας. Αυτό οδηγεί τους αναλυτές να συντάξουν μετρήσεις για τον κίνδυνο που να βασίζονται σε θεμελιώδεις ή υποκειμενικές κρίσεις και σε αρχές από τον χώρο της στατιστικής, της τεχνητής νοημοσύνης και άλλα. Για τον λόγο αυτόν οι αναλυτές του κινδύνου χώρας χρειάζεται να είναι σε θέση να κατανοήσουν την βασική δομή των μεθόδων, αν επιθυμούν να προσεγγίσουν τον κίνδυνο μιας εταιρείας σωστά. Οι αναλυτές εταιριών είναι ανάγκη να προσαρμόζουν τα συγκεκριμένα μέτρα για την εκτίμηση του κινδύνου στα δεδομένα και τις βασικές επιδιώξεις της εταιρείας που εκπροσωπούν.

Η ομάδα ανάλυσης μιας εταιρείας ξεκινά με τον προσδιορισμό του είδους της επένδυσης που πρόκειται να αξιολογηθεί και τον χρονικό της ορίζοντα. Η ομάδα τότε καθορίζει την βαρύτητα που έχει η κάθε κατηγορία κινδύνου στην επένδυση και την αναμενόμενη απόδοση. Έπειτα προσδιορίζονται οι δείκτες και οι βασικές μεταβλητές μέτρησης των διάφορων κατηγοριών κινδύνου και αναπτύσσεται ένα σενάριο για την κατάταξη των διακυμάνσεων σχετικά με τον κάθε παράγοντα. Το σενάριο αυτό παίρνει την μορφή μιας βαθμολογικής κλίμακας για αριθμητικούς παράγοντες, για τους δε μη αριθμητικούς παράγοντες η ομάδα ανάλυσης βασίζεται σε εμπειρικές εκτιμήσεις ειδικών αναλυτών. Η ομάδα κάνει μια εκτίμηση για καθεμία από τις πέντε κατηγορίες κινδύνου και στη συνέχεια υπολογίζει τον συνολικό κίνδυνο ως τον σταθμισμένο δείκτη με τα αντίστοιχα βάρη του κάθε παράγοντα στην αξιολόγηση.

Οι βασικές μέθοδοι ανάλυσης μπορεί να διαφέρουν μεταξύ τους, γιατί οι αναλυτές χρησιμοποιούν διαφορετικές μεταβλητές μέτρησης (δείκτες) κατά την ανάλυση. Οι βασικές διαφορές που προκύπτουν ανάμεσα στα διαφορετικά συστήματα είναι αποτέλεσμα της διαφορετικής βαρύτητας που δίνει το κάθε σύστημα στους διάφορους δείκτες.

Ο βασικός τρόπος για αύξηση της προβλεπτικής ικανότητας του μοντέλου αξιολόγησης συνίσταται στην ικανότητα του αναλυτή να προσαρμόζει το μοντέλο στον συγκεκριμένο τύπο της εταιρείας. Οι εταιρείες που ασκούν διεθνή δραστηριότητα χρειάζεται να εξετάσουν τον κίνδυνο χώρας κατά τρόπο συστηματικό σε σχέση με το είδος των επενδύσεων που χρησιμοποιούν. Οι βασικές αδυναμίες των συστημάτων

εκτίμησης μπορούν να ξεπεραστούν καλύτερα με πρόσθετες έρευνες στις θεωρητικές και ποσοτικές σχέσεις μεταξύ του κινδύνου και των αποδόσεων των διεθνών επενδύσεων.

2.2 ΒΑΣΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

Μια προσεκτική ανάλυση του κινδύνου χώρας κρίνεται απαραίτητη, ιδιαίτερα για τις τράπεζες όταν προχωρούν στην παροχή πιστώσεων ή δανείου και για τις επιχειρήσεις που αναπτύσσουν διεθνή δραστηριότητα και καταφεύγουν στον διεθνή δανεισμό. Κάτι τέτοιο προϋποθέτει την πλήρη κατανόηση και ανάλυση των θεμελιωδών υποδομών μιας χώρας, του πολιτικού και οικονομικού συστήματος.

2.2.1 Εκτίμηση της οικονομικής πολιτικής

Κατά τον *Calverley (1990)* η οικονομική διαχείριση είναι σχεδόν πάντα ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες κατά την εκτίμηση της δανειοληπτικής ικανότητας μιας χώρας και συνδέεται άμεσα με τον οικονομικό κίνδυνο. Το οικονομικό σύστημα μιας χώρας συνδέεται άμεσα με την ισχύουσα πολιτική της χώρας και οι πολιτικές ενέργειες της εκάστοτε κυβέρνησης αποτελούν κινητήριο δύναμη για οικονομική ανάπτυξη.

Η οικονομική στρατηγική μιας χώρας, όπως καθορίζεται και από την υπάρχουσα πολιτική ηγεσία, μπορεί να διακριθεί στους ακόλουθους παράγοντες : την πολιτική όσον αφορά τις εισαγωγές και εξαγωγές της χώρας, τον βαθμό και το είδος της πολιτικής παρεμβατικότητας, την ακολουθούμενη τιμολογιακή πολιτική, τις επενδυτικές ευκαιρίες και προτεραιότητες, τη βασική οικονομική υποδομή, τον βαθμό των εσωτερικών ελέγχων του κράτους, του πλεονάσματος σε συνάλλαγμα και την κατάσταση ρευστότητας της χώρας.

Ο Εισαγωγές και εξαγωγές

Μια επιτυχημένη τακτική όσον αφορά τις εγχώριες και ξένες συναλλαγές της χώρας είναι καίριας σημασίας, αφού βασικά το χρέος της χώρας θα εξυπηρετηθεί από το πλεόνασμα του εγχωρίου και ξένου κυρίως συναλλάγματος που θα προκύψει από αυτές τις εμπορικές συναλλαγές. Μια χώρα θεωρείται επιτυχημένη, όταν οι εισαγωγές και εξαγωγές οδηγούν σε ένα ικανοποιητικό ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, που μπορεί να καλύψει τις δανειακές υποχρεώσεις της χώρας. Η ανάπτυξη του εμπορίου μπορεί να επιτευχθεί από πλευράς της κυβέρνησης με τις ακόλουθες δυο μορφές : είτε με την αντικατάσταση των εισαγωγών (import substitution) είτε με την προώθηση των εξαγωγών.

Από την μια μεριά, η αντικατάσταση των εισαγωγών, από εννοιολογικής άποψης, σημαίνει ότι ενθαρρύνεται η ανάπτυξη των προϊόντων και εμπορευμάτων που μπορούν

αναπαραχθούν και να διακινηθούν εντός της εγχώριας οικονομίας. Από την άλλη μεριά, η προώθηση των εξαγωγών επιτυγχάνεται με την εξασφάλιση ενός ικανοποιητικού περιθωρίου κέρδους και την επιδότηση των εξαγωγών. Οι δυο αυτές στρατηγικές έχουν δεχτεί κατά καιρούς κριτικές δίνοντας σταθερό προβάδισμα στην προώθηση των εξαγωγών ως αποτελεσματικότερη πολιτική οικονομική ανάπτυξη της χώρας, αφού συμβάλλει στην εισροή ξένου συναλλάγματος που χρησιμεύει στην αποπληρωμή του ξένου χρέους.

Σχετικά μέτρα που βοηθούν στην μέτρηση της αποτελεσματικότητας της στρατηγικής των εισαγωγών και εξαγωγών είναι : η αξία των εξαγωγών (export value growth), ο όγκος των εξαγωγών (export volume growth), η ανταγωνιστικότητα (competitiveness). Η καλύτερη πηγή πληροφοριών είναι συνήθως οι τοπικοί εισαγωγείς και εξαγωγείς καθώς και οι τράπεζες.

ο Ο βαθμός και το είδος της πολιτικής παρεμβατικότητας

Στις περισσότερες αναπτυσσόμενες χώρες η κυβέρνηση παρεμβαίνει στην οικονομία και ο βαθμός παρεμβατικότητας διαφέρει από κράτος σε κράτος. Η κυβέρνηση μιας χώρας παρεμβαίνει στην οικονομική διαχείριση και σχεδιασμό με έναν από τους εξής τρόπους :

- Μέσα από νόμους, φορολογία, οικονομικές ρυθμίσεις και την άσκηση νομισματικής πολιτικής.
- Μέσα από την υλοποίηση θεμελιωδών έργων υποδομής που αναβαθμίζουν την ποιότητα ζωής και επηρεάζουν το σύνολο της οικονομίας της. Τέτοια έργα είναι για παράδειγμα η κατασκευή σχολείων, αεροδρομίων κ.λ.π
- Ο σχεδιασμός γενικότερα νέων επενδύσεων στο εξωτερικό, ο καθορισμός νέων στόχων για παραγωγή, η παροχή άδειας για εισαγωγές κ.λ.π.
- Η ύπαρξη και λειτουργία τραπεζών και επιχειρήσεων στις οποίες ο βασικός μέτοχος είναι το κράτος.

Η ωφέλεια που απορρέει από την ανάμειξη της κυβέρνησης στην οικονομική ζωή της χώρας είναι συχνά αμφίβολη, καθώς μερικές φορές είναι ευεργετική για την χώρα, ενώ άλλες φορές καθιστά τον μηχανισμό της χώρας αργό και αδύναμο να παρακολουθήσει τις διεθνείς εξελίξεις. Οι βασικοί δείκτες που μπορούν να ερμηνεύσουν την επιτυχία της κυβερνητικής παρέμβασης δεν μπορούν να προσδιοριστούν με σαφήνεια, καθώς αυτή εξαρτάται από την ιστορία και την ιδιοσυγκρασία της κάθε χώρας. Η επιτυχία της έγκειται στο βαθμό που ο κρατικός παρεμβατισμός ασκείται προκειμένου να μειώσει τους γραφειοκρατικούς ελέγχους και την διαφθορά και να αυξήσει την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα των λειτουργιών της οικονομικής ζωής.

Ο Τιμολογιακή πολιτική

Ένα από τα πιο σημαντικά οικονομικά δεδομένα είναι η τιμή του ξένου συναλλάγματος, π.χ το ξένο επιτόκιο. Άλλες σημαντικές τιμές είναι η αξία του χρήματος ή του κεφαλαίου, π.χ τα επιτόκια, οι τιμές των καταναλωτικών αγαθών κ.λ.π. Οι αξίες αυτές πολύ συχνά ελέγχονται από την κρατική μηχανή μέσα από ελέγχους και την έγκριση επιχορηγήσεων με συγκεκριμένους σκοπούς. Σχετικοί δείκτες που μετρούν την υπερεκτίμηση του επιτοκίου δεν μπορούν να βρεθούν εύκολα, μιας και αποτελεί μια περισσότερο ποσοτική κρίση και αφορούν κυβερνητικές πηγές και συνήθως απαιτούν επισκέψεις του αναλυτή στην χώρα. Ο καλύτερος οδηγός είναι μάλλον το παρελθόν και η ιστορία της χώρας.

Ο Πραγματοποίηση επενδύσεων

Ένα θέμα καίριας σημασίας στην ανάλυση του κινδύνου χώρας είναι οι επενδύσεις που πραγματοποιεί η χώρα, για την υλοποίηση των οποίων συχνά καταφεύγει σε εξωτερικό δανεισμό. Έτσι μακροπρόθεσμα τουλάχιστον, χρειάζεται η ύπαρξη πλεονάσματος σε συνάλλαγμα για την αποπληρώση των χρεών, ειδικά η χώρα θα καταλήξει στη επαναχρηματοδότηση ή στον επαναπρογραμματισμό. Οι βασικοί τρόποι για την εκτίμηση της αποτελεσματικότητας μίας επένδυσης βασίζονται στην απόδοση της συγκεκριμένης επένδυσης και το σχετικό κόστος των εργασιών που απαιτήθηκαν για την υλοποίησή της.

Ο Οικονομική Δομή

Η οικονομική δομή μιας χώρας είναι πολύ σημαντική μακροπρόθεσμα και πρέπει να χαρακτηρίζεται από την *αποτελεσματικότητα διαχείρισης των εγχωρίων αποταμιεύσεων*. Σε αναπτυσσόμενες και αναπτυγμένες χώρες, οι αποταμιεύσεις αυτές είναι αρκετά σημαντικές και η ιδιωτική αποταμίευση θα πρέπει να ενθαρρύνεται. Η δημόσια αποταμίευση μιας χώρας είναι ευνοϊκή αν και προϋποθέτει υψηλότερη φορολογία, που προβάλλει εμπόδια για την οικονομία και είναι μη δημοφιλής πολιτικά. Οι αποταμιεύσεις σε ξένο νόμισμα είναι επίσης αρκετά χρήσιμες, αλλά χώρες που έχουν υπερχρεωθεί δυσκολεύονται να αποταμιεύσουν ακόμα και σε εγχώριο νόμισμα. Άρα ως επί το πλείστον οι αποταμιεύσεις μίας χώρας προέρχονται από πλεόνασμα εγχωρίου νομίσματος.

Ακόμα ένα ισχυρό χρηματοπιστωτικό σύστημα με την ύπαρξη Κεντρικής Τράπεζας είναι ένας αποτελεσματικός μηχανισμός για την αντιμετώπιση μιας οικονομικής κρίσης, χωρίς να χρειάζεται η χώρα να καταφύγει σε εξωτερικό δανεισμό. Αν το χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας είναι αποτελεσματικό, το κόστος κεφαλαίου μειώνεται. Στις περισσότερες αναπτυσσόμενες χώρες η διαφορά ανάμεσα στο επιτόκιο δανεισμού και χορήγησης είναι μεγάλη, εξαιτίας της έλλειψης ανταγωνισμού. Για την

εκτίμηση της αποτελεσματικότητας του εγχώριου οικονομικού συστήματος μπορούν να χρησιμοποιηθούν τρεις δείκτες: ο δείκτης αποταμιεύσεων προς ΑΕΠ (savings / GNP), το πραγματικό επιτόκιο ή η πραγματική απόδοση της επένδυσης (real interest rate) και τέλος δείκτες οικονομικής ανάλυσης (financial depth ratios), που μετρούν την εξέλιξη των αποταμιεύσεων σε σχέση με το ΑΕΠ.

Σημασία έχει επίσης και η *κατανόηση της μακροοικονομικής πολιτικής* της χώρας, όπως προσδιορίζεται από την εφαρμοζόμενη *νομισματική πολιτική*. Οι βασικοί δείκτες που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της μακροοικονομικής πολιτικής της χώρας είναι : ο δείκτης ελλείμματος του προϋπολογισμού προς ΑΕΠ (πληροφορίες σχετικά με τον δείκτη μπορούν εξασφαλιστούν με μια επίσκεψη του αναλυτή στην χώρα), η αύξηση του χρήματος, η επέκταση της εγχώριας πίστωσης και ο πληθωρισμός. Ωστόσο περισσότερο στατιστικά σημαντικοί δείκτες είναι η αύξηση της εγχώριας πίστωσης και η αύξηση του χρήματος.

Ο Γενικό επίπεδο συναλλάγματος

Πέρα από την κατανόηση της οικονομικής στρατηγικής μιας χώρας κρίνεται αναγκαία η γνώση του *γενικού επιπέδου συναλλάγματος* και της ικανότητας της χώρας για παραγωγή και αποταμίευση σε ξένο συνάλλαγμα μιας και είναι ο βασικός καθοριστικός παράγοντας που επηρεάζει την ικανότητα της να αποπληρώσει τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Οι παράγοντες που καθορίζουν την μακροπρόθεσμη ικανότητα της χώρας σε ξένο συνάλλαγμα είναι : οι διάφορες πηγές, φυσικές και ανθρώπινες, η συνολική οικονομία της χώρας και η μακροοικονομική επίδοση της χώρας. Είναι σημαντικό η συναλλαγματική ισοτιμία (foreign exchange rate) να καθορίζεται από την Κεντρική Τράπεζα και όχι από τους μηχανισμούς μίας μαύρης αγοράς.

Βασικές ενδείξεις της μακροπρόθεσμης φερεγγυότητας της χώρας σε συνάλλαγμα είναι οι ροές όπως εμφανίζονται στο ισοζύγιο πληρωμών. Τα βασικά ερωτήματα στα οποία ο αναλυτής χρειάζεται να βρει απάντηση είναι αν οι εξαγωγές της χώρας είναι πολλά υποσχόμενες, αν το τρέχων έλλειμμα είναι υποφερτό και ποιες είναι οι τρέχουσες τάσεις. Για τις περισσότερο αναπτυγμένες χώρες η διαθέσιμη χρηματοδότηση σε συνδυασμό με το τρέχων έλλειμμα και τις εξαγωγές καθορίζουν σημαντικά τον όγκο των εξαγωγών. Άλλα σημαντικά μεγέθη είναι ο ρυθμός ανάπτυξης των εξαγωγών και εισαγωγών, ο δείκτης εξαγωγές προς εισαγωγές ή ο δείκτης εμπορικού ισοζυγίου (trade balance) προς εξαγωγές, ο δείκτης ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών προς ισοζύγιο πληρωμών (current account balance / current account receipts) και ο δείκτης ισοζύγιο πληρωμών προς ακαθάριστο εγχώριο προϊόν.

ο Κρατικοί Έλεγχοι

Άλλο σημείο που χαίρει προσοχής κατά την ανάλυση είναι οι *έλεγχοι των εισροών κεφαλαίου*, που εφαρμόζουν οι κρατικές αρχές μιας χώρας. Ο βαθμός του ελέγχου των κεφαλαίων παρέχει διαφορετικά σημάδια για τους επενδυτές. Αυτό συνδέεται με το επίπεδο των νομισματικών αποθεμάτων στην χώρα. Πολύ αυστηροί έλεγχοι υποδεικνύουν ότι η χώρα διέρχεται μια φάση με δυσκολίες αναφορικά με τις πληρωμές της και ότι οι επενδυτές αντιμετωπίζουν προβλήματα με την μετατρεψιμότητα του συναλλάγματος – την ικανότητα να επαναπατρίζουν κέρδη και μερίσματα ή να πληρώσουν για εισαγωγές. Αυτό μπορεί να αποθαρρύνει περαιτέρω επενδύσεις ή νέες επενδύσεις. Οι εισαγωγείς μπορεί να έχουν δυσκολίες στην έγκαιρη πληρωμή των χρεών τους, που μπορεί να επηρεάσει την προμήθεια, τους όρους πίστωσης και τα κόστη των εγγυήσεων, με τελική επιβάρυνση του καταναλωτή. Απ' την άλλη μεριά, πολλοί χαλαροί ή καθόλου έλεγχοι σε περιορισμένες οικονομίες μπορεί επίσης να είναι αιτία προσοχής, καθώς η χώρα μπορεί να είναι πολύ επιρρεπής σε ξαφνικές εκροές κεφαλαίων.

ο Η κατάσταση ρευστότητας

Η *κατάσταση ρευστότητας* μιας χώρας αποτελεί ένδειξη της ευαισθησίας στις μεταβολές, μιας και δείχνει για πόσο διάστημα ακόμα μπορεί η χώρα να συνεχίσει την εξυπηρέτηση των δανειακών χρεών της, προτού μια προσαρμογή να κριθεί απαραίτητη. Τα τρία βασικά γεγονότα που δύνανται να μεταβάλλουν την ικανότητα αυτή της χώρας είναι μια πτώση στα έσοδα των εξαγωγών, μια άνοδος του κόστους των εισαγωγών ή μια υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας. Μια εκτίμηση της ρευστότητας περιλαμβάνει αντιπαράθεση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων με τα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία. Ο αναλυτής μπορεί να εξετάσει έναν μεγάλο αριθμό χρηματοοικονομικών δεικτών για τις διαφορετικές πτυχές της ρευστότητας. Ενδεικτικά αναφέρονται οι ακόλουθοι δείκτες :

1. Αποθεματικά / εισαγωγές : εκφράζεται με τον αριθμό των μηνών που απαιτούνται ώστε οι εισαγωγές να καλυφθούν από τα αποθεματικά. Ένας μέσος όρος τριών μηνών θεωρείται καλό διάστημα.

2. Αποθεματικά / συνολικές τραπεζικές πληρωμές : εδώ τα αποθεματικά συγκρίνονται με τις απαιτήσεις για εξυπηρέτηση του χρέους. Ο δείκτης αυτός δίνει ένα μέτρο πόσο η χώρα μπορεί να συνεχίσει με βάση τα υπάρχοντα χρέη της.

3. Αποθεματικά / συνολικές τραπεζικές πληρωμές συν εισαγωγές : ο δείκτης αυτός είναι συνδυασμός των προηγούμενων δυο δεικτών και ισχύουν κατά περίπτωση τα όσα αναφέρθηκαν. Μετρά τα συνολικά ρευστοποιήσιμα στοιχεία έναντι όλων των αναμενόμενων υποχρεώσεων.

4. Αλλαγές σε αποθεματικά συν αλλαγές σε πιστώσεις προς συνολικές πληρωμές σε τράπεζες : ο δείκτης αυτός μέτρα την διαχρονική εξέλιξη στα αποθεματικά της χώρας και μια αλλαγή αποτελεί ένδειξη αύξησης της ευαισθησίας της χώρας.

5. Βραχυπρόθεσμα χρέη σε τράπεζες προς συνολικό χρέος στις τράπεζες : ο δείκτης αυτός καθώς και οι επόμενοι τρεις επικεντρώνονται στον χρονικό ορίζοντα λήξης του χρέους. Προφανώς όσο υψηλότερος ο δείκτης αυτός, τόσο μεγαλύτερη είναι η εξάρτηση της χώρας από τα βραχυπρόθεσμα χρέη. Ωστόσο και χώρες που έχουν χαμηλό χρέος κυρίως με βραχυπρόθεσμη λήξη μπορεί να εμφανίζουν υψηλές τιμές του δείκτη.

6. Πλεόνασμα βραχυπρόθεσμου χρέους σε τράπεζες προς συνολικό χρέος: ο δείκτης αυτός έρχεται να συμπληρώσει τον προηγούμενο και βασίζεται στην λογική ότι η εκπλήρωση ενός χρέους απαιτεί κατά μέσο όρο 90 ημέρες, άρα οποιαδήποτε χρονική υπέρβαση αποτελεί πλεόνασμα ή υπέρβαση των ξένων οφειλών. Υπό αυτή την σκέψη πολλές χώρες διαθέτουν πλεόνασμα ξένου χρέους.

7. Υπερβάλων ξένο βραχυπρόθεσμο χρέος προς ετήσιες εισαγωγές : εκφράζεται σε μήνες και δίνει μια ιδέα του χρέους σε σχέση με άλλες ροές.

8. Χρονική διάρκεια ωρίμανσης του χρέους : πολύ λίγες χώρες έχουν δημοσιοποιήσει ικανοποιητικά δεδομένα που να αποτελούν μια πλήρη ένδειξη του ιδιωτικού και δημόσιου χρέους. Η βασική πηγή πληροφοριών είναι τα στοιχεία και οι πίνακες της Παγκόσμιας τράπεζας. Η εκτίμηση της συνολικής δανειακής επιβάρυνσης επιτυγχάνεται με τους δείκτες εξυπηρέτησης του χρέους. Ο πιο γνωστός δείκτης της κατηγορίας αυτής είναι βέβαια ο κλασικός δείκτης εξυπηρέτησης του χρέους.

9. Εξυπηρέτηση του μεσοπρόθεσμου δημοσίου χρέους προς εξαγωγές : είναι ένας κλασικός δείκτης της Παγκόσμιας Τράπεζας. Εκφράζεται σε μήνες και δείχνει τον αριθμό των μηνών σε εξαγωγές που απαιτούνται για να καλυφθεί το δημόσιο χρέος.

10. Εξυπηρέτηση του μεσοπρόθεσμου δημόσιου χρέους συν τόκοι εξυπηρέτησης (interest) προς εξαγωγές : ο δείκτης αυτός επινοήθηκε προς συμπλήρωση του προηγούμενου προκειμένου τα βραχυπρόθεσμα χρέη και η επιβάρυνση του ιδιωτικού τομέα να ληφθούν υπόψη.

Στην πράξη οι αναλυτές χρειάζεται να επιλέξουν κάποιους (τους πιο σημαντικούς) από τους δείκτες αυτούς για την εκτίμηση της κατάστασης ρευστότητας μιας χώρας.

2.2.2 Εκτίμηση της πολιτικής κατάστασης

Η εκτίμηση της πολιτικής κατάστασης, κατά τον *Calverley (1990)* είναι εξαιρετικά χρήσιμη στην ανάλυση του κινδύνου χώρας, καθώς επηρεάζει μια χώρα σε όλα τα επίπεδα της δραστηριότητάς της και επηρεάζει τον συναλλαγματικό κίνδυνο (sovereign risk) και τον κίνδυνο μεταφοράς (transfer risk).

Ο πολιτικός κίνδυνος αποτέλεσε καταλυτικό παράγοντα στην ανάλυση του κινδύνου χώρας κατά την δεκαετία του 1970. Παρόλα αυτά ακόμα και σήμερα μερικές τράπεζες προβαίνουν στην ανάλυση του κινδύνου χώρας χωρίς να λάβουν σοβαρά υπόψη τον πολιτικό παράγοντα. Η εξέταση και ανάλυση του πολιτικού παράγοντα γίνεται από οικονομικούς αναλυτές με φειδωλή χρήση των αναλυτικών μεθόδων και στατιστικών τεχνικών.

Η ανάλυση του πολιτικού κινδύνου συνίσταται στην ανάλυση των πολιτικών γεγονότων και συνθηκών που μπορεί να οδηγήσουν σε διεθνείς απώλειες. Οι πολιτικοί παράγοντες μπορούν να διαχωριστούν σε μικροοικονομικοί και μακροοικονομικοί παράγοντες. Με τον μικροοικονομικό τομέα συνδέονται όλοι οι πολιτικοί παράγοντες που επηρεάζουν τον οργανισμό ή τις εταιρίες μιας χώρας. Αντίθετα μακροοικονομικοί πολιτικοί παράγοντες είναι όλες οι πολιτικά υποκινούμενες μεταβολές στο πολιτικό περιβάλλον, που καταλήγουν τελικά να επηρεάσουν τις εταιρίες και τους οργανισμούς μιας χώρας. (Oetzel, et al., 2000).

Τέσσερα είναι τα βασικά συστατικά στοιχεία που συνιστούν το πολιτικό προφίλ μιας χώρας και χρειάζεται να εξεταστούν :

- Ποια είναι η αναλογία των διαφορετικών κοινωνικών τάξεων, η καθεμία από τις οποίες ασκεί διαφορετική δύναμη στο πολιτικό σκηνικό και στις οικονομικές εξελίξεις της χώρας.
- Οργανισμοί, νομικά πρόσωπα και κατεστημένα όπως η μορφή του πολιτεύματος, η εκκλησία, η Κεντρική Τράπεζα, ο στρατός κ.λ.π.
- Ηγέτες (Individuals): το κατά πόσο η προσωπικότητα και η ιδιοσυγκρασία ενός ηγέτη μπορεί να επηρεάσει τα πολιτικά δρώμενα και την ιστορία μιας χώρας.
- Οι βασικοί κρατικοί μηχανισμοί ελέγχου. Η επιτυχία ενός καθεστώτος συνίσταται στην ικανότητά του για επιβολή. Οι μηχανισμοί ποικίλλουν ανάλογα με την φύση του καθεστώτος και τις βασικές πολιτικές που εφαρμόζονται οι οποίες μπορεί να είναι αποτελεσματικές ή όχι.

Η κατανόηση του τρόπου με τον οποίο οι παράγοντες αυτοί αλληλεπιδρούν αποτελεί την βάση για την πρόβλεψη πιθανών μελλοντικών πολιτικών εξελίξεων και του επιπέδου πολιτικής σταθερότητας που μπορεί να επιτευχθεί. Τα βασικά ερωτήματα που πρέπει να εξετάσει ο αναλυτής της χώρας είναι πρώτα απ' όλα *πόσο ασφαλής είναι η κυβέρνηση*. Αυτό συνίσταται από το ποιες ομάδες υποστηρίζεται, ποιες είναι οι βασικές πηγές από τις οποίες αντλεί την δύναμη της η κυβέρνηση, ποια είναι η συμπεριφορά των άλλων οργανισμών που αλληλεπιδρούν με την κυβέρνηση στο πολιτικό τοπίο (στρατός, γραφειοκρατία κ.λ.π.) και πόσο δυνατοί είναι οι πολιτικοί αντίπαλοι της κυβερνήσεως. Η απάντηση των παραπάνω ερωτημάτων απαιτεί μια ιστορική αναδρομή. Προηγούμενες πολιτικές αναλύσεις ίσως να φανούν χρήσιμες. Μάλιστα πολλές από αυτές κάνουν μια

απόπειρα να αποδώσουν την πιθανότητα «επιβίωσης» της κυβέρνησης. Ωστόσο οι πληροφορίες αυτές είναι ωφέλιμο να χρησιμοποιούνται σε συνδυασμό με άλλες πληροφορίες και δεδομένα.

Δεύτερο ζήτημα είναι ποια είναι τα πιο πιθανά εναλλακτικά καθεστάτα. Πολύ συχνά οι οικονομικές ανάγκες μιας χώρας οδηγούν στην υιοθέτηση μιας συγκεκριμένης πολιτικής, που ανταποκρίνεται στις τάσεις του ισχύοντος καθεστώτος. Παρόλα αυτά οι προτεινόμενες πολιτικές των εναλλακτικών καθεστώτων χρειάζεται να διευκρινισθούν.

Το τρίτο ερώτημα που χρειάζεται να απαντηθεί είναι ποια η πιθανότητα μιας επανάστασης, ενός πόλεμου κ.λ.π, δηλαδή η πιθανότητα να συμβεί ένα ανατρεπτικό πολιτικό γεγονός. Η ακολουθούμενη τακτική που χρησιμοποιείται είναι να προβλέψει κανείς με πιθανότητες ανατρεπτικά γεγονότα να συμβούν στο μέλλον. Τέλος, ποια είναι τα κρίσιμα πολιτικά θέματα, που ποικίλλουν από χώρα σε χώρα.

Η χρήση στατιστικών μεθόδων και δεικτών για την πρόβλεψη των πολιτικών γεγονότων είναι κατά κάποιο τρόπο περιορισμένη εξαιτίας των γρήγορων και μεγάλων πολιτικών ανατροπών. Επιπλέον δεν είναι εύκολη η σύγκριση των αποτελεσμάτων εξαιτίας της διαφορετικότητας των συνθηκών σε κάθε χώρα. Για όλους αυτούς τους λόγους ο πολιτικός κίνδυνος δεν είναι εύκολο να ποσοτικοποιηθεί. Ωστόσο υπάρχουν κάποιοι κοινωνικοοικονομικοί δείκτες που μπορούν να φανούν χρήσιμοι κατά την ανάλυση. Οι σπουδαιότεροι από αυτούς είναι:

1. Το κατά κεφαλήν ΑΕΠ
2. Η αναλογία της χρησιμοποιούμενης εργατικής δύναμης και η αναλογία του αστικού πληθυσμού. Οι δείκτες αυτοί δείχνουν τον βαθμό εκβιομηχανοποίησης της συγκεκριμένης χώρας.
3. Ο ρυθμός ανάπτυξης του πληθυσμού
4. Ο βαθμός οικονομικής ανισότητας.
5. Ένας δείκτης του πνευματικού επιπέδου, που αποτελεί επίσης μέτρο του βαθμού ανάπτυξης της χώρας.

Γενικά είναι σκόπιμο οι κυβερνήτες να γνωρίζουν την βασική επιρροή του κινδύνου χώρας στο επίπεδο των ιδιωτικών επενδύσεων και στο κόστος των επιχειρήσεων και συνεπώς το κόστος που μεταφέρεται στους καταναλωτές σε μια οικονομία. Δεύτερον, να γνωρίζουν την κυρίαρχη επιρροή που μπορεί να έχει η διακυβέρνηση τους στους πολιτικούς, κοινωνικούς και οικονομικούς παράγοντες της χώρας. Τρίτον, να προχωρήσουν σε εξειδικευμένη εξέταση και εκτίμηση του κινδύνου χώρας και αν κρίνουν απαραίτητο να προτείνουν μια στρατηγική για την καλύτερη διαχείριση των χρεών. Βασικοί δείκτες που επιφέρουν την βελτίωση του γενικού επιπέδου του κινδύνου χώρας είναι οι εξής :

Πολιτικοί και κοινωνικοί παράγοντες :

- ✚ Νόμοι και περιβαλλοντικές ρυθμίσεις
- ✚ Ένα αποδεκτό επίπεδο καλής διακυβέρνησης και υπευθυνότητας
- ✚ Διαφάνεια και σταθερότητα στις πολιτικές των κυβερνήσεων
- ✚ Διαφάνεια στους εργατικούς νόμους και πρακτικές

Οικονομικοί παράγοντες

- ✚ Ένα αποδεκτό επίπεδο πειθαρχίας στην οικονομία (μείωση των χρεών, αύξηση των δαπανών για επενδύσεις)
- ✚ Αποφυγή των καθυστερήσεων στις κρατικές πληρωμές και στην απόσβεση των χρεών σε ξένο νόμισμα
- ✚ Ανάπτυξη και προώθηση ενός ισχυρού τραπεζικού τομέα
- ✚ Σταδιακή απελευθέρωση των αγορών
- ✚ Ανταγωνιστικά και σταθερά φορολογικά καθεστώτα

2.2.3 Εκτίμηση του Βέλτιστου επιπέδου Δανειακής Επιβάρυνσης

Καταλυτικός παράγοντας και θέμα καίριας σημασίας κατά την ανάλυση του κινδύνου χώρας αποτελεί επίσης και *ο προσδιορισμός του γενικού επιπέδου του χρέους, καθώς επίσης και ο προσδιορισμός του βέλτιστου επιπέδου της δανειακής επιβάρυνσης για την μείωση κατά το δυνατόν του κινδύνου χώρας, Calverley (1990)*. Ο βασικός σκοπός του αναλυτή είναι να έχει όσο το δυνατόν μια πιο ξεκάθαρη γενική θεώρηση του ξένους χρέους, όπως συνδέεται με την γενική οικονομική και πολιτική κατάσταση. Διεθνείς πηγές όπως η Παγκόσμια τράπεζα, ΔΝΤ, έχουν βελτιώσει σημαντικά τα τελευταία χρόνια τις στατιστικές πληροφορίες τους και παρέχουν χρήσιμα δεδομένα. Η γενική παραδοχή είναι ότι *τα δάνεια είναι περισσότερο πιθανό να χρησιμοποιηθούν αποτελεσματικά αν η πραγματική αναμενόμενη απόδοση είναι θετική και αν το επιτόκιο δανεισμού είναι ανταγωνιστικό*. Η συνολική οικονομική στρατηγική της χώρας είναι ένας από τους καθοριστικούς παράγοντες για την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης της συνολικής δανειακής επιβάρυνσης. Άλλο σημαντικό στοιχείο, είναι τα ίδια τα χαρακτηριστικά της οικονομίας, δηλαδή οι πόροι στις οποίες βασίζεται το οικονομικό σύστημα, που καθορίζουν τον βαθμό ανάπτυξης της χώρας. Είναι χρήσιμο επίσης ο αναλυτής να εξετάσει και τις χρήσεις και βασικές διαθέσεις των ξένων δανείων.

Πολύ συζήτηση έχει γίνει γύρω από το ποιο είναι το βέλτιστο επίπεδο του δανείου που μπορεί να αντέξει μια χώρα. Αυτό καθορίζεται, πρώτα απ' όλα, από το πόσο

κερδοφόρος είναι ο σκοπός για τον οποίο δόθηκε το συγκεκριμένο δάνειο. Για παράδειγμα αν το δάνειο διατέθηκε στη υλοποίηση μιας επένδυσης, από το πόσο κερδοφόρα είναι η επένδυση, ώστε να δημιουργήσει χρηματικές ροές που εν συνεχεία θα χρησιμοποιηθούν για την μελλοντική αποπληρωμή του δανείου. Αυτή η σκέψη αποτελεί οδηγό στην περίπτωση χορήγησης μεγάλων δανείων σε αναπτυσσόμενες χώρες. Άλλες επισημάνσεις σχετικά με το χρέος είναι ότι προηγούμενες μελέτες έχουν δείξει ότι μακροπρόθεσμα ο ρυθμός της οικονομικής ανάπτυξης μίας χώρας πρέπει να είναι υψηλότερος από το κόστος δανεισμού. Αυτή η σκέψη έχει μια λογική βάση αλλά μπορεί να ισχύσει μόνο μακροπρόθεσμα στην περίπτωση της ανάλυσης του κινδύνου χώρας.

Ωστόσο δεν υπάρχει κάποιο ξεκάθαρο συμπέρασμα που να καταλήγει σε κάποιο ιδανικό επίπεδο δανειακής επιβάρυνσης. *Βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες είναι οι διαθέσιμοι πόροι, η οικονομική πολιτική και οι αντιλαμβανόμενες προοπτικές της χώρας.* Η εμπειρία επίσης των τελευταίων χρόνων υποδεικνύει ότι και *η κατάσταση της αγοράς* αποτελεί έναν σημαντικό παράγοντα στον καθορισμό του ιδανικού επιπέδου δανεισμού.

Για μια ολοκληρωμένη εικόνα του συνολικού χρέους και μια επιτυχέστερη ανάλυση του κινδύνου χώρας είναι απαραίτητο ο αναλυτής να εξετάσει διάφορα στοιχεία και δεδομένα, όπως το συνολικό χρέος που έχει αθετήσει ο δανειζόμενος κατά το παρελθόν, η φύση και διακύμανση των επιτοκίων χορήγησης των δανείων. Επίσης μια ανάλυση ωριμότητας των δανείων ανάλογα με την ληκτότητα τους σε μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα κρίνεται αναγκαία για την εξαγωγή έγκυρων συμπερασμάτων.

Οι βασικοί δείκτες που συνδέονται με την εκτίμηση του κινδύνου που απορρέει από την δανειακή επιβάρυνση της χώρας μπορεί να προσδιορισθεί με τους ακόλουθους δείκτες :

 **Ο δείκτης συνολικό χρέος προς εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών :** Το βασικό χαρακτηριστικό του δείκτη είναι η μεταβλητότητά του. Αν οι εξαγωγές μειωθούν, τότε το χρέος μπορεί να αυξηθεί γρήγορα ως αποτέλεσμα νέου δανεισμού, που προσανξάνει το υπάρχων χρέος. Άρα η σχέση των δυο όρων του δείκτη είναι αντιστρόφως ανάλογη. Το βασικό πλεονέκτημα του δείκτη είναι ότι είναι πολύ εύκολο κανείς να βρει δεδομένα και πληροφορίες σχετικά το ύψος του χρέους και των εξαγωγών. Αν η τιμή του δείκτη πάρει τιμή <100%, η χώρα κρίνεται ότι έχει χαμηλή δανειακή επιβάρυνση, άρα και μικρό κίνδυνο. Αν η τιμή κυμαίνεται ανάμεσα στο 100-200%, το επίπεδο αυτό κρίνεται κρίσιμο, ενώ αν κυμαίνεται πάνω από 200%, η χώρα έχει υψηλή δανειακή επιβάρυνση και άρα υψηλό κίνδυνο. Το κρίσιμο σημείο είναι αρκετά ευρύ, μιας και εκπροσωπεί τις αλλαγές ανάμεσα στις χώρες. Οι αναλυτές χρειάζεται να εξετάσουν προσεκτικά : το μέγεθος του δανείου, την διάρκεια του δανείου, την ρευστότητα της χώρας, την διαχρονική τάση του δείκτη, την γενική εικόνα που έχει η χώρα σε σχέση με άλλους παράγοντες (οικονομικό και πολιτικό τομέα).

✚ **Ο δείκτης συνολικές πληρωμές τόκων προς εξαγωγές :** Αυτός ο δείκτης αποτελεί τον καλύτερο δείκτη για την μέτρηση της δανειακής επιβάρυνσης. Η βασική δυσκολία στην εξέταση του δείκτη έγκειται στην συλλογή πληροφοριών σχετικά με τις πληρωμές. Μερικές μόνο κυβερνήσεις δημοσιοποιούν έγκυρα στοιχεία σχετικά με τις πληρωμές τους. Οι συνολικές πληρωμές σε ξένο νόμισμα καθορίζονται και από ένα ελάχιστο επιτόκιο που καθορίζει κάθε φορά η κυβέρνηση της χώρας. Άρα ελλείπει έγκυρων πληροφοριών είναι πολύ εύκολο να γίνουν λάθη.

✚ **Ο δείκτης συνολικές πληρωμές ή συνολικό χρέος προς ΑΕΠ :** Η βασική σημασία του δείκτη είναι ότι δείχνει το μέγεθος του χρέους σε σχέση με τις συνολικές πηγές της χώρας. Όσο μεγαλύτερος ο δείκτης τόσο μεγαλύτερη θα είναι η αναλογία του ξένου νομίσματος που χρειάζεται να εξυπηρετήσει το δανειακό χρέος. Τα βασικό μειονέκτημα του δείκτη είναι ότι ίσως η χώρα να μην διατεθειμένη να θυσιάσει ένα μέρος του ΑΕΠ για την εξυπηρέτηση του χρέους της, ενώ οι εξαγωγές αντανakλούν την άμεση δημιουργία ξένου συναλλάγματος. Δεύτερον, σε αντίθεση με τις εξαγωγές η αξία του ΑΕΠ σε ξένο νόμισμα εξαρτάται άμεσα από την ισοτιμία εγχωρίου και ξένου νομίσματος.

✚ **Ο δείκτης συνολικό τραπεζικό χρέος προς εξαγωγές :** Ο δείκτης αυτός είναι χρήσιμος για διάφορους λόγους. Πρώτα τα στοιχεία που απαιτούνται είναι εύκολα διαθέσιμα. Δεύτερον, το ύψος του τραπεζικού χρέους αποτελεί σημάδι της πιθανότητας για επαναπροσδιορισμό. Οι χώρες με ένα πολύ μικρό τραπεζικό δάνειο είναι μάλλον απίθανο ότι θα καταφύγουν στον επαναπροσδιορισμό, διακινδυνεύοντας τις μελλοντικές χρηματικές ροές τους και την χρηματοδότηση του εμπορίου.

✚ **Ο δείκτης εξυπηρέτησης του χρέους :** Ο δείκτης εξυπηρέτησης του χρέους έχει επικριθεί πολλές φορές κατά το παρελθόν αν και χρησιμοποιείται πιο συχνά από πολλές τράπεζες. Βασικά είναι ο καλύτερος δείκτης για υπόδειξη της δανειακής επιβάρυνσης και της ρευστότητας. Αλλά είναι προτιμότερο να χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με άλλους δείκτες, επειδή ο όρος του δείκτη που υποδεικνύει την αποπληρωμή μπορεί να είναι παραπλανητικός αν ο χρόνος λήξης του δανείου δεν έχει οριστεί με σαφήνεια.

Εκτός από την εξέταση της οικονομικής και πολιτικής τακτικής καθώς και του ύψους του δανειακού χρέους υπάρχουν και άλλοι προσδιοριστικοί παράγοντες που διέπουν το γενικό επίπεδο της χώρας και χρειάζεται να συνεξεταστούν. Αξίζει να τονιστεί ιδιαίτερα η σημασία της σταθερότητας του τραπεζικού τομέα της χώρας κατά την ανάλυση, καθώς είναι σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας της αξιοπιστίας της χώρας. Καθώς οι τράπεζες αποτελούν το κέντρο της οικονομίας, μια τραπεζική κρίση μπορεί να έχει συστηματική ή πολλαπλή επίδραση σε μια οικονομία και οι επιρροές για τις μικρές οικονομίες είναι ακόμα μεγαλύτερες. Η κατάρρευση μιας τράπεζας μπορεί να συνεπάγεται την απόσυρση των χρηματοδοτήσεων προς το χρηματοπιστωτικό σύστημα και την επιτάχυνση των εκροών κεφαλαίου. Οι πολλαπλές επιρροές μπορεί να είναι οικονομικές (έμφαση στα διεθνή αποθεματικά, στο επιτόκιο συναλλαγών, επιτόκιο

απόδοσης) και κοινωνικές (απώλειες στην δουλειά, άνοδος του κόστους ζωής κ.λ.π). Η σημασία του τραπεζικού τομέα και του ρόλου της Κεντρικής Τράπεζας, περιγράφεται αναλυτικότερα σε άλλο σημείο της παρούσας διατριβής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Βασικά Συστήματα Εκτίμησης του Κινδύνου Χώρας

Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται μια αναφορά στα βασικά συστήματα και μεθοδολογίες που ανέπτυξαν οι τράπεζες και οι λοιποί οργανισμοί με το πέρασμα του χρόνου για την εκτίμηση του κινδύνου χώρας, όπως αναφέρονται από τον *Calverley (1990)*. Μερικά από τα συστήματα αυτά καταργήθηκαν γιατί κρίθηκαν αναποτελεσματικά και αλλά επεκτάθηκαν και βελτιώθηκαν. Άρα ο αναλυτής χρειάζεται να κρίνει τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα κάθε μεθόδου για να αποφασίσει κατόπιν ποιο σύστημα θα υιοθετήσει κατά την ανάλυσή του.

Μετά την κρίση στην τιμή του πετρελαίου οι εμπορικές τράπεζες γνώρισαν ανάπτυξη, καθώς ο ρόλος των επίσημων οργανισμών δεν έφτανε να καλύψει τις ανάγκες των αναπτυσσόμενων χωρών σε δάνεια. Το γεγονός αυτό οδήγησε τις τράπεζες στην ανάπτυξη μεθόδων και διαδικασιών για τον έλεγχο των κινδύνων που συνδέονται με την διεθνή δραστηριότητα. Οι εμπορικές τράπεζες πρώτες επινόησαν την χρήση των οικονομικών δεικτών στην εκτίμηση του κινδύνου χώρας και την χρήση λίστας ελέγχου και άλλων σύνθετων δεικτών κατά την εξέταση του κινδύνου. Η βασική φιλοσοφία που ακολουθείται αναφέρει έναν μεγάλο αριθμό από οικονομικούς, κοινωνικούς και πολιτικούς δείκτες. Αυτές οι ποσοτικές προσεγγίσεις χρησιμοποιούνται ως προειδοποιητικά συστήματα και συνδυάζουν επιτυχώς ποιοτικά και ποσοτικά μέτρα.

3.1 ΤΥΠΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ

Οι περισσότερες τράπεζες κατέληξαν στην ανάπτυξη και εφαρμογή **τυπικών συστημάτων**, που εφαρμόζουν καθιερωμένες διαδικασίες και ελέγχους κατά την επεξεργασία δεδομένων και την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με τον κίνδυνο χώρας. Τα **βασικά πλεονεκτήματα** των περισσότερων τυπικών συστημάτων συνοψίζονται στα παρακάτω:

- ✚ Τα τυπικά συστήματα δίνουν προσοχή σε ένα μεγάλο εύρος από οικονομικούς και πολιτικούς δείκτες.

- ✚ Επιτρέπουν την σύγκριση μεταξύ των διάφορων τύπων χρεών και δανείων άμεσα μέσα από διάφορες στατιστικές μεθόδους.

- ✚ Λειτουργούν ως ευφυή συστήματα παίρνοντας ως δεδομένα τα στοιχεία που εισάγουν οι αναλυτές και εξάγουν αποτελέσματα και εκτιμήσεις με όσο το δυνατόν λιγότερο κόστος.

✚ Εξοικονομούν χρόνο και αντιπροσωπεύουν έναν αντικειμενικό τρόπο εκτίμησης του κινδύνου χώρας.

✚ Έχουν αξιοπιστία εξαιτίας της αντικειμενικότητας του συστήματος και εξασφαλίζουν τη διαφάνεια της αξιολόγησης.

✚ Παρέχουν μια φόρμα, μια τυποποιημένη διαδικασία για συστηματική διερεύνηση της κατάστασης των χωρών.

Τα βασικά μειονεκτήματα των τυπικών συστημάτων έγκεινται στα εξής:

✚ Τα περισσότερα τυπικά συστήματα χαρακτηρίζονται για την ακαμψία τους, εξαιτίας του γεγονότος ότι στηρίζονται σε στατιστικούς δείκτες. Έτσι είναι αρκετά δύσκολο να συμπεριλάβει κανείς όλους τους σχετικούς παράγοντες για κάθε χώρα. Ότι λειτουργεί αποτελεσματικά σε μια χώρα, δεν λειτουργεί το ίδιο αποτελεσματικά σε άλλη χώρα. Με λίγα λόγια το σύστημα δεν λειτουργεί το ίδιο αποτελεσματικά για διαφορετικές χώρες, που διέπονται από διαφορετικές ιδιαιτερότητες αναφορικά με την οικονομική τους στρατηγική, το πολιτικό καθεστώς και την κοινωνική τους υποδομή.

✚ Η διαδικασία που έχει ακολουθηθεί για την δημιουργία αυτών των συστημάτων βασίζεται σε υποκειμενικές κρίσεις αν και η περαιτέρω λειτουργία τους μπορεί να συνεχιστεί απρόσκοπτα μιας και βασίζεται σε τυποποιημένες διαδικασίες. Δηλαδή η δημιουργία των συστημάτων αυτών χαρακτηρίζεται για την υποκειμενική επιλογή των κριτηρίων, ενώ η περαιτέρω λειτουργία του συστήματος χαρακτηρίζεται από αντικειμενικά προσδιορισμένες διαδικασίες.

✚ Τα τυπικά στατιστικά συστήματα στηρίζονται στην διαθεσιμότητα δεδομένων και τείνουν να συμπεριλάβουν περισσότερο οικονομικά δεδομένα και στοιχεία παρά πολιτικά δεδομένα. Δεν θα πρέπει να λησμονά κανείς ότι τα οικονομικά δεδομένα είναι περισσότερο εύκολα στην ανάλυση τους, ενώ τα πολιτικά δεδομένα είναι δύσκολο να ποσοτικοποιηθούν αποτελεσματικά. Αυτό συνεπάγεται ότι σημαντικοί παράγοντες και δεδομένα μπορεί να παραληφθούν κατά την ανάλυση.

✚ Υπερβολική εξάρτηση από τα συστήματα μπορεί να επιφέρει υπερβολική τυποποίηση της όλης διαδικασίας ανάλυσης. Το γεγονός αυτό μειώνει την υποκειμενική κρίση για εισαγωγή των δεδομένων, που προσθέτει ευελιξία στα συστήματα εκτίμησης και αυξάνει την αποτελεσματικότητά τους.

Η βασική διαδικασία για την διαμόρφωση του κατάλληλου συστήματος βασίζεται στην επαναληψη και είναι θέμα μάλλον υποκειμενικό. Πρώτα απ' όλα, ο αναλυτής δημιουργεί μια λίστα με στατιστικούς δείκτες που καλύπτουν διάφορες πτυχές της οικονομικής δραστηριότητας. Έπειτα αντιστοιχίζει ένα σχετικό βάρος σε κάθε στατιστικό δείκτη κατά την υποκειμενική του κρίση, προσδιορίζοντας έτσι την σημαντικότητά του. Στο δεύτερο στάδιο ο αναλυτής διαμορφώνει μια ομάδα από χώρες, που αποτελεί το δείγμα εξέτασης, και προσδιορίζει την βαθμολογία τους στο σύστημα.

Μετά το πρώτο αποτέλεσμα, ο αναλυτής μεταβάλλει τα βάρη που έχει δώσει στους δείκτες ή πιθανόν να συμπεριλάβει και άλλους παράγοντες κατά την ανάλυση μέχρι να κάνει την βαθμολογία του συστήματος να συμπίσει με την δική του προσωπική εκτίμηση. Αυτό είναι και ένα από τα βασικά πλεονεκτήματα του συστήματος, ότι δηλαδή η σύγκριση των αποτελεσμάτων του συστήματος επιτρέπει στον αναλυτή να αποφύγει εσφαλμένες εκτιμήσεις σχετικά με τον κίνδυνο χώρας ή να καταλήξει ότι τυχόν αποκλίσεις οφείλονται σε πολιτικούς παράγοντες. Μέσα από την σύγκριση και την επανάληψη επιτυγχάνεται η τελειοποίηση του συστήματος βαθμολόγησης. Μόλις το σύστημα έχει διαμορφωθεί πλήρως για τις χώρες που ο αναλυτής γνωρίζει καλά, μπορεί να εφαρμοστεί και σε άλλες χώρες που δεν είναι ευρέως γνωστές κατά την εκτίμηση του κινδύνου.

3.2 ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΜΕ ΛΙΣΤΑ ΕΛΕΓΧΟΥ

Άλλη ευρέως γνωστή κατηγορία συστήματος στην εκτίμηση του κινδύνου χώρας είναι το **σύστημα με λίστα ελέγχου**. Ο βασικός σκοπός αυτών των συστημάτων, όπως υποδεικνύει το όνομα τους, είναι να προσφέρουν μια λίστα ελέγχου με βασικές ερωτήσεις και / ή στατιστικά δεδομένα, που απαιτούνται πριν καταλήξει κανείς στο τελικό συμπέρασμα. Μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως παράρτημα σε μια αναφορά για τον κίνδυνο χώρας ή να αποτελέσουν καθαντά μια τελική αναφορά.

3.3 ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ

Άλλη σημαντική κατηγορία συστημάτων εκτίμησης είναι η ανάπτυξη **στατιστικών τεχνικών και μεθόδων** και έχουν πραγματοποιηθεί πολλές προσπάθειες στο παρελθόν για την ανάπτυξη διάφορων τεχνικών για την πρόβλεψη αδυναμίας εξυπηρέτησης του εξωτερικού χρέους. Δυο στατιστικές τεχνικές που χρησιμοποιούνται ευρέως από τους αναλυτές είναι η λογιστική παλινδρόμηση και η διακριτική ανάλυση.

Η βασική λειτουργία αυτών των τεχνικών έγκειται στον εντοπισμό σταθμισμένων δεικτών που μπορούν να προβλέψουν αν μια χώρα θα καταφύγει σε επαναπροσδιορισμό του χρέους ή όχι. Η βασική μεθοδολογία έγκειται στον διαχωρισμό των χωρών σε δυο βασικές ομάδες, ανάλογα με το αν μπορούν να αποπληρώσουν το χρέος τους ή όχι. Η κατηγοριοποίηση αυτή γίνεται με βάση διάφορες μεταβλητές που κρίνονται σημαντικές. Τα αποτελέσματα της μεθόδου αποδίδονται με τους όρους «σφάλμα τύπου 1» και «σφάλμα τύπου 2». «Σφάλμα τύπου 1» είναι οι χώρες που κατέφυγαν στον επαναπροσδιορισμό, αλλά δεν είχαν προβλεφθεί από τον αναλυτή. «Σφάλμα τύπου 2» είναι οι χώρες που το μοντέλο προβλέπει ότι θα καταφύγουν στον επαναπροσδιορισμό, αλλά κάτι τέτοιο δεν συμβαίνει στην πραγματικότητα. Οι πρωτεργάτες στον τομέα αυτό υπήρξαν οι Frank και Cline (1971) χρησιμοποιώντας διακριτική ανάλυση και

ακολούθησαν οι Feder και ο Just (1977) που χρησιμοποίησαν την λογιστική ανάλυση και βελτίωσαν τα εμπειρικά αποτελέσματα των Frank και Cline. Άλλοι αξιοσημείωτοι εμπειρικοί μελετητές υπήρξαν οι Mayo και Barrett (1977), Sargen (1977) και άλλοι.

Η λογιστική ανάλυση προτιμάται έναντι της διακριτικής, αν και είναι πιο δύσκολο να χρησιμοποιηθεί.

Οι βασικές ενστάσεις ως προς τις μεθόδους είναι διάφορες. Πρώτα απ' όλα, ο αρχικός διαχωρισμός των χωρών σε χώρες που καταφεύγουν στον επαναπροσδιορισμό ή όχι δεν συμβαδίζει απαραίτητα με αυτές που αντιμετωπίζουν δυσκολίες ή όχι. Πολλές φορές ειδικά πακέτα υποστήριξης, επαναχρηματοδότησης κ.λ.π έχουν σώσει την χώρα από την δύσκολη οικονομική της θέση. Τείνουν να αγνοούν όλους τους κοινωνικούς και πολιτικούς παράγοντες που μπορούν να εντείνουν ένα ενυπάρχων οικονομικό πρόβλημα. Δεύτερο, τα μοντέλα ακολουθούν αφαιρετική διαδικασία επιλέγοντας μερικές μόνο στατιστικά σημαντικές μεταβλητές, με αποτέλεσμα οι μέθοδοι να παραλείπουν κάποιες περιπτώσεις χωρών και να υποπέσουν σε σφάλματα πρόβλεψης ή κατηγοριοποίησης στις δυο βασικές ομάδες. Τρίτον, η προβλεπτική ικανότητα των μοντέλων μειώνεται όταν το δείγμα χωρών αυξάνεται. Δεδομένων των ραγδαίων αλλαγών στις περισσότερες αναπτυσσόμενες οικονομίες, οι βασικές ισότητες και σχέσεις που χρησιμοποιούνται στην πρόβλεψη των δυσκολιών εξυπηρέτησης του χρέους, μπορεί να έχουν μειωμένη προβλεπτική ικανότητα. Τέταρτον, μια άλλη βασική αδυναμία είναι η σταθερότητα των στατιστικών σχέσεων ανάμεσα στις χώρες. Οι έρευνες που έχουν διενεργηθεί υποθέτουν μια κοινή δομή και συμπεριφορά των περισσότερων χωρών. Ωστόσο οι χώρες εμφανίζουν ανομοιογένεια μεταξύ τους.

3.4 ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΡΟΕΙΔΟΠΟΙΗΣΗΣ (*Early warning systems*)

Μια άλλη κατηγορία συστημάτων εκτίμησης του κινδύνου είναι **τα συστήματα προειδοποίησης (Early warning systems)**. Τα συστήματα της κατηγορίας αυτής έχουν βασικό σκοπό να εντοπίσουν ή να προβλέψουν ένα πρόβλημα όσο το δυνατόν νωρίτερα έτσι ώστε να ληφθούν οι κατάλληλες ενέργειες για την αντιμετώπιση των προβλημάτων. Έτσι στην κατηγορία αυτή μπορούν να χρησιμοποιηθούν βασικές μέθοδοι, όπως η λογιστική ή διακριτική ανάλυση, τα συστήματα της λίστας ελέγχου ή τα συστήματα βαθμολόγησης.

Η βασική επιτυχία του συστήματος βρίσκεται στην επιλογή μεταβλητών. Η βασική λογική στην οποία βασίζονται τα συστήματα της κατηγορίας αυτής είναι η πρόβλεψη των προβλημάτων αυτόματα με την γέννηση τους. Η θεμελιακή ανάλυση αποσκοπεί στην πρόληψη της συντέλεσης αυτών των προβλημάτων και στην πρόβλεψη όλων των παραγόντων και μεταβλητών που μπορεί να συντελέσουν στην δημιουργία σχετικού κινδύνου.

3.5 ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ

Υπάρχει ένας αυξανόμενος αριθμός **οικονομετρικών μοντέλων** για την πρόβλεψη του κινδύνου για τις αναπτυσσόμενες χώρες. Πολλές εταιρίες σήμερα έχουν επινοήσει διάφορα οικονομετρικά μοντέλα τα οποία προσφέρουν στους πελάτες τους. Ωστόσο πολλοί αναλυτές σήμερα χρησιμοποιούν τα δικά τους μοντέλα με την χρήση υπολογιστών, μια διαδικασία αρκετά φθηνότερη και εύκολη. Η βασική αδυναμία όμως όλων των οικονομετρικών μοντέλων είναι η μειωμένη αξιοπιστία τους και η χρονοβόρα διαδικασία. Τα βασικά πλεονεκτήματα της οικονομετρικής μεθόδου συνίστανται πρώτα στο γεγονός ότι η όλη διαδικασία της μοντελοποίησης είναι αρκετά εκπαιδευτική και μπορεί κανείς να κατανοήσει και να μάθει την δομή της οικονομίας. Δεύτερο πλεονέκτημα είναι η ταχύτητα του μοντέλου.

Οι βασικές αδυναμίες των οικονομετρικών μοντέλων έγκειται στο γεγονός ότι οι αναπτυσσόμενες χώρες είναι πολύ δύσκολο να μοντελοποιηθούν εξαιτίας της δυναμικής και συνεχώς μεταβαλλόμενης φύσης των δεδομένων και των πληροφοριών. Η φύση των αναπτυσσόμενων χωρών κρίνεται ιδιαίτερα δυναμική έτσι ώστε πληροφορίες που χρησιμοποιούνται σε δείκτες να μεταβάλλονται και φαινόμενα όπως ο πληθωρισμός δύσκολα να μπορούν να μοντελοποιηθούν. Γενικότερα το οικονομικό και πολιτικό σκηνικό στις αναπτυσσόμενες χώρες κρίνεται ιδιαίτερα ασταθές.

Επιπρόσθετα, η χρήση του μοντέλου συνεπάγεται χρόνο και χρήμα. Σε γενικές γραμμές αυτό που εξετάζεται στην πλειονότητα των οικονομετρικών μοντέλων είναι αν το ισοζύγιο πληρωμών βρίσκεται σε αναλογία και ισορροπία σε σχέση με τον ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Τα συνηθέστερα βασικά προσδιοριστικά μεγέθη που χρησιμοποιούνται, είναι ο ρυθμός ανάπτυξης των εισαγωγών και εξαγωγών, η ισορροπία στο ισοζύγιο των εμπορικών συναλλαγών, το επίπεδο και η αύξηση της ξένης δανειακής επιβάρυνσης, η πληρωμή των δόσεων (όπως προσδιορίζεται από τον δείκτη LIBOR και το μέγεθος του χρέους). Είναι σκόπιμο το μοντέλο να εστιάσει πάνω στον ρυθμό ανάπτυξης του εμπορίου και του χρέους σε συνδυασμό με το ΑΕΠ. Η πρακτικότητα και η απόδοση του μοντέλου είναι μεγαλύτερη αν χρησιμοποιηθεί σε συνδυασμό με την μεθοδολογία των εναλλακτικών σεναρίων.

3.6 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΩΝ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΣΕΝΑΡΙΩΝ

Η **μεθοδολογία των εναλλακτικών σεναρίων**, συχνά χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με τα οικονομετρικά μοντέλα εκτίμησης του κινδύνου. Ο βασικός αντικειμενικός σκοπός της μεθοδολογίας αυτής είναι να εξετάσει τις εκροές της χώρας με βάση διάφορες υποθέσεις που γίνονται για κάποιες μεταβλητές. Η διαδικασία περιλαμβάνει την εξέταση δυο ή περισσότερων εναλλακτικών σεναρίων και περαιτέρω μια ανάλυση ευαισθησίας που υποδεικνύει την σημαντικότητα συγκεκριμένων παραγόντων στο τελικό αποτέλεσμα.

Το πρώτο βήμα για την ανάλυση είναι ο προσδιορισμός των εξωγενών και ενδογενών παραγόντων που επηρεάζουν την κατάσταση μιας χώρας. Τέτοιοι παράγοντες είναι ο δείκτης LIBOR, ο παγκόσμιος ρυθμός ανάπτυξης του εμπορίου, η πολιτική του εγχώριου εμπορίου, τα πολιτικά καθεστώτα κ.λ.π. Το δεύτερο βήμα είναι να προσδιορισμός ενός συνόλου εναλλακτικών σεναρίων. Ο αριθμός των εναλλακτικών σεναρίων χρειάζεται να βρίσκεται σε συνέπεια με την πιθανότητα επιτέλεσης των εναλλακτικών σεναρίων. Η ανάλυση ευαισθησίας θα καλύψει τυχόν κενά και ασυνέπειες που τυχόν θα εντοπιστούν. Συχνά πολύ αναλυτές παραθέτουν τρία σενάρια, το οποίο μπορεί να μην έχουν ικανοποιητικά αποτελέσματα αφού κανείς θα καταλήξει στο εναλλακτικό σενάριο της μέσης οδού. Ο βέλτιστος τρόπος είναι η ύπαρξη δυο εναλλακτικών σεναρίων. Η μέθοδος αυτή χρησιμεύει σε μια γενική σύγκριση μιας ομάδας χωρών και αποτελεί οδηγό για μια συγκριτική ανάλυση αυτών.

3.7 ΤΑΚΤΙΚΗ ΣΕΙΡΑΣ ΕΠΙΣΚΕΨΕΩΝ ΣΤΗΝ ΠΡΟΣ ΕΞΕΤΑΣΗ ΧΩΡΑ

Μια αρκετά διαδεδομένη τακτική στην ανάλυση του κινδύνου χώρας είναι και η πραγματοποίηση μιας **σειράς επισκέψεων του αναλυτή στις υπό εξέταση χώρες**, παρόλο που μια πρώτη διαπίστωση του κινδύνου μπορεί να επιτευχθεί με την επεξεργασία των δεδομένων και πληροφοριών μέσα από τα διάφορα μοντέλα ανάλυσης. Ωστόσο από πολλούς συγγραφείς υποστηρίζεται ότι μια επίσκεψη του αναλυτή στην χώρα είναι αναγκαία για μια πιο ολοκληρωμένη ανάλυση.

Η τακτική αυτή συνεπάγεται μια σειρά από πλεονεκτήματα. Με την επίσκεψη στην χώρα ο αναλυτής μπορεί πρώτα απ' όλα, να αντιμετωπίσει τα κενά στις πληροφορίες και τα δεδομένα. Τέτοια δεδομένα αφορούν μεταβλητές, όπως το επίπεδο του εισοδήματος, το βασικό επίπεδο των μισθών, των εγχωρίων επιτοκίων, στατιστικές σχετικά με το ύψος του εισοδήματος, το επίπεδο του προϋπολογισμού. Στο σημείο αυτό το να λάβει κανείς γνώση των τελευταίων εκτιμήσεων, αναλύσεων, προβλέψεων και εργασιών κρίνεται αρκετά ωφέλιμο.

Ακόμα με μια επίσκεψη ο αναλυτής, εκτός από τις παραπάνω στατιστικές πληροφορίες, μπορεί να αντλήσει χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με τα οικονομικά

δεδομένα του ιδιωτικού τομέα, των επιχειρήσεων και τραπεζών που δραστηριοποιούνται. Τέτοιες πληροφορίες μπορεί να αφορούν το επίπεδο κερδοφορίας των επιχειρήσεων ή της τράπεζας που αφορά η ανάλυση, την δύναμη που κατέχει το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, το επιτόκιο των τρεχουσών συναλλαγών στο εξωτερικό κ.λ.π.

Επίσης, καθώς η δανειοληπτική ικανότητα μιας χώρας βρίσκεται σε άμεση συσχέτιση με την πιστοληπτική της φερεγγυότητα μπορεί κανείς να υπολογίσει γρήγορα με την επίσκεψη του στην χώρα μεγέθη που σχετίζονται άμεσα με αυτή. Τέτοια στοιχεία είναι το κατά κεφαλήν εισόδημα (Per capita income), η ανάπτυξη του ΑΕΠ, ο πληθωρισμός, η οικονομική ισορροπία (Fiscal balance), το επίπεδο του εξωτερικού χρέους, ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης και το ιστορικό της χώρας (όσον αφορά τις αθετήσεις – default history).

Ταυτόχρονα, η πιο προσεκτική επισκόπηση της χώρας από κοντά, βοηθά στην πληρέστερη κατανόηση της πολιτικής δομής της χώρας και στην διαπίστωση των κινδύνων που συνδέονται με το εκάστοτε καθεστώς. Εξάλλου η πολιτική κατάσταση μιας χώρας αποτελεί ποιοτικό χαρακτηριστικό το οποίο δεν είναι εύκολο να ποσοτικοποιηθεί και να μετρηθεί με στατιστικούς δείκτες. Η επίσκεψη στην χώρα άρα βοηθά τον αναλυτή να συνειδητοποιήσει εάν τα όσα έχει αναγγείλει η κυβέρνηση ανταποκρίνονται στην πράξη και γενικότερα αν οι πληροφορίες που κατέχει ο αναλυτής ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα.

Περαιτέρω, η επίσκεψη στην χώρα βοηθά στην βαθύτερη κατανόηση της χώρας, του τύπου, της γενικής ιδιοσυγκρασίας και των γενικότερων τάσεων που παρατηρούνται. Η γενικότερη διαπίστωση της ιδιοσυγκρασίας και των γενικότερων μηχανισμών της χώρας έχει ως αποτέλεσμα η αναφορά του αναλυτή να είναι περισσότερο αξιόπιστη. Επιπλέον, μπορεί να παραθέσει και την προσωπική του κρίση ή να κρίνει τα αποτελέσματα των τυποποιημένων διαδικασιών και μεθοδολογιών με την δική του άποψη.

Το βασικό μειονέκτημα των επισκέψεων είναι η απώλεια χρόνου και το κόστος που συνεπάγονται. Ωστόσο αυτό το εμπόδιο μπορεί να αντιμετωπιστεί με μια καλύτερη προετοιμασία πριν το ταξίδι και την τήρηση πιστού προγράμματος κατά την διάρκεια της επίσκεψης. Κρίνεται σκόπιμο οι αναλυτές να οργανώνουν συναντήσεις με τα επιτελικά στελέχη της χώρας, όπως η κυβέρνηση, την Κεντρική Τράπεζα, ιδιωτικούς αναλυτές, επιχειρηματίες, τραπεζίτες, δημοσιογράφους και άλλα πρόσωπα που μπορούν να παράσχουν πληροφορίες και να καλύψουν το οποιοδήποτε κενό σχετικά με την χώρα.

3.8 ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΒΑΘΜΟΛΟΓΗΣΗΣ (Country risk rating systems)

Η χρησιμότητα των συστημάτων βαθμολόγησης φαίνεται από τον ολοένα αυξανόμενο αριθμό των τραπεζών και των εταιρειών που καταφεύγουν στις ήδη δημοσιευμένες βαθμολογίες των γνωστών εταιρειών αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου για την υλοποίηση μιας επένδυσης. Η ενέργεια αυτή κρίνεται ολοένα και περισσότερο απαραίτητη στο σύγχρονο αβέβαιο διεθνές σκηνικό.

Το πρώτο βασικό πλεονέκτημα των συστημάτων κατάταξης είναι ότι επισημαίνουν τον κίνδυνο χώρας σε ανθρώπους που γνωρίζουν ελάχιστα για την χώρα κατά τρόπο εύκολο και κατανοητό. Ακόμα οι χώρες μέσω ενός συστήματος ενιαίας βαθμολόγησης, μπορούν να συγκριθούν απευθείας και κανείς μπορεί να συμπεράνει τις βασικές αδυναμίες και τα όρια των χωρών. Επιπλέον, τα συστήματα βαθμολόγησης επιτρέπουν την διαχρονική σύγκριση και διαπίστωση τυχόν μεταβολών στον κίνδυνο που συνδέεται με μια χώρα διαχρονικά.

Τα βασικά μειονεκτήματα έγκεινται στο γεγονός ότι τα συστήματα βαθμολόγησης αδυνατούν να εκφράσουν όλες τις διαστάσεις του κινδύνου, π.χ βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη, οικονομικό και πολιτικό κίνδυνο κ.λ.π.

Μια καλύτερη προσέγγιση είναι ο συνδυασμός των συστημάτων βαθμολόγησης με τα συστήματα αναφοράς (report writing). Το ιδανικό σύστημα συνίσταται σε αυτό που παρέχει επαρκή πληροφόρηση και είναι εύκολο στην κατανόηση και στην βασική λειτουργία του. Κατά την σχεδίαση ενός συστήματος χρειάζεται να ακολουθηθούν δυο βήματα απαραίτητα. Πρώτα, χρειάζεται να καθοριστεί η έκταση της κλίμακας. Για παράδειγμα είναι δυνατή μια γενική βαθμολόγηση του κινδύνου, με μια κλίμακα από Α έως C ή Α έως E. Το βασικό πλεονέκτημα αυτής της κλίμακας είναι η απλότητα, αλλά μειονεκτεί στο ότι δεν μπορεί να συμπεριλάβει πολλές διαστάσεις του κινδύνου.

Προς αντιμετώπιση των παραπάνω, πολλές τράπεζες που δραστηριοποιούνται με μεσοπρόθεσμο δανεισμό και άλλες πολλές δραστηριότητες κρίνουν σκόπιμο την χρησιμοποίηση μια κλίμακας που κάνει διαχωρισμό του βραχυπρόθεσμου από τον μακροπρόθεσμο κίνδυνο. Η κλίμακα μακροπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα αναφέρεται στον κίνδυνο που αφορά την θεμελιακή ανάλυση και ενέχει μεγάλο κίνδυνο, ενώ οι κλίμακες βραχυπρόθεσμου ορίζοντα έρχονται να εξετάσουν τις τρέχουσες δυσκολίες και μπορεί να λειτουργήσουν περισσότερο ως προειδοποιητικά συστήματα. Η κλίμακα έχει την μορφή AA έως CC, όπου το πρώτο γράμμα υποδεικνύει τον βραχυπρόθεσμο χαρακτηρισμό και το δεύτερο γράμμα δείχνει το μακροπρόθεσμο χαρακτήρα του χρέους. Ο βραχυπρόθεσμος χρονικός ορίζοντας έχει διάρκεια από ένα έτος μέχρι 18 μήνες συνήθως.

Ένας άλλος τρόπος για το στήσιμο μίας δισδιάστατης προσέγγισης είναι να αποδοθεί ο οικονομικός και πολιτικός κίνδυνος χωριστά. Ωστόσο αυτή η κλίμακα δεν περιλαμβάνεται στο σύστημα βαθμολόγησης πολλών αναλυτών, καθώς η εκτίμηση των οικονομικών παραγόντων προκύπτει από τα στατιστικά συστήματα, ενώ η εκτίμηση των πολιτικών παραγόντων είναι μια χωριστή διαδικασία.

Εκτός από τα δισδιάστατα συστήματα μπορούν να εγκαθιδρυθούν και πολυδιάστατα συστήματα, όπου μια κλίμακα εξετάζει τη εσωτερική οικονομία, μια άλλη κλίμακα την παγκόσμια οικονομία και τέλος μια τρίτη κλίμακα εξετάζει τα πολιτικά δρώμενα. Το σύστημα αυτό παρέχει ακόμα καλύτερη πληροφόρηση.

Το δεύτερο στάδιο στον σχεδιασμό των συστημάτων είναι να ξεκαθαρίσει κανείς την διαφορά ανάμεσα στα διάφορα επίπεδα σε μια κλίμακα. Αυτό πρέπει να γίνει απαραίτητα ώστε ο αναλυτής να μπορεί να κατατάσσει τις διάφορες χώρες χωρίς σφάλματα και οι χρήστες να μπορούν να κατανοούν τις διαφορές και τις αποκλίσεις.

Τα τελικό σύστημα βαθμολόγησης μπορεί να συνδεθεί με την διαδικασία αξιολόγησης με την ενσωμάτωση των κλιμακίων και των βαθμολογιών και να χρησιμοποιηθεί σε συνδυασμό με ένα από τα υπάρχοντα συστήματα (λίστα ελέγχου, σύστημα βαθμολόγησης, λογιστική ή διακριτική ανάλυση). Μέχρι σε κάποιο βαθμό οι βαθμολογίες που προκύπτουν από τα συστήματα αυτά ενέχουν και τα στοιχεία της υποκειμενικότητας. Έπειτα αν υπάρχει βαθμολόγηση βραχυπρόθεσμου ορίζοντα η κλίμακα αυτή μπορεί να προκύψει απευθείας από την διακριτική ανάλυση ή την λογιστική ανάλυση ή μέσα από τα συστήματα προειδοποίησης. Αν πάλι η φύση του συστήματος είναι πολυδιάστατη, η βαθμολογία μπορεί να προκύψει άμεσα από το σύστημα.

Η υιοθέτηση ενός εσωτερικού συστήματος βαθμολόγησης, κατά τον [Baesens \(2005\)](#), χαίρει ιδιαίτερης σημασίας δεδομένου ότι μια θετική βαθμολογία δημιουργεί ένα ευνοϊκό οικονομικό κλίμα, ενώ οι χαμηλές βαθμολογίες συνήθως οδηγούν σε αντίθετη μετατόπιση των ροών κεφαλαίου και μια πτώση της οικονομίας. Συνεπώς η θετική βαθμολογία αποτελεί κλειδί επιτυχίας για διεθνή χρηματοδότηση, καθώς επηρεάζεται άμεσα το επιτόκιο με το οποίο δανείζονται οι χώρες. Επίσης, επηρεάζει την σχετική αξιολόγηση των εταιρειών και τραπεζών που βρίσκονται στην χώρα και καταλήγει να επηρεάζει την απόδοση των χρηματιστηριακών αγορών.

Υπάρχουν διάφοροι πράκτορες αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου, όπως οι Moody's και Standard & Poor's – που είναι οι πιο γνωστοί. Το βασικό μειονέκτημα χρησιμοποίησης ενός συστήματος εξωτερικής αξιολόγησης είναι το γεγονός ότι μόνο το αποτέλεσμα της αξιολόγησης είναι γνωστό, χωρίς να δίνονται δημοσίως πληροφορίες σχετικά με την διαδικασία που ακολουθείται ούτε και τον τρόπο που επιλέγονται οι διάφορες ανεξάρτητες μεταβλητές και το πώς αυτές τελικά επηρεάζουν την αξιολόγηση.

Κατά τον [Calverley \(1990\)](#), η τελική κατάταξη μιας χώρας είναι ορθότερο να προκύπτει με βάση τα αποτελέσματα ενός συστήματος σε συνδυασμό με την υποκειμενική κρίση του αναλυτή. Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα κατά την σχεδίαση του συστήματος βαθμολόγησης είναι η ιδιαίτερη σημασία που θα δοθεί στους πολιτικούς και οικονομικούς παράγοντες. Η διαφορετική βαρύτητα που δίνεται στους πολιτικοοικονομικούς παράγοντες εξαρτάται από την ιδιαιτερότητα της χώρας. Η υποκειμενική κρίση του αναλυτή βοηθά σε αυτόν τον προσδιορισμό.

Οι βαθμολογίες των διάφορων χωρών μπορούν να αποτελέσουν οδηγό στη διαδικασία λήψης απόφασης της τράπεζας καθώς δείχνουν στα τραπεζικά στελέχη τον κίνδυνο που ενέχει η δανειοδότηση στην συγκεκριμένη χώρα καθώς και ποιο χρειάζεται

να είναι το ύψος της ανταμοιβής. Βάση της βαθμολογίας της κάθε χώρας και του κινδύνου που ενέχει η δανειοδότηση σε αυτές, οι τράπεζες θέτουν βασικούς περιορισμούς και όρια στο ύψος των χορηγούμενων πιστώσεων.

Για την υπέρβαση βασικών προβλημάτων που συνδέονται με τα συστήματα βαθμολόγησης προτείνεται η χρήση διακυμάνσεων των αξιών αντί των βαθμολογιών (yield spreads), εφόσον οι μεγάλες διακυμάνσεις οδηγούν σε μεγάλο κίνδυνο (*Hammer et al. 2004*). Οι διακυμάνσεις των αποδόσεων αναφέρονται στην διαφορά μεταξύ των ξένων τίτλων και των αντίστοιχων τίτλων των ΗΠΑ για την ίδια χρονική διάρκεια. Οι αποδόσεις της αγοράς είναι λιγότερο σταθερές, σημειώνοντας διακυμάνσεις σχεδόν καθημερινά. Ωστόσο αποδεικνύεται, ότι η χρήση των διακυμάνσεων της αγοράς δεν είναι περισσότερο αποτελεσματική από τις βαθμολογίες των χωρών, ως μέτρο της πιθανότητας αθέτησης του χρέους. Οι διακυμάνσεις των αξιών των χωρών που δεν έχουν υποστεί κρίση, αυξήθηκαν λιγότερο από 100%, ενώ οι διακυμάνσεις των αξιών των χωρών που υπέστησαν κρίση, τριπλασιάστηκε. Συνεπώς οι διακυμάνσεις των αποδόσεων των χωρών είναι περισσότερο ασταθή μέτρα. Άρα οι διακυμάνσεις των αποδόσεων των αξιών δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν από μόνες τους ως προειδοποιητικό σύστημα για την αφερεγγυότητα των χωρών. Είναι απαραίτητο να χρησιμοποιηθούν σε συνδυασμό με κάποιο άλλο σύστημα πρόβλεψης της φερεγγυότητας των χωρών.

Κατά γενική ομολογία η μεγάλη επιτυχία των συστημάτων βαθμολόγησης υποδεικνύει ότι παρόλο που μπορεί να μην είναι τέλεια, προσφέρουν την καλύτερη μέχρι τώρα αξιολόγηση του κινδύνου χώρας. Άρα είναι λογικό να βασιστεί κανείς στην ύπαρξη κάποιου προηγούμενου μοντέλου για την επινόηση ενός νέου μοντέλου για την εκτίμηση του κινδύνου χώρας.

Τα βασικά γνωρίσματα ενός επιτυχημένου συστήματος βαθμολόγησης είναι η διαφάνεια και συνέπεια. Ένα ακόμα σημείο για βελτίωση είναι η ανεξαρτησία του περιεχομένου (self containment), να μην υπάρχει δηλαδή υπερβολική εξάρτηση από προηγούμενες ή / και τρέχουσες βαθμολογικές κατατάξεις. Επίσης, άλλο σημείο που προσδιορίζει ένα επιτυχημένο σύστημα βαθμολόγησης είναι η σταθερότητα και η περιεκτικότητα, δηλαδή η έκταση της αναφοράς του σε επακόλουθα χρόνια και σε προηγούμενες μη ταξινομημένες χώρες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Κίνδυνος Χώρας και Τραπεζικά Συστήματα

Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται μια εκτενής αναφορά στην ακολουθούμενη μεθοδολογία των τραπεζικών συστημάτων για τον κίνδυνο χώρας και βασίζεται στις οδηγίες της *Κεντρικής τράπεζας Κύπρου* αναφορικά με την διαχείριση του κινδύνου χώρας, (Σεπτέμβριος, 2007), (www.centralbank.gov.cy). Οι κατευθυντήριες αρχές που διέπουν τα συστήματα ανάλυσης και αξιολόγησης των τραπεζών χρειάζεται να είναι σύμφωνες με τις κατευθυντήριες γραμμές της Κεντρικής Τράπεζας της χώρας όπου εδρεύουν. Οι περισσότερες τράπεζες καταφεύγουν σε ποσοτικά και ποιοτικά μέτρα για την εκτίμηση του κινδύνου. Ελάχιστες τράπεζες λαμβάνουν υπόψη τους μόνο ποιοτικά ή μόνο ποσοτικά κριτήρια.

Η ανάπτυξη των διεθνών οικονομικών αγορών τα τελευταία χρόνια έχει οδηγήσει τις νομισματικές αρχές όλων των χωρών να δώσουν προσοχή στους κινδύνους που συνδέονται με την άσκηση δραστηριότητας των τραπεζών σε αυτές τις αγορές. Η διεθνής δανειοδότηση των χωρών ακολουθεί της εξής γενικές γραμμές : α) Προσδιορισμός του κινδύνου που συνδέεται με τις χώρες με τις οποίες συναλλάσσεται η τράπεζα, β) Μετρήσεις των βασικών εκθέσεων της τράπεζας, γ) Βασικά όρια και περιορισμούς που θέτουν οι τράπεζες στις συγκεκριμένες χώρες.

4.1 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΓΕΝΙΚΑ

Η κάθε Κεντρική Τράπεζα αξιολογεί την επάρκεια των διαδικασιών και συστημάτων διαχείρισης του κινδύνου χώρας. Για το σκοπό αυτό οι τράπεζες παρέχουν έγκαιρα στην Κεντρική Τράπεζα σχετικά στοιχεία και πληροφορίες. Ιδιαίτερα, η Κεντρική Τράπεζα αξιολογεί κατά πόσο οι τράπεζες διαθέτουν διαδικασίες και πολιτικές που καλύπτουν πλήρως όλες τις πτυχές διαχείρισης του κινδύνου χώρας και του κινδύνου μεταφοράς. Αξιολογεί, επίσης, κατά πόσο τα συστήματα πληροφορικής, διαχείρισης κινδύνου και εσωτερικού ελέγχου διασφαλίζουν την ορθή παρακολούθηση και αναφορά των «ανοιγμάτων χώρας» και την τήρηση των καθορισμένων, από τις τράπεζες, «ορίων χώρας». Τα ανοίγματα χώρας συνίστανται στις εντός ισολογισμού απαιτήσεις των τραπεζών, όπως δάνεια και λοιπές χρηματοδοτήσεις και στις εκτός ισολογισμού απαιτήσεις, όπως εγγυοδοσίες. Το μέγιστο ύψος των απαιτήσεων που η τράπεζα είναι διατεθειμένη να αναλάβει μέσω των ανοιγμάτων, καθορίζουν και τα όρια χώρας.

Η κάθε Κεντρική Τράπεζα μιας χώρας απαιτεί από τις τράπεζες που εποπτεύει να αναγνωρίζουν την ύπαρξη του κινδύνου χώρας και να καθιερώνουν επαρκή συστήματα και διαδικασίες ανάλυσης και αξιολόγησής του. Οι εν λόγω διαδικασίες πρέπει να προβλέπουν την ανάλυση των ενδεχόμενων γεγονότων που είναι δυνατόν να επηρεάσουν

την πιθανότητα αθέτησης ή απαγόρευσης μεταφοράς συναλλάγματος (transfer risk) από τη χώρα υποδοχής. Η διαδικασία ανάλυσης δύναται να αναπτύσσεται εσωτερικά ή να βασίζεται σε εξωτερικές πηγές, όπως, π.χ. αναλύσεις πιστοληπτικών οίκων αξιολόγησης.

4.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΚΑΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Οι βασικές πληροφορίες σε περίπτωση εσωτερικής ανάλυσης αφορούν αναφορές και βαθμολογίες από ανεξάρτητους οργανισμούς και πρακτορεία χαρακτηρισμού της δανειοληπτικής ικανότητας των χωρών, δημοσιευμένα οικονομικά δεδομένα και αναλύσεις, δημοσιευμένα επιχειρηματικά άρθρα, αναφορές που περιγράφουν την κατάσταση της χώρας από τους αρμόδιους διαχειριστές του κινδύνου χώρας και τα στελέχη παροχής πιστώσεων (credit officers). Επίσης αναφορές, όπως προκύπτουν από επισκέψεις σε χώρες των ανώτερων στελεχών, αναφορές και εκθέσεις από τα διάφορα πρακτορεία χαρακτηρισμού του κινδύνου, αναφορές σχετικά με τα επιμέρους όρια και τις εξαιρέσεις από τα όρια αυτά και πληροφορίες σχετικά με τα γεγονότα που επηρεάζουν την οικονομική και πολιτική ζωή της χώρας. Παραδείγματα τέτοιων γεγονότων είναι κρατικές αποφάσεις (π.χ. εθνικοποίηση, απαλλοτρίωση περιουσιακών στοιχείων, έλεγχος συναλλάγματος και υποτίμηση νομίσματος), σημαντικές οικονομικές και κοινωνικοπολιτικές αλλαγές καθώς και απρόβλεπτα ακραία γεγονότα, όπως ο εθνικός όλεθρος ή εξωγενείς επιπτώσεις από παγκόσμια φαινόμενα, όπως η διεθνής ύφεση και η αύξηση της τιμής του πετρελαίου. Χρειάζεται να τονιστεί ότι καμία τράπεζα δεν βασίζεται μόνο στην εξωτερική ανάλυση ως μέτρο αντιμετώπισης του κινδύνου χώρας. Σε μερικές περιπτώσεις μόνο οι μικρές τράπεζες ακολουθούν μια τέτοια πολιτική.

Κατά την αξιολόγηση του κινδύνου χώρας οι τράπεζες λαμβάνουν υπόψη πρόσθετες πληροφορίες όπως:

(α) Στατιστικές πληροφορίες διαθέσιμες σε εθνικό ή διεθνές επίπεδο, όπως πληροφορίες που ετοιμάζονται από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF), τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (OECD) και την Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (BIS).

(β) Το μέγεθος, τη φύση και τη χρονική διάρκεια του εξωτερικού χρέους της χώρας υποδοχής σε συνάρτηση με τη δυνατότητα εξυπηρέτησης και αποπληρωμής του. Λαμβάνονται υπόψη, μεταξύ άλλων, το ύψος των αποθεματικών σε συνάλλαγμα και του ισοζυγίου πληρωμών, οι όροι εμπορίου, οι τιμές συναλλάγματος, ο πληθωρισμός και η προϋστορία της χώρας υποδοχής όσον αφορά την εξυπηρέτηση του εξωτερικού της χρέους.

Όπου κρίνεται σκόπιμο και είναι εφικτό, επιδιώκεται η άμεση γνώση των τοπικών συνθηκών της χώρας υποδοχής, ιδιαίτερα, η στάση της όσον αφορά την οικονομική

πολιτική και την προοπτική δημιουργίας συνθηκών κοινωνικής και πολιτικής σταθερότητας. Ανάλογα με τη περίπτωση, η ενημέρωση αυτή προέρχεται μέσω τοπικών αντιπροσώπων, δικτύου καταστημάτων ή/και απευθείας επαφών με κυβερνητικούς αξιωματούχους. Οι πληροφορίες που λαμβάνονται εξετάζονται με ιδιαίτερη προσοχή ούτως ώστε να απομονώνονται και να εξαιρούνται οποιοιδήποτε παράγοντες που προέρχονται από την προώθηση υπηρεσιών (marketing factors). Η βασική ευθύνη σχετικά με την διαχείριση του κινδύνου χώρας βρίσκεται στον προϊστάμενο διευθυντή της χώρας ή τον διευθυντή του ομίλου τραπεζών. Οι διαχειριστές είναι βασικά υπεύθυνοι για την πρόταση συγκεκριμένων στρατηγικών διαχείρισης του κινδύνου που συνδέεται με τις διάφορες επενδυτικές κινήσεις. Παρόλο που οι περισσότεροι διαχειριστές έχουν καθιερώσει τυπικά συστήματα, εντούτοις το βασικό κλειδί για την επιτυχία στη διαχείριση του κινδύνου χώρας έγκειται στην επικοινωνία μεταξύ των έμπειρων διαχειριστών σε μια περίοδο κρίσης.

Ακόμα οι περισσότερες τράπεζες διαθέτουν συστήματα μέτρησης και κατηγοριοποίησης όλων των διεθνών ανοιγμάτων της τράπεζας. Τα εν λόγω συστήματα είναι ανάλογα με το μέγεθος και την πολυπλοκότητα των διεθνών δραστηριοτήτων της κάθε τράπεζας. Ορισμένες πτυχές της μέτρησης ανοίγματος χώρας είναι ταυτόσημες για όλες τις τράπεζες. Συνεπώς, οι πτυχές αυτές προσεγγίζονται από τις τράπεζες με παρόμοιο τρόπο, ούτως ώστε, μεταξύ άλλων, να διασφαλίζεται η συμμόρφωση των συστημάτων μέτρησης όλων των τραπεζών με ελάχιστα κοινά πρότυπα, να επιτρέπεται η εξαγωγή χρήσιμων στατιστικών στοιχείων και να διευκολύνεται η συγκριτική αξιολόγηση των τραπεζών.

Η κάθε τράπεζα διαθέτει εγκεκριμένη από το Διοικητικό Συμβούλιο επιχειρησιακή στρατηγική η οποία χαράσσει τις κατάλληλες πολιτικές διαχείρισης του κινδύνου χώρας. Το Διοικητικό Συμβούλιο περιοδικά επανεξετάζει και εγκρίνει τις πολιτικές όσον αφορά τις διεθνείς δραστηριότητες της τράπεζας και διασφαλίζει ότι αυτές συνάδουν με τα στρατηγικά σχέδια και στόχους της τράπεζας. Επίσης, το Διοικητικό Συμβούλιο εγκρίνει και αναθεωρεί τα όρια χώρας και διασφαλίζει ότι η ανώτερη διεύθυνση της τράπεζας υλοποιεί τις καθορισθείσες πολιτικές και συμμετέχει ενεργά στην παρακολούθηση και στον αποτελεσματικό έλεγχο του κινδύνου χώρας.

Οι πολυεθνικές τράπεζες έχουν κάποιο ειδικό τμήμα ή όμιλο για την διαχείριση του κινδύνου χώρας, που απαρτίζεται κυρίως από ανώτερα διοικητικά στελέχη. Το τμήμα αυτό είναι υπεύθυνο για την ανάλυση του κινδύνου χώρας και για την προετοιμασία συστάσεων σχετικά με τον κίνδυνο. Η βασική ιδιότητα των ανώτερων στελεχών είναι εξειδικευμένοι σε θέματα πιστοληπτικής ικανότητας και οικονομικά θέματα διεθνούς εμβέλειας. Το ιδιαίτερο αυτό τμήμα της τράπεζας που ασχολείται με την εκτίμηση του κινδύνου χώρας κατονομάζεται «Μονάδα Διαχείρισης Κινδύνων». Οι ευθύνες και ο ρόλος της Μονάδας Διαχείρισης Κινδύνων πρέπει να διαχωρίζονται ευκρινώς από τις ευθύνες των υπολοίπων τμημάτων. Σε πολλές περιπτώσεις πολυεθνικών τραπεζών στις

Ηνωμένες Πολιτείες αναφέρεται και η περίπτωση των τραπεζών, όπου υφίστανται δυο μονάδες διαχείρισης κινδύνου, μια υπεύθυνη για τους κινδύνους που προκύπτουν από την διεθνή έκθεση της τράπεζας (cross border exposures) και μια για τους τοπικούς κινδύνους που διατρέχει η τράπεζα σχετικά με την τιμή του εγχωρίου νομίσματος (local currency). Ένας άλλος συνδυασμός δυο μονάδων διαχείρισης μπορεί να είναι : η μια μονάδα να είναι υπεύθυνη για την διαχείριση των κινδύνων της αγοράς κεφαλαίου και η άλλη για την διαχείριση των πιστωτικών κινδύνων.

Κατά την φάση της ανάλυσης η πλειονότητα των διεθνών τραπεζών κρατούν ένα επίσημο αρχείο σχετικά με τον κίνδυνο χώρας, με πληροφορίες εσωτερικού και εξωτερικού περιεχομένου. Η ετήσια εσωτερική οικονομική ανάλυση του κινδύνου χώρας στις περισσότερες τράπεζες καλύπτει ένα μεγάλο αριθμό πολιτικών, οικονομικών και κοινωνικών παραγόντων και τάσεων. Ωστόσο κάποιες τράπεζες μπορούν να δίνουν έμφαση στους γενικευμένους οικονομικούς παράγοντες. Η ανάλυση αφορά πληροφορίες που προκύπτουν μετά από εσωτερική διεργασία των δεδομένων που προέρχονται από εξωτερικές πηγές. Στα πλαίσια της διαδικασίας ανάλυσης η τράπεζα χωρίζει τις χώρες σε κατηγορίες ανάλογα με το επίπεδο κινδύνου. Οι τράπεζες που δεν έχουν τους δικούς τους οικονομικούς αναλυτές κάνουν μεγαλύτερη χρήση των πληροφοριών και των βασικών γραμμών της ανάλυσης που προέρχονται από εξωτερικές πηγές. Ωστόσο καμία από τις τράπεζες δεν βασίζεται μόνο σε εξωτερικά δεδομένα. Όταν τα εξωτερικά δεδομένα διαφέρουν από αυτά των εσωτερικών αναλυτών, οι διαφορές συζητούνται με την ειδική μονάδα διαχείρισης του κινδύνου (όμιλο).

Λεπτομερείς γραπτές αναφορές, πολιτικές και διαδικασίες για την ανάλυση, σύσταση και έγκριση των βασικών κατατάξεων του κινδύνου χώρας περιλαμβάνονται στο βασικό εγχειρίδιο της τράπεζας σχετικά με τον πιστωτικό κίνδυνο. Οι τράπεζες βασικά χρησιμοποιούν τις βασικές βαθμολογίες σχετικά με τον κίνδυνο χώρας για την ανάπτυξη και καθορισμό των βασικών ορίων σχετικά με την έκθεση της χώρας σε διάφορους κινδύνους ή για την προσαρμογή των εμπορικών χαρακτηρισμών του πιστωτικού κινδύνου (commercial credit risk ratings) που αντιστοιχούν στους ξένους δανειζόμενους και εκδότες αξίων κ.λ.π, με την ενσωμάτωση της έννοιας του κινδύνου χώρας.

Οι τράπεζες όλες εξετάζουν προσεκτικά τον παράγοντα του κινδύνου χώρας για τον προσδιορισμό των επενδυτικών τους κινήσεων, αλλά διαφέρουν μεταξύ τους στον βαθμό που συμπεριλαμβάνουν τους βασικούς προσδιοριστικούς παράγοντες του κινδύνου στον καθορισμό των σχετικών βαθμολογικών κατατάξεων. Οι τράπεζες χρησιμοποιούν δυο βασικές κατατάξεις για τον προσδιορισμό των κινδύνων που περιλαμβάνονται κατά τον χαρακτηρισμό του κινδύνου χώρας. Είτε προσεγγίζουν τον κίνδυνο υπό την ευρεία έννοια, εξετάζοντας συγκεκριμένους οικονομικούς, πολιτικούς και κοινωνικούς παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν την ικανότητα της δανειζόμενης χώρας να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της, είτε περιορίζουν την έννοια του κινδύνου χώρας σε έναν συνδυασμό που αφορά τον κίνδυνο μεταφοράς και τον κίνδυνο κράτους (sovereign

risk). Οποιαδήποτε και να είναι η προσέγγιση της τράπεζας ο **κίνδυνος μεταφοράς** είναι καθοριστικός κατά την ανάλυση.

4.3 ΚΑΤΕΥΘΥΝΤΗΡΙΕΣ ΑΡΧΕΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΤΡΑΠΕΖΑΣ

Οι βασικοί μηχανισμοί και μεθοδολογίες που τίθενται για την διαχείριση του κινδύνου χώρας ποικίλλουν ανάμεσα στις τράπεζες ωστόσο σύμφωνα με τις κατευθυντήριες αρχές της Κεντρικής Τράπεζας πρέπει να καλύπτουν αναγκαία τις ακόλουθες πτυχές:

Εντοπισμός της χώρας όπου πραγματικά βρίσκεται ο κίνδυνος.

Στις περισσότερες περιπτώσεις ο τελικός κίνδυνος έγκειται στη χώρα που διαμένει ο οφειλέτης. Εντούτοις, σε ορισμένες περιπτώσεις ο τελικός κίνδυνος δύναται να εντοπίζεται σε άλλη χώρα. Συνεπώς, η Κεντρική Τράπεζα αναμένει τα συστήματα των τραπεζών να παρέχουν τη δυνατότητα δύο διαφορετικών υπολογισμών. Ένα που να κατανέμει την κάθε απαίτηση σύμφωνα με τη διαμονή του οφειλέτη και ένα που να λαμβάνει υπόψη πρόσθετους παράγοντες οι οποίοι ενδεχομένως να κατανέμουν, στην πραγματικότητα, μια απαίτηση σε διαφορετική χώρα. Παραδείγματα τέτοιων περιπτώσεων είναι η τοποθέτηση καταθέσεων σε καταστήματα εγκατεστημένα σε χώρα διαφορετική από αυτή της μητρικής τράπεζας, καθώς επίσης, και περιπτώσεις κατά τις οποίες το χρηματοδοτικό άνοιγμα καλύπτεται με νομικά δεσμευτικές εγγυήσεις από κάτοικο χώρας εκτός αυτής του οφειλέτη. Αναφέρεται, επίσης, και η περίπτωση κατά την οποία η φερεγγυότητα εγχώριων οφειλετών ή εγγυητών επηρεάζεται σημαντικά από γεγονότα σε ξένες χώρες.

Διαχείριση σε ενοποιημένη βάση

Η Κεντρική Τράπεζα αναμένει τα ανοίγματα να υπολογίζονται σε ενοποιημένη βάση, ούτως ώστε να περιλαμβάνονται όλες οι διεθνείς δραστηριότητες και ανοίγματα των καταστημάτων, θυγατρικών και ουσιαδών συνδεδεμένων εταιρειών της τράπεζας. Ανεξάρτητα με το γεγονός αυτό, οι τράπεζες πρέπει να αναγνωρίζουν ότι οι διασυννοριακές πράξεις εντός του ομίλου τους, επίσης, ενέχουν κίνδυνο χώρας. Συνεπώς, εκτός από τον υπολογισμό του ανοίγματος σε ενοποιημένη βάση είναι αναγκαίο η κάθε τράπεζα να υπολογίζει χωριστά το μεικτό άνοιγμα χώρας το οποίο προκύπτει από τη χρηματοδότηση των καταστημάτων και θυγατρικών της που είναι εγκατεστημένα σε χώρες του εξωτερικού και να συνάγει σχετικά συμπεράσματα.

Ανάλυση απαιτήσεων

Η μέτρηση του ανοίγματος χώρας πρέπει να περιλαμβάνει όλα τα εντός του ισολογισμού περιουσιακά στοιχεία όπως δάνεια, αποδοχές, τοποθετήσεις διαθεσίμων, χρεωστικούς τίτλους, επενδύσεις κτλ. τα οποία αντιπροσωπεύουν απαιτήσεις της

τράπεζας από κατοίκους άλλης χώρας. Τα διάφορα ανοίγματα αναλύονται ανάλογα με την εναπομένουσα ληκτότητα τους ούτως ώστε να παρουσιάζεται ολοκληρωμένη εικόνα όσον αφορά τη ληκτότητα του χρέους κάθε χώρας υποδοχής. Είναι χρήσιμο, επίσης, οι τράπεζες να προβαίνουν και σε πρόσθετες αναλύσεις για ποιοτικότερη αξιολόγηση του ανοίγματος όπως π.χ. διαχωρισμό απαιτήσεων ανά κατηγορία οφειλέτη (για παράδειγμα κυβέρνηση, επιχείρηση ή άλλη τράπεζα). Για τη μέτρηση του ανοίγματος χώρας, λαμβάνονται υπόψη όλες οι διασυνοριακές απαιτήσεις της τράπεζας ανεξάρτητα με το νόμισμα στο οποίο είναι εκφρασμένες και ενδεχόμενοι συμψηφισμοί των απαιτήσεων.

Ενδεχόμενες απαιτήσεις εκτός ισολογισμού δύνανται να ενέχονται σε κίνδυνο χώρας. Παραδείγματα αυτών των απαιτήσεων αποτελούν το άνοιγμα ενέγγυων πιστώσεων, η ανάληψη νομικά δεσμευτικών υποχρεώσεων για χορήγηση δανείων ή άλλων υποχρεώσεων, η έκδοση εγγυητικών επιστολών προς όφελος ξένων οφειλετών, η ανάληψη κινδύνου προεξοφλητικής χρηματοδότησης (forfaiting) και οι συμβάσεις προθεσμιακών συναλλαγών.

Η κάθε τράπεζα ανεξάρτητα από ποια προσέγγιση χρησιμοποιεί, λαμβάνει υπόψη κατά την ανάλυση, όλες τις νομισματικές, οικονομικές πολιτικές της κυβέρνησης που θα επηρεάσουν τους δανειζόμενους στην ικανότητα τους για αποπληρωμή των υποχρεώσεων τους.

4.4 ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΡΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Κατά την *Pietrabissa (1987)*, το ποσοστό 80% των μεγαλύτερων τραπεζών καταφεύγουν σε ποσοτικά και ποιοτικά μέτρα για την εκτίμηση του κινδύνου. Ελάχιστες τράπεζες λαμβάνουν υπόψη τους μόνο ποιοτικά ή μόνο ποσοτικά κριτήρια. Ένας δείκτης που χρησιμοποιείται από τις τράπεζες βασίζεται πάνω στην ανάλυση των χρηματοροών της τράπεζας. Η βασική ιδέα είναι ότι η οποιαδήποτε χώρα μπορεί να εξυπηρετήσει τα χρέη της σε άμεση συνάρτηση με τις διεθνείς χρηματοροές που πηγάζουν από την διεθνή οικονομία. Άρα ένας δείκτης αποπληρωμών μπορεί να συγκροτηθεί ως εξής :

$$DR = (OR+BP+UL)/DS, (1)$$

όπου DR είναι ο δείκτης αποπληρωμής του χρέους, OR τα επίσημα αποθεματικά, BP το ισοζύγιο των πληρωμών, UL τα διεθνή δάνεια που εγγιώνται αλλά δεν αποσύρονται, DS η παρούσα εξυπηρέτηση του χρέους. Στις περισσότερες περιπτώσεις οι περισσότεροι δείκτες ακολουθούν τον γενικό τύπο :

$$I = \sum_{i=1}^n w_i x_i / \sum_{i=1}^n w_i, (2)$$

όπου x_i ($i=1, \dots, n$) είναι τα οικονομικά δεδομένα που λαμβάνονται υπόψη, και w_i ($i=1, \dots, n$) είναι τα αντίστοιχα βάρη. Ένας εναλλακτικός τρόπος που

χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του μέσου όρου των πληροφοριών που χρησιμοποιούνται κατά την ανάλυση είναι

$$I = a_o + a_1x_1 + \dots + a_nx_n, (3)$$

όπου x_i ($i=1, \dots, n$) είναι οι οικονομικές μεταβλητές που λαμβάνονται υπόψη και a_i ($i=1, \dots, n$), είναι οι παράμετροι που υπολογίζονται από μια διαδικασία παλινδρόμησης. Υπάρχουν και άλλοι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται όπως η πολυκριτήρια μέθοδος και η προσέγγιση διαχείρισης του χαρτοφυλακίου.

Τα πλεονεκτήματα των περισσότερων σύνθετων δεικτών είναι ότι καταλήγουν σε έναν ακριβή αριθμό που εκφράζει κατά τρόπο ακριβή την γενική κρίση για τον κίνδυνο χώρας. Αν υπολογισθεί το σύνολο των δεικτών με την μορφή της σχέσης (1), αυτή η μορφή παίρνει υπόψη της μόνο την μια πλευρά του κάθε δείκτη. Απ' τη άλλη μεριά, από τις σχέσεις της μορφής (2) και (3), προκύπτει ότι εφόσον εμφανίζονται ως μέσοι όροι ενός συνόλου από δείκτες (η μέθοδος γραμμικής παλινδρόμησης μπορεί να ληφθεί ότι είναι μια μέθοδος για το ισοστάθμισμα των αντίστοιχων βαρών), το ερώτημα είναι αν υπάρχει το αντικειμενικό κριτήριο για τον καθορισμό των αντίστοιχων βαρών. Η απάντηση είναι ότι δεν υπάρχει κάποιο αντικειμενικό κριτήριο και οποιοδήποτε σύστημα κατάταξης επηρεάζεται από την αυθαιρεσία οποιασδήποτε μεθόδου που χρησιμοποιείται.

Κάποιες τράπεζες καταφεύγουν σε ποιοτικά μέτρα, χρησιμοποιώντας τα, επίσης και για πολιτική ανάλυση, αλλά και αυτά τα συστήματα ανάλυσης είναι αναποτελεσματικά. Η τρίτη προσέγγιση (ποσοτική και ποιοτική) εκτός από το ότι υιοθετείται από τις περισσότερες τράπεζες φαίνεται ότι προτείνεται από τον όμιλο των ευρωπαϊκών τραπεζών (Basle Commitment on Banking Regulations and Supervisory Practices). Σύμφωνα με την προσέγγιση αυτή, η βαθμολόγηση του κινδύνου χώρας συνδέεται στενά με την λειτουργία διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου και χρησιμοποιείται μια κλίμακα βαθμολογικής κατάταξης για τον προσδιορισμό της πιστοληπτικής ικανότητας του δανειζομένου. Ο διευθυντής της τράπεζας χρειάζεται σε πρώτη φάση να καθορίσει τους κινδύνους στους οποίους είναι εκτεθειμένη η τράπεζα και να καταλήξει σε κάποιο χαρακτηρισμό της χώρας ακολουθώντας τις εξής γενικές κατηγορίες: I= σχεδόν καθόλου κίνδυνος, II= χαμηλός ή υποφερτός κίνδυνος, III= υψηλός ή καθόλου υποφερτός κίνδυνος. Τα οικονομικά και χρηματοοικονομικά στοιχεία που χρησιμοποιούνται αντλούνται από τους πίνακες που καταρτίζει η Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank), το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, (IMF), ο Διεθνής Οδηγός του Κινδύνου Χώρας (the International Country Risk Guide) κ.λ.π. Τα δεδομένα αποθηκεύονται σε ένα προσωπικό υπολογιστή και μπορούν πολύ εύκολα να επανακτηθούν με την βοήθεια προγραμμάτων ή να αναθεωρηθούν.

Οι αξιολογήσεις των πρακτορείων αξιολόγησης συχνά συμπίπτουν με τις αξιολογήσεις των τραπεζών. Τυχόν διαφορές οφείλονται στο γεγονός ότι οι περισσότεροι πράκτορες επικεντρώνονται στα ξένα χρέη, ενώ οι τράπεζες ενδιαφέρονται να καλύψουν

τον πιστοληπτικό κίνδυνο της χώρας που ενσωματώνεται με το εμπορικό και βιομηχανικό χρέος των εταιρειών που βρίσκονται και λειτουργούν σε εκείνη την χώρα.

Η αξιολόγηση του κινδύνου χώρας χρειάζεται να περιλαμβάνει τον καθορισμό διαβαθμίσεων χώρας (Country Risk Ratings) αναφορικά με όλες τις χώρες (χώρες υποδοχής) στις οποίες η τράπεζα αναλαμβάνει ή ενδέχεται να αναλάβει σημαντικά ανοίγματα. Οι διαβαθμίσεις χώρας αντικατοπτρίζουν το βαθμό του διαβλεπόμενου κινδύνου αθέτησης και κινδύνου μεταφοράς (transfer risk) για την κάθε χώρα υποδοχής και παρέχουν τη βάση για τον καθορισμό των ορίων χώρας.

Ένα βασικό μέτρο για την αντιμετώπιση του κινδύνου χώρας είναι και η διασπορά (diversification) των ανοιγμάτων χώρας. Ως εκ τούτου, η διαχείριση και ο έλεγχος των εν λόγω ανοιγμάτων χρειάζεται να βασίζονται στον καθορισμό και την παρακολούθηση κατάλληλων ορίων χώρας. Πέραν του συνολικού ορίου χώρας, οι τράπεζες πρέπει να εξετάζουν κατά πόσον η φύση των διεθνών τους δραστηριοτήτων απαιτεί τον καθορισμό υπό-ορίων για τις διάφορες κατηγορίες ανοιγμάτων τα οποία, εκ της φύσεως τους, εμπεριέχουν διαφορετικό βαθμό κινδύνου, όπως κατά κατηγορία πιστωτικών διευκολύνσεων, κατηγορία πελατών, περίοδο εναπομένουσας ληκτότητας κ.τ.λ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Εταιρείες Αξιολόγησης της Δανειοληπτικής Ικανότητας των Χωρών

Η αυξανόμενη σημασία της ανάλυσης του κινδύνου χώρας προκύπτει από την παγκοσμιοποίηση του εμπορίου και τις ανοικτές αγορές κεφαλαίου, που μπορεί να προκαλέσουν οικονομική κρίση με αυξανόμενες επιρροές, που απειλούν την παγκόσμια σταθερότητα του οικονομικού τομέα ανά τον κόσμο. Επιπλέον, οι αυξανόμενες οικονομικές κρίσεις στις αναπτυσσόμενες χώρες και τα συνδεδεμένα κόστη για τους οικονομικούς και ιδιωτικούς οργανισμούς και η έλλειψη πληροφοριών σχετικά με τις χώρες αυτές είναι παράγοντες που συνηγορούν στην αύξηση του κινδύνου για τις χώρες αυτές.

Λαμβανομένου υπόψη αυτών των εξελίξεων, οι δραστηριότητες των πρακτόρων για την εκτίμηση του κινδύνου χώρας έχει αυξηθεί δραστικά κατά τις τελευταίες δυο δεκαετίες. Η υπηρεσία αυτή των πρακτόρων χαίρει ιδιαίτερης σημασίας για τις αναπτυσσόμενες χώρες για τις οποίες υπάρχουν περιορισμένες πληροφορίες. Οι αξιολογήσεις χωρών βοηθούν τις χώρες να κερδίσουν πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου και προσφέρουν στα βασικά οικονομικά και πολιτικά στελέχη πολύτιμα εργαλεία στην εκτίμηση και διαχείριση του κινδύνου. Συνεπώς, η ακρίβεια των εκτιμήσεων των πρακτόρων είναι κρίσιμης σημασίας για την πορεία των χωρών και την υλοποίηση παγκόσμιων επενδύσεων και χρηματοδοτήσεων.

Οι βασικοί οργανισμοί που ασχολούνται με την εκτίμηση του κινδύνου χώρας είναι :

- Business Environment Risk Intelligence (BERI) S.A.,
- Control Risks Information Services (CRIS),
- Economist Intelligence Unit (EIU),
- Euromoney,
- Institutional Investor,
- Standard & Poor's Rating Group (S&P),
- Political Risk Services: International Country Risk Guide,
- Political Risk Services: Coplin–O'Leary RatingSystem,
- Moody's Investors Service
- A.M Best Co
- Fitch IBCA

Σύμφωνα με την Τράπεζα των Διεθνών Διακανονισμών (Bank for International Settlements, 2000) τρεις είναι οι πράκτορες που ενεργοποιούνται στις Ηνωμένες Πολιτείες: Moody's, Investor Service, Standard & Poor's (S&P's) και A.M Best Co. Παγκόσμιες εταιρείες βαθμολογήσεων που ενεργοποιούνται σε ξένες χώρες είναι η Fitch, η ιαπωνική Japan Rating and Investment Information (R&I) και η Japan Credit Rating Agency (JCR).

Σύμφωνα με δημοσιεύσεις της Wall Street Journal (2003) οι κυρίαρχοι παίκτες στις υπηρεσίες παροχής αξιολογήσεων είναι οι S&P's και Moody's, που κατείχαν το 79% της αγοράς το 2001 και ακολουθούν οι Fitch με 14% και άλλοι πράκτορες με 6%. Παράλληλα, η παγκόσμια εμβέλεια των δυο πρακτόρων που εδρεύουν στις ΗΠΑ έχει επεκταθεί ευρέως παγκόσμια. Τα ετήσια εκτός έδρας έσοδα της Moody's έχουν αυξηθεί από 18% των συνολικών εσόδων το 1997 σε 36% το 2003, με ένα ετήσιο μέσο ρυθμό ανάπτυξης μεγαλύτερο από 30%. Αν και τα μεγαλύτερα έσοδα προέρχονται από τις δυτικές ευρωπαϊκές χώρες, τα έσοδα των δυο μεγάλων πρακτόρων έχουν αυξηθεί σημαντικά εξαιτίας της ανάπτυξης του ενδιάμεσου τραπεζικού συστήματος και την ολοένα αυξανόμενη ζήτηση για τις αξιολογήσεις των πρακτόρων. Οι διεθνείς επενδυτές μπορεί να πιστεύουν ότι οι μεγάλοι πράκτορες κατέχουν μεγαλύτερη τεχνογνωσία από ότι τους τοπικούς, εξαιτίας των πολλών χρόνων εμπειρίας τους – κοντά στα 100 χρόνια δραστηριότητας.

Σε μια ετήσια έρευνα 141 επενδυτών από την Ασία, τις ΗΠΑ και την Ευρώπη από την FinanceAsia και που δημοσιεύεται τον Νοέμβριο του 2000, το 45.23% των ερωτώμενων κατονόμασε την Moody's ως τον πράκτορα που επηρεάζει περισσότερο τις αποφάσεις των επενδυτών στην Ασία, ακολουθούν οι S&P's (44.22%), Fitch (9.56%) και άλλοι (1.01%). Σε παρόμοιες έρευνες που δημοσιευθήκαν το 1999, 202 επενδυτές διάλεξαν την Moody's ως τον καλύτερο επενδυτή στην Ασία υπό όρους σχετικής δύναμης. Σε αυτή την έρευνα η Moody's βαθμολογήθηκε με 100 πόντους, η S&P's με 79, η Fitch με 9 πόντους και οι άλλοι με 4 πόντους. Απ' την άλλη μεριά, σε παρόμοια έρευνα, τον Οκτώβριο του 2001, το 51% των ερωτώμενων επενδυτών κατονόμασαν την S&P's ως τον πράκτορα που επηρεάζει περισσότερο τις διεθνείς επενδυτικές τους αποφάσεις. Ακολουθούν οι Moody's (43%) και οι Fitch (6%). Σε καμία από τις έρευνες δεν χαρακτηρίστηκαν οι τοπικοί πράκτορες R&I και JCR ως πράκτορες με επιρροή στην Ασία. Μπορεί κανείς στο σημείο αυτό να αναφέρει και άλλες έρευνες με αντιφατικά αποτελέσματα.

5.1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΙ ΛΟΙΠΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΔΑΝΕΙΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ

Στην ενότητα αυτή γίνεται μια σύντομη αναφορά στους κυριότερους πράκτορες και εκτενής αναφορά στους δυο μεγάλους πράκτορες Moody's και Standard & Poor's:

Business Environment Risk Intelligence (BERI)

Ιδρύθηκε το 1966 και απευθύνεται κυρίως σε τράπεζες και πολυεθνικές εταιρείες. Πραγματοποιεί προβλέψεις και αξιολογήσεις για ένα σύνολο 140 χωρών. Τα βασικά κριτήρια που χρησιμοποιεί ο οργανισμός για την αξιολόγηση αφορούν οικονομικές, χρηματοοικονομικές, πολιτικές, νομισματικές και λειτουργικές συνθήκες. Η βαθμολογική κλίμακα λαμβάνει τιμές από μηδέν (με τον μεγαλύτερο κίνδυνο) έως 100 (μηδενικός κίνδυνος). Η αξιολόγηση γίνεται από ειδικές επιτροπές εκτίμησης του κινδύνου τρεις φορές τον χρόνο. Η εκτίμηση γίνεται με την εισαγωγή των στοιχείων σε πρόγραμμα ηλεκτρονικού υπολογιστή, έτσι ώστε να επιτευχθούν οι κατάλληλοι στατιστικοί υπολογισμοί. Αυτός ο συνδυασμός ανώτερου εξειδικευμένου προσωπικού και ειδικών επιτροπών για την εκτίμηση του κινδύνου αυξάνει κατά μεγάλο ποσοστό την επιτυχία των προβλέψεων κινδύνου και την ακρίβεια των σχετικών ποσοτικοποιήσεων, όπως δίνονται μέσα από τους διάφορους στατιστικούς δείκτες για την εκτίμηση του κινδύνου. Η ακρίβεια των προβλέψεων έχει καταστήσει τον οργανισμό BERI ως έναν διαδεδомμένο οργανισμό παγκόσμιας εμβέλειας στον επιχειρηματικό και επενδυτικό κόσμο.

Economist Intelligence Union (EIU)

Ο οργανισμός EIU παρέχει αξιολογήσεις και έγκαιρες αναλύσεις για ένα σύνολο 195 χωρών. Καλύπτει μέσω εξειδικευμένων τμημάτων, τον τομέα των τηλεπικοινωνιών και ηλεκτρονικού εμπορίου. Επίσης καλύπτει τον διοικητικό τομέα των επιχειρήσεων και δίνει πληθώρα λύσεων και εκτιμήσεων. Ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της EIU είναι το οργανωμένο ηλεκτρονικό τμήμα που διαθέτει, όπου μέσα από την χρήση site και άλλων ηλεκτρονικών μέσων και μέσων αποθήκευσης, όπως CD-ROM παρέχει πρόσβαση στις βάσεις δεδομένων και στις αξιολογήσεις που έχουν ήδη διενεργηθεί.

Περιοδικό Euromoney

Πέρα από τους εδραιωμένους οργανισμούς για την αξιολόγηση του κινδύνου, υπάρχουν και περιοδικά που ασχολούνται με εκτιμήσεις τέτοιου είδους. Ένα τέτοιο περιοδικό είναι και το Euromoney, που δημοσιεύεται μια φορά το μήνα και παρέχει εκτίμηση της δανειοληπτικής ικανότητας των χωρών σε εξαμηνιαία βάση. Οι μεταβλητές στους οποίους στηρίζεται για την αξιολόγηση αφορούν τα οικονομικά δεδομένα των χωρών, τον πολιτικό κίνδυνο, δείκτες χρέους, την πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου και τις διάφορες πηγές χρηματοδότησης. Οι εκτιμήσεις που προκύπτουν είναι ένας

συνδυασμός των ποσοτικών εκτιμήσεων με βάση τους δείκτες που χρησιμοποιούνται σε συνδυασμό με τις υποκειμενικές εκτιμήσεις των αναλυτών που καθοδηγούν το όλο έργο.

✚ Περιοδικό Institutional Investor (II)

Οι εκτιμήσεις του περιοδικού αφορούν εξαμηνιαία δεδομένα, όπως δίνονται από τις βάσεις 75 με 100 τραπεζών. Τραπεζίτες από όλο τον κόσμο καλούνται να αξιολογήσουν τουλάχιστον 135 χώρες με μια εκατοντάβαθμη βαθμολογική κλίμακα (100 – point index) από το μηδέν (μεγάλη πιθανότητα για αθέτηση του χρέους) μέχρι και το 100 (λιγότερη πιθανότητα για αθέτηση (100 – point index). Ο ισοσταθμισμένος μέσος όρος των απαντήσεων είναι η κλίμακα του περιοδικού και απεικονίζει την αξιολόγηση της χώρας όσον αφορά την πιθανότητα αθέτησης του χρέους.

Οι βασικές μεταβλητές που λαμβάνονται υπόψη στην ανάλυση αφορούν τις : τις οικονομικές προοπτικές, την εξυπηρέτηση του χρέους, τα χρηματοοικονομικά αποθεματικά, τη δημοσιονομική πολιτική, τις πολιτικές προοπτικές, την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, το εμπορικό ισοζύγιο, τις εισροές επενδύσεων και τις άμεσες ξένες επενδύσεις. Ένα μεγάλο μέρος της ανάλυσης εξαρτάται από την υποκειμενική κρίση του αποφασίζοντα, που είναι αυτός που θα αποφασίσει ποια κριτήρια θα λάβει κατά την ανάλυση του.

Πίνακας 2 : Βασικά προσδιοριστικά κριτήρια κατά την βαθμολογηση της Institutional Investor

	ΟΟΣΑ		Αναπτυσσόμενες		Υπόλοιπες Χώρες	
ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	1979	1994	1979	1994	1979	1994
Οικονομική κατάσταση	1	1	2	3	3	4
εξυπηρέτηση του χρέους	5	2	1	1	1	1
αποθεματικά / τρέχων λογαριασμός	2	3	4	4	4	3
οικονομική πολιτική	9	4	9	7	6	6
πολιτική γενική κατάσταση	3	5	3	2	2	2
πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου	6	6	7	9	8	9
ισορροπία εμπορίου	4	7	5	5	5	5
Εισροές του χαρτοφυλακίου επενδύσεων	7	8	8	8	7	8
επενδύσεις σε ξένες χώρες	8	9	6	6	9	7

Ο πίνακας 2 δείχνει μια βασική κατάταξη των βασικών προσδιοριστικών κριτηρίων που οι τραπεζίτες χρησιμοποιούν κατά την βαθμολόγηση. Όπως φαίνεται δίνεται διαφορετική προτεραιότητα στους παράγοντες για διαφορετικές ομάδες χωρών και ότι η κατάταξη έχει αλλάξει με την πάροδο του χρόνου εντός των διαφορετικών ομάδων.

Political Risk Services (PRS)

Ο οργανισμός αυτός με τις υπηρεσίες του δίνει ένα μοντέλο λήψης πολιτικών αποφάσεων. Πρώτα, το σύστημα προβλέπει τρία εναλλακτικά σενάρια πολιτικού καθεστώτος και ύστερα αντιστοιχίζεται μια πιθανότητα σε καθένα από τα εναλλακτικά σενάρια. Το χρονικό διάστημα για καθένα από τα σενάρια ορίζεται από 18 μήνες έως 5 έτη. Έπειτα ορίζονται οι πιθανές αλλαγές σε περίπτωση αναταραχής και 11 τύποι κυβερνητικών παρεμβάσεων που έχουν επιπτώσεις στην επιχειρηματική ζωή. Ύστερα από την εξαγωγή των αποτελεσμάτων, το σύστημα PRS μετατρέπει τους αριθμούς σε γράμματα (από Α+ έως Δ) για τρεις επενδυτικές δραστηριότητες χωριστά : τραπεζικές εργασίες και δανεισμός, λιανικό εμπόριο και εκμετάλλευση και τέλος εξαγωγές.

Η ιδιαιτερότητα του συστήματος PRS έγκειται στο ότι παρέχει αξιολογήσεις σε επίπεδο βιομηχανίας, δηλαδή κατά κλάδο και όχι αποκλειστικά σε επίπεδο εταιρίας. Επιπλέον, προσαρμόζεται εύκολα στις διάφορες ιδιαιτερότητες της κάθε οργανωσιακής ομάδας μέσα από τα αντίστοιχα βάρη που δίνονται στα επιμέρους κριτήρια.

Οι σχετικές εκθέσεις κινδύνου περιλαμβάνουν ένα σύνολο 100 χωρών και αναθεωρούνται σε τριμηνιαία βάση για να λάβουν υπόψη τις νέες εξελίξεις και τις αλλαγές στο πολιτικό σκηνικό στη χώρας. Κάθε έκθεση δίνει την τρέχουσα κατάσταση όσον αφορά τον κίνδυνο της χώρας και την πιθανότητα μεταβολής της με βάση την εκτίμηση των μεταβλητών κινδύνου, που χρησιμοποιούνται στις δεκαοχτάμηνες και πενταετείς προβλέψεις.

International Country Risk Guide (ICRG)

Παρέχει εκτιμήσεις για ένα σύνολο 140 χωρών, σε μηνιαία βάση. Χρησιμοποιεί 22 μεταβλητές κινδύνου που καλύπτουν τρία διαφορετικά είδη κινδύνου: τον οικονομικό, χρηματοοικονομικό και πολιτικό κίνδυνο, αντιστοιχίζοντας ένα ξεχωριστό δείκτη για κάθε κατηγορία. Το μοντέλο αυτό επινοήθηκε στις αρχές της δεκαετίας του 1980 από τους εκδότες των International Reports. Ο δείκτης πολιτικού κινδύνου έχει την μεγαλύτερη βαρύτητα και παίρνει μέχρι και 100 βαθμούς και ο οικονομικός και χρηματοοικονομικός κίνδυνος 50 βαθμούς αντίστοιχα. Ένας υψηλός βαθμός υποδεικνύει χαμηλό κίνδυνο. Η αξιολόγηση του πολιτικού κινδύνου δεδομένης της αδυναμίας ποσοτικοποίησης των πολιτικών δεδομένων στηρίζεται στις υποκειμενικές κρίσεις και εκτιμήσεις των πολιτικών αναλυτών. Τα συνολικά ποσοστά και από τους τρεις δείκτες διαιρούνται με το δυο για να παραγάγουν τα βάρη που χρησιμεύουν στον υπολογισμό του σύνθετου αποτελέσματος για την εκτίμηση του κινδύνου χώρας. Ο συνυπολογισμός των δεικτών των τριών κατηγοριών είναι απλά μια διαδικασία γραμμικού συνδυασμού των δεικτών της κάθε κατηγορίας. Η έννοια του κινδύνου χώρας διακρίνεται σε δυο επιμέρους μέρη, στην ικανότητα για πληρωμή και στην πρόθεση για πληρωμή. Ο πολιτικός κίνδυνος συνδέεται με την πρόθεση για πληρωμή και ο χρηματοοικονομικός και οικονομικός κίνδυνος με την ικανότητα για πληρωμή. Οι συγκεκριμένοι υπολογισμοί

είναι οι εξής : $PR = \sum PR_i$, $ER = \sum ER_i$, $FR = \sum FR_i$, και $CR = 0.5(PR + ER + FR)$, όπου PR είναι ο πολιτικός κίνδυνος, ER ο οικονομικός κίνδυνος, FR ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος, και CR είναι ο σύνθετος δείκτης.

Το ICRG ομαδοποιεί τις διάφορες βαθμολογίες σε ευδιάκριτες ομάδες δίνοντας χαρακτηρισμούς για την κάθε ομάδα, έτσι ώστε να είναι εύκολη η πρόσβαση και κατανόηση των αποτελεσμάτων. Ο οργανισμός ενημερώνει τον διευθύνοντα της επιχείρησης σχετικά με τα εναλλακτικά σενάρια και τα αντίστοιχα βάρη αξιολόγησης, ώστε να ληφθούν υπόψη οι ιδιαίτερες ανάγκες του κάθε οργανισμού και να γίνουν οι εξατομικευμένες αναπροσαρμογές, αν αυτό κριθεί απαραίτητο. Τα αποτελέσματα που εξάγονται αντιπροσωπεύουν την καλύτερη περίπτωση και την χειρότερη περίπτωση εναλλακτικά.

Ένα από τα πλεονεκτήματα του υποδείγματος ICRG είναι ότι επιτρέπει στους χρήστες να αναπροσαρμόσουν εύκολα το υπόδειγμα ανάλογα με τις ανάγκες τους και να εξάγουν αποτελέσματα σχετικά γρήγορα και να κατανοήσουν πως ο οικονομικός, χρηματοοικονομικός και πολιτικός κίνδυνος επηρεάζουν την επιχείρηση τους. Ένα παράδειγμα των βασικών δεικτών που χρησιμοποιεί το ICRG και η ομαδοποίησή τους σε ευδιάκριτες κατηγορίες φαίνεται χαρακτηριστικά στον **πίνακα 3**.

Πίνακας 3 : Βασικοί Δείκτες του ICRG

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	Πόντοι	% του ατομικού Δείκτη	% του σύνθετου Δείκτη		Πόντοι	% του ατομικού Δείκτη	% του σύνθετου Δείκτη
Πολιτικοί				Χρηματοοικονομικοί			
οικονομικές προσδοκίες έναντι της πραγματικότητας	12	12	6	αναθεώρηση του δανείου υπό μη ευνοϊκούς όρους	10	20	5
οικονομικές αποτυχίες	12	12	6	καθυστερημένες πληρωμές των πιστώσεων των προμηθευτών	10	20	5
πολιτική ηγεσία	12	12	6	παράβαση των συμφωνιών με την κυβέρνηση	10	20	5
εξωτερικές διαμάχες	10	10	5	απώλειες από τον συναλλαγματικό έλεγχο	10	20	5
διαφθορά στην κυβέρνηση	6	6	3	υποτίμηση των ιδιωτικών επενδύσεων	10	20	5
δικτατορία και πειθαρχία στην πολιτική	6	6	3	σύνολο των πόντων των χρηματοοικονομικών παραγόντων	50	100	25
κοινές αρχές στην πολιτική	6	6	3	οικονομικοί	Πόντοι	% του ατομικού Δείκτη	% του σύνθετου Δείκτη
κανόνες και νομικό καθεστώς	6	6	3	πληθωρισμός	10	20	5
φυλετικές και εθνικές εντάσεις	6	6	3	εξυπηρέτηση τους χρέους ως ποσοστό των εξαγωγών	10	20	5
πολιτική τρομοκρατία	6	6	3	δείκτες ρευστότητας	5	10	3
πόλεμος	6	6	3	προηγούμενη εμπειρία από το διεθνές εμπόριο	5	10	3
πολιτική ανάπτυξη των κομμάτων	6	6	3	ισορροπία του τρέχοντος λογαριασμού ως ποσοστό των αγαθών και υπηρεσιών	15	30	8
ποιότητα της γραφειοκρατίας	6	6	3	δείκτες για τις διεθνείς τάσεις της αγοράς	5	10	3
σύνολο των πόντων των πολιτικών παραγόντων	100	100	50	σύνολο των πόντων για τους οικονομικούς παράγοντες	50	100	25
				Γενικό σύνολο	200		100

Standard & Poor's

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1860. Εξαγοράστηκε από τον όμιλο εταιρειών McGraw-Hill το 1966. Τα έσοδα της εταιρίας για το 2006 ανέρχονταν στο ύψος των US\$ 2.75 δισεκατομμύρια. Μερικές χώρες με τις οποίες συνδέεται και έχει την έδρα της εκεί είναι η Αργεντινή, Αυστραλία, Βραζιλία, Καναδάς, Κίνα, Ντουμπάϊ, Γαλλία, Γερμανία, Ινδία, Ισραήλ, Ιταλία, Ιαπωνία, Κορέα, Μαλαισία, Μεξικό, Ρωσία, Σιγκαπούρη, Ισπανία, Σουηδία, Ταϊλάνδη, Ηνωμένο Βασίλειο και ΗΠΑ. Οι συνδεδεμένες χώρες μαζί της είναι η Χιλή, η Ινδονησία και η Μαλαισία. Αυτή την στιγμή απασχολεί περίπου 8.500 εργαζόμενους.

Η ιστορία της εταιρίας ξεκίνησε το 1860 όταν ο Henry Varnum Poor δημοσίευσε το άρθρο 'History of Railroads and Canals of the United States'. Ως βασικός ιδρυτής της βιομηχανίας της οικονομικής πληροφορίας υποστήριζε ένθερμα την άποψη ότι ο επενδυτής έχει δικαίωμα στην πληροφόρηση. Το 1941, η Standard Statistics συγχωνεύτηκε με την εκδοτική εταιρία Poor's Publishing Company, δημιουργώντας την Standard & Poor's. Σήμερα, περίπου 140 χρόνια μετά, η εταιρεία είναι ένας από τους μεγαλύτερους πληροφοριοδότες της οικονομικής αγοράς και ακόμα μένει πιστή στον αρχικό της σκοπό. Παρέχει στους επενδυτές όλες τις πληροφορίες που είναι απαραίτητες για να τους κάνει να αισθανθούν σίγουροι κατά την λήψη των αποφάσεων τους. Η εταιρεία είναι γνωστή για την ανεξάρτητη και αξιόπιστη αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας επενδυτών, ομολογιών, χωρών κ.λ.π., αλλά και για τον δείκτη S&P 500.

Καθώς οι οικονομικές αγορές αναπτύσσονται ολοένα και περισσότερο, η ανεξάρτητη ανάλυση, κριτική σκέψη, αξιολογήσεις, νέα και δεδομένα που προσφέρονται από την εταιρία γίνονται αναπόσπαστο κομμάτι της παγκόσμιας οικονομικής δομής. Περίπου \$1.5 τρισεκατομμύριο στα περιουσιακά στοιχεία των επενδύσεων συνδέεται στενά με τους δείκτες της S&P και περισσότερα \$5 τρισεκατομμύρια συγκρίνεται με αυτούς τους δείκτες. Το συνολικό χρέος που εκτιμάται συνολικά από την S&P ανέρχεται σε US \$32 τρισεκατομμύρια, σε περίπου 100 χώρες. Για το 2007 μονάχα, η S&P δημοσίευσε περισσότερα από 510.000 αξιολογήσεις εκ των οποίων 208.000 αφορούσαν καινούργιες και 302.000 παλιές αξιολογήσεις. Η υπηρεσία αξιολόγησης S&P προσφέρει βαθμολογίες και κατατάξεις σχετικά με την αξιοπιστία των εκδοτών ή περί των υποχρεώσεων των διάφορων κεφαλαιαγορών.

Η S&P δεν ενεργεί υπό καμία κυβερνητική επιρροή και είναι ανεξάρτητη από οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικό οργανισμό, τράπεζα ή οποιοδήποτε παρεμφερή οργανισμό. Μια βαθμολογία δεν αποτελεί απαραίτητη ένδειξη για αγορά, πώληση, ή διατήρηση μιας συγκεκριμένης αξίας. Ακόμα η βαθμολογία δεν γίνεται με συγκεκριμένη αναφορά στην καταλληλότητα της συγκεκριμένης επένδυσης για τον συγκεκριμένο επενδυτή, γιατί τότε χάνει το στοιχείο της αντικειμενικότητας. Η καταξίωση της

εταιρείας οφείλεται αποκλειστικά στην θέληση των επενδυτών να την αναγνωρίσουν ως ανεξάρτητο αξιολογητή της πιστοληπτικής ικανότητας. Η βαθμολογία είναι μια ανεξάρτητη γνώμη της S&P περί της αξιοπιστίας του υπόχρεου ή της πιστοληπτικής ικανότητας του υπόχρεου με αναφορά σε μια συγκεκριμένη οφειλή ή οφειλόμενη αξία ή τίτλο. Με το πέρασμα των χρόνων οι βαθμολογίες έχουν κερδίσει την βαθιά εκτίμηση των επενδυτών σχετικά με την πληροφορία που παρέχουν για διαφοροποίηση της πιστοληπτικής ικανότητας επιχειρήσεων και χωρών. Οι βαθμολογίες βασίζονται σε πληροφορίες που παρέχονται από τον εκδότη μαζί με άλλες πληροφορίες που η εταιρεία θεωρεί χρήσιμες. Οι βαθμολογίες μπορεί να αλλάξουν, καταργηθούν ή να αποσυρθούν εξαιτίας των αλλαγών ή της μη διαθεσιμότητας πρόσθετων πληροφοριών. Η S&P εκφράζει τις βαθμολογίες της σε τοπικό και ξένο νόμισμα, εκφράζοντας την ικανότητα του εκδότη να εκπληρώσει τις τρέχουσες υποχρεώσεις του σε τοπικό ή ξένο νόμισμα.

➤ **Τι σημαίνουν οι βαθμολογικές κλίμακες**

Μια βαθμολογία της S&P μακροπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα αντανακλά την ικανότητα του οφειλέτη να εκπληρώσει τις οικονομικές τους υποχρεώσεις και δεσμεύσεις. Οι βαθμολογίες του μακροπρόθεσμου ορίζοντα ποικίλλουν από την υψηλότερη κατηγορία ‘AAA’ έως την χαμηλότερη ‘D’. Οι ενδιάμεσες κατηγορίες ‘AA’ έως ‘CCC’ μπορεί να περιλαμβάνουν ένα συν ή ένα μείον για να φαίνεται η ενδιάμεση θέση εντός της συγκεκριμένης κατηγορίας. Μια βαθμολόγηση βραχυπρόθεσμου ορίζοντα είναι μια εκτίμηση της πιθανότητας έγκαιρης αποπληρωμής όλων των υποχρεώσεων που θεωρούνται βραχυπρόθεσμες. Οι βαθμολογικές τάξεις και εδώ κυμαίνονται από ‘A-1’ για τις υποχρεώσεις με τον χαμηλότερο κίνδυνο και ‘D’ για την επένδυση με τον μεγαλύτερο κίνδυνο. Επιπρόσθετα προβλέπεται ειδική βαθμολογία για τις μετοχές, τα αμοιβαία κεφάλαια και τις κρατικές ομολογίες και άλλα.

Συχνά ο όρος που αναφέρεται στα εγχειρίδια της S&P είναι ο όρος ‘Outlook’ που είναι ένας γενικός χαρακτηρισμός και αναφέρεται στην πιθανή κατεύθυνση που θα κινηθεί η βαθμολογία τους επόμενους έξι μήνες έως και δυο χρόνια. Αναφέρονται οι ακόλουθοι χαρακτηρισμοί : θετική (όταν αναμένεται να αυξηθεί), αρνητική (όταν αναμένεται να μειωθεί), σταθερή (δεν πρόκειται να μεταβληθεί), αβέβαιη (θα αυξηθεί ή θα μειωθεί).

➤ **Αναλυτικά η κλίμακα της S&P είναι η εξής:**

- AAA: εξαιρετική ικανότητα για εκπλήρωση των υποχρεώσεων. Η υψηλότερη βαθμολογία.
- AA : πολύ ισχυρή ικανότητα για εκπλήρωση των οικονομικών υποχρεώσεων.
- A : Ικανοποιητική ικανότητα για εκπλήρωση των υποχρεώσεων, αλλά κάπως επιρρεπής σε μη ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες και αλλαγές στο περιβάλλον.

- **BBB** : Επαρκής ικανότητα για εκπλήρωση των οικονομικών υποχρεώσεων, αλλά περισσότερο επιρρεπής στις αρνητικές οικονομικές καταστάσεις.
- **BB** : Λιγότερο επιρρεπής στο κοντινό μέλλον, αλλά αντιμετωπίζει πολλά προβλήματα και τρέχουσες ανασφάλειες σχετικά με τις ακατάλληλες οικονομικές, επιχειρηματικές, χρηματοοικονομικές καταστάσεις και συνθήκες του περιβάλλοντος.
- **B** : Υψηλή ευαισθησία στις μη ευνοϊκές επιχειρηματικές και οικονομικές συνθήκες, αλλά τουλάχιστον στο παρόν υπάρχει η ικανότητα για εκπλήρωση των οικονομικών της υποχρεώσεων.
- **CCC**: Πρόσφατη ευαισθησία και εξάρτηση (το αντικείμενο της ανάλυσης και εκτίμησης) από ευνοϊκές επιχειρηματικές και οικονομικές συνθήκες για εκπλήρωση των οικονομικών υποχρεώσεων.
- **CC** : Πολύ ευάλωτη στις τρέχουσες συνθήκες του εξωτερικού περιβάλλοντος.
- **C**: Μια αναφορά για χρεοκοπία έχει συνταχθεί ή παρόμοιες ενέργειες έχουν γίνει, αλλά οι τρέχουσες και προκύπτουσες οικονομικές υποχρεώσεις για πληρωμή παραμένουν.
- **D**: Αθέτηση του οικονομικού χρέους.

Οι βαθμολογίες AAA, AA, A, BBB χαρακτηρίζονται από την αγορά ως βαθμολογία επένδυσης, και οι BB, B, CCC, CC, C χαρακτηρίζονται ότι έχουν μεγάλη υποθετική βάση και χαρακτηριστικά (speculative characteristics). Οι βαθμολογίες όλων των κατηγοριών μπορούν να τροποποιηθούν με την προσθήκη (+) ή (-) για να φανεί η σχετική θέση εντός της συγκεκριμένης κατηγορίας.

➤ **Η διαδικασία βαθμολόγησης εν συντομία**

Η διαδικασία βαθμολόγησης μένει συνεπής για τα διάφορα είδη επένδυσης και ανά τις διαφορετικές αγορές. Εξάγεται η κατάλληλη βαθμολογία μόνο όταν οι πληροφορίες είναι επαρκείς. Η διαδικασία περιλαμβάνει ποσοτικές, ποιοτικές και νομικές αναλύσεις. Εξετάζονται θεμελιακές έννοιες για τον επενδυτή, όπως ο επιχειρηματικός κλάδος, οι προοπτικές για ανάπτυξη και η ευαισθησία στις τεχνολογικές αλλαγές ή τις κανονιστικές πράξεις. Για την αξιολόγηση των κρατών σημαντικοί παράγοντες περιλαμβάνουν όχι μόνο το οικονομικό περιβάλλον της χώρας, αλλά και το πολιτικό σύστημα και το κοινωνικό περιβάλλον. Όταν λαμβάνεται ένα αίτημα για αξιολόγηση ορίζεται μια ομάδα από ειδικούς αναλυτές. Ορίζεται ο αρχηγός αναλυτής της ομάδας, που διευθύνει την διαδικασία της ανάλυσης. Τα βασικά δεδομένα που εξετάζονται είναι προηγούμενες οικονομικές δηλώσεις, οικονομικές και άλλες εργασίες, έγγραφα συναλλαγών, υποστηρικτικοί νόμοι και διατάξεις και άλλα σχετικά δεδομένα.

Η ομάδα των αναλυτών συναντιέται με τους διοικητές για να αναλύσουν όλες τις σχετικές μεταβλητές που αφορούν την αξιολόγηση. Τα μέλη της εταιρείας καταλήγουν

σε μια σχετική βαθμολογία που ανακοινώνεται στην χώρα, που είναι αντικείμενο αξιολόγησης. Είναι πιθανή μια έφεση, αν η προτεινόμενη βαθμολογία δεν ικανοποιήσει τις απαιτήσεις και τις προσδοκίες της χώρας και όταν υπάρχουν πρόσθετες πληροφορίες που χρειάζεται να αναθεωρηθούν και να συνεξεταστούν.

Όταν μια αλλαγή στην βαθμολόγηση κρίνεται απαραίτητη, εφαρμόζεται μια προκαταρκτική αναθεώρηση. Το επόμενο βήμα είναι η κατανοητή ανάλυση, που συμπεριλαμβάνει συναντήσεις και επισκέψεις στην χώρα και παρουσίαση της εκτίμησης στην κοινότητα των αναλυτών. Η κοινότητα των αναλυτών λαμβάνει υπόψη της τα νέα δεδομένα, παίρνει μια απόφαση και ειδοποιεί την χώρα, που αποτελεί και το αντικείμενο της αξιολόγησης. Ανά τακτά χρονικά διαστήματα, γίνεται επισκόπηση των πιο σημαντικών παραγόντων που μπορούν να επηρεάσουν την κατάταξη. Γενικά η διαδικασία αναθεώρησης γίνεται τουλάχιστον μια φορά τον χρόνο.

Moody's

Ένας εξίσου σημαντικός πράκτορας με την S&P, είναι η Moody's. Οι βασικές υπηρεσίες της Moody's είναι κυρίως εκτιμήσεις σχετικά με την πιστωτική αξιοπιστία ή τη γενική δανειοληπτική ικανότητα ενός εκδότη ή μιας χώρας. Στα πλαίσια των εκτιμήσεων αυτών παρέχονται μακροπρόθεσμες εκτιμήσεις των υποχρεώσεων, των δανείων και καταθέσεων τραπεζών. Ακόμα η βασική δραστηριότητα της εταιρείας περιλαμβάνει και ένα σύνολο από λοιπές υπηρεσίες αναγκαίες στον επενδυτή. Η Moody's προβαίνει με βάση ειδικά συστήματα εκτίμησης που διαθέτει στην εξέταση όλων των πτυχών του κινδύνου, συμπεριλαμβανομένων των εκτιμήσεων κινδύνου αγοράς και ποιότητας υπηρεσιών κ.λ.π. Απασχολεί περίπου 3600 άτομα ανά τον κόσμο, έχει γραφεία σε 27 χώρες και έχει επεκταθεί σε αναπτυσσόμενες αγορές μέσα από συνεργασίες με τοπικούς πράκτορες. Βασικά τμήματα της Moody's είναι η Moody's Investor Service και η Moody's KMV. Η Moody's Investor Service δημοσιεύει βαθμολογίες σχετικά με την πιστωτική αξιοπιστία και σχετικές γνώμες για ένα μεγάλο εύρος χρεωστών και υποχρεώσεων στις εγχώριες και διεθνείς αγορές, συμπεριλαμβανομένων επιχειρησιακές και κυβερνητικές υποχρεώσεις, ομολογίες και εμπορικούς τίτλους. Η Moody's παρέχει βαθμολογίες για περισσότερες από 100 επιχειρηματικές και κυβερνητικές οντότητες. Η εταιρεία έχει χαρακτηρίσει περισσότερες από 110.000 υποχρεώσεις.

Η ιστορία της εταιρείας ξεκινά με τον John Moody (1868 - 1958) που δημοσίευσε το 1900, το έτος ίδρυσης της επιχείρησής του, ένα εγχειρίδιο για τους βιομηχανικούς και άλλους τίτλους της αγοράς. Το εγχειρίδιο παρείχε πληροφορίες και στατιστικές αναλύσεις αναφορικά με διάφορους κλάδους και δραστηριότητες, όπως τον κλάδο των τροφίμων, των εξαγωγών, των διάφορων χρηματοδοτικών οργανισμών και άλλα. Η δημοσίευση αυτή γνώρισε μεγάλη επιτυχία. Μέσα σε λίγα χρόνια η κυκλοφορία είχε εκτιναχθεί, και το εγχειρίδιο Moody's είχε γίνει πασίγνωστο. Το 1907, με την πτώση του

χρηματιστηρίου, η επιχείρηση Moody's δεν είχε αρκετό απόθεμα κεφαλαίου για να επιβιώσει και πουλήθηκε σε ξένους επενδυτές.

Ο John Moody επέστρεψε στη χρηματιστηριακή αγορά το 1909 με μια νέα ιδέα : αντί απλά να συλλέξει τις πληροφορίες για την ιδιοκτησία, την κεφαλαιοποίηση και τη διαχείριση των επιχειρήσεων, πρόσφερε τώρα στους επενδυτές μια ανάλυση σχετικά με τις τιμές των τίτλων και ομολόγων. Δημοσίευσε ένα βιβλίο που ανέλυε τον τομέα των σιδηροδρόμων και τους σημαντικούς τίτλους τους. Στη συνέχεια δημοσίευσε τα συνοπτικά συμπεράσματα για τη σχετική ποιότητα επένδυσης τους, χρησιμοποιώντας τα σύμβολα εκτίμησης επιστολών, που ήταν γνωστά από το 1800. Με αυτό τον τρόπο η επιχείρηση Moody's καθιερώθηκε στην ανάλυση των μετοχών και των τίτλων των σιδηροδρόμων της Αμερικής και ο John Moody ήταν ο πρώτος που προέβη σε επιτυχημένη εκτίμηση τίτλων δημόσιας αγοράς.

Το 1909, οι αναλύσεις της Moody's για τις επενδύσεις των σιδηροδρόμων ανέφεραν περιγραφικά στους αναγνώστες τις αναλυτικές αρχές και κανόνες που χρησιμοποιήθηκαν για την αξιολόγηση ενός σιδηροδρόμου. Το νέο εγχειρίδιο έγινε ιδιαίτερα δημοφιλές στον κύκλο των επενδυτών. Το 1913, η Moody's επέκτεινε τις χρηματοπιστωτικές αναλύσεις της, εκτός από τον τομέα των σιδηροδρόμων και στον τομέα των βιομηχανικών επιχειρήσεων. Έως τότε, οι "αναλύσεις Moody's" είχαν παγιωθεί στην αγορά τίτλων. Μέχρι το 1924, οι εκτιμήσεις Moody's κάλυπταν σχεδόν το εκατό τοις εκατό της αγοράς αμερικανικών τίτλων.

Η Moody's συνέχισε να δημοσιεύει και να ελέγχει αναλύσεις κατά τη διάρκεια της μεγάλης οικονομικής κρίσης, όταν ανέβηκαν στα ύψη οι πτωχεύσεις. Οι τίτλοι που εκτιμήθηκαν από την Moody's και απέτυχαν ήταν πολύ λίγοι. Στη δεκαετία του '70, οι εκτιμήσεις επεκτάθηκαν περαιτέρω στην αγορά εμπορικών τίτλων και στις καταθέσεις τραπεζών.

Οι πιστωτικές διαβαθμίσεις της Moody's κατατάσσουν τις επενδύσεις και δείχνουν την αναμενόμενη ζημία που ελλοχεύει σε καθεμία από αυτές. Η αναμενόμενη ζημία είναι συνάρτηση της πιθανότητας αποτυχίας και της αναμενόμενης σοβαρότητας των επιπτώσεων αυτής της αποτυχίας.

Η διαδικασία διαβάθμισης περιλαμβάνει τα ακόλουθα στάδια:

✚ Συλλογή πληροφοριών επαρκών για την αποτίμηση του κινδύνου και παροχή αυτών, σε επενδυτές οι οποίοι κατέχουν ή θέλουν να αγοράσουν μια αξία.

✚ Επεξεργασία των δεδομένων, κατόπιν κατάληξη σε ένα συμπέρασμα και παρουσίασή του στην επιτροπή αξιολόγησης για την κατάταξη αυτής της αξίας ως προς τις υπόλοιπες.

✚ Παρακολούθηση σε συνεχή βάση των εξελίξεων ώστε τυχόν αλλαγές στα δεδομένα να ληφθούν γρήγορα υπόψη.

Οι διαβαθμίσεις διαφοροποιούνται ανάλογα με τον τύπο της επιχείρησης, τον τύπο της αξίας, την χρονική τους διάρκεια και γενικότερα ανάλογα με τα βασικά χαρακτηριστικά της επένδυσης. Σήμερα συντηρούνται 32 συστήματα και ο αριθμός τους μεγαλώνει κάθε χρόνο.

Η γενική κλίμακα διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας που ακολουθεί η Moody's κυμαίνεται από τη βαθμίδα Aaa έως τη βαθμίδα C και αποτελείται από 21 συνολικά κλάσεις, οι οποίες χωρίζονται σε δύο μεγάλες ομάδες - investment grade: ομάδα ασφαλών επενδύσεων και speculative grade: ομάδα επενδύσεων υψηλού κινδύνου.

Η γενικά ακολουθούμενη κλίμακα που εφαρμόζεται φαίνεται στον **πίνακα 4**.

Πίνακας 4 : Κλίμακες για μακροπρόθεσμες εκτιμήσεις της Moody's

Aaa	Οι υποχρεώσεις που βαθμολογούνται με Aaa είναι υψίστης ποιότητας και ελάχιστου πιστωτικού κινδύνου.
Aa	Οι υποχρεώσεις που βαθμολογούνται με Aa είναι υψηλής ποιότητας και πολύ χαμηλού πιστωτικού κινδύνου.
A	Οι υποχρεώσεις που βαθμολογούνται με A είναι πάνω από τη μέση βαθμολογία και χαμηλού πιστωτικού κινδύνου.
Baa	Οι υποχρεώσεις που βαθμολογούνται με Baa κρίνονται ως μέτριου πιστωτικού κινδύνου. Λαμβάνονται ως μέσου βαθμού και έτσι μπορεί να κατέχουν αμφισβητήσιμα χαρακτηριστικά.
Ba	Οι υποχρεώσεις που βαθμολογούνται με Ba κρίνονται ως ουσιαδούς πιστωτικού κινδύνου. Κατέχουν αμφισβητήσιμα χαρακτηριστικά.
B	Οι υποχρεώσεις που βαθμολογούνται με B κρίνονται ως αμφισβητήσιμες και περιέχουν μεγάλο πιστωτικό κίνδυνο.
Caa	Οι υποχρεώσεις που βαθμολογούνται με Caa κρίνονται ως ασταθείς και περιέχουν πολύ μεγάλο πιστωτικό κίνδυνο.
Ca	Οι υποχρεώσεις που βαθμολογούνται με Ca κρίνονται ως πολύ αμφισβητήσιμες και είναι υπό ή πολύ κοντά στην πτώχευση με πιθανότητα όμως ανάκαμψης.
C	Οι υποχρεώσεις που βαθμολογούνται με C είναι η χαμηλότερη κλάση διαβάθμισης ομολόγων που είναι υπό αποτυχία και με μικρή πιθανότητα ανάκαμψης
Σημείωση: Η Moody's προσαρτά αριθμητικούς τελεστές 1, 2, και 3 σε κάθε γενική ταξινόμηση εκτίμησης από το Aa ως το Caa. Ο τελεστής 1 δείχνει ότι η υποχρέωση βαθμολογείται στο υψηλότερο όριο της γενικής κατηγορίας εκτίμησης του, ο τελεστής 2 δείχνει μια μεσαία ταξινόμηση και ο τελεστής 3 δείχνει μια ταξινόμηση στο χαμηλότερο όριο της γενικής κατηγορίας εκτίμησης.	

Κατά την άποψη της Moody's (*Moody's Investors, March 1999*) καταθέσεις και ομόλογα της κυβέρνησης σε εγχώριο νόμισμα έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο απ' ότι αυτές σε ξένο νόμισμα και πολύ συχνά έχει χαρακτηρίσει τίτλους σε εγχώριο νόμισμα πολύ χαμηλότερα από ότι τίτλους σε ξένο νόμισμα. Άλλωστε την πεποίθηση αυτή έχει επιβεβαιώσει η ιστορία. Η κατάταξη των κρατικών ομολογιών σε εγχώριο νόμισμα εξαρτάται κατά πολύ από την ικανότητα της κυβέρνησης στην διαχείριση των πόρων και διαθέσιμων πηγών της. Διαφορετικές κυβερνήσεις έχουν διαφορετική ικανότητα στην διαχείριση των πηγών τους. Μια εδραιωμένη δημοκρατική κυβέρνηση είναι αποτελεσματικότερη στην διαχείριση των πόρων της, απ' ότι μια κυβέρνηση της οποίας το πολιτικό καθεστώς εναλλάσσεται συχνά. Ένας άλλος σημαντικός περιορισμός είναι ο πολιτικός παράγοντας και τι πολιτικές προτεραιότητες έχει καθιερώσει η ενυπάρχουσα κυβέρνηση. Για παράδειγμα, μπορεί να προτιμήσει την ύπαρξη ενός χρέους παρά την άσκηση πολιτικών για την αποφυγή της γέννησης του.

Οι εθνικές κατατάξεις κλίμακας λαμβάνουν υπόψη όλα τα πιθανά σενάρια που μπορούν να εμποδίσουν την αποπληρωμή των υποχρεώσεων του εκδότη. Τέτοιοι

κίνδυνοι μπορεί να είναι πολιτικής φύσεως (πραξικοπήματα και γενικότερα πολιτική αστάθεια) (political risk), δημοσιονομική πολιτική και νομοθεσία και σε σπάνιες περιπτώσεις η μεταβλητότητα της ξένης αγοράς συναλλάγματος και τον κίνδυνο μεταφοράς χρήματος (transfer risk).

Αν και οι εθνικές κυβερνήσεις είναι σε θέση να λάβουν τον υψηλότερο χαρακτηρισμό όσον αφορά την πιστοληπτική τους ικανότητα, η Moody's θεωρεί πως δεν είναι δεδομένο ότι μια εθνική κυβέρνηση είναι απαραίτητα ο καλύτερος πιστωτής σε εθνικό επίπεδο, καθώς είναι πιθανό μια κυβέρνηση να αθετήσει τις υποχρεώσεις της, ενώ άλλοι εκδότες να συνεχίσουν να είναι συνεπείς στις υποχρεώσεις τους (εκδόσεις τους).

Αξίζει να αναφερθεί ότι το 1995 η Moody's Investors Services παρουσίασε ένα καινούργιο προϊόν για την εκτίμηση οικονομικής δύναμης των τραπεζών. Αυτή η υπηρεσία αναφέρεται συντομογραφικά ως BFSRs (Bank Financial Strength Ratings) και εκτιμά την σταθερότητα και ασφάλεια των τραπεζών για περισσότερες από 50 χώρες ανά τον κόσμο. Οι βαθμολογίες αυτές έχουν διαφορετικότητα ως προς τις παραδοσιακές βαθμολογικές κατατάξεις χρέους και των καταθέσεων. Επιπρόσθετα, η Moody's εξακολουθεί να δημοσιεύει τις παραδοσιακές κατατάξεις της σχετικά με τα μακροπρόθεσμα χρέη (long term debt ratings-LTDRs), τις μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες βαθμολογίες των καταθέσεων (long term and short term deposit ratings) και άλλες βαθμολογίες του πιστωτικού κινδύνου. Οι βαθμολογίες αυτές είναι πολύ σημαντικές, καθώς επηρεάζουν το μέγεθος των δανείων που χορηγούνται και το σχετικό κόστος του δανεισμού. Αλλαγές στο κόστος συνδέονται με αλλαγές στην κατάταξη είτε της χώρας είτε της εταιρείας. Αξίζει να σημειωθεί ότι η νέα αυτή υπηρεσία της Moody's αποκτά ολοένα και μεγαλύτερη σημασία, δεδομένων των οικονομικών κρίσεων στην Ασία, που υποδεικνύουν την ύπαρξη μαζικών προβλημάτων στον τραπεζικό τομέα. Οι σωστοί χαρακτηρισμοί των τραπεζών έχουν περισσότερη σημασία παρά ποτέ.

Το site της Moody's προσφέρει άμεση πρόσβαση σε βαθμολογίες και στις λοιπές υπηρεσίες της εταιρίας.

5.2 ΒΑΣΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΤΩΝ ΠΡΑΚΤΟΡΩΝ

Οι πράκτορες εφαρμόζουν διαφορετικές μεθοδολογίες για τον καθορισμό των βασικών τους κατατάξεων και τον συνδυασμό των ποιοτικών και ποσοτικών πληροφοριών αναφορικά με τις εναλλακτικές μετρήσεις των οικονομικών, χρηματοοικονομικών και πολιτικών κινδύνων. Η ακρίβεια των αξιολογήσεων των πρακτόρων είναι κρίσιμης σημασίας για την εξέλιξη των χωρών. Για την επισκόπηση της ακρίβειας και σχετικότητας των βαθμολογιών των χωρών, είναι απαραίτητη η ανάλυση των βασικών κριτηρίων και των σχετικών βαρών που δίνουν οι πράκτορες για την κατάταξη των χωρών.

Ενδεικτικά αναφέρονται τα βασικά κριτήρια αξιολόγησης που χρησιμοποιούν οι διάφορες κατηγορίες πρακτόρων. Η γενική διαπίστωση είναι, ότι παρόλο που οι παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη από τον κάθε πράκτορα διαφέρουν, οι βασικές μέθοδοι που χρησιμοποιούν οι πράκτορες είναι σχεδόν οι ίδιες. Μετατρέπουν τα διάφορα οικονομικά στοιχεία κατά παρόμοιο τρόπο.

 Business Environment Risk Intelligence (BERI)

1. Εθνικές διαταραχές, θρησκευτικές διαμάχες
2. Κατανομή πλούτου στις διαφορές κοινωνικές τάξεις
3. Πληθωρισμός
4. Ισοζύγιο πληρωμών
5. Ρευστότητα
6. Κοινωνικές αναταραχές
7. Πολιτική σταθερότητα
8. Γραφειοκρατία
9. Οικονομική ανάπτυξη
10. Βραχυπρόθεσμη δανειοδότηση
11. Εργατικά κόστη/ Παραγωγικότητα
12. Τηλεπικοινωνίες και μετακινήσεις
13. Μεταφορές κεφαλαίου

 Institutional Investor

1. Εξυπηρέτηση αποπληρωμής χρέους
2. Προοπτικές οικονομικής εξέλιξης της χώρας
3. Δείκτες Αποθεματικά / τρέχοντες λογαριασμοί
4. Τακτικές δημοσιονομικής πολιτικής
5. Πολιτικό καθεστώς και Προοπτικές
6. Πρόσβαση στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου
7. Εμπορικό ισοζύγιο και ισοζύγιο τρεχουσών διεθνών συναλλαγών
8. Άμεσες ξένες επενδύσεις
9. Αποδόσεις ξένων επενδύσεων

 EUROMONEY

1. Δείκτες χρέους
2. Χρέος που αθετείται ή επαναπροσδιορίζεται
3. Πρόσβαση σε βραχυπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις, σε χορηγήσεις από τράπεζες και στην Διεθνή αγορά ομολόγων.

 INTERNATIONAL CONSULTING RESOURCES GROUP (ICRG)

1. Προοπτικές και δυσκολίες αναφορικά με τις οικονομικές πολιτικές και σχέδια
2. Πολιτικές τακτικές
3. Αντιδικίες σε διεθνές επίπεδο
4. Πολιτική διαφθορά
5. Παρέμβαση του στρατιωτικού τομέα στην Πολιτική
6. Ο βαθμός της ευρυθμίας και εύνοιας
7. Φυλετικές και εθνικές εντάσεις
8. Ενιαία χάραξη πολιτικής
9. Πολιτική τρομοκρατία
10. Εσωτερικές διαμάχες
11. Αθέτηση αποπληρωμής του χρέους
12. Επίπεδο γραφειοκρατικών ρυθμίσεων
13. Καθυστερήση πληρωμών σε προμηθευτές
14. Απώλειες από την τιμή του συναλλάγματος

 STANDARD & POOR'S

1. Πολιτική σταθερότητα, όπως υποδεικνύεται από την ομαλότητα των αλλαγών των κυβερνήσεων
2. Προσαρμοστικότητα του συστήματος στις διεθνείς εξελίξεις και αλλαγές
3. Το επίπεδο της δημοκρατίας του πολιτεύματος, όπως υποφαίνεται από την υπάκουη στην λαϊκή βούληση, τον πολυκομματισμό, την συμμετοχή των συνδικάτων στα πολιτικά δρώμενα.

4. Μέσο επίπεδο διαβίωσης
5. Τάσεις για αστικοποίηση
6. Το μορφωτικό και πολιτισμικό επίπεδο της χώρας.
7. Διάφορα χαρακτηριστικά, όπως πολιτισμικές, φυλετικές, θρησκευτικές και εθνικιστικές εντάσεις.
8. Επίπεδο διεθνών οικονομικών και εμπορικών συναλλαγών.
9. Η ασφάλεια της εθνικής άμυνας της χώρας.
10. Οι σχέσεις με τις γειτονικές χώρες.

MOODY'S

1. Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών
2. Ύψος του χρέους
3. Ύψος της ρευστότητας
4. Νομιμότητα πολιτεύματος
5. Το ύψος της πολιτικής επέμβασης στην οικονομική δραστηριότητα
6. Η κοινωνική πολιτική του κράτους πρόνοιας
7. Θρησκευτικές, τοπικιστικές, φυλετικές διαφορές
8. Κατανομή του εισοδήματος
9. Το επίπεδο της γραφειοκρατίας του δημόσιου τομέα
10. Το επίπεδο της εθνικής άμυνας
11. Πολιτική σταθερότητα
12. Ικανότητα αποπληρωμής υποχρεώσεων κατά τα προηγούμενα έτη.

5.3 ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΠΡΑΚΤΟΡΩΝ

Στο σημείο αυτό αξίζει να γίνει μια συγκριτική αξιολόγηση που βασίζεται σε εργασία των *Hoti και McAleer (2002)*. Η μελέτη αυτή προχωρά σε μια ποιοτική σύγκριση των βασικών κατατάξεων των Economist Intelligence Unit (EIU), Euromoney, Institutional Investor, International Country Risk Guide (ICRG), Moody's, Political Risk Services (PRS), Standard & Poor's (S&P's). Γίνεται μια σύγκριση των πρακτόρων ανάλογα με τον ορισμό του κινδύνου χώρας, τον αριθμό των χωρών που βαθμολογούνται, την συχνότητα των βαθμολογιών και αναπροσαρμογών, τον αριθμό και τον τύπο των

διαφορετικών βαθμολογιών που συντίθενται, τα βάρη που δίνονται στα διάφορα κριτήρια κατάταξης και το είδος και έκταση της βαθμολογικής κλίμακας που ακολουθούν οι πράκτορες.

Πραγματοποιήθηκε επισκόπηση σε προηγούμενες εμπειρικές μελέτες των τελευταίων δυο δεκαετιών. Οι μελέτες αυτές αναλύθηκαν με βάση τα στατιστικά δεδομένα και κριτήρια, που χρησιμοποιήθηκαν για την ανάλυση και εκτίμηση του κινδύνου χώρας.

Αρχικά γίνεται μια συγκριτική αξιολόγηση των πρακτόρων, σε 17 μελέτες χωρών, ανάλογα με την συχνότητα χρησιμοποίησής τους. Οι κατατάξεις του Institutional Investor είναι οι περισσότερο συχνά χρησιμοποιούμενες κατατάξεις σε μελέτες. Ακολουθούν οι αξιολογήσεις των Euromoney, Moody's, ICRG, EIU, PRS κατά φθίνουσα σειρά.

Ο κίνδυνος χώρας αναφέρεται στην ικανότητα και προθυμία μιας χώρας να ξεπληρώσει τις τρέχουσες οικονομικές υποχρεώσεις προς τους ξένους πιστωτές. Παρόλο που οι πράκτορες χρησιμοποιούν διαφορετικούς ορισμούς για τις βαθμολογικές κατατάξεις υπακούν σε αυτό τον γενικό ορισμό. Στις αξιολογήσεις των Institutional Investor και Euromoney ως κίνδυνος χώρας θεωρείται μια εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας γενικά. Οι κατατάξεις αυτών των πρακτόρων εκτιμούν τις οικονομικές, χρηματοοικονομικές και πολιτικές επιδόσεις των χωρών. Η διάσταση που δίνει η Moody's στην εκτίμηση του κινδύνου χώρας είναι ότι αποτελεί μια μέτρηση της ικανότητας και προθυμίας της Κεντρικής Τράπεζας μιας χώρας για παροχή ξένου συναλλάγματος για την εξυπηρέτηση του ξένου χρέους της κυβέρνησης και των άλλων δανειζομένων που διαμένουν στην χώρα. Αυτή η εκτίμηση δεν αποτελεί άμεση θεώρηση της πιστοληπτικής ικανότητας των κυβερνήσεων, παρά μια εκτίμηση των ξένων υποχρεώσεων της χώρας ως σύνολο. Σε αντίθεση με την Moody's, η S&P's εκτιμά τον κίνδυνο χώρας ως την ικανότητα και την θέληση της χώρας να αποπληρώσει το χρέος της σύμφωνα με τους ισχύοντες όρους. Η S&P's εκτιμά τον κίνδυνο που συνδέεται με το χρέος μιας κυβέρνησης αποκλειστικά και όχι με τους υπόλοιπους δανειζόμενους που εδρεύουν στην χώρα. Οι βαθμολογικές κατατάξεις του ICRG ορίζουν την ικανότητα και την πρόθεση μιας χώρας να εξυπηρετήσει τα επίσημα χρέη που προκύπτουν από την εμπορική και συναλλακτική της δραστηριότητα. Παρόμοια, το EIU ορίζει την εκτίμηση του κινδύνου χώρας ως μια μέτρηση της πιθανότητας μιας οικονομικής κρίσης που θα επηρεάσει την δυναμικότητα των ξένων επενδυτών στην χώρα αυτή. Οι εκτιμήσεις του οργανισμού αυτού παρέχουν μια γενική θεώρηση του συνολικού κινδύνου που σχετίζεται με την επένδυση σε αυτή την χώρα. Τέλος, το PRS ορίζει την εκτίμηση του κινδύνου χώρας ως την εκτίμηση των πιθανών αλλαγών σε επίπεδο κυβερνητικής παρέμβασης και πολιτικών εξελίξεων που επηρεάζουν το γενικό επιχειρηματικό κλίμα της χώρας. Αυτές οι κατατάξεις είναι γνωστές ως κατατάξεις πρόβλεψης, καθώς προβλέπουν πιθανόν μελλοντικές εξελίξεις σε επίπεδο χώρας.

Στην συνέχεια οι συγγραφείς κατατάσσουν τους 7 πράκτορες ανάλογα με το έτος που άρχισαν να βαθμολογούν τις χώρες. Εκ των παλαιότερων εταιρειών οι Moody's και S&P's σημειώνουν το παλαιότερο ιστορικό στις κατατάξεις. Η Moody's άρχισε να διαγράφει την ιστορία της από πολύ νωρίς (περίπου το 1900), ενώ η S&P's μετά την σύσταση της στατιστικής και εκδοτικής της εταιρείας, το 1941. Οι εναπομένοντες πράκτορες άρχισαν την δραστηριότητά τους τέσσερις δεκαετίες περίπου αργότερα, γύρω στο ξεκίνημα της τρίτης παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Το 1979, οι II και PRS δημοσίευσαν τις πρώτες τους βαθμολογίες, το 1983 ακολούθησε το Euromoney και το ICRG το 1984. Παρόλο που το EIU ιδρύθηκε το 1946, πληροφορίες σχετικά με τις βαθμολογίες του τα πρώτα χρόνια της ζωής του δεν είναι ευρέως γνωστά.

Επίσης, γίνεται κατάταξη των 7 πρακτόρων ανάλογα με τον αριθμό χωρών που βαθμολογούν με ημερομηνία αναφοράς τον Απρίλιο του 2004, εκτός από την Moody's και την S&P's για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμες πληροφορίες, από τον Ιούλιο του 2002. Ο αριθμός των βαθμολογούμενων χωρών ποικίλλει από 93 έως 185. Οι αξιολογήσεις των πρακτόρων δημοσιεύονται σε μηνιαία, τριμηνιαία, εξαμηνιαία ή ετήσια βάση. Αναφορικά με την βαθμολογική δραστηριότητα των πρακτόρων, παραπάνω από 39 βαθμολογίες δίνονται στις εκθέσεις των Moody's και S&P's, ενώ περίπου 19 από τους υπόλοιπους πράκτορες.

Για καθένα από τα διαφορετικά κράτη η Moody's δημιουργεί 10 κατηγορίες κινδύνου. Οι βαθμολογίες της Moody's λειτουργούν ως ανώτατα όρια (sovereign ceilings, caps) για οποιοδήποτε ξένο τίτλο ή οποιαδήποτε δανειζόμενη οντότητα. Οι βαθμολογίες επηρεάζουν τον κίνδυνο μεταφοράς και το συστηματικό κίνδυνο για ένα κράτος. Παρόμοια, το Euromoney χρησιμοποιεί 10 κατηγορίες κινδύνου για κάθε χώρα. Η S&P's καλύπτει 7 κατηγορίες κινδύνου και οι ICRG και EIU αναπτύσσουν 4 κατηγορίες κινδύνου. Το PRS χρησιμοποιεί 3 κατηγορίες κινδύνου. Τέλος το II καλύπτει μια κατηγορία κινδύνου. Επιπλέον, ο αριθμός των μεταβλητών που χρησιμοποιούνται από τους πράκτορες ποικίλλουν από 9 (II) έως 76 (EIU). Τα προηγούμενα συνοψίζονται στον **πίνακα 5**, όπου εμφανίζονται συγκριτικά τα κύρια χαρακτηριστικά των πρακτόρων.

Πίνακας 5 : Σύγκριση μεταξύ των πρακτόρων αξιολόγησης

	ΣΥΝΟΠΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΓΙΑ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΤΑΞΥ ΤΩΝ ΠΡΑΚΤΟΡΩΝ						
	EIU	Euromoney	II	ICRG	Moody's	PRS	S&P's
Έτος Έναρξης Δραστηριοτήτων	1946	1983	1979	1984	1900	1979	1941
Αριθμός Χωρών που αξιολογούνται με έτος βάσης το 2004	100	185	135	140	109	100	93
Συχνότητα Δημοσίευσης	3-μηνιαία	6-μηνιαία	6-μηνιαία	μηνιαία	ετήσια	3-μηνιαία	ετήσια
Κατηγορίες κινδύνου	4	10	1	4	2	3	7
Μεταβλητές για αξιολόγηση							
Οικονομικές	55	2	5	5	7	13	3
Χρηματοοικονομικές	10	10	3	5	0	2	1
Πολιτικές	11	11	1	12	6	5	6

Οι πράκτορες διαφέρουν ως προς τον τύπο και το εύρος των βαθμολογικής κλίμακας που ακολουθούν. Οι II, Euromoney, ICRG παρέχουν ποσοτικές εκτιμήσεις, που ποικίλλουν από 0 (ο χαμηλότερος βαθμός) μέχρι 100 (υψηλότερη βαθμολογία). Οι

Moody's, S&P's, EIU, PRS χρησιμοποιούν κλίμακες από AAA (υψηλότερη) σε C (χαμηλότερη), AAA (υψηλότερη) σε C (χαμηλότερη), A (υψηλότερη) σε E (χαμηλότερη), A+ (υψηλότερη) σε D- (χαμηλότερη), αντίστοιχα. Σε όλες τις περιπτώσεις βέβαια, όσο χαμηλότερη βαθμολογία (υψηλότερη) δίνεται σε μια χώρα, τόσο υψηλότερος (χαμηλότερος) ο συσχετιζόμενος κίνδυνος.

5.4 ΒΑΣΙΚΕΣ ΚΡΙΤΙΚΕΣ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΛΕΧΘΕΙ ΟΙ ΠΡΑΚΤΟΡΕΣ

Ο βασικός σκοπός των πρακτόρων είναι η παροχή πληροφοριών σχετικά με την πιστοληπτική αξιοπιστία μιας χώρας, με τον χαρακτηρισμό της μέσα από μια βαθμολογική φόρμουλα. Ο επιτελικός στόχος των βαθμολογικών κατατάξεων είναι η ένταξη ενός συνόλου πληροφοριών σε έναν δείκτη που μπορεί εύκολα να γίνει αντιληπτός και άρα να χρησιμοποιηθεί στην διαδικασία λήψης απόφασης, που αφορούν συγκρίσεις μεταξύ διαφορετικών χωρών. Η βασική ερμηνεία αυτών των βαθμολογιών περιπλέκεται από την ανομοιογένεια των προσδιοριστικών παραγόντων του κινδύνου (πολιτική σταθερότητα, πληθωρισμός κ.λ.π.), που έχουν χρησιμοποιηθεί για την εξαγωγή τους. Το έργο των πρακτόρων έχει κατά καιρούς δεχθεί κριτικές. Τα **βασικά σημεία** για τα οποία οι πράκτορες έχουν δεχθεί κριτική στην υπάρχουσα βιβλιογραφία και μένει να βελτιωθούν κατά τους συγγραφείς [Hammer et al.\(2006\)](#) είναι τα ακόλουθα :

✓ **Κατανόηση των βαθμολογικών κατατάξεων** : προς εξυπηρέτηση αυτού του σκοπού είναι απαραίτητη η ανακοίνωση από τους πράκτορες των παραγόντων που έλαβαν υπόψη, τους βασικούς κανόνες ενσωμάτωσης των πολλαπλών παραγόντων σε έναν δείκτη.

✓ **Άγνωστοι παράγοντες** : είναι γενικά παραδεκτό ότι οι βαθμολογίες κρίνονται / προκύπτουν από το συνδυασμό οικονομικών ή/ και πολιτικών παραγόντων. Ο βασικός σκοπός της κατάταξης μιας χώρας είναι η υπόδειξη της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας. Ωστόσο δεν είναι γνωστό ποιοι συγκεκριμένοι από αυτούς τους παράγοντες επηρεάζουν την ικανότητα αποπληρωμής των χρεών της χώρας.

✓ **Βαθμολογικές αποτυχίες** : Μερικές πρόσφατες απώλειες έχουν κλονίσει την αξιοπιστία των διάφορων μεθοδολογιών και πρακτόρων για την ανάλυση του κινδύνου χώρας. Η κρίση στο Μεξικό (1994-95) για παράδειγμα δεν είχε προβλεφθεί από μια υποτίμηση στην βαθμολογία, ομοίως και η Ασιατική κρίση (1997-99). Αντίθετα, οι διάφορες κατατάξεις εμφανίστηκαν επιτυχημένες στην πρόβλεψη της κρίσης στη Ρωσία (1998), τη Βραζιλία (1998) και την Αργεντινή (2001).

✓ **Περιφερειακή μεροληψία** : έχει υποστηριχτεί η άποψη ότι οι πράκτορες ευνοούν συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές. Για παράδειγμα ο [Haque et.al \(1997\)](#) επισημαίνει ότι το περιοδικό Euromoney δείχνει εύνοια για τις Ασιατικές και

Ευρωπαϊκές χώρες, παρά τις Λατινικές ή Καραϊβικές χώρες, ενώ το Institutional Investor δείχνει μεγαλύτερη εύνοια στις Ασιατικές και Ευρωπαϊκές, παρά στις αφρικανικές χώρες.

✓ **Ταχύτητα αντίδρασης :** ο παράγοντας αυτός αφορά τον χρόνο που κάνουν οι πράκτορες να αντιδράσουν στα καινούργια γεγονότα και να αναπροσαρμόσουν τις βαθμολογίες τους. Δηλαδή, η αγορά αντιδρά κατά πολύ γρηγορότερο τρόπο από τους πράκτορες, που συχνά αδυνατούν να παρακολουθήσουν τις εξελίξεις.

✓ **Υπερβολική αντίδραση :** το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) κατηγόρησε τους πράκτορες ότι έπεσαν σε κατάσταση πανικού κατά την Ασιατική κρίση. Ύστερα από την αποτυχία τους στην πρόβλεψη της Ασιατικής κρίσης αντέδρασαν απότομα και υποβάθμισαν άλλες χώρες, όπως τη Ταϊλάνδη ή Νότια Κορέα, επιταχύνοντας την μεταφορά κεφαλαίου. Σε αυτή και άλλες παρόμοιες περιπτώσεις, οι πράκτορες δίνουν την εντύπωση πως αντιδρούν σπασμωδικά αντί να αποτελούν μια σταθεροποιητική δύναμη.

✓ **Αρνητική επίδραση των αλλαγών στις βαθμολογικές κατατάξεις :** αναφέρεται ότι ο δισταγμός ή η απροθυμία των πρακτόρων να υποβαθμίσουν μια χώρα προκύπτει από το γεγονός ότι η αναγγελία μιας τέτοιας απόφασης μπορεί να οδηγήσει την χώρα σε κρίση. Η βασική κριτική που δέχονται οι πράκτορες, είναι ότι αντί να συμβάλλουν στη πρόβλεψη των οικονομιών, ενισχύουν τις θετικές προσδοκίες και τις ροές κεφαλαίου, όταν αυξάνουν την βαθμολόγηση και εντείνουν τις απώλειες κεφαλαίου, όταν οι χώρες υποβαθμίζονται.

✓ **Σύγκρουση συμφερόντων :** μια ακόμα αιχμηρή κριτική είναι ότι εξαιτίας της χρέωσης των διάφορων χωρών, οι πράκτορες έχουν δίλημμα να υποβαθμίσουν μια χώρα, εξαιτίας του κινδύνου να θέσουν τα έσοδα τους σε κίνδυνο. Μελετώντας τις βασικές μεταβολές στις βαθμολογίες οι *Altman και Saunders (1998)*, υποστήριξαν, ότι μια αρχική υποβάθμιση μιας χώρας οδηγεί περαιτέρω και σε άλλες προσαρμογές. Οι πράκτορες σταδιακά μειώνουν την κατάταξη της χώρας καθώς δεν επιθυμούν να βλάψουν την χώρα, η οποία είναι και πελάτης τους. Ο *Kunczik (2001)*, αναφέρει ότι μια από τις βασικές φοβίες του ΔΝΤ είναι ότι οι χώρες μπορεί να εμπλακούν σε μια σχέση συναλλαγών (rating shopping), όπου θα αναζητήσουν την περισσότερο φτηνή ή την λιγότερο απαιτητική βαθμολόγηση. Τα προβλήματα αυτά γίνονται ολοένα και περισσότερο έντονα, καθώς ο ρόλος των βαθμολογικών κατατάξεων αυξάνεται. Η πίεση αυτή των χωρών για καλύτερη βαθμολογική κατάταξη εντείνει τον χρησιμοθηρικό χαρακτήρα που μπορεί να περιγράφει τις βαθμολογίες σε σχέση με την πραγματική κατάσταση για την χώρα. Για παράδειγμα, το Πακιστάν έχει κατηγορηθεί για νοθεία στο έλλειμμα του προϋπολογισμού και αναγκάστηκε να γυρίσει πίσω \$55 εκατομμύρια στο ΔΝΤ. Παρόμοια, η Ουκρανία έχει αναφερθεί ότι έχει ισχυριστεί ψευδή στοιχεία σχετικά με τα αποθεματικά της σε ξένο συνάλλαγμα προκειμένου να αποκομίσει πιστώσεις από το ΔΝΤ.

ΜΕΡΟΣ Β':

**ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ :
ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΤΗΣ ΚΥΡΙΑΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: Προηγούμενες Βιβλιογραφικές Μελέτες Για Διάφορες Πτυχές Της Ανάλυσης Του Κινδύνου Χώρας

Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται μια ανασκόπηση των κυριότερων μεθοδολογικών προσπαθειών για την ανάλυση του κινδύνου χώρας στην υπάρχουσα βιβλιογραφία. Η βιβλιογραφική αυτή αναδρομή γίνεται με βάση τα κριτήρια που υιοθετούνται, την μεθοδολογία που εφαρμόζεται (στατιστική, πολυκριτήρια ή οποιαδήποτε άλλη εναλλακτική μέθοδος) και της διαφορετικής πτυχής της ανάλυσης του κινδύνου χώρας που προσεγγίζεται.

6.1 ΓΕΝΙΚΑ

Είναι γνωστό ότι οι τράπεζες προχωρούν σε έλεγχο των στοιχείων που συνηγορούν στην πιστοληπτική αξιοπιστία μιας χώρας πριν να προχωρήσουν στην χορήγηση της πίστωσης. Συγκεκριμένες διαδικασίες και τυποποιημένοι έλεγχοι αναπτύχθηκαν με την πάροδο του χρόνου για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των χωρών, εταιρειών και των ατόμων γενικότερα. Παλαιότερα, οι περισσότερες αναπτυσσόμενες χώρες έλαβαν χρηματοδότηση υπό την μορφή μεγάλων μακροπρόθεσμων δανείων από πολύπλευρους οργανισμούς (*Avramovic, 1968*). Άρα η τωρινή ανάλυση του κινδύνου χώρας είχε τον καιρό εκείνο την μορφή της ανάλυσης αυτών των οργανισμών. Ήταν ξεκάθαρο για τους οικονομικούς αναλυτές ότι η αξιολόγηση του κινδύνου χώρας αφορούσε τον καθορισμό της ικανότητας της χώρας να αποπληρώσει τα δάνεια της. Άρα η πρώτη εμπειρική μελέτη προσπάθησε να καθορίσει τους βασικούς προσδιοριστικούς παράγοντες της δανειοληπτικής ικανότητας των χωρών. Η ενυπάρχουσα βιβλιογραφία αναφορικά με τον κίνδυνο χώρας κατηγοριοποιεί τις βασικές έρευνες σε τρεις κατηγορίες: *σε οικονομικά μοντέλα για την πρόβλεψη αδυναμίας αποπληρωμής χρεών, σε αυτές που συνδυάζουν τις πολιτικές και οικονομικές μεταβλητές και σε αυτές που εξετάζουν τις επιρροές της πολιτικής αστάθειας στις ξένες επενδύσεις*. Στην πρώτη ομάδα, κατατάσσονται πολλαπλά οικονομετρικά μοντέλα. Τα μοντέλα αυτά χρησιμοποιούν την λογιστική ανάλυση (ή παρόμοιες τεχνικές) για την ανάπτυξη μοντέλων, με διάφορους βαθμούς αποτελεσματικότητας στην πρόβλεψη των περιπτώσεων επαναπρογραμματισμού. Πρόσφατες έρευνες κάνουν διάκριση μεταξύ της ικανότητας για αποπληρωμή των χρεών τους και της πρόθεσης για αποπληρωμή. Είναι προφανές ότι, η πολιτική πρόθεση της χώρας για αποπληρωμή επεξηγεί το προηγούμενο ιστορικό αποπληρωμών των υποχρεώσεων της. Στις προηγούμενες μελέτες, που

προσπάθησαν να επεξηγήσουν την επιρροή των πολιτικών παραγόντων στην εξυπηρέτηση του χρέους, οι πολεμικές συγκρούσεις ή η πολιτική διαφθορά δεν βρέθηκε να έχουν σημαντική επιρροή. Η χρόνια αποσταθεροποίηση σε όλες τις εκφάνσεις βρέθηκε να σχετίζεται στενά με την αξιοπιστία μιας χώρας. Στην τρίτη κατηγορία, που αφορά περισσότερο τις άμεσες ξένες επενδύσεις παρά την εξυπηρέτηση του χρέους, υπάρχουν δυο αντίστοιχα ρεύματα : στο πρώτο τα σχετικά στοιχεία, όπως προκύπτουν από τις απαντήσεις των ειδικών αναφορικά με τις συνεντεύξεις και τα ερωτηματολόγια, χρησιμοποιούνται για τον καθορισμό της σημασίας της πολιτικής αστάθειας στην λήψη αποφάσεων σχετικά με τις ξένες επενδύσεις. Το βασικό στοιχείο που προκύπτει από αυτές τις έρευνες είναι ότι η πολιτική αστάθεια είναι σαφώς ένα σοβαρό μειονέκτημα στην απόφαση για επένδυση σε μια ξένη χώρα. Το δεύτερο ρεύμα περιλαμβάνει διαχρονικές έρευνες σχετικά με τις επιρροές της πολιτικής αστάθειας στις αποδόσεις των ξένων επενδύσεων στις λιγότερο αναπτυγμένες αγορές. Το βασικό συμπέρασμα που καταλήγουν αυτές οι μελέτες είναι ότι οι βασικές επιρροές της πολιτικής αστάθειας αναφορικά με μια επένδυση ποικίλλουν ανάλογα με τον βαθμό της αστάθειας.

Στην ομάδα που εξετάζουν την συσχέτιση των οικονομικών μεταβλητών και της πιθανότητας αθέτησης του χρέους, αναφέρονται ενδεικτικά οι έρευνες των Frank and Cline (1971), Dhonte (1975), Sargen (1977), Feder και Just (1976), Saini και Bates (1978), Mayo και Barrett (1978), Feder (1980), Cline (1984), Abassi και Taffler (1984). Η δεύτερη κατηγορία ερευνών αφορά την σχέση μεταξύ των οικονομικών μεταβλητών και των οικονομικών όρων ή των όρων πίστωσης που λαμβάνονται από τα δανειζόμενα έθνη. Εξετάζει τις ικανότητες των συστημάτων εκτίμησης του κινδύνου που υιοθετούν δανειστές και παρέχει στις δανειζόμενες χώρες χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με την συμπεριφορά του δανειστή. Στην κατηγορία αυτή κατατάσσονται μελέτες, όπως αυτές των Kapur (1977), Feder και Just (1977), Eaton και Gersovitz (1980, 1981), Feder και Ross (1982), Edwards (1984, 1986), McFadden (1985) κ.λ.π.

Η πρώτη ομάδα των ερευνητών συσχετίζει τις οικονομικές μεταβλητές με την ικανότητα εξυπηρέτησης του χρέους. Οι συγγραφείς της ομάδας αυτής, έχουν ορίσει μια δυαδική μεταβλητή, την παρακολούθηση της περίπτωσης επαναπροσδιορισμού του χρέους ή όχι ως μια ανεξάρτητη μεταβλητή. Υπάρχουν ωστόσο μερικά προβλήματα που συσχετίζονται με τον ορισμό αυτό της ανεξάρτητης μεταβλητής. Πρώτα απ' όλα, μια δυσκολία στην εξυπηρέτηση του χρέους δεν οδηγεί απαραίτητα στον επαναπροσδιορισμό του χρέους. Δεύτερον, δεν γίνονται γνωστές όλες οι περιπτώσεις επαναπροσδιορισμού του χρέους. Επιπλέον μπορεί να υπάρχει μεγάλο χρονικό διάστημα που μεσολαβεί ανάμεσα στην διαπίστωση της αδυναμίας για εξυπηρέτηση του χρέους και της ανακοίνωσης για επαναπροσδιορισμό του χρέους.

Προς εξυπηρέτηση των παραπάνω προβλημάτων οι συγγραφείς προχώρησαν στην ανάπτυξη μοντέλων που βασίζονται σε άλλες τεχνικές ανάλυσης (πολυκριτήριες τεχνικές και μέθοδοι, τεχνικές από τον χώρο της τεχνητής νοημοσύνης κ.λ.π).

6.2 ΕΡΕΥΝΕΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΟΥΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΔΑΝΕΙΟΛΗΠΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ

6.2.1 Οικονομικοί παράγοντες

Στην παρούσα παράγραφο παρουσιάζονται μελέτες που εξετάζουν τους οικονομικούς παράγοντες και τις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες μιας χώρας και την επίδρασή τους στην πρόβλεψη της ικανότητας και πρόθεσης μιας χώρας για αποπληρωμή του εξωτερικού της χρέους. Ακόμα άλλα ζητήματα που εξετάζονται είναι η πρόβλεψη του ενδεχόμενου επαναπροσδιορισμού του χρέους, καθώς και η ανάλυση της σχέσης μεταξύ των οικονομικών συνθηκών και της ικανότητας αποπληρωμής του χρέους, όπως και ο προσδιορισμός των στατιστικά σημαντικών οικονομικών μεταβλητών προσδιορισμού της δυνατότητας για αποπληρωμή του χρέους.

✚ Πρωτεργάτης της ομάδας αυτής των ερευνητών υπήρξε ο [Avramovic \(1968\)](#), που χρησιμοποίησε στοιχεία της Παγκόσμιας Τράπεζας και άρχισε μια συστηματική έρευνα, όσον αφορά την ικανότητα για αποπληρωμή του ξένου χρέους. Η εργασία του περιέλαβε βραχυπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους οικονομικούς δείκτες. Οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες συνδέονται με θέματα ρευστότητας, της ικανότητας μια χώρας να αποπληρώσει τα εξωτερικά της χρέη, όπως προκύπτει από το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της. Οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες είναι οι εξής : ο ρυθμός ανάπτυξης του όγκου των εξαγωγών, ο δείκτης εξυπηρέτησης του χρέους προς εξαγωγές, ο δείκτης των αποθεματικών σε ξένο συνάλλαγμα προς εισαγωγές. Οι μακροπρόθεσμοι παράγοντες προκύπτουν από την βασική ανάλυση που μελετά ποιος είναι ο ιδανικός συνδυασμός της οικονομικής ανάπτυξης, που σε συνδυασμό με το ξένο κεφάλαιο, μπορεί να επιτύχει και να συμβάλλει στην εξυπηρέτηση του εξωτερικού χρέους. Δείκτες της κατηγορίας αυτής είναι : ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ, ο δείκτης επένδυσης προς ΑΕΠ, ο δείκτης εξαγωγές προς ΑΕΠ και ο ρυθμός αύξησης των τιμών.

✚ Οι [Frank και Cline \(1971\)](#) διαδέχτηκαν τον Avramovic (1968) και ήταν οι πρώτοι που εξέτασαν την σχέση μεταξύ των οικονομικών συνθηκών και της ικανότητας για εξυπηρέτηση του χρέους. Βασίζόμενοι στην εργασία του Avramovic, προσπάθησαν να δημιουργήσουν ένα μοντέλο το οποίο θα προέβλεπε τις δυσκολίες εξυπηρέτησης του χρέους όσον αφορά τις δανειζόμενες χώρες, με την εύρεση ενός κατάλληλου δείκτη. Ο δείκτης αυτός έπρεπε να είναι απλός και να διαθέτει μεγάλη προβλεψιμότητα. Η εμπειρική τους ανάλυση αφορούσε ένα δείγμα 26 χωρών, 8 εκ των οποίων είχαν προηγούμενη εμπειρία επαναπροσδιορισμού ανάμεσα στο χρονικό διάστημα 1960-1968. Χρησιμοποιώντας την διακριτική ανάλυση, εξέτασαν την σχέση ανάμεσα στην συσχέτιση του επαναπροσδιορισμού και 8 οικονομικών μεταβλητών (δείκτης

εξυπηρέτησης του χρέους, δείκτης διακύμανσης των εξαγωγών, δείκτης συμπίεστικότητας των εξαγωγών, δείκτη εισαγωγών προς ΑΕΠ, δείκτης εισαγωγών προς αποθεματικά, δείκτης τοκοχρεολυσίου προς ανεξόφλητο χρέος, κατά κεφαλήν ΑΕΠ, αύξηση των εξαγωγών.

Βρήκαν ότι μονάχα τρεις μεταβλητές (ο δείκτης συνολικό χρέος προς εξαγωγές – δείκτης εξυπηρέτησης του χρέους, ο μέσος όρος ωρίμανσης του χρέους – δείκτης τοκοχρεολυσίου προς ανεξόφλητο χρέος, ο δείκτης εισαγωγές προς αποθεματικά) συνδέονταν στενά με τις περιπτώσεις επαναπροσδιορισμού του χρέους, καθώς επεξηγούν 10 από τις 13 περιπτώσεις επαναπροσδιορισμού. Έπειτα, οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν αυτές τις μεταβλητές για να ελαχιστοποιήσουν την πιθανότητα του λάθους τύπου I και II, όσον αφορά την κατάταξη των χωρών. Το βασικό συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν ότι με μόνο τους δείκτες χρέος προς εξαγωγές και τον μέσο χρονικό ορίζοντα λήξης των δανείων μπορεί κανείς να προβλέψει με επιτυχία την πιθανότητα δυσκολίας εξυπηρέτησης του χρέους. Δηλαδή οι δείκτες αυτοί διέθεταν μεγάλο βαθμό προβλεψιμότητας.

✚ Ο *Dhonte (1975)*, επέκτεινε την μελέτη των Frank και Cline (1971) σε ένα μεγαλύτερο δείγμα χωρών. Η ομάδα αναφοράς συγκροτούνταν από 69 αναπτυσσόμενες χώρες για το έτος 1969, εκ των οποίων καμία δεν είχε ανακοινώσει επαναπροσδιορισμό του χρέους. Ο Dhonte επέλεξε την ανάλυση σε κύριες συνιστώσες (principal components analysis) και συνέκρινε τα οικονομικά χαρακτηριστικά αυτής της ομάδας έναντι 13 άλλων αναπτυσσόμενων χωρών που είχαν καταφύγει στον επαναπρογραμματισμό του χρέους ανάμεσα στα χρόνια 1959 και 1971. Εννέα στους δέκα δείκτες που περιλάμβανε στην ερευνά του, αφορούσαν πληροφορίες χρέους. Με βάση την πρώτη συνιστώσα, βρήκε τέσσερις στατιστικά σημαντικούς δείκτες που εξηγούσαν το 35% της διακύμανσης, ενώ με βάση την δεύτερη συνιστώσα, οι στατιστικά σημαντικοί δείκτες ήταν μόνο δυο (και εξηγούσαν το 18% της διακύμανσης του δείγματος). Επίσης, βρήκε ότι οι χώρες που είχαν προβεί σε επαναπροσδιορισμό του χρέους είχαν υψηλότερο δείκτη χρέος προς εξαγωγές.

Το βασικό συμπέρασμα της έρευνας του συγγραφέα, ήταν ότι για τις χώρες που είχαν καταφύγει στον εξωτερικό δανεισμό ήταν απαραίτητη μια εξισορρόπηση μεταξύ των όρων δανεισμού και των όρων βάση των οποίων το χρέος συσσωρεύεται και δεν αποπληρώνεται. Ωστόσο τα αποτελέσματα της έρευνας του δεν είναι και τόσο αξιόπιστα, γιατί διακρίνονται για την μεροληψία (εξετάζει μια μεταβλητή την φορά), με αποτέλεσμα να αποτύχει στην ερμηνεία πρόβλεψης περιπτώσεων επαναπροσδιορισμού κατά ποσοστό 66,67%.

✚ Ο *Grinols (1976)* κατέφυγε στην διακριτική και διακριτή ανάλυση για την εκτίμηση του κινδύνου χώρας. Η εξέταση του αφορούσε ένα δείγμα 64 χωρών για τα έτη 1961-1974, χρησιμοποιώντας είκοσι μεταβλητές. Η ανάλυσή του κατέληξε ότι πέντε ήταν οι στατιστικά σημαντικοί δείκτες : ο δείκτης εξυπηρέτησης χρέους προς

αποθεματικά, ο δείκτης καταβαλλόμενου εξωτερικού χρέος προς το δείκτη εξυπηρέτησης πληρωμής του χρέους, ο δείκτης εξυπηρέτησης πληρωμής του χρέους προς εισαγωγές, ο δείκτης εξωτερικό χρέος προς ΑΕΠ, ο δείκτης εξωτερικό χρέος προς εξαγωγές. Επίσης, τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η προβλεπτική ικανότητα της διακριτικής ανάλυσης είναι μεγαλύτερη από την διακριτή στην εκτίμηση του κινδύνου χώρας. Μάλιστα η εκτίμηση του με βάση την διακριτική ανάλυση περιλάμβανε 50% λιγότερα λάθη από τη μελέτη των Frank και Cline (1971).



Οι *Feder και Just (1976)* χρησιμοποίησαν την λογιστική ανάλυση για να καθορίσουν ποιες από τις οικονομικές μεταβλητές συνδέονται με την δυαδική μεταβλητή «επαναπροσδιορισμός ή όχι». Το δείγμα τους αφορούσε ένα σύνολο από 41 χώρες για τα χρόνια 1965-1972. Γενικά υπήρξαν 238 παρατηρήσεις, 21 εκ των οποίων αφορούσε περιπτώσεις επαναπροσδιορισμού. Βρήκαν ότι οι στατιστικά σημαντικοί δείκτες ήταν ο δείκτης χρέους προς εξαγωγές, το κατά κεφαλήν εισόδημα και μη ιδιωτικός δανεισμός κεφαλαίου. Οι Feder και Just πέτυχαν το μικρότερο ποσοστό λάθους από όλες τις μέχρι τότε αντίστοιχες στατιστικές μελέτες.



Οι συγγραφείς *Mayo και Barrett (1978)* ανέπτυξαν ένα μοντέλο προειδοποίησης για τις δυσκολίες εξυπηρέτησης του χρέους. Χρησιμοποίησαν παρατηρήσεις 48 χωρών για τα έτη 1960-1975. Βασικός σκοπός τους ήταν η εξυπηρέτηση της τράπεζας εξαγωγών – εισαγωγών των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, στηριζόμενοι σε προηγούμενες μελέτες. Χρησιμοποιήθηκε πάλι η μεταβλητή προσδιορισμού του χρέους ως ένδειξη για προβλήματα εξυπηρέτησης του χρέους. Ωστόσο κατηγοριοποίησαν μια παρατήρηση ως συμφωνία επαναπροσδιορισμού για μια χώρα, αν συνέβαινε μέσα στην αποκλειστική προθεσμία των πέντε χρόνων, την οποία και χρησιμοποίησαν ως ανεξάρτητη μεταβλητή. Στην ουσία οι συγγραφείς εξέτασαν περιπτώσεις στις οποίες οι χώρες αντιμετώπιζαν δυσκολίες στην εξυπηρέτηση του χρέους τους διαφορετικές από αυτές του τυπικού επαναπροσδιορισμού. Χρησιμοποιώντας την λογιστική ανάλυση βρήκαν ότι η πιθανότητα επαναπροσδιορισμού σχετίζεται στενά με τους δείκτες : καταβαλλόμενο εξωτερικό χρέος προς εξαγωγές, αποθεματικά προς εισαγωγές, εισαγωγές προς ΑΕΠ, θέση αποθεματικού στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο προς εισαγωγές, ύψος κεφαλαίου προς ΑΕΠ και ο δείκτης αύξησης των τιμών του καταναλωτή. Το ποσοστό λάθους της έρευνας υπερέβαινε το ποσοστό λάθους των προηγούμενων ερευνών.



Ο *Sargen (1977)* προσέγγισε την έννοια της ανάλυσης του κινδύνου χώρας υπό δυο διαφορετικά πρίσματα. Πρώτα απ' όλα, κινήθηκε σε παρόμοια γραμμή με τους προηγούμενους συγγραφείς και υπέθεσε ότι οι επαναπροσδιορισμοί των χρεών προκύπτουν από διακυμάνσεις στον όγκο και συνεπώς στα έσοδα των εξαγωγών, που οδηγούν τελικά σε αδυναμία αποπληρωμής του εξωτερικού χρέους. Υπό το δεύτερο πρίσμα της εννοιολογικής του προσέγγισης αντιμετώπισε τον επαναπροσδιορισμό ως ένα νομισματικό φαινόμενο. Σύμφωνα με την εκτίμηση αυτή, γίνεται παραδοχή ότι η αύξηση

του γενικού επιπέδου τιμών και των επιτοκίων οδηγούν σε αύξηση των εισαγωγών και μείωση των εξαγωγών με τελική συνέπεια την αύξηση του εξωτερικού χρέους. Για τη εξέταση αυτής της προσέγγισης, εφάρμοσε την διακριτική ανάλυση σε έξι δείκτες για την χρονική περίοδο 1960-1975. Κατηγοριοποίησε τις περιπτώσεις προς εξέταση σε περιπτώσεις επαναπροσδιορισμού και μη. Οι πιο σημαντικοί στατιστικά δείκτες που κατέληξε η έρευνα του, είναι ο δείκτης πληθωρισμού υπό την πρώτη προσέγγιση, ενώ υπό τη δεύτερη προσέγγιση ο δείκτης εξυπηρέτησης αποπληρωμής του προγραμματισμένου (επαναπροσδιορισμένου) χρέους.

✚ Οι *Saini και Bates (1978)* χρησιμοποίησαν την διακριτική και διακριτή ανάλυση σε ένα δείγμα 25 χωρών για τα έτη 1960-1977, που περιλάμβανε 298 συνολικά παρατηρήσεις. 25 από τις περιπτώσεις αφορούσαν περιπτώσεις επαναπροσδιορισμού ή χώρες που είχαν εξισορροπήσει το ισοζύγιο πληρωμών τους. Ο προσδιορισμός και η βασική αυτή διάκριση των χωρών αποτέλεσε την εξαρτημένη μεταβλητή για την μελέτη τους. Οι δείκτες που χρησιμοποίησαν βασίστηκαν σε στοιχεία προηγούμενων ερευνών, εκτός από τους δείκτες αυτούς που περιλάμβαναν χρεωστικά στοιχεία. Δεδομένου της έλλειψης σωστής και έγκαιρης πληροφόρησης σχετικά με το χρέος των χωρών κατασκεύασαν αρκετούς δείκτες τους οποίους και εξέτασαν : εισαγωγές προς αποθεματικά, κατά κεφαλήν ΑΕΠ, μεταβολές στον δείκτη τιμών καταναλωτή, ο ρυθμός ανάπτυξης των εξαγωγών, ο λογαριασμός των τρεχουσών συναλλαγών προσαρμοσμένος στον δείκτη αποθεματικών προς εισαγωγές, ο δείκτης καθαρά πάγια περιουσιακά στοιχεία της τράπεζας προς προσφορά του χρήματος, ο δείκτης αύξησης των διεθνών αποθεματικών. Επιπλέον, έλαβαν υπόψη τους τον δείκτη εξυπηρέτησης του χρέους για να εξετάσουν την περίπτωση αυθαίρετης χρησιμοποίησης του δείκτη για την εξαγωγή συμπερασμάτων στις προηγούμενες μελέτες. Η μελέτη των συγγραφέων υπέδειξε τέσσερις στατιστικά σημαντικούς δείκτες με μεγάλη προβλεπτική ικανότητα : ο προσαρμοσμένος λογαριασμός τρεχουσών συναλλαγών, ο ρυθμός αύξησης των τιμών του καταναλωτή, ο ρυθμός αύξησης προσφοράς του χρήματος, ο ρυθμός αύξησης των αποθεματικών.

✚ Οι *Feder et al. (1981)* χρησιμοποίησαν την λογιστική ανάλυση για να βρουν συσχέτιση μεταξύ οικονομικών μεταβλητών και της πιθανότητας επαναπροσδιορισμού. Εξέτασαν την χρονική περίοδο 1965-76, για 580 παρατηρήσεις, εκ των οποίων οι 40 αφορούσαν περιπτώσεις επαναπροσδιορισμού. Οι βασικοί δείκτες βρέθηκαν να είναι : ο δείκτης χρέος προς εισαγωγές, ο δείκτης συνολικά αποθεματικά προς εισαγωγές, ο ιδιωτικός δανεισμός προς χρέος, ο δείκτης κεφάλαιο προς χρέος και το κατά κεφαλήν πραγματικό ΑΕΠ. Ωστόσο τα αποτελέσματα των συγγραφέων περιλαμβάνουν πολλά σφάλματα τύπου I και II.

✚ Οι *Abassi και Taffler (1982)* χρησιμοποίησαν τη διακριτική ανάλυση σε ένα δείγμα 95 χωρών για την περίοδο 1967-1978 με 1140 παρατηρήσεις, εκ των οποίων 55 περιπτώσεις επαναπροσδιορισμού αφορά 14 χώρες. Η εξαρτημένη μεταβλητή που

χρησιμοποίησαν περιλάμβανε περιπτώσεις εθελοντικών επαναπροσδιορισμών. Ύστερα από τις απαραίτητες προσαρμογές κατέληξαν σε ένα δείγμα 70 χωρών στην ανάλυση τους και χρησιμοποίησαν 42 δείκτες κατά την ανάλυση τους, που είχαν βρεθεί σημαντικοί σε προηγούμενες μελέτες. Το μοντέλο τους αναπτύχθηκε για την περίοδο 1967-1977 και εξετάστηκε σε δεδομένα του 1978. Οι σημαντικοί δείκτες στους οποίους κατέληξαν είναι: ο δείκτης νέες υποχρεώσεις κατά κεφαλήν, ο δείκτης εξωτερικό χρέος προς ρυθμό εξαγωγών, πληθωρισμός και δείκτης πληθωρισμός και εγχώριες καταθέσεις προς ΑΕΠ.

✚ Οι *Abassi και Taffler (1984)* χρησιμοποίησαν την λογιστική ανάλυση ορίζοντας την πιθανότητα επαναπροσδιορισμού ή όχι ως ανεξάρτητη μεταβλητή. Χρησιμοποίησαν παρατηρήσεις για 95 αναδυόμενες χώρες για τα χρόνια 1967-77 και συμπεριέλαβαν 42 ανεξάρτητες μεταβλητές στην ανάλυση τους, όπως είχαν βρεθεί σε προηγούμενες μελέτες. Οι δείκτες που χρησιμοποίησαν ήταν δείκτες εξυπηρέτησης του χρέους και νομισματικοί δείκτες, επεκτείνοντας έτσι την προηγούμενη μελέτη τους. Ύστερα από αρκετή μελέτη κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι καλύτεροι δείκτες πρόβλεψης επαναπροσδιορισμού είναι : ο δείκτης των εγχώριων καταθέσεων ως προς ΑΕΠ, ο μέσος ρυθμός πληθωρισμού, ο δείκτης χρέος προς εξαγωγές, τρέχων εξωτερικό χρέος σε σχέση με τον πληθυσμό. Παρόλο που τα αποτελέσματα της ανάλυσης ήταν περισσότερο κατάλληλα στις λιγότερο αναπτυγμένες χώρες (LDC's), παρουσιάστηκαν προβλήματα για την εξαγωγή συμπερασμάτων για τις χώρες που είχαν προβλήματα βραχυπρόθεσμου χρέους.

✚ Ο *Kapur (1977)* ήταν ο πρώτος που εξέτασε την συσχέτιση των οικονομικών μεταβλητών και της παροχής δανείων προς τις λιγότερο αναπτυσσόμενες χώρες. Η περίοδος εξέτασης κάλυπτε την περίοδο 1972-74 και αφορούσε 25 χώρες. Το μοντέλο του βασίστηκε πάνω σε μια μονόδρομη ισότητα που δείχνει ότι η δανειοδότηση βασίζεται σε μια λογική αναφορικά με την πίστωση. Ωστόσο δεν ανέφερε αποδεικτικά στοιχεία όσον αφορά αυτόν του τον ισχυρισμό. Η ανεξάρτητη μεταβλητή του μοντέλου ήταν η αλλαγή στην δανειοδότηση (gross lending). Ο Kapur βρήκε ότι η μεταβλητή αυτή συνδέεται στενά με τον δείκτη εξυπηρέτηση του χρέους προς εξαγωγές, τρέχουσες εξαγωγές κ.λ.π.

✚ Οι *Feder και Just (1977)* εξέτασαν τις επιρροές των οικονομικών μεταβλητών πάνω στις διακυμάνσεις των επιτοκίων δανεισμού προς τις λιγότερο αναπτυσσόμενες χώρες. Η ανάλυση τους αφορούσε 27 χώρες για το χρονικό διάστημα 1973-74 και περιλαμβάνει 104 παρατηρήσεις. Οι μεταβλητές που βρέθηκαν να σχετίζονται στενά με την διασπορά του επιτοκίου συναλλαγών ήταν η διακύμανση των εξαγωγών, ο δείκτης εισαγωγών προς ΑΕΠ, ο δείκτης εισαγωγών προς αποθεματικά και ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ. Τα αποτελέσματα αυτά ήταν σύμφωνα με τη συμπεριφορά του πιστωτή. Οι συγγραφείς, ωστόσο, δεν αναγνώρισαν ότι τα αποτελέσματα ήταν σύμφωνα με την συμπεριφορά του οφειλέτη, καθώς επηρεάζεται από την ζήτηση για δάνεια. Αυτή η

παράβλεψη ήταν σοβαρή, αφού οι συγγραφείς χρησιμοποίησαν αυτή την παράμετρο για να υπολογίσουν τις εκτιμήσεις των δανειστών σχετικά με την πιθανότητα αθέτησης του χρέους.

✚ Οι *Feder και Ross (1982)* εξέτασαν την σχέση μεταξύ της διακύμανσης του επιτοκίου δανεισμού και των εκτιμήσεων των δανειστών σχετικά με τον κίνδυνο. Αντί να υποθέσουν ότι ο κίνδυνος εξαρτάται από τις οικονομικές μεταβλητές, εξέτασαν το σύνολο των εκτιμήσεων του Institutional Investor. Οι συγγραφείς δεν θέλησαν να ανακαλύψουν την σχέση μεταξύ των δυο διαφορετικών εκτιμήσεων. Η έρευνα τους αφορούσε το σύνολο 34 χωρών για το έτος 1979 και έδειξε το μέγεθος της ανταπόκρισης των δανειστών στις αξιολογήσεις του Institutional Investor. Μια πιο ενδιαφέρουσα προσέγγιση θα ήταν η εξέταση των παραγόντων που συμβάλλουν στις αλλαγές των αξιολογήσεων.

✚ Ο *Edwards (1984)* ακολούθησε παρόμοια τακτική με τους Feder και Just (1977). Εξέτασε την περίπτωση δανείων με δημόσιες εγγυήσεις προς 19 χώρες για την χρονική περίοδο 1976-1980. Ο βασικός σκοπός του συγγραφέα, ήταν να εξακριβώσει κατά πόσο τα διεθνή επιτόκια αντικατοπτρίζουν τον κίνδυνο μιας χώρας να αποτύχει. Η βασική υπόθεση του συγγραφέα ήταν ότι η διασπορά του επιτοκίου δανεισμού εξαρτάται άμεσα από την πιθανότητα αθέτησης του χρέους. Αυτή η σχέση είναι γραμμική προς τις μακροοικονομικές μεταβλητές. Εξετάζεται ένας μεγάλος αριθμός οικονομικών μεταβλητών μέσα από πολλαπλές παλινδρομήσεις. Οι υποθέσεις του μοντέλου εκφράζουν μόνο τις αναμενόμενες αντιδράσεις των δανειστών. Στην απλούστερη του μορφή, το μοντέλο κατέληξε ότι μόνο μια οικονομική μεταβλητή, (χρέους προς ΑΕΠ) ήταν θετικά συσχετισμένη με την διασπορά του επιτοκίου συναλλαγών. Το γενικό συμπέρασμα της έρευνας του, έδειξε μάλιστα ότι η πιθανότητα αποτυχίας αποτελεί τυχαίο γεγονός ή ότι το διεθνές σκηνικό της οικονομίας δεν προσδιορίζει εξ ολοκλήρου την πιθανότητα αυτή. Ωστόσο το μοντέλο αυτό, όπως και στην προηγούμενη περίπτωση, δεν έκανε διάκριση μεταξύ της ζήτησης και της προσφοράς δανείων. Σε μερικές περιπτώσεις οι δυνάμεις της ζήτησης και προσφοράς εκτοπίζουν η μια την άλλη, οδηγώντας σε ασήμαντες παρατηρήσεις και εκτιμήσεις μεταξύ των μεταβλητών. Ένα άλλο μειονέκτημα που εντοπίζεται στο μοντέλο, είναι ότι το μέγεθος και η διάρκεια του δανείου είχαν οριστεί ως εξωγενείς μεταβλητές. Το μοντέλο αυτό υποδεικνύει ότι η εκτίμηση των μεταβλητών επηρεάζεται από την απόκριση της ζήτησης και τη συσχετιζόμενη ισότητα.

✚ Οι *Eaton και Gersovitz (1981)*, σε αντίθεση με τους προηγούμενους συγγραφείς, επικεντρώθηκαν στην συμπεριφορά των δανειζομένων. Το μοντέλο τους στηρίχθηκε στην υπόθεση της μοντελοποίησης της συμπεριφοράς των υποανάπτυκτων χωρών. Η έρευνα τους κάλυψε ένα σύνολο 45 χωρών, για τα έτη 1970 και 1974. Εξέτασαν ένα σύνολο από περιορισμένες μακροοικονομικές μεταβλητές σε σχέση με το ύψος της πίστωσης. Η ιδιαιτερότητα του μοντέλου τους συνίσταται ότι επιτρέπει την

βελτιστοποίηση της παροχής της πίστωσης. Αντί να υποθέσουν ότι η ζήτηση και η προσφορά του δανείου είναι δυο δυνάμεις που ισούνται η μια με την άλλη, υπέθεσαν ότι το ύψος του δανείου είναι το ελάχιστο που προκύπτει από τις δυο συμπεριφορές. Χρησιμοποίησαν μια οικονομετρική τεχνική για την εκτίμηση του μοντέλου, που επιτρέπει τον γρήγορο υπολογισμό των παραμέτρων προσφοράς και ζήτησης. Εφόσον οι έννοιες της προσφοράς και ζήτησης προσδιορίζονταν στο μοντέλο, οι συγγραφείς χρειάζονταν να επιλέξουν ποιο από τα δυο σύνολα των παραμέτρων θα αποτελέσει την ισότητα της ζήτησης. Η επιλογή τους αυτή καθορίζονταν από το ότι η ζήτηση για δάνεια σχετίζονταν θετικά με τον ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ. Ύστερα από όλα αυτά, οι συγγραφείς βρήκαν ότι 65 από τις 81 παρατηρήσεις σχετίζονταν με τον παράγοντα της προσφοράς. Τρεις από τις έξι μεταβλητές ήταν στατιστικά σημαντικές για τον προσδιορισμό της ζήτησης, ενώ έξι μεταβλητές ήταν στατιστικά σημαντικές για την προσφορά. Η συμπεριφορά αυτή των μεταβλητών μπορεί να είναι αμφίπλευρη για την προσφορά και τη ζήτηση. Κάτι τέτοιο γεννά ερωτήματα σχετικά με την καταλληλότητα της προσέγγισης σε σχέση με τον μικρό μέγεθος του δείγματος.

Σε νεότερη μελέτη τους, το 1986, οι συγγραφείς, δεδομένου του γεγονότος ότι η τελική έκβαση του δανείου είναι αποτέλεσμα μιας σειράς από αποφάσεις και όχι μια μηχανική διαδικασία, επικεντρώθηκαν στην ανάλυση της συμπεριφοράς των δανειζομένων και δανειστών. Η πρόθεση των δανειζομένων να αποπληρώσουν το δάνειο τους εξαρτάται από την πεποίθηση τους σχετικά με την ικανότητα του πιστωτή να επιβάλλει κάποια ποινή και από την θέληση των πιστωτών για επαναδανεισμό στο μέλλον. Ο οφειλέτης δείχνει προθυμία να δανειστεί, αν η συνολική χρησιμότητα του από την απόφαση του να πληρώσει εγκαίρως είναι μεγαλύτερη από την ωφέλεια του από την αθέτηση της υποχρέωσης.

✚ Ο *McFadden (1985)* κατάρτισε ένα μοντέλο όπου είναι πιθανό να λάβουν μέρος τρεις εκδοχές. Πρώτα απ' όλα, η υπερβάλλουσα προσφορά και ο παρατηρούμενος δανεισμός να ισούνται με την ζήτηση δανείων. Δεύτερον, μπορεί να υπάρχει μέτρια υπερβάλλουσα ζήτηση, όπου η δανειοδότηση ισούνται με την προμήθεια δανείων. Τελικά μπορεί να υπάρξει υπερβάλλουσα ζήτηση, έλλειψη δανειοδότησης και άλλες αδυναμίες, όπως η ανικανότητα αποπληρωμής. Η έρευνα αφορούσε ένα σύνολο 93 χωρών για τα έτη 1971-82. Η έρευνα κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η προμήθεια δανείων συσχετίζεται θετικά με τον δείκτη χρέος προς εξαγωγές και την ικανότητα αποπληρωμών. Η ζήτηση για δάνεια σχετίζεται θετικά με τον δείκτη εξυπηρέτησης του χρέους προς εξαγωγές, κατά κεφαλήν ΑΕΠ και τον δείκτη εισαγωγές προς ΑΕΠ.

✚ Ο *Ramcharran (1999)* χρησιμοποίησε βασικές μεταβλητές που βασίζονταν σε δεδομένα του περιοδικού Euro money και προχώρησε σε μια ανάλυση για ένα δείγμα 27 χωρών κατά τα έτη 1992-94. Ο βασικός σκοπός του μοντέλου ήταν να αναπτύξει ένα υπόδειγμα που θα προσδιόριζε τους βασικούς παράγοντες που επηρεάζουν τα δάνεια των λιγότερο αναπτυγμένων χωρών στις δευτερεύουσες αγορές. Οι ανεξάρτητες μεταβλητές

του μοντέλου αφορούσαν την ικανότητα και την πρόθεση μιας χώρας να αποπληρώσει το χρέος της και την πιστοληπτική της ικανότητα, με βάση δεδομένα του περιοδικού Euromoney. Η εξαρτημένη μεταβλητή του μοντέλου ήταν η τιμή του χρέους στην δευτερεύουσα αγορά. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης αποτέλεσαν μια καλύτερη προσέγγιση των βασικών δυναμικών προσδιορισμού των τιμών στην αγορά : υποστήριξαν τον κύριο σκοπό της έρευνας για προσδιορισμό της τιμής των ριψοκίνδυνων στοιχείων. Άλλα αποτελέσματα της μελέτης ήταν, η βαθμολόγηση των χωρών αναφορικά με την πιστοληπτική τους ικανότητα φάνηκε να αποτελεί την πιο σημαντική μεταβλητή που επηρεάζει τις τιμές. Άλλες σημαντικές μεταβλητές ήταν το ύψος του εξωτερικού χρέους και το ποσό του δανείου που αθετείται. Διαφορετικά συμπεράσματα υπήρξαν για τις δυο κατηγορίες χωρών, όπως χωρίστηκαν με βάση την οικονομική τους ανάπτυξη. Τα συμπεράσματα της μελέτης ήταν περισσότερο ουσιώδη από αυτά άλλων μελετών, γιατί το μοντέλο περιελάμβανε εκτός από την ικανότητα εξυπηρέτησης του χρέους και άλλες μεταβλητές που ερμηνεύουν τις τιμές για τις λιγότερο αναπτυσσόμενες οικονομίες.

 Ο *Hernandez Trillo (1994)* επινόησε ένα μοντέλο για τις χρηματοπιστωτικές αγορές για την εκτίμηση της πιθανότητας αθέτησης. Συγκεκριμένα, το μοντέλο αυτό αποτέλεσε μια τροποποίηση στο μοντέλο του *Kletzer (1984)* για προσδιορισμό των βασικών προσδιοριστικών παραγόντων αθέτησης του χρέους στις διεθνείς αγορές. Ο συγγραφέας τροποποίησε το προηγούμενο μοντέλο με την έννοια ότι αντί να υποθέσει έναν μηχανισμό για την μεγιστοποίηση της κοινωνικής ευημερίας, υπέθεσε μια κυβέρνηση που προσπαθεί να μεγιστοποιήσει το εθνικό προϊόν. Επίσης, εισήγαγε την ιδέα της επιδοκιμασίας ή αποδοκιμασίας σε περίπτωση αθέτησης του χρέους. Το βασικό δείγμα περιελάμβανε 33 χώρες, για το έτος 1989. Η βασική μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε για την εξέταση των βασικών σχέσεων και των παραγόντων προσδιορισμού του χρέους ήταν η παραγοντική ανάλυση. Οι μεταβλητές που συνδέθηκαν στενά με την ανάλυση ήταν ο βαθμός της ανοικτής οικονομίας, τα διεθνή αποθεματικά, ο δείκτης LIBOR.

Κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η επιβολή ποινών αποθαρρύνει την πιθανότητα αθέτησης της υποχρέωσης. Οι βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες στις διακυμάνσεις του δείκτη LIBOR εξετάστηκαν χωριστά ως διαφορετική εφαρμογή του μοντέλου. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι το ενδεχόμενο επιβολής ποινών είχαν σημαντικό ρόλο στην παρεμπόδιση μιας χώρας για αθέτηση. Συγκεκριμένα, αποδείχθηκε ότι το νεκρό σημείο που αφορά την αθέτηση μειώνεται υπό την απειλή επιβολής ποινής (sanctioning). Άρα μια διαδικασία επαναδιαπραγμάτευσης αποτελεί βασικό βήμα για τη βελτίωση του νεκρού σημείου. Περαιτέρω, αποδείχθηκε ότι η οικονομική απελευθέρωση μειώνει την πιθανότητα για αθέτηση, που υποδεικνύει ότι μια τέτοια πολιτική βελτιώνει την πιστοληπτική ικανότητα. Επίσης, τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν ότι οι εξωτερικές συνθήκες συνδέονται με τις οικονομικές κρίσεις. Ωστόσο ο συγγραφέας δεν

έκρινε ορθολογικό να συμπεριλάβει το επίπεδο του χρέους και τις διακυμάνσεις του δείκτη LIBOR ως επεξηγηματικές μεταβλητές, όπως είχε γίνει προηγουμένως στην βιβλιογραφία.

6.2.2 Πολιτικοί παράγοντες

Στο σημείο αυτό θα γίνει μια βασική επισκόπηση των βασικών μελετών που κάνουν αναφορά σε πολιτικούς και οικονομικούς παράγοντες. Η πρόβλεψη των πολιτικών παραγόντων είναι εξίσου σημαντική με αυτή της πρόβλεψης των οικονομικών, αν και δύσκολη.

✚ Οι *Feder και Uy (1985)* προχώρησαν σε μια ανάλυση του κινδύνου χώρας για την χρονική περίοδο 1979-1983 για ένα σύνολο αναπτυσσόμενων χωρών. Τα δεδομένα τους αφορούσαν πληροφορίες και στοιχεία από τις βασικές βαθμολογίες του Institutional Investor. Χρησιμοποίησαν ποικίλους οικονομικούς και πολιτικούς δείκτες και προσπάθησαν να υπολογίσουν το βάρος αυτών των δεικτών κατά την ανάλυση. Χρησιμοποίησαν μεταβλητές που είχαν βρεθεί στατιστικά σημαντικές κατά προηγούμενες μελέτες : ο δείκτης χρέος προς ΑΕΠ, ο δείκτης αποθεματικά προς εισαγωγές, ο μέσος ρυθμός αύξησης εξαγωγών, ο μέσος ρυθμός αύξησης ΑΕΠ, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, οι συνθήκες και όροι εμπορίου, διακυμάνσεις εξαγωγών. Ακόμα χρησιμοποίησαν και ένα σύνολο από τεχνητές μεταβλητές : εξαγωγές πετρελαίου, πολιτικές αναταραχές, δυσκολίες εξυπηρέτησης του χρέους. Χρησιμοποιώντας την μέθοδο της γραμμικής παλινδρόμησης βρήκαν ότι όλες οι εξεταζόμενες πολιτικές και οικονομικές μεταβλητές ήταν στατιστικά σημαντικές. Επίσης ανέπτυξαν ένα μοντέλο που περιλάμβανε στοιχεία για μια υποθετική μέση οικονομία και απέδειξαν ότι μερικές τεχνητές μεταβλητές, όπως οι εξαγωγές πετρελαίου, έχουν μεγάλη σημασία στην εξυπηρέτηση του εξωτερικού χρέους των χωρών.

✚ Οι *Cosset και Roy (1989)* χρησιμοποίησαν στην μελέτη τους στοιχεία από τα περιοδικά Euromoney και Institutional Investor. Το σύνολο των επεξηγηματικών μεταβλητών που χρησιμοποίησαν προέρχονταν από προηγούμενες μελέτες σχετικά με τις περιπτώσεις επαναπροσδιορισμού και εξυπηρέτησης του χρέους. Αναφέρονται οι εξής μεταβλητές συνοπτικά : κατά κεφαλήν ΑΕΠ, ο δείκτης χρέος προς εξαγωγές, ο δείκτης αποθεματικά προς εισαγωγές, τρέχουσες πληρωμές σε σχέση με το ΑΕΠ, τάση για υλοποίηση επενδύσεων, ο μέσος ρυθμός αύξησης των εξαγωγών, οι διακυμάνσεις των εξαγωγών, η ικανότητα εξυπηρέτησης του χρέους και ο δείκτης πολιτικών αναταραχών και αστάθειας. Προς εξέταση των δεδομένων ακολούθησαν δυο ξεχωριστές μεθοδολογίες, την γραμμική παλινδρόμηση και την δενδρική παλινδρόμηση. Και οι δυο αυτές μέθοδοι κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι μόνο δυο μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές και θετικά συσχετισμένες με την εκτίμηση του κινδύνου χώρας : ο δείκτης του κατά κεφαλήν ΑΕΠ και η τάση προς υλοποίηση της επένδυσης.

✚ Οι *Citron και Nickelsburg (1987)* ανέπτυξαν ένα μοντέλο που βασίζεται σε οικονομικούς και πολιτικούς παράγοντες. Το μοντέλο τους προσπάθησε να ερμηνεύσει τον κίνδυνο χώρας βάση μιας λογιστικής συνάρτησης που περιλαμβάνει μεταβλητές εγχωρίων δαπανών εξυπηρέτησης του χρέους. Οι συγγραφείς παρατήρησαν ότι η πολιτική ευστάθεια και συνεπώς η οικονομική ευημερία της χώρας εξαρτάται, ως επί το πλείστον των περιπτώσεων, από τις εγχώριες δαπάνες των χωρών. Άρα, αν μια χώρα επιβαρύνει τον ξένο πιστωτή της διαμέσου επαναπροσδιορισμού του χρέους ή άλλης καθυστέρησης ή μείωσης των πληρωμών, αυτό μπορεί να αποβεί χρήσιμο για την χώρα, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα. Η εμπειρική εφαρμογή του μοντέλου αφορούσε το σύνολο πέντε χωρών : Αργεντινή, Βραζιλία, Μεξικό, Ισπανία και Σουηδία για τα έτη 1961 έως 1983. Το βασικό συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν οι συγγραφείς, είναι ότι η πολιτική αστάθεια είναι καταλυτικός παράγοντας της οικονομικής ισορροπίας του ισοζυγίου πληρωμών της χώρας και έτσι συνεπώς επηρεάζει την ικανότητα αποπληρωμής του ξένου χρέους της χώρας.

✚ Ο *Balkan (1992)* εξέτασε δυο πτυχές του πολιτικού περιβάλλοντος : το επίπεδο της δημοκρατίας και την πιθανότητα επαναπροσδιορισμού του ξένου χρέους. Για κάθε πτυχή υπολόγισε ένα δείκτη που βασίζονταν σε ένα σύνολο από οικονομικούς και πολιτικούς παράγοντες. Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιήθηκαν σε συνδυασμό με ένα κανονικό υπόδειγμα πιθανότητας (probit model) για ένα σύνολο 33 χωρών για τα έτη 1971 έως 1984. Η εξαρτημένη μεταβλητή αφορούσε στοιχεία σχετικά με το αν μια χώρα έχει επαναπροσδιορίσει το εξωτερικό της χρέος, σύμφωνα με στοιχεία της Παγκόσμιας Τράπεζας. Για την εξέταση της στατιστικής σημαντικότητας των δυο δεικτών των διαστάσεων της πολιτικής πραγματικότητας, αναπτύχθηκε και ένα δεύτερο υπόδειγμα, από το οποίο είχαν εξαιρεθεί οι πολιτικές μεταβλητές. Το αποτέλεσμα στο οποίο κατέληξε η σύγκριση αυτή επιβεβαίωσε για άλλη μια φορά ότι έχει μεγάλη σημασία η ενσωμάτωση πολιτικών μεταβλητών στην ανάλυση του κινδύνου χώρας. Επίσης, πραγματοποιήθηκε και η διαμόρφωση μιας αντίστροφης σχέσης μεταξύ των πιθανοτήτων επαναπροσδιορισμού και του επιπέδου πολιτικής σταθερότητας. Παράλληλα, ο συγγραφέας ύστερα από σύγκριση των αποτελεσμάτων του κανονικού υποδείγματος πιθανότητας με τις κατατάξεις των Institutional Investor, Euromoney, ICRG, για το έτος 1984, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι αυτά υπερίσχυαν έναντι των υπόλοιπων αποτελεσμάτων.

✚ Οι *Mumpower et al. (1987)* χρησιμοποίησαν την παραγοντική ανάλυση και την ανάλυση παλινδρόμησης, για ένα δείγμα 49 χωρών, από την βάση δεδομένων του 'Association of Political Risk Analysts' για τα έτη 1983-85. Η ταξινόμηση των χωρών έγινε βάση μιας βαθμολογικής κλίμακας από το 0 έως το 100 (0 για την λιγότερο επικίνδυνη χώρα και 100 για την περισσότερο επικίνδυνη χώρα). Οι ανεξάρτητες μεταβλητές αποτελούνταν από 9 μεταβλητές η καθεμία. Οι βασικοί δείκτες σχετίζονταν με την οικονομία, την πολιτική και τον κοινωνικοοικονομικό τομέα μιας χώρας και ήταν

οι ακόλουθοι : ο πληθωρισμός, το ισοζύγιο τρεχουσών πληρωμών, οι διακυμάνσεις των επιτοκίων, η εξυπηρέτηση του χρέους, η νηπιακή θνησιμότητα, η απειλή πραξικοπήματος, οι κοινωνικές εντάσεις κ.λ.π. Ως σημαντικότεροι στατιστικά δείκτες βρέθηκαν οι δείκτες νηπιακής θνησιμότητας και διάρκειας ζωής, που επεξηγούσαν το 50% της διακύμανσης των αποτελεσμάτων. Η παραγοντική ανάλυση κατέληξε σε τρεις στατιστικά σημαντικούς δείκτες. Οι δείκτες αυτοί ήταν η διακύμανση του επιτοκίου, ο πληθωρισμός, η νηπιακή θνησιμότητα. Η μελέτη αυτή είχε αυξημένη προβλεπτική ικανότητα στην εκτίμηση της πολιτικής αστάθειας και του κινδύνου χώρας. Επιπλέον, οι συγγραφείς για την εξέταση της σημαντικότητας του μοντέλου τους, προχώρησαν σε εξέταση του πληθυσμού ανά γεωγραφικές περιοχές και στον χαρακτηρισμό τους σε ασφαλείς και μη ασφαλείς.

✚ Οι *Cosset και Roy (1988)* χρησιμοποίησαν τα ίδια ακριβώς δεδομένα με τους *Mumpower et al. (1987)*, αλλά χρησιμοποίησαν το υπόδειγμα της δενδρικής παλινδρόμησης. Κατέληξαν στα ίδια συμπεράσματα, όπως και προηγουμένως, δηλαδή στους ίδιους στατιστικά σημαντικούς δείκτες. Η προβλεπτική ικανότητα της μελέτης ήταν μεγαλύτερη σε σχέση με αυτή των *Mumpower et. Al (1987)*. Η προβλεπτική ικανότητα του μοντέλου εκτιμήθηκε με την ενσωμάτωση και άλλων μεταβλητών : πληθωρισμός, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, μεταβλητότητα επιτοκίου και εξωτερικό χρέος για το έτος 1983. Η ενσωμάτωση των νέων μεταβλητών κατέληξε σε εξίσου ισχυρά δένδρα παλινδρόμησης, πράγμα που δείχνει ότι η μέθοδος αυτή επιτρέπει την αλληλεπίδραση και αλληλοσυσχέτιση των μεταβλητών.

✚ Οι *Burton και Inoue (1987)* χρησιμοποίησαν την διακριτική ανάλυση σε ένα δείγμα 85 χωρών για την περίοδο 1968-87. Ο βασικός σκοπός των συγγραφέων ήταν να εξακριβώσουν τις οικονομικές, πολιτικές και περιβαλλοντικές συνθήκες που οδηγούν μια χώρα σε απαλλοτρίωση (απαξίωση) των ξένων κεφαλαίων του δανειστή. Η εξαρτημένη μεταβλητή εξέφραζε την πιθανότητα η καθεμία από τις εξεταζόμενες χώρες να προβεί σε αθέτηση των υποχρεώσεων της, δηλαδή σε απαλλοτρίωση των ξένων περιουσιακών στοιχείων. Οι μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν προέκυψαν από προηγούμενες μελέτες. Αναφέρθηκαν οι εξής : κατά κεφαλήν ξένες επενδύσεις, πολιτική αστάθεια, προϋπολογιστικό έλλειμμα, αύξηση ΑΕΠ, πληθωρισμός και κατά κεφαλήν ΑΕΠ. Το προτεινόμενο μοντέλο επίσης εξέτασε τις χώρες ανά γεωγραφική και εισοδηματική περιοχή. Έτσι, έγινε διάκριση μεταξύ των λιγότερο επικίνδυνων προς επένδυση και δανειοδότηση περιοχών και των περισσότερων επικίνδυνων περιοχών που μπορούν να απαλλοτρίωσουν τα ξένα κεφάλαια προς επένδυση.

✚ Ο *Lee (1993)* στην μελέτη του προσπάθησε να εξηγήσει την σημαντικότητα των οικονομικών και πολιτικών μεταβλητών στην εκτίμηση του κινδύνου χώρας. Τα βασικά συμπεράσματα της μελέτης του έδειξαν ότι οι οικονομικές και πολιτικές μεταβλητές επηρεάζουν την πιστοληπτική ικανότητα μιας χώρας, ωστόσο αποδίδουν μεγαλύτερο βάρος οι τραπεζίτες στις οικονομικές μεταβλητές. Άρα η εκτίμηση του

κινδύνου σχετίζεται στενά με την οικονομική επίδοση της χώρας που μπορεί να επηρεάσει μακροπρόθεσμα την πολιτική σταθερότητα της χώρας. Επίσης, η συχνότητα της εναλλαγής του πολιτικού καθεστώτος και οι ένοπλες συγκρούσεις είναι μεταβλητές που επηρεάζουν την πολιτική αστάθεια της χώρας. Συγκεκριμένα, το δείγμα που χρησιμοποίησε αποτελούνταν από ένα σύνολο από 29 βαριά χρεωμένες χώρες. Οι βασικές πηγές από τις οποίες άντλησε τα δεδομένα ήταν το Institutional Investor και το Euromoney. Οι βασικές μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση ήταν : ο δείκτης εξωτερικό χρέος προς ΑΕΠ, ο ρυθμός ανάπτυξης του κατά κεφαλήν ΑΕΠ, ο δείκτης δημόσιο χρέος προς ΑΕΠ, ο δείκτης αποθεματικά προς εισαγωγές.

✚ Το βασικό ενδιαφέρον των συγγραφέων *Brewer και Rivoli, (1990)* αποτέλεσε η πολιτική αστάθεια και η προβλεπτική ικανότητα ορισμένων οικονομικών μεταβλητών στον χαρακτηρισμό της δανειοληπτικής ικανότητας των χωρών. Τα στοιχεία της έρευνας πάρθηκαν από τα δεδομένα των περιοδικών Institutional Investor και Euromoney. Οι επεξηγηματικές μεταβλητές του μοντέλου αφορούσαν διάφορα μέτρα πολιτικής αστάθειας καθώς και δυο οικονομικούς δείκτες: τον δείκτη τρέχουσες συναλλαγές προς ΑΕΠ, τον δείκτη εξωτερικό χρέος προς ΑΕΠ. Το βασικό δείγμα απαρτιζόταν από 30 αναπτυσσόμενες χώρες. Οι οικονομικές μεταβλητές αναφέρονταν στην περίοδο 1987, ενώ οι επεξηγηματικές μεταβλητές υπολογίστηκαν για το χρονικό διάστημα 1967-1986. Οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές ήταν η συχνότητα αλλαγής του κυβερνητικού καθεστώτος, ενώ άλλοι δείκτες, όπως ο βαθμός της ένοπλης σύγκρουσης και ο βαθμός της πολιτικής νομιμότητας, αποδείχθηκαν μη σημαντικοί στην ανάλυση.

Με βάση την προηγούμενη έρευνα τους, προχώρησαν το 1997 σε νέα έρευνα. Η νέα τους αυτή προσπάθεια εξέτασε τα κλασικά οικονομικά μοντέλα της δεκαετίας του 1980 για το αν η προβλεπτική τους ικανότητα ήταν ακόμα σε ισχύ, παρά τις αλλαγές στην παγκόσμια οικονομία και στις οικονομίες των περισσότερων δανειζομένων χωρών κατά την δεκαετία του 1980. Επίσης, διαχειρίστηκαν μια σειρά από μεταβλητές που αντανakλούν τις διαφορετικές πτυχές της πολιτικής αστάθειας για να εξετάσουν τη συνεισφορά τους στην προβλεπτική ικανότητα των μοντέλων. Το βασικό ενδιαφέρον της έρευνας ήταν ο κίνδυνος αθέτησης του χρέους από τις αναπτυσσόμενες αγορές.

Το βασικό δείγμα της δεύτερης έρευνάς τους περιελάμβανε 80 αναπτυσσόμενες χώρες για την χρονική περίοδο 1980-1990, η οποία χωρίστηκε στις υποπεριόδους 1980-1985 και 1986-1990. Έτσι προέκυψαν 880 παρατηρήσεις, 199 από τις οποίες εμπεριείχαν επαναπρογραμματισμό χρεών. Τα δεδομένα αντλήθηκαν από τους πίνακες της Παγκόσμιας Τράπεζας. Η έρευνα τους σκοπό είχε να αναπτύξει δείκτες για τις πολλαπλές διαφορετικές διαστάσεις της πολιτικής αστάθειας και να εξετάσει τις βασικές τους επιρροές ξεχωριστά. Κατέληξαν στο συμπέρασμα πως η ενσωμάτωση πολιτικών μεταβλητών βελτιώνει την ικανότητα πρόβλεψης των περιπτώσεων επαναπρογραμματισμού.

6.3 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

Στο σημείο αυτό αναφέρονται όλες οι μελέτες που εξέτασαν τον κίνδυνο χώρας σε σχέση με τους προσδιοριστικούς παράγοντες προσφοράς και ζήτησης κεφαλαίων, της ανακατανομής του εισοδήματος, από την σκοπιά του ξένου επενδυτή κ.λ.π. Ένα θέμα προς εξέταση είναι πως ο κίνδυνος χώρας μπορεί να ενσωματωθεί στο πρόγραμμα επενδύσεων των τραπεζών και λοιπών επιχειρήσεων. Η έννοια του όρου κίνδυνος χώρας εξαρτάται μέχρι κάποιο βαθμό και από τον τύπο της επένδυσης. Τρεις είναι **οι κύριες κατηγορίες των ξένων επενδύσεων** : δανεισμός, επενδύσεις σε μετοχές και η άμεση ξένη επένδυση (FDI-foreign direct investment). Ο δανεισμός αφορά τον άμεσο δανεισμό ή την αγορά ομολόγων από την κυβέρνηση ή από τις ιδιωτικές εταιρείες της χώρας. Οι επενδύσεις μετοχών μπορεί να αφορούν επενδύσεις σε χώρες που μπορεί να είναι εγγεγραμμένες ή όχι στο χρηματιστήριο της χώρας. Οι επενδύσεις FDI αφορούν επενδύσεις σε εργοστάσια και πηγές, όπως πετρέλαιο και άλλα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία. Ο βασικός κίνδυνος που συνδέεται με όλα αυτά τα είδη επενδύσεων αφορά την απόδοση των επενδύσεων.

✚ Ο *Heffernan (1985)* μελέτησε τον κίνδυνο χώρας από την σκοπιά των δανείων προς τρίτες χώρες, όπως χαρακτηριστικά αναφέρονται ‘sovereign loans’. Τα δάνεια αυτά δίνονται στον δημόσιο ή ιδιωτικό τομέα με βασικό εγγυητή το δημόσιο σε περίπτωση μη εξόφλησής τους. Στην μελέτη αναπτύχθηκε ένα μοντέλο για την ζήτηση και προσφορά δανειακών κεφαλαίων του δημοσίου για τις υποανάπτυκτες χώρες. Η προσφορά δανειακών κεφαλαίων αποτελεί σημαντικό στοιχείο ανάλυσης, γιατί ενέχει τον κίνδυνο απώλειας των χορηγούμενων κεφαλαίων. Από την μεριά της ζήτησης των δανειακών κεφαλαίων του δημοσίου, το μοντέλο βασίστηκε στην υπόθεση ότι οι καταναλωτές αποταμιεύουν για να διατηρήσουν ένα σταθερό ρυθμό κατανάλωσης στο μέλλον (θεωρία της αποταμιεύσεως). Βάση αυτής της θεωρίας επεξηγήθηκε η σχέση μερικών μεταβλητών με την ζήτηση εξωτερικών δανείων, όπως το ύψος των εγχωρίων αποταμιεύσεων, το ύψος του ΑΕΠ και η σχέση μεταξύ του πάγιου κεφαλαίου και διεθνούς επιτοκίου.

Οι συγγραφείς κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι αν μια αύξηση των επιτοκίων οδηγήσει σε μείωση της ζήτησης δανειακών κεφαλαίων, τότε πιθανόν να υπάρξει ανισορροπία στην αγορά. Στο ίδιο αποτέλεσμα συντελεί και η αρνητική ελαστικότητα της προσφοράς δανείων με αναφορά την απόδοσή τους.

✚ Οι *Agmon και Deitrich (1983)* μελέτησαν το θέμα του κινδύνου χώρας από την πλευρά της διεθνούς δανειοδότησης και της ανακατανομής του εισοδήματος. Θέλησαν να ασχοληθούν με την ανάλυση του κινδύνου χώρας και συγκεκριμένα με την δανειοδότηση προς τις λιγότερο αναπτυγμένες οικονομίες ορμώμενοι από το γεγονός ότι οι παραδοσιακές μεθοδολογίες δεν αποτελούσαν ισχυρή βάση για την εκτίμηση της

πιστοληπτικής τους ικανότητας και την μελέτη της πιθανότητας εξυπηρέτησης του χρέους. Επεσήμαναν ότι ο δανεισμός χωρών ενέχει μεγαλύτερο κίνδυνο από την δανειοδότηση σε μια ιδιωτική επιχείρηση, καθώς διέπεται από περισσότερο αστάθμητους παράγοντες.

Οι βασικές μεταβλητές που χρησιμοποίησαν αφορούσαν σε δείκτες και μεταβλητές για την μέτρηση του κεφαλαίου ή της δανειοληπτικής ικανότητας των λιγότερο αναπτυσσομένων χωρών, όπως το επίπεδο της εγχώριας παραγωγής ή το ΑΕΠ, το επίπεδο των διεθνών συναλλαγών, τα αποθεματικά χρυσού και από την ικανότητα της χώρας να παράγει έσοδα που δεν προορίζονται για την κάλυψη των εγχωρίων δαπανών ή έχουν ήδη δεσμευθεί στην κάλυψη των δανειακών υποχρεώσεων. Οι δείκτες αυτοί δείχνουν την συσσώρευση των ρευστοποιήσιμων περιουσιακών στοιχείων που προορίζονται για την κάλυψη των δανείων.

Οι συγγραφείς πήραν ένα δείγμα από 20 χώρες για την χρονική περίοδο 1977-79. Για την συλλογή των στοιχείων αυτών χρησιμοποίησαν την βάση δεδομένων του οργανισμού Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (Economic Cooperation and Development (OECD)) και τον οργανισμό Geographical Distribution Of Financial Flows to Developing Countries. Η ανεξάρτητη μεταβλητή ορίστηκε ως η μέση ετήσια αλλαγή στα καθαρά δάνεια ως ποσοστό του γενικού επιπέδου του ΑΕΠ. Διενεργήθηκε μια ανάλυση για τα έτη 1977-78 και 1978-79 για κάθε χώρα χωριστά. Συγκεκριμένα, ο μέσος ρυθμός του πλούτου εκτιμήθηκε ως ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ, η ρευστότητα προσδιορίστηκε από τον δείκτη διεθνή αποθεματικά προς το επίπεδο των δανείων που εκκρεμούν. Πρόσθετα μέτρα της ικανότητας της χώρας για πληρωμές, είναι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών σε σχέση με τα καθαρά δάνεια, η προγραμματισμένη εξυπηρέτηση του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ. Οι παραδοσιακοί αναλυτές του κινδύνου χώρας εκτιμούσαν ότι οι δείκτες ανάπτυξης του ΑΕΠ, αποθεματικά προς καθαρά δάνεια και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών προς δάνεια συσχετίζονταν θετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των υποανάπτυκτων χωρών, ενώ ο δείκτης εξυπηρέτησης του χρέους προς ΑΕΠ συσχετίζονταν αρνητικά με την ικανότητα της χώρας να αποπληρώσει τα δάνεια της.

Τα βασικά αποτελέσματα της γραμμικής παλινδρόμησης που εφαρμόστηκε ήταν ότι οι κλασικές μέθοδοι εκτίμησης του κινδύνου χώρας, όπως προσδιορίστηκαν από τα παραπάνω, δεν είχαν καμία αποτελεσματική ισχύ στην εκτίμηση του κινδύνου χώρας. Κανένα από τα μέτρα της πιστοληπτικής ικανότητας δεν ήταν στατιστικά σημαντικά και οι τρεις από τους τέσσερις δείκτες είχαν αντίθετα αποτελέσματα σε σχέση με προσδοκώμενες εκτιμημένες τιμές αυτών των συντελεστών.

✚ Ο *Sharipo (1985)* εξέτασε παράλληλα τον κίνδυνο χώρας και τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Συναλλαγματικός κίνδυνος ορίζεται όταν οι τράπεζες προσπαθούν να επιχορηγήσουν τα δάνεια τους προς ξένες χώρες σε συνάλλαγμα. Οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών επηρεάζουν την ικανότητα των

δανειζομένων να αποπληρώσουν τα ξένα δάνεια σε συνάλλαγμα. Έτσι, ο συναλλαγματικός κίνδυνος μετατρέπεται σε πιστωτικό και στον βαθμό που ο δανειζόμενος είναι η κυβέρνηση, ο κίνδυνος αυτός αποτελεί κίνδυνο χώρας. Η μελέτη κατέληξε στο συμπέρασμα ότι ο συναλλαγματικός κίνδυνος εξαρτάται από το επίπεδο του εγχωρίου και ξένου πληθωρισμού, τις διακυμάνσεις που προκύπτουν από την αγοραστική αξία του νομίσματος και τις διακυμάνσεις των χρηματικών ροών σε ισοτιμία δολαρίου. Ο κίνδυνος χώρας επηρεάζεται από τις διακυμάνσεις του εμπορίου και από την προθυμία της κυβέρνησης να επιτρέψει στην εγχώρια οικονομία γρήγορη προσαρμογή στις διεθνείς διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών και λοιπών μεταβολών.

✚ Οι *Somerville και Taffler (1995)* εξέτασαν την ακρίβεια των κρίσεων των τραπεζιτών και οικονομικών αναλυτών σχετικά με την πρόβλεψη του κινδύνου χώρας. Έτσι, πήραν ένα δείγμα από εκτιμήσεις για το χρονικό διάστημα 1980-87, ενώ η δανειοληπτική ικανότητα αντιπροσωπεύθηκε από μια δυαδική εξαρτημένη μεταβλητή. Οι βασικές μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν ήταν η διακριτική και λογιστική ανάλυση. Και οι δυο μέθοδοι έδειξαν ότι οι απαισιόδοξες εκτιμήσεις των αναλυτών για όλο το χρονικό διάστημα 1980-87 μάλλον χαρακτηρίζονταν από αποτυχία, καθώς προκαταβάλλονταν από την ευαισθησία τους σχετικά με συγκεκριμένες χώρες. Επιπλέον, οι συγγραφείς υποστήριξαν ότι καλές πιστωτικές αξιολογήσεις δεν επηρεάζονται ούτε από την περίπτωση επαναπροσδιορισμού του χρέους.

✚ Ο *Nordal (2001)* στην μελέτη του σκοπό είχε να εξετάσει πως μπορεί η έννοια του κινδύνου χώρας να εξεταστεί σε σχέση με το πρόγραμμα επενδύσεων. Πιο συγκεκριμένα, πρότεινε μια μεθοδολογία όπου βασικοί δείκτες σχετίζονταν άμεσα με την εκτίμηση των επενδύσεων. Οι βασικοί αυτοί δείκτες μοντελοποιήθηκαν και αποτέλεσαν μέρος της στοχαστικής διαδικασίας για την εκτίμηση της γενικότερης επένδυσης. Εξέτασαν τον κίνδυνο χώρας από την σκοπιά της ικανότητας πρόβλεψης των μελλοντικών καταστάσεων για επένδυση σε μια ξένη χώρα. Οι βασικές πηγές δεδομένων ήταν γραπτές αναφορές, πληροφορίες για τις οικονομικές αγορές και συνοπτικά μέτρα, όπως δείκτες και βαθμολογίες.

Το βασικό σημείο της έρευνας αφορούσε την εξέταση των στοιχείων για το πετρέλαιο που παράγεται στις χώρες και εξέταση της συσχέτισης των διάφορων στοιχείων που περιλαμβάνονται στους δείκτες του κινδύνου χωρών, καθώς η τιμή του πετρελαίου και οι άλλοι προσδιοριστικοί παράγοντες επηρεάζουν την απόδοση της επένδυσης (όπως προσδιορίζεται από την χρηματορροή της επένδυσης). Τέτοιου είδους σχέσεις μπορεί να μοντελοποιηθούν ως συσχέτιση μεταξύ του δείκτη κινδύνου χώρας και της τιμής του πετρελαίου. Αν υψηλές τιμές του δείκτη υποδεικνύουν χαμηλό κίνδυνο, ο θετικός συντελεστής της συσχέτισης μεταξύ του δείκτη και της τιμής πετρελαίου σημαίνει ότι ο κίνδυνος χώρας, όπως εκτιμάται με τον δείκτη, αναμένεται να μειωθεί όταν η τιμή του πετρελαίου αυξάνεται. Όταν ο συντελεστής είναι αρνητικός, μια αύξηση

της τιμής του πετρελαίου είναι πιθανό να οδηγήσει σε αύξηση του κινδύνου χώρας. Έτσι λοιπόν ο συγγραφέας εξέτασε τις ιδιότητες του υποδείγματός του.

Βασιζόμενοι στα δεδομένα σχετικά με την παραγωγή πετρελαίου σε ένα σύνολο χωρών, εξετάστηκαν οι ιδιότητες του μοντέλου. Τα βασικά σημεία στα οποία κατάληξε η έρευνα είναι τα εξής : α) όταν γίνεται εξαγωγή χρονικών συσχετίσεων και τιμών (time series) για μη ξεκάθαρες μεταβλητές από τις αντίστοιχες τιμές ενός δείκτη κινδύνου χώρας, η λογοκρισία ή η μεροληψία όσον αφορά τα δεδομένα μπορεί να αποτελέσει πρόβλημα, β) μια πιθανή σχέση μεταξύ του δείκτη για την εκτίμηση του κινδύνου και την προκύπτουσα χρηματορροή μπορεί να έχει μεγάλη επιρροή στην αναμενόμενη χρηματορροή και αναμενόμενη αξία της επένδυσης. Κατά την εκτίμηση του συντελεστή συσχέτισης μεταξύ των αλλαγών στον δείκτη κινδύνου και της τιμής πετρελαίου, βρέθηκαν περισσότερο αρνητικές παρά θετικές εκτιμήσεις. Για τις επενδύσεις σε πετρέλαιο μια αρνητική συσχέτιση έδειξε ότι μια αύξηση των χρηματορροών της επένδυσης (υψηλότερη τιμή) είναι πιθανό να επέλθει με μια αύξηση του κινδύνου χώρας.

✚ Ο βασικός σκοπός του *Spiegel (1994)* ήταν η παρουσίαση του τρόπου όπου οι αλλαγές του πολιτικού κινδύνου μπορούν να επηρεάσουν τις άμεσες επενδύσεις (FDI) στις υποανάπτυκτες χώρες. Στο μοντέλο που επινόησε η παραγωγικότητα χρηματοδοτείται εξωτερικά τόσο από τον άμεσο εξωτερικό δανεισμό όσο και από την άμεση εξωτερική επένδυση. Ο συγγραφέας επικεντρώθηκε στον πολιτικό κίνδυνο που συνδέεται με την επιβολή φορολογίας σε μια πολυεθνική θυγατρική. Ο συγγραφέας εξέτασε τον πολιτικό κίνδυνο, παίρνοντας τις μετρήσεις του περιοδικού Institutional Investor. Εφάρμοσε την μέθοδο της γραμμικής παλινδρόμησης και των ελαχίστων τετράγωνων.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι το μέγεθος και η σύσταση της άμεσης ξένης επένδυσης συνδέονται στενά με την πιστοληπτική αξιοπιστία της χώρας. Ο χαμηλός βαθμός του κινδύνου χώρας έδειξε να αυξάνει το ποσοστό της ξένης επένδυσης (FDI) στον τομέα της σύνθεσης του χαρτοφυλακίου επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα. Όσο περισσότερο φερέγγυα ήταν η χώρα, τόσο περισσότερα δάνεια αποσπούσε. Ακόμα χώρες που ήταν περισσότερο εκβιομηχανοποιημένες είχαν την τάση να αποσπούν μεγαλύτερα ποσά δανείων. Γενικότερα η πιστοληπτική ικανότητα φάνηκε να έχει θετική συσχέτιση με κάθε μορφή επένδυσης. Αν όλοι οι υπόλοιποι προσδιοριστικοί παράγοντες μείνουν σταθεροί, οι πιο φερέγγυες χώρες λάμβαναν μεγαλύτερο κεφάλαιο από τις πιο ριψοκίνδυνες. Οι δείκτες ωστόσο της πολιτικής αστάθειας οδήγησαν σε ανάμεικτα συμπεράσματα. Ο συγγραφέας επεσήμανε, ότι ενώ οι δείκτες των συνταγματικών αλλαγών, απελευθερώσεων και πραξικοπημάτων συνδέονταν αρνητικά με τις επενδύσεις διάφορων μορφών, άλλες μεταβλητές πολιτικής αστάθειας, όπως οι αναταραχές συνδέονταν θετικά. Οι χώρες της Αφρικής και Λατινικής Αμερικής είχαν την τάση να αποκομίζουν χαμηλότερο μερίδιο άμεσων ξένων επενδύσεων στο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων τους, ενώ οι εξαγωγείς πετρελαίου είχαν υψηλότερα μερίδια ξένων

επενδύσεων. Είναι αξιοσημείωτο ότι αναφορικά με τον δείκτη της εκβιομηχανοποίησης, υψηλές τιμές έδειχναν χαμηλή μεταλλευτική δραστηριότητα (extractive activities), που αποτελούσε πόλο έλξης για τους επενδυτές, *ceteris paribus*.



Σχετική Παρατήρηση :

Όπως προκύπτει από τις εμπειρικές μελέτες που αναφέρθηκαν **οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές** είναι, πρώτα απ' όλα, το μέγεθος της χώρας, όπως εκτιμάται από το ΑΕΠ, που έχει θετική επίδραση τόσο στην προσφορά όσο και στην ζήτηση δανείων. Όσο μεγαλύτερη η χώρα, τόσο μεγαλύτερος ο όγκος των δανείων και τόσο πιο πρόθυμος είναι ο πιστωτής να αναλάβει τον μεγαλύτερο κίνδυνο που εμπλέκεται με το μεγαλύτερο ύψος του δανείου.

Δεύτερον, η μεταβλητή του κατά κεφαλήν ΑΕΠ, μετρά τον βαθμό εξέλιξης της οικονομίας της χώρας. Παράλληλα, με την αύξηση του μεγέθους της οικονομίας, αυξάνεται η ικανότητα της κυβέρνησης για άντληση μεγαλύτερων χρηματοδοτήσεων. Άρα, η σχέση μεταξύ της προσφοράς δανείων και του κατά κεφαλήν ΑΕΠ είναι θετική. Συνεπώς, χώρες με χαμηλό κατά κεφαλήν ΑΕΠ έχουν περιορισμένη χρηματοδότηση και άρα στρέφονται στην ιδιωτική χρηματοδότηση για την άντληση κεφαλαίων.

Η σχέση μεταξύ πληθωρισμού και των πιστωτικών αγορών είναι αρκετά περίπλοκη. Είναι γνωστό ότι οι χώρες χρησιμοποιούν τον πληθωρισμό ως εργαλείο για την μείωση της δανειακής επιβάρυνσης, εξαιτίας της αδυναμίας για αύξηση των εσόδων από την φορολογία. Επομένως, οι χώρες με υψηλό πληθωρισμό είναι περισσότερο πιθανόν να καταφύγουν στον εξωτερικό δανεισμό. Από την πλευρά των πιστωτών, ο υψηλός ρυθμός πληθωρισμού αποσταθεροποιεί την οικονομία και οι βασικοί μηχανισμοί της οικονομίας επαναπροσδιορίζονται προκειμένου να επιτύχουν κάποιο επιθυμητό επίπεδο εσόδων. Επομένως, αναμένεται ότι ο πληθωρισμός θα έχει αρνητική επιρροή στην προμήθεια δανείων.

Ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ έχει θετική συσχέτιση με την προμήθεια των δανείων, καθώς η προσδοκία αποπληρωμών είναι μεγαλύτερη. Η επιρροή του ΑΕΠ στην ζήτηση δανείων είναι λιγότερο ξεκάθαρη, καθώς απροσδόκητη αύξηση του ΑΕΠ μπορεί να μειώσει την ζήτηση δανείων, καθώς οι κυβερνήσεις των χωρών γίνονται περισσότερο ικανές για αύξηση των χρηματοδοτήσεων και επιχορηγήσεων στις εταιρείες της εγχώριας οικονομίας.

Επιπλέον, ο δείκτης επενδύσεων προς ΑΕΠ θεωρείται ότι αυξάνει την πιθανότητα παροχής πίστωσης. Η επιρροή του δείκτη στη ζήτηση δανείου εξαρτάται από το αν αυτό προορίζεται για καταναλωτικούς ή επενδυτικούς σκοπούς. Αν το δάνειο αφορά στην χρηματοδότηση ξένης επένδυσης, τότε η σχέση ΑΕΠ και δανείου αναμένεται να είναι θετική.

Ο δείκτης ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (current account) προς ΑΕΠ δείχνει την ικανότητα του δανειζομένου να αναπαραγάγει ξένο συνάλλαγμα, γεγονός που επηρεάζει θετικά τους δανειστές. Από την άλλη μεριά, η ύπαρξη ενός μεγαλύτερου τρέχοντος λογαριασμού επηρεάζει αρνητικά την ζήτηση για εξωτερική χρηματοδότηση. Ο δείκτης αποθεματικά προς ΑΕΠ συμπεριφέρεται κατά παρόμοιο τρόπο. Αντίθετη συμπεριφορά επιδεικνύει ο δείκτης εισαγωγές προς αποθεματικά. Όσο μεγαλύτερος ο δείκτης αυτός, τόσο μεγαλύτερη είναι η ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση.

Ο δείκτης χρέος προς ΑΕΠ εκτιμά το συνολικό μέγεθος του χρέους. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη, τόσο περισσότερο απρόθυμη θα είναι η τράπεζα για παροχή νέας πίστωσης, εφόσον προϋπάρχει ήδη μεγάλο χρέος. Εξαίρεση υφίσταται όταν ο εκδότης της νέας πίστωσης είναι το ίδιο πρόσωπο με την παροχή της παλιάς πίστωσης. Στην περίπτωση αυτή ίσως υπάρχει η θέληση για ίαση της προηγούμενης κατάστασης.

Ο δείκτης εξυπηρέτησης του χρέους προς εξαγωγές μοιάζει αρκετά με τον δείκτη χρέος προς ΑΕΠ. Η χορήγηση πίστωσης είναι μικρότερη στην περίπτωση που ο δείκτης είναι υψηλός, καθώς η πιθανότητα αποπληρωμής του δανείου ελαχιστοποιείται από το βάρος των προηγούμενων χρεών. Η ανάγκη για νέα δάνεια θα αυξάνεται καθώς αυξάνεται ο δείκτης.

Υπάρχουν δυο δείκτες που μετρούν την διακύμανση της συμπεριφοράς των δανειζομένων. Η διακύμανση των εξαγωγών κάνει τους πιστωτές περισσότερο διστακτικούς στην παροχή μιας πίστωσης, καθώς τα έσοδα σε ξένο συνάλλαγμα γίνονται περισσότερα αβέβαια. Παράλληλα, η μείωση των εξαγωγών επιφέρει μείωση των εσόδων της χώρας και άρα ανάγκη για αύξηση της εξωτερικής χρηματοδότησης για κάλυψη των τρεχουσών αναγκών των επενδύσεων. Η δεύτερη μεταβλητή που μετρά την μεταβλητότητα της συμπεριφοράς των δανειζομένων είναι ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ. Η ζήτηση για δάνεια τείνει να αυξάνεται, όταν η ανάπτυξη του ΑΕΠ είναι περισσότερο υποκείμενη σε διακυμάνσεις, ενώ οι δανειστές εμφανίζονται διστακτικοί ως προς την παροχή πίστωσης σε ένα ευμετάβλητο περιβάλλον.

6.4 ΠΟΛΥΚΡΙΤΗΡΙΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΚΑΙ ΜΟΝΤΕΛΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ

Εξαιτίας των βασικών αδυναμιών των στατιστικών μεθόδων οι ερευνητές οδηγήθηκαν στην εφαρμογή και επινόηση νέων μοντέλων και τεχνικών ανάλυσης που στηρίζονταν σε πολυκριτήριες τεχνικές και λοιπές μεθόδους. Ενδεικτικά αναφέρονται οι ακόλουθες προσεγγίσεις στην ανάλυση του κινδύνου χώρας :

 Οι συγγραφείς *Tang και Espinal (1989)* θέλησαν να αναπτύξουν ένα δυναμικό μαθηματικό μοντέλο για την εκτίμηση του κινδύνου χώρας, που θα βασίζονταν σε προηγούμενες εκτιμήσεις κοινωνικοοικονομικών μεταβλητών. Ένα συγκεκριμένο

επίπεδο κινδύνου συνδέθηκε με καθεμία από τις 30 επιλεγμένες χώρες. Λήφθηκαν υπόψη μόνο κοινωνικοοικονομικές συνιστώσες και όχι ποιοτικές μεταβλητές, όπως οι πολιτικοί παράγοντες, παρόλο που έγινε αποδεκτό ότι παίζουν καθοριστικό ρόλο στην εκτίμηση του κινδύνου μιας χώρας. Η βασική διαδικασία εκτίμησης βασίστηκε στην παραδοχή ότι το εξωτερικό χρέος μπορεί να αποπληρωθεί μόνο με ξένο συνάλλαγμα και άρα η εκτίμηση της δανειοδοτικής ικανότητας μιας χώρας χρειάζεται να βασιστεί στην ικανότητά της να παραγάγει ξένο συνάλλαγμα. Άρα η ανάλυση ήταν ορθό να ξεκινήσει με εκτίμηση του εξωτερικού χρέους και να προχωρήσει στην εκτίμηση άλλων κοινωνικών και οικονομικών μεταβλητών, που επηρεάζουν τους εξωτερικούς λογαριασμούς.

Το μοντέλο είχε τέσσερις συνιστώσες. Η κάθε συνιστώσα αποτελούσε μέτρηση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας και σε κάθε δείκτη αντιστοιχήθηκε ένα βάρος με βάση την μέθοδο Delphi. Οι πιο σημαντικοί δείκτες του μοντέλου ήταν : Α) ο δείκτης αποπληρωμής εξωτερικού χρέους, Β) Ο δείκτης ρευστότητας, Γ) Το κατά κεφαλήν εισόδημα και οι αυξήσεις του πληθυσμού. Δ) Το επίπεδο της αγοραστικής δύναμης ως συνάρτηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, του γενικού επιπέδου πληθωρισμού κ.λ.π.

Οι συγγραφείς επέλεξαν ένα σύνολο 30 αναπτυγμένων και αναπτυσσομένων χωρών με βάση τις προσδοκίες τους και χρησιμοποίησαν δεδομένα των διεθνών στατιστικών υπηρεσιών ‘ Yearbook of the Balance of Payments Statistics’ (1985), ‘International Financial Statistics’ (1985). Το μοντέλο ήταν συνεπές και ρεαλιστικό στην εξαγωγή συμπερασμάτων. Επίσης, βασίζονταν μόνο σε ποσοτικούς δείκτες εκτίμησης και αυτό ερμηνεύει το γεγονός γιατί μερικές χώρες όπως η Μαλαισία και η Νότιος Κορέα είχαν ευνοϊκότερη κατάταξη σε σχέση με τις ΗΠΑ. Άλλωστε, ο βασικός σκοπός του μοντέλου ήταν η εκτίμηση του κινδύνου χώρας, όπως προσδιορίζεται από την βραχύ – μακροπρόθεσμη ικανότητα της να εξυπηρετήσει ξένα χρέη. Γενικότερα, το μοντέλο είναι πρακτικό στην χρήση του και μπορεί να αναβαθμιστεί ώστε να περιλάβει νέες χώρες και δεδομένα και μπορεί να χρησιμεύσει ως χρήσιμος οδηγός για τους αποφασίζοντες, που χρειάζεται να λαμβάνουν υπόψη ότι το μοντέλο εκτιμά μόνο τους ποσοτικούς οικονομικούς και κοινωνικούς παράγοντες.

✚ Οι *Cosset et al. (1992)* θέλησαν να αναπτύξουν ένα μοντέλο εκτίμησης του κινδύνου χώρας που να βασίζεται πάνω στο πολυκριτήριο σύστημα λήψης απόφασης MINORA. Αυτό το σύστημα λήψης απόφασης βασίστηκε πάνω στην διαδικασία δοκιμής και λάθους, που καθίσταται αποτελεσματική μέσα από τον αλγόριθμο UTA (Jacquet-Lagrange & Siskos, 1982). Δεδομένου του βασικού ορισμού του κινδύνου χώρας ως την αποτυχία της χώρας να αναπαράγει αρκετό ξένο συνάλλαγμα για την αποπληρωμή ξένων δανείων, η βασική προσπάθεια των συγγραφέων ήταν να αναπτύξουν ένα μοντέλο για τον εντοπισμό ενδεχόμενων δυσκολιών στην εξυπηρέτηση του χρέους. Επομένως οι βασικοί δείκτες, που αποτέλεσαν τα αντίστοιχα κριτήρια για αυτή την πολυκριτήρια μέθοδο, εστιάστηκαν στην πιθανότητα οικονομικών δυσκολιών και αθέτησης του

χρέους. Οι δείκτες αυτοί είναι οι εξής : το κατά κεφαλήν Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν, η τάση για επένδυση, το καθαρό ξένο χρέος προς εξαγωγές, τα αποθεματικά προς εισαγωγές, το τρέχων επίπεδο του ΑΕΠ, ο ρυθμός ανάπτυξης των εξαγωγών, η διακύμανση των εξαγωγών και η πολιτική αστάθεια.

Σύμφωνα με την μεθοδολογία που προτάθηκε, η εκτίμηση του κινδύνου χώρας θεωρήθηκε ως ένα πρόβλημα λήψης απόφασης, όπου ο αποφασίζων αναζητά να κατατάξει χώρες με βάση διάφορα κριτήρια. Οι πολυκριτήριες μεθοδολογίες γενικά συνδυάζουν τα κριτήρια σε ένα μοντέλο προτίμησης που εκφράζει τις προτιμήσεις του αποφασίζοντα, αφού αυτός καθορίζει τα αντίστοιχα βάρη των κριτηρίων. Άρα ο αποφασίζων είναι αυτός που καθορίζει τις βασικές κατατάξεις των εναλλακτικών επιλογών (σε αυτή την περίπτωση τις κατατάξεις χωρών). Έτσι τα σχετικά κριτήρια και τα αντίστοιχα βάρη καθορίζονται ζητώντας από έναν έμπειρο εκτιμητή να κατατάξει ένα περιορισμένο αριθμό χωρών. Το πρόβλημα τότε συνίσταται στην δημιουργία ενός μοντέλου προτίμησης που ανταποκρίνεται όσο το δυνατόν περισσότερο σε αυτή την αξιολόγηση. Ο βασικός σκοπός είναι η υποστήριξη του αποφασίζοντα με συγκεκριμένα μοντέλα προτίμησης που μπορούν να επεκταθούν στο σύνολο των δυνατών εναλλακτικών (χώρες). Άρα αυτή η μέθοδος ανταποκρίνεται στην βελτιωμένη έκδοση της μεθόδου UTA, που στηρίζεται στο σενάριο δοκιμής και λάθους.

Το πολυκριτήριο μοντέλο προτίμησης, όπως υπολογίζεται βάση της μεθόδου UTA, είναι μια προσθετική συνάρτηση αξίας τέτοια ώστε:

$$u(g) = \sum_{i=1}^n u_i(g_i), \quad u_i(g_i^*) = 0, \text{ για } i=1,2,\dots,n \text{ και } \sum_{i=1}^n u_i(g_i^*) = 1,$$

όπου $g = (g_1, g_2, \dots, g_n)$ είναι ένα διάνυσμα από αποτελείται από τα n κριτήρια και g_i^* , g_i^* είναι η περισσότερο και λιγότερο επιθυμητή τιμή για το κριτήριο g_i , $u_i(g_i)$ η οριακή χρησιμότητα της g_i και $u(g)$ η συνολική χρησιμότητα της g . Το μοντέλο προσθετικής χρησιμότητας έχει τις εξής ιδιότητες για κάθε ζεύγος χωρών (a_i, a_j) :

$$u[g(a_i)] > u[g(a_j)] \longleftrightarrow a_i > a_j \text{ (} a_i \text{ είναι περισσότερο αξιόπιστη από την } a_j \text{) και}$$

$$u[g(a_i)] = u[g(a_j)] \longleftrightarrow a_i \sim a_j \text{ (} a_i, a_j \text{ είναι εξίσου αξιόπιστες.}$$

Η μέθοδος UTA έχει ενσωματωθεί στο σύστημα λήψης απόφασης MINORA, που επιτρέπει τον εντοπισμό των δυνατών ασυνεπειών μεταξύ των υποκειμενικών εκτιμήσεων και την εκτιμημένη προσθετική λειτουργία χρησιμότητας. Υπάρχει πλήρη συνέπεια όταν η μέγιστη χρησιμότητα ανταποκρίνεται στο πάνω μέρος της κατάταξης και μειώνεται σταδιακά. Οι περιπτώσεις των χωρών με υψηλή κατάταξη και χαμηλή χρησιμότητα ή με χαμηλή κατάταξη και υψηλή χρησιμότητα είναι αντίστοιχα υπερεκτιμήσεις ή υποεκτιμήσεις των λαθών από τους αποφασίζοντες. Οι βασικοί τύποι

λαθών είναι σφάλμα τύπου I και II. Το σύστημα εστιάζει την προσοχή του αποφασίζοντα σε αυτούς τους δυο τύπους λαθών και επανακατατάσει τις χώρες ύστερα από σχετική τροποποίηση των προτιμήσεων του. Ο αποφασίζων μπορεί να επέμβει και στο ίδιο το μοντέλο είτε αλλάζοντας τα κριτήρια είτε τις οριακές χρησιμότητες.

Για την δοκιμή αυτής της μεθόδου οι συγγραφείς πήραν ένα δείγμα από 22 χώρες της προτίμησης τους. Με την βασική υπόθεση ότι ο αποφασίζων αποδέχεται όλες τις συστάσεις του συστήματος MINORA, το σύστημα προχώρησε στην εφαρμογή της βελτιωμένης έκδοσης της μεθόδου UTA, όπου οι τροποποιημένες κατατάξεις χρησιμοποιήθηκαν ως δεδομένα εισόδου. Η λειτουργία αυτή οδήγησε στην εκτίμηση της συνολικής χρησιμότητας του αναλυτή. Το βάρος του κάθε κριτηρίου συνίσταται ως την οριακή χρησιμότητα του περισσότερου προτινόμενου επιπέδου του κριτηρίου $u_i(g_i^*)$.

Το άθροισμα όλων των βαρών ισούται με 1. Όπως υποδεικνύεται από τα αντίστοιχα βάρη, τα σπουδαιότερα κριτήρια είναι : κατά κεφαλήν ΑΕΠ, τάση για επένδυση, τρέχουσα ισορροπία του ΑΕΠ, διακυμάνσεις των εξαγωγών για την αξιολόγηση της πιστωτικής αξιοπιστίας των χωρών. Αν ο αποφασίζων αποφασίσει ότι το μοντέλο της προσθετικής χρησιμότητας πραγματικά ανταποκρίνεται στις προσδοκίες του και τις προτιμήσεις του, τότε μπορεί να επεκτείνει το μοντέλο σε μεγαλύτερο σύνολο χωρών.

Οι συγγραφείς προχώρησαν στη εφαρμογή του μοντέλου σε ένα σύνολο 76 χωρών. Η συνολική χρησιμότητα που αντιστοιχίστηκε σε κάθε χώρα μπορεί να θεωρηθεί ως δείκτης της συνολικής αξιοπιστίας της χώρας. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα οι Ευρωπαϊκές χώρες, οι ΗΠΑ, ο Καναδάς, η Ιαπωνία είχαν την καλύτερη κατάταξη αναφορικά με την πιστοληπτική τους αξιοπιστία. Άλλες χώρες, όπως η Νιγηρία και η Αργεντινή κ.λ.π χαρακτηρίστηκαν αφερέγγυες.

✚ Οι *Doumpos και Zopounidis, (2000)* πρότειναν μια εναλλακτική προσέγγιση, τη μέθοδο MHDIS, (Multi – Group Hierarchical Discrimination method) από την οικογένεια των πολυκριτήριων μεθόδων για την εκτίμηση του κινδύνου χώρας. Η μέθοδος αυτή εφαρμόζει μια ιεραρχική διαδικασία κατηγοριοποίησης για τον καθορισμό των τάξεων στις οποίες ανήκουν οι διάφορες εναλλακτικές επιλογές. Η μέθοδος αυτή οδηγεί στην ανάπτυξη προσθετικών συναρτήσεων χρησιμότητας που χρησιμοποιούνται για την κατάταξη κάθε εναλλακτικής σε μια ομάδα. Οι προσθετικές συναρτήσεις χρησιμότητας αναπτύσσονται χρησιμοποιώντας τεχνικές μαθηματικού προγραμματισμού.

Η μέθοδος αυτή εφαρμόστηκε σε ένα δείγμα από 143 χώρες, τα δεδομένα των οποίων προέρχονται από την Παγκόσμια Τράπεζα για το έτος 1995. Βασικός σκοπός ήταν η κατάταξη τους σε τέσσερις γενικές κατηγορίες ανάλογα με την αξιοπιστία τους και την οικονομική τους επίδοση. Στις οικονομίες με υψηλό εισόδημα, στις άνω του μέσου επιπέδου οικονομίες, στις κάτω του μέσου επιπέδου οικονομίες και στις χαμηλά εισοδηματικές οικονομίες. Το δείγμα σχετίζονταν με έναν μεγάλο αριθμό μεταβλητών

και δεικτών όπως ο πληθωρισμός, τα επιτόκια συναλλαγών, η ισορροπία στο ισοζύγιο πληρωμών, οι πολιτικές φορολογίας, μακροοικονομικές μεταβλητές, μεταβλητές σχετικά με την οργανωτική δομή της χώρας, δείκτες εμπορίου και άλλα. Εφαρμόστηκε παραγοντική ανάλυση. Η παραγοντική ανάλυση δεν θα ήταν απαραίτητη στην περίπτωση που ο οικονομικός αναλυτής γνώριζε τους πιο σημαντικούς δείκτες για την εκτίμηση του κινδύνου ή ο αποφασίζων είχε ξεκάθαρη εικόνα των οικονομικών μεταβλητών που χρειάζεται να εξεταστούν. Τελικά κατόπιν της παραγοντικής ανάλυσης, επιλέχθηκαν τα 12 πιο σημαντικά κριτήρια.

Η διαδικασία κατάταξης των χωρών, σε διαφορετικές εισοδηματικές κατηγορίες, έγινε σε τρία στάδια. Η ακρίβεια της σχετικής κατάταξης της μεθόδου ανήλθε στο 99,30% (μια λάθος κατατασσόμενη χώρα : η Κίνα).

Έπειτα οι συγγραφείς σύγκριναν την ακρίβεια του συγκεκριμένου μοντέλου σε σχέση με την διακριτική ανάλυση (MDA). Τα αποτελέσματα της μεθόδου MHDIS υπερέτρησαν έναντι της MDA (99,07% για την MHDIS έναντι 79,31% για την MDA). Το αποτέλεσμα αυτό ήταν αναμενόμενο δεδομένου ότι τα μοντέλα κατάταξης που αναπτύσσονται με βάση την MHDIS περιλαμβάνουν περισσότερους βαθμούς ελευθερίας. Η στατιστική διαφορά ανάμεσα στις δυο μεθόδους ξεπέρασε το 1%. Όσον αφορά την κατάταξη των χωρών στις υψηλά εισοδηματικά χώρες, η MHDIS ήταν πάντα ακριβής, ενώ η MDA επίσης επέδειξε επιτυχία. Ωστόσο το στατιστικό σφάλμα ήταν μεγαλύτερο στην περίπτωση της MDA καθώς ένα μικρό ποσοστό (0.36%) των χαμηλά εισοδηματικά χωρών κατατάχθηκαν λανθασμένα ως υψηλά εισοδηματικά χώρες. Όσον αφορά την ακρίβεια κατάταξης των χαμηλά εισοδηματικών οικονομιών η MHDIS επέδειξε ακρίβεια 62.5% έναντι 75% της MDA. Το βασικό πρόβλημα και στις δυο μεθόδους αφορούσε την κατάταξη των άνω του μέσου επιπέδου χωρών (ακρίβεια 44,17% για την MHDIS και 26,25% για την MDA). Οι περισσότερες χώρες που κατατάχθηκαν λανθασμένα ανήκαν στην κατηγορία των χαμηλά εισοδηματικά οικονομιών.

Παρόλα αυτά, η μέθοδος που προτείνεται αποτελεί χρήσιμο εργαλείο για πραγματικές εκτιμήσεις του αποφασίζοντα σχετικά με τον οικονομικό κίνδυνο των χωρών. Σε επόμενη ερευνά τους οι συγγραφείς επέκτειναν το παραπάνω μοντέλο εφαρμόζοντας την τακτική jackknife. Ο βασικός σκοπός ήταν να εκτιμηθεί η πραγματική απόδοση της μεθόδου MHDIS με προηγούμενες μεθόδους όπως η διακριτική ανάλυση, η λογιστική ανάλυση κ.λ.π. με τα ίδια δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν και προηγουμένως. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξαν οι συγγραφείς ήταν ότι η κατασκευή μοντέλου με βάση την MHDIS συνεπάγεται μεγαλύτερη προβλεπτική ικανότητα από ότι τις υπόλοιπες στατιστικές τεχνικές εκτίμησης.

✚ Οι [Zopounidis, et al. \(1997\)](#) πρότειναν μια νέα εκδοχή της μεθόδου UTADIS και την ανέφεραν χαρακτηριστικά ως UTADIS I. Το χαρακτηριστικό της νέας μεθόδου είναι ότι εκτός από την ελαχιστοποίηση των πιθανών λαθών κατάταξης που συνοδεύει τον αντικειμενικό στόχο πετυχαίνει την μεγιστοποίηση των διαφορών των συνολικών

χρησιμοτήτων των χωρών από τα όρια χρησιμότητας. Οι δυο μέθοδοι UTADIS και UTADIS I εμπεριέχονται στο πολυκριτήριο σύστημα υποστήριξης απόφασης FINCLAS, που έχει ειδικά σχεδιαστεί για την μελέτη χρηματοοικονομικών προβλημάτων. Παρόλο που η τωρινή μορφή του συστήματος FINCLAS επικεντρώνεται στην εκτίμηση της πιθανότητας της αποτυχίας των εταιρειών, μπορεί εύκολα να επεκταθεί και σε ένα μεγάλο εύρος προβλημάτων κατάταξης, όπως την απόκτηση εταιρειών, επενδύσεις τύπου venture capital, επιλογή του χαρτοφυλακίου και εκτίμηση του κινδύνου χώρας και αλλά. Η εκτίμηση του κινδύνου χώρας αφορούσε ένα δείγμα 30 χωρών από διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές χρησιμοποιώντας τους δείκτες που εφάρμοσαν οι Tang και Espinal (1989). Οι συγγραφείς πρότειναν την εφαρμογή τριών πολυκριτηρίων μεθόδων στην εκτίμηση του κινδύνου χώρας : UTASTAR, UTADIS και UTADIS I.

Σύμφωνα με την εκτίμηση του κινδύνου χώρας που προέρχεται από γνωστούς οργανισμούς ορίστηκε μια υποκειμενική κατάταξη των χωρών σε τρεις κατηγορίες : α) η πρώτη κατηγορία περιλάμβανε τις αξιόπιστες χώρες, β) η δεύτερη κατηγορία περιλάμβανε χώρες που βρίσκονται σε ενδιάμεση κατάσταση, γ) η τρίτη κατηγορία περιλάμβανε τις πιο ριψοκίνδυνες χώρες. Αυτή η προσέγγιση σε τρεις κατηγορίες παρέχει περισσότερη ευελιξία σε σχέση με την κλασική προσέγγιση, καθώς γίνεται υπέρβαση της αυστηρής κατάταξης μιας χώρας ως φερέγγυα ή αφερέγγυα αναφορικά με τον κίνδυνο.

Οι πιο σημαντικοί δείκτες και για τις τρεις μεθόδους βρέθηκε ότι είναι το κατά κεφαλήν εισόδημα, ο ρυθμός αύξησης του πληθυσμού, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό των εσόδων από το εξωτερικό, η ανισορροπία μεταξύ εξωτερικού χρέους και πιστωτικού επιτοκίου ως ποσοστό των ακαθάριστων εσόδων και τα διεθνή αποθεματικά ως ποσοστό των εξωτερικών δαπανών.

Τα βασικά συμπεράσματα της έρευνας είναι ότι και οι δυο μέθοδοι UTADIS και UTADIS I είναι σε θέση να αναπτύξουν ένα μοντέλο για την κατάταξη όλων των χωρών σύμφωνα με τις αξιολόγηση των χωρών. Επιπλέον, με βάση την συνολική χρησιμότητα των χωρών, η ανταγωνιστικότητα των χωρών της ίδιας της κατηγορίας μπορεί να εξεταστεί για τον καθορισμό του επιπέδου κινδύνου των χωρών. Τα αποτελέσματα έδειξαν κάποια ομοιότητα : χώρες όπως η Σουηδία, η Γερμανία, η Ιαπωνία, το Ηνωμένο Βασίλειο εμφάνισαν τον χαμηλότερο κίνδυνο. Ακόμα, ένα βασικό χαρακτηριστικό των μοντέλων που κατασκευάζονται με βάση τις δυο μεθόδους είναι ότι οι συνολικές χρησιμότητες των περισσότερων αναπτυγμένων χωρών διαφέρουν από τις συνολικές χρησιμότητες άλλων χωρών. Ένα άλλο πλεονέκτημα των τριών μεθόδων αποτελεί το ότι είναι ανεξάρτητες από στατιστικές υποθέσεις και μπορούν να λάβουν υπόψη διάφορους πολιτικούς και κοινωνικούς παράγοντες. Επίσης, μπορούν να προσαρμοστούν εύκολα στα νέα δεδομένα της αλλαγής του διεθνούς σκηνικού. Αξίζει να τονίσει κανείς ότι τα βάρη που δίνονται στα κριτήρια διαφέρουν σημαντικά μεταξύ των διάφορων μεθόδων. Αυτό οφείλεται εξαιτίας της διαφορετικής προσέγγισης των μεθόδων. Η μέθοδος

UTASTAR αποσκοπεί στην ανάπτυξη ενός συστήματος κατάταξης των χωρών ανάλογα με τον κίνδυνο, ενώ η UTADIS και UTADIS I αποβλέπουν στην ταξινόμηση των χωρών στις αρχικές τους ομάδες.

✚ Οι συγγραφείς *Zopounidis και Anastasiou (1997)* ανέπτυξαν ένα υπόδειγμα κατάταξης των χωρών σε ομάδες κινδύνου χρησιμοποιώντας την πολυκριτήρια μέθοδο UTADIS. Εξέτασαν ένα δείγμα από 66 χώρες εκ των οποίων οι 18 είναι Ευρωπαϊκές, 16 είναι Ασιατικές, 15 Αφρικανικές, 15 από την Αμερική, 2 από την Ωκεανία, για το έτος 1994. Επέλεξαν 12 κριτήρια για την αξιολόγηση των χωρών : ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ, μέση ετήσια αύξηση του ΑΕΠ (για την περίοδο 1980-94), το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, εγχώριες επενδύσεις, εξωτερικό χρέος ως ποσοστό ΑΕΠ, αποθεματικά προς εισαγωγές, εξωτερικό χρέος προς εξαγωγές, μέση διάρκεια ζωής και πολιτικός κίνδυνος. Το πιο σημαντικό κριτήριο ήταν το κατά κεφαλήν ΑΕΠ με ποσοστό 52,1%. Η αξιολόγηση έγινε με βάση τις κατατάξεις του περιοδικού *Euromoney*. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι χώρες με υψηλή δανειοληπτική ικανότητα είναι η Ελβετία, η Νορβηγία, το Βέλγιο, η Ολλανδία, η Δανία και η Ιαπωνία από τις αναπτυγμένες χώρες και από τις αναπτυσσόμενες η Νότια Κορέα και η Ελλάδα.

Επιπλέον, σύγκριναν την μέθοδο UTADIS με την διακριτική ανάλυση στο ίδιο δείγμα χωρών και τα αποτελέσματα ήταν ευνοϊκά υπέρ της πρώτης μεθόδου. Το ποσοστό ακρίβειας της μεθόδου UTADIS ήταν 100%, ενώ της διακριτικής ανάλυσης ήταν 86,36%.

Παράλληλα, αναπτύχθηκε ένα υπόδειγμα με βάση την μέθοδο UTASTAR στο ίδιο δείγμα χωρών. Τα σχετικά βάρη όμως της μεθόδου αυτής διέφεραν σημαντικά από τα βάρη των κριτηρίων για την μέθοδο UTADIS. Το πιο σημαντικά κριτήρια κατά την μέθοδο UTASTAR ήταν ο πολιτικός κίνδυνος και έπειτα οι εγχώριες επενδύσεις, το εξωτερικό χρέος προς εξαγωγές, η μέση ετήσια αύξηση των εισαγωγών.

✚ Ο βασικός σκοπός των *Cook και Hebner (1993)* ήταν η δημιουργία ενός μοντέλου πολυκριτήριας εκτίμησης του κινδύνου χώρας κατά τέτοιο τρόπο ώστε ένας μεγάλος αριθμός χωρών να μπορεί να εκτιμηθεί από δυνητικούς επενδυτές (πολυεθνικές εταιρείες MNC, όπως χαρακτηριστικά αναφέρουν οι συγγραφείς). Η μέθοδος αυτή επιτρέπει στους επενδυτές να κατατάζουν τα κριτήρια ανάλογα με την σπουδαιότητά τους και την ευκρινειά τους (clarity). Τα βασικά θέματα που απασχολούν το μοντέλο είναι ο καθορισμός των προτιμήσεων ανάμεσα στις χώρες ανάλογα με τα κριτήρια, η διάταξη των κριτηρίων ανάλογα με την σπουδαιότητά τους, η κατάταξη των κριτηρίων ανάλογα με την ευκρινειά τους και οι βασικοί περιορισμοί σχετικά με τον καθορισμό των βαρών.

Η αξιολόγηση των χωρών έγινε βάση 14 κριτηρίων, όπως χρησιμοποιούνται από το Ιαπωνικό Ινστιτούτο Ερευνών Ομολόγων, σε δείγμα 100 χωρών. Οι δείκτες αυτοί είναι : ο δείκτης κοινωνικής σταθερότητας, ο δείκτης πολιτικής σταθερότητας, ο δείκτης

πολιτικής συνέπειας, ο δείκτης βιομηχανοποίησης, ο δείκτης ένδειξης οικονομικών προβλημάτων, ο δείκτης νομισματικής πολιτικής, ο δείκτης ένδειξης δημοσιονομικών μέτρων, ο δείκτης του ρυθμού ανάπτυξης, η προδιάθεση προς τον πόλεμο, τα διεθνή γεγονότα, ισοζύγιο πληρωμών, δυνατότητα αποπληρωμής χρεών, η τακτική εξωτερικών επενδύσεων και των διεθνών πληρωμών. Τα αποτελέσματα αυτού του εμπειρικού παραδείγματος έδειξαν ότι επενδυτές με ετερογενή προγράμματα καταλήγουν σε διαφορετικές εκτιμήσεις του κινδύνου χώρας.

Υπάρχουν διάφορα σημεία που δεν εξέτασε το μοντέλο. Πρώτα, δεν εξέτασε ποια είναι τα καλύτερα κριτήρια των οποίων την χρησιμότητα κρίνεται σκόπιμο κανείς να βελτιστοποιήσει. Αντίθετα υιοθετεί 14 κριτήρια (που χρησιμοποιούνται από το Ιαπωνικό Ινστιτούτο Ερευνών Ομολόγων) απλά για να παρουσιάσει την πολυκριτήρια προσέγγιση. Δεύτερον, δεν εξετάσε πως οι κατατάξεις των χωρών χρειάζεται να ενσωματωθούν στο προϋπολογιστικό πακέτο των επενδυτών σχετικά με την υλοποίηση μιας επένδυσης. Το πώς οι αξιολογήσεις των χωρών μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την υποστήριξη των επενδυτών, που καθορίζει το β του επενδυτικού προγράμματος (και επομένως το προσαρμοσμένο στον κίνδυνο επιτόκιο) ή τις αναμενόμενες μελλοντικές χρηματοροές, είναι ένα πολύ σημαντικό και περίπλοκο θέμα που δεν εξετάζει το μοντέλο.

✚ Οι *Mondt και Despontin (1986)* χρησιμοποίησαν τη μέθοδο της διαταραχής (perturbation method), μια διαφορετική εκδοχή του γνωστού συστήματος STEM (*Bananyoun et al. 1971*), που βασίζεται σε έναν πολυκριτήριο γραμμικό προγραμματισμό και χρησιμοποιείται για τον καθορισμό της θέσης προτεραιότητας στο χαρτοφυλάκιο της τράπεζας. Η μέθοδος χαρακτηρίζεται από δυο στάδια : α) αρχικά καθορίζεται μια συμβιβαστική λύση, β) μέσω μιας διαδικασίας αλληλεπίδρασης, διενεργούνται μερικές επιλογές 'διαταραχής' για τον καθορισμό ενός εφικτού και αποδεκτού χαρτοφυλακίου. Ο βασικός σκοπός αυτής της μεθόδου είναι η μεγιστοποίηση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου (όπως εκτιμάται με ένα κριτήριο απόδοσης, για παράδειγμα ένα καθορισμένο διεθνές βασικό επιτόκιο) και η ελαχιστοποίηση των συσχετιζόμενων κινδύνων.

Η προσέγγιση αυτή εφαρμόστηκε σε ένα δείγμα από 10 χώρες (9 ευρωπαϊκές (Γερμανία, Φιλανδία, Ολλανδία, Μεγάλη Βρετανία, Γαλλία, Ιταλία, Ελλάδα, Ισπανία και ΗΠΑ), που εξετάστηκαν βάση πέντε κριτηρίων : πληθωρισμός, συναλλαγματικός κίνδυνος, πολιτικός κίνδυνος, κοινωνικός κίνδυνος και ρυθμός ανάπτυξης. Ο **πίνακας 6** δείχνει την κατάταξη της κάθε χώρας στο χαρτοφυλάκιο και την συνεισφορά της κάθε χώρας στον συνολικό κίνδυνο χρησιμοποιώντας μια κλίμακα από 0-10 με τις μεγαλύτερες αξίες να αντιστοιχούν στο μεγαλύτερο επίπεδο κινδύνου για κάθε κριτήριο. Η απόδοση αυτού του χαρτοφυλακίου ανήλθε σε 10.741%. Οι συγγραφείς κατέφυγαν σε πέντε διαταραχές για τον καθορισμό ενός ευέλικτου και αποδεκτού χαρτοφυλακίου, τα αποτελέσματα των οποίων φαίνονται στον **πίνακα 7**. Αυτή η διαταραχή αφορούσε την αύξηση του μεριδίου συμμετοχής στο χαρτοφυλάκιο, όπως καθορίστηκε από την πρώτη

συμβιβαστική λύση. Κατά την δεύτερη συμβιβαστική λύση, η απόδοση του χαρτοφυλακίου μειώθηκε ελαφρά σε σχέση με το πρώτο χαρτοφυλάκιο σε 10.644%. Η προσέγγιση αυτή, παρά την ευελιξία της, δεν παρέχει μια συνολική εκτίμηση του κινδύνου χώρας σε σχέση με την πιστοληπτική ικανότητα των χωρών.

Πίνακας 6: Κατάταξη της κάθε χώρας στο χαρτοφυλάκιο και συνεισφορά της στον συνολικό κίνδυνο

ΧΩΡΕΣ	ΣΥΣΤΑΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΣΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ	ΚΡΙΤΗΡΙΑ	ΕΠΙΠΕΔΟ ΚΙΝΔΥΝΟΥ
Γερμανία	20.2%	1	Κίνδυνος Πληθωρισμού	3
Φινλανδία	1.3%	2	Συναλλαγματικός κίνδυνος	4
Ολλανδία	6.9%	2	Πολιτικός κίνδυνος	2
Μεγάλη Βρετανία	9.8%	2	Κοινωνικός κίνδυνος	3
Ηνωμένες Πολιτείες	34.3%	3	Κίνδυνος ανάπτυξης	3
Δανία	1.7%	2		
Γαλλία	9.0%	2		
Ιταλία	14.4%	9		
Ελλάδα	0.4%	3		
Ισπανία	1.9%	3		

Πίνακας 7: Κατάταξη της κάθε χώρας στο χαρτοφυλάκιο και συνεισφορά της στον συνολικό κίνδυνο μετά την μέθοδο διαταραχής

ΧΩΡΕΣ	ΣΥΣΤΑΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ	ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΣΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ	ΚΡΙΤΗΡΙΑ	ΕΠΙΠΕΔΟ ΚΙΝΔΥΝΟΥ
Γερμανία	23.8%	2	Κίνδυνος Πληθωρισμού	3
Φινλανδία	1.3%	2	Συναλλαγματικός κίνδυνος	4
Ολλανδία	6.9%	2	Πολιτικός κίνδυνος	3
Μεγάλη Βρετανία	9.8%	2	Κοινωνικός κίνδυνος	3
Ηνωμένες Πολιτείες	29.5%	2	Κίνδυνος ανάπτυξης	3
Δανία	1.7%	2		
Γαλλία	9.1%	2		
Ιταλία	15.5%	10		
Ελλάδα	0.4%	3		
Ισπανία	1.9%	3		



Οι συγγραφείς *Oral, et al. (1992)* πρότειναν ένα γενικευμένο λογιστικό

μοντέλο για την εκτίμηση του κινδύνου χώρας της μορφής :
$$r_i = \frac{e^{(u_o + \sum u_{ij})}}{1 + e^{(u_o + \sum u_{ij})}},$$

όπου r_i είναι η εκτίμηση του κινδύνου χώρας i , u_o μια σταθερά, και $u_{ij} = \beta_{ij} x_{ij}$, όπου x_{ij} είναι η κατάταξη της χώρας i με βάση το κριτήριο j . Σε αντίθεση με την στατιστική λογιστική παλινδρόμηση οι παράμετροι β_{ij} του γενικευμένου λογιστικού μοντέλου

εκτιμώνται μέσω μιας διαδικασίας γραμμικού μαθηματικού προγραμματισμού. Η διαφορετικότητα αυτή της μεθόδου την καθιστά ικανή για τον καθορισμό των διαφορετικών επιρροών της κάθε χώρας ανάλογα με την γεωγραφική της θέση ή χώρες με διαφορετικά πολιτικά και οικονομικά χαρακτηριστικά.

Η μέθοδος αυτή εφαρμόστηκε σε ένα δείγμα 70 χωρών για δυο διαφορετικά έτη, 1982 και 1987. Οι δείκτες για την εκτίμηση του κινδύνου χώρας απαρτίζονταν από 8 οικονομικό-πολιτικούς δείκτες : ο δείκτης αποθεματικά προς εισαγωγές, ο δείκτης καθαρό ξένο χρέος προς εξαγωγές, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, ο δείκτης των τρεχουσών πληρωμών προς ΑΕΠ, ο δείκτης επένδυσης προς ΑΕΠ, η διακύμανση των εξαγωγών, ο ρυθμός ανάπτυξης των εξαγωγών και η πολιτική αστάθεια. Ένα πρόσθετο κριτήριο της μεθόδου είναι η γεωγραφική θέση κάθε χώρας.

Τα αποτελέσματα της μεθόδου συγκρίθηκαν με αυτά της στατιστικής λογιστικής ανάλυσης και της ανάλυσης δεικνυτικής παλινδρόμησης, χρησιμοποιώντας τέσσερα διαφορετικά κριτήρια : τον συντελεστή απλής συσχέτισης, τον συντελεστή συσχέτισης Spearman, τον συντελεστή συσχέτισης του Kindallstan και την μέση τιμή της απόλυτης τυπικής απόκλισης. Η σύγκριση των τριών μεθόδων έδειξε τη υπεροχή της γενικευμένης λογιστικής μεθόδου έναντι της λογιστικής ανάλυσης και την μέθοδο της δεικνυτικής γραμμικής παλινδρόμησης. Μια ανάλυση διενεργήθηκε επίσης για την εξέταση της προβλεψιμότητας των τριών μοντέλων. Αναφορικά με την σημαντικότητα των δεικτών εκτίμησης του κινδύνου χώρας, τα τρία διαφορετικά μοντέλα παρείχαν αποτελέσματα που ήταν περίπου σταθερά και για τα δυο έτη, 1982 και 1987. Σύμφωνα με το γενικό λογιστικό μοντέλο (G-LOGIT) οι πιο σημαντικές οικονομικές – πολιτικές μεταβλητές για το έτος 1982 βρέθηκαν ότι ήταν ο δείκτης καθαρό ξένο χρέος προς εξαγωγές, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, ο δείκτης επένδυσης προς ΑΕΠ. Περαιτέρω, οι ανεπτυγμένες χώρες και οι χώρες που ήταν γεωγραφικά τοποθετημένες στην Νοτιοανατολική Ασία εκτιμήθηκε ότι έχουν χαμηλό κίνδυνο, σε αντίθεση με χώρες τοποθετημένες στην Κεντρική Αμερική, που εκτιμήθηκαν ως χώρες υψηλού κινδύνου. Όμοια ήταν τα συμπεράσματα και για το έτος 1987.

Παρότι το μοντέλο της γενικευμένης λογιστικής ανάλυσης έχει πλεονεκτικό προβάδισμα έναντι των άλλων τεχνικών, η τακτική του μαθηματικού προγραμματισμού που χρησιμοποιείται για την εκτίμηση των βασικών παραμέτρων είναι μια περίπλοκη διαδικασία.

 Ο βασικός σκοπός της μελέτης των συγγραφέων *De Smet και Gilbert (2001)* ήταν η δημιουργία ενός μοντέλου ταξινόμησης που θα αποτελούσε εργαλείο για τους διαχειριστές τραπεζών στην δημιουργία ομοειδών κατηγοριών, με βασικό κριτήριο τον κίνδυνο. Το μοντέλο των συγγραφέων κατηγοριοποιεί τις χώρες σε ομοειδείς ομάδες κινδύνου απευθείας από το δείγμα με τα δεδομένα, χωρίς να χρησιμοποιεί βαθμολογίες ή άλλου είδους μέσα.

Ο αριθμός των τάξεων και ο αριθμός των χωρών που περιλαμβάνεται σε κάθε τάξη δεν ήταν γνωστή εκ των πρότερων. Η μέθοδος που προτάθηκε αποτελεί μια επέκταση της πολυκριτήριας μεθόδου PROMETHEE. Η ανάλυση του κινδύνου χώρας προσπαθεί να ανιχνεύσει εκείνες τις περιπτώσεις όπου οι χώρες δεν μπορούν ή δεν θέλουν να αποπληρώσουν τις εξωτερικές τους υποχρεώσεις. Αυτό μπορεί να είναι συνέπεια τριών παραγόντων : οικονομικοί παράγοντες, χρηματοοικονομικοί και πολιτικοί παράγοντες. Η μέθοδος που πρότειναν οι συγγραφείς αποσκοπούσε στην ταξινόμηση των χωρών ανάλογα με τους τρεις αυτούς παράγοντες.

Το σύνολο των κριτηρίων που χρησιμοποιήθηκαν για κατάταξη ήταν 11 τον αριθμό και προέρχονταν από προηγούμενες εμπειρικές μελέτες. Τα οικονομικά και χρηματοοικονομικά δεδομένα προέρχονταν από την βάση δεδομένων Economist Intelligence Unit Country (1998) και τα πολιτικά δεδομένα προέρχονταν από το περιοδικό Euromoney (1998). Οι βασικοί οικονομικοί δείκτες ήταν : το κατά κεφαλήν ΑΕΠ, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης του κατά κεφαλήν ΑΕΠ, οι ακαθάριστες επενδύσεις (% ΑΕΠ), ο μέσος ρυθμός του πληθωρισμού, το ποσοστό των εξαγωγών. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες ήταν: ο δείκτης καθαρού ξένου χρέους προς εξαγωγές, ο δείκτης συνολικού ξένου χρέους προς ΑΕΠ, ο δείκτης εξυπηρέτησης του χρέους, η ισορροπία του τρέχοντος λογαριασμού, ο δείκτης κάλυψης από τις εισαγωγές. Η εξέταση των πολιτικών παραγόντων αφορούσε περισσότερα ποιοτικά δεδομένα, όπως αναφέρονταν στο περιοδικό Euromoney (1998), παρά σε ποσοτικά δεδομένα και δείκτες.

Το βασικό δείγμα αποτελούνταν από 20 χώρες από διαφορετικές γεωγραφικές περιφέρειες ανά τον κόσμο. Η μέθοδος PROMETHEE χρησιμοποιήθηκε για την δημιουργία μιας μήτρας προτίμησης. Οι βασικές παράμετροι που ορίστηκαν ήταν τα αντίστοιχα βάρη των κριτηρίων και τα βασικά όρια προτίμησης και αδιαφορίας για το μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης. Για την εξυπηρέτηση των σκοπών της νέας αυτής μεθοδολογίας επιλέχθηκαν γενικές τιμές για τις βασικές παραμέτρους. Η βασική κατάταξη των χωρών, όπως ορίστηκε από το μοντέλο συγκρίθηκε με τα αποτελέσματα του περιοδικού Euromoney. Η υψηλή τιμή του συντελεστή Kendall (0.811) έδειξε την συνέπεια των επιλεγμένων κριτηρίων και των τιμών που δίνονται στις παραμέτρους.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν την συνέπεια της μεθοδολογίας που εφαρμόζεται. Η μέθοδος αυτή μπορεί να ενσωματωθεί ακόμα και σε συστήματα πολλαπλών πρακτόρων, για τα οποία παρουσιάζεται ολοένα και μεγαλύτερο ενδιαφέρον.

6.5 ΛΟΙΠΕΣ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΚΙΝΔΥΝΟ ΧΩΡΑΣ

Ποικίλα είναι τα εναλλακτικά μοντέλα, οι τεχνικές και οι μέθοδοι που έχουν χρησιμοποιήσει οι συγγραφείς για την αξιολόγηση του κινδύνου χώρας και κινούν το ενδιαφέρον του αναγνώστη για τις βασικές παραδοχές και του βασικού τρόπου ανάλυσης του κινδύνου χώρας. Ενδεικτικά αναφέρονται οι ακόλουθες μελέτες, ως χαρακτηριστικά

παραδείγματα της κατηγορίας αυτής, μιας και ο αριθμός τους είναι σχετικά ανεξάντλητος.

✚ Οι συγγραφείς *Hsu et al. (2005)* θέλησαν να δώσουν ένα υπόδειγμα για την βασική διάκριση των αναπτυσσομένων και ανεπτυγμένων χωρών όσον αφορά την αποδοτικότητα τους, που καθίσταται πολύ σημαντική λειτουργία στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης και των διεθνών συναλλαγών. Η βασική τεχνική πάνω στο οποίο έστησαν το μοντέλο τους βασίζεται στην μέθοδο DEA (Data Envelopment Analysis) που χρησιμοποιεί όλες τις πληροφορίες που εμπεριέχονται στα δεδομένα προκειμένου να αξιολογήσει την αποδοτικότητα όλων των διεθνών οργανισμών και εταιρειών. Ένα χαρακτηριστικό της τεχνικής αυτής είναι ότι για κάθε χώρα υπολογίζει έναν ξεχωριστό δείκτη συγκρίνοντας τις ισοσταθμισμένες εκροές και εισροές της χώρας. Οι εκτιμώμενες τιμές της κάθε χώρας κυμαίνονται μεταξύ μηδέν και ένα. Τα μοντέλα που βασίζονται στην τεχνική DEA έχουν βασικά δυο κατευθύνσεις : επικεντρώνονται είτε στις εισροές και στην ελαχιστοποίηση του κόστους (input oriented model) είτε στην μεγιστοποίηση των εκροών (output maximization model).

Για την παρουσίαση του μοντέλου τους εξέτασαν 60 οικονομίες, έχοντας 323 κριτήρια με βάση τα δεδομένα που πήραν από το Ετήσιο Παγκόσμιο Δελτίο Ανταγωνιστικότητας (World Competitiveness Yearbook). Τα 323 κριτήρια κατηγοριοποιούνται σε τέσσερις μεγάλες κατηγορίες : οικονομική απόδοση, επάρκεια της κυβέρνησης, επιχειρηματική αποτελεσματικότητα. Τα βασικά αποτελέσματα της έρευνας αυτής έδειξαν ότι πολλές αναπτυσσόμενες χώρες επιδεικνύουν καλύτερη απόδοση από τις ανεπτυγμένες χώρες. Οι χώρες Ινδονησία, Αργεντινή, Βραζιλία, Ρωμανία, Φιλιπίνες κατατάχθηκαν στις λιγότερο αναπτυγμένες χώρες, ενώ η Τουρκία, Πολωνία, Μεξικό, Ελλάδα και Ιταλία κατατάχθηκαν στην κορυφή των ανεπτυγμένων χωρών. Υπάρχει περιθώριο βελτιώσεων στο στήσιμο του μοντέλου εφόσον η ανισορροπία στις δυο ομάδες χωρών (ανισότητα στον αριθμό) μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένα αποτελέσματα. Επίσης, χρειάζεται να ληφθούν υπόψη και περισσότερο ουσιαστικά κριτήρια για την κατάταξη των χωρών, όπως η πολιτική απελευθέρωση μιας χώρας ως δεδομένο εισόδου και οι αξιολογήσεις κινδύνου ως δεδομένο ή παράγοντας εκροών (output factor).

✚ Οι συγγραφείς *Becerra-Fernandez, et al. (2002)* εισήγαγαν την ιδέα των τεχνικών τεχνητής νοημοσύνης και συγκεκριμένα των διαδικασιών ανακάλυψης της γνώσης (knowledge discovery in databases (KDD)) για την ανάπτυξη ευφυών μοντέλων, που μπορεί να χρησιμεύσουν κατά την ανάλυση του κινδύνου χώρας. Συγκεκριμένα ευφυείς τεχνικές, όπως ο αλγόριθμος C5.0, μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση του βασικού κινδύνου επένδυσης σε ξένες χώρες. Έτσι, οι συγγραφείς κατασκεύασαν ένα μοντέλο που περιλάμβανε ένα δείγμα από 52 χώρες και 27 οικονομικές μεταβλητές. Επίσης, χρησιμοποίησαν πέντε γενικές κατηγορίες για την κατάταξη των χωρών, ανάλογα με τον βαθμό επικινδυνότητας επένδυσης σε αυτές.

Τα δένδρα αποφάσεων προσφέρουν αυτοματοποιημένες διαδικασίες για τις βασικές κατατάξεις σε ομάδες. Ο τρόπος με τον οποίο λειτουργεί ο αλγόριθμος C5.0 είναι ο διαχωρισμός του δείγματος σε επιμέρους δένδρα, ώστε να παρέχεται η μέγιστη πληροφόρηση. Η κάθε νέα μεταβλητή διαμοιράζεται σε άλλες κατώτερες μεταβλητές και η διαδικασία συνεχίζεται μέχρι να μην μπορεί να υπάρξει άλλη διάσπαση. Επιπλέον, ο αλγόριθμος C5.0 αποδέχεται κενά στα δεδομένα και τα αποτελέσματα είναι εύκολα στην κατανόησή τους, καθώς οι κανόνες που προκύπτουν μπορούν εύκολα να μεταφραστούν.

Τα βασικά αποτελέσματα αυτής της έρευνας είναι ότι οι κατατάξεις που προέκυψαν είναι σταθερά αισιόδοξες σε σχέση με αυτές των εμπειρικών αναλυτών. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το μοντέλο δίνει περισσότερο έμφαση σε δείκτες όπως το ΑΕΠ και καταλήγει σε υπερεκτίμηση χωρών με υψηλό ΑΕΠ. Επίσης, μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στην έρευνα αυτή καταλήγουν σε ορθή κατάταξη των χωρών ανάλογα με τον κίνδυνο τους. Άλλωστε το βασικό πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι ξεπερνά βασικά προβλήματα, όπως τον μικρό αριθμό του δείγματος ανάλυσης και τυχόν ελλείψεις στα δεδομένα και πληροφορίες. Το γεγονός αυτό είναι αρκετά σημαντικό αν κρίνει κανείς την σχετική έλλειψη πληροφοριών που χαρακτηρίζει τις δανειακές υποχρεώσεις των υποανάπτυκτων χωρών.

Επιπλέον, άλλο πλεονέκτημα είναι ότι η εισαγωγή τεχνικών ανακάλυψης γνώσης από τα δεδομένα για την πρόβλεψη του επενδυτικού κινδύνου χώρας, μπορεί να αποτελέσει ένα σύστημα υποστήριξης απόφασης για απευθείας εκτιμήσεις, τέτοιες ώστε να συνεκτιμώνται τα ‘what if scenarios’ και οι αλλαγές στα δεδομένα εισόδου, εξαιτίας της αξιολόγησης μιας άλλης χώρας ή των διεθνών αλλαγών στο διεθνές πολιτικό και οικονομικό σκηνικό. Παράλληλα, η μέθοδος αυτή εξάγει αμερόληπτα και ανεπηρέαστα αποτελέσματα τα οποία μπορούν να εξεταστούν ενδελεχώς από τους ειδικούς και να τα συγκρίνουν με τις δικές τους αξιολογήσεις. Παρόλο που η εφαρμογή αυτού του μοντέλου δεν έχει σκοπό να υποκαταστήσει τους αναλυτές και γενικότερα την εκτόπιση του ανθρώπου από την μηχανή, εντούτοις μπορεί να χρησιμεύσει στην εκπαίδευση των νέων αναλυτών στο να εξασκήσουν τις ικανότητές τους. Συγκεκριμένα, οι επαγωγικές τεχνικές μπορούν να προσφέρουν στους αναλυτές κανόνες για κατηγοριοποίηση και κατάταξη των χωρών που είναι εύκολα στην κατανόηση, εφαρμογή και επεξεργασία τους. Τέλος ακόμα και οι ίδιες οι χώρες που επιθυμούν να μειώσουν τον κίνδυνο που συνδέεται μαζί τους μπορούν να επωφεληθούν από αυτές τις μεθόδους αν κρίνουν και προσπαθήσουν να κατανοήσουν τα βασικά κριτήρια που χρησιμοποιούνται για την κατάταξη τους.

✚ Πολλαπλές εμπειρικές μελέτες επιχείρησαν να εντοπίσουν τις βασικές αιτίες των οικονομικών και χρηματοοικονομικών κρίσεων στις αναδυόμενες αγορές όπως και ο εντοπισμός θεμελιωδών δεικτών για ανάπτυξη. Οι *Apoteker και Barthelemy (2005)* ασχολήθηκαν με το συγκεκριμένο πεδίο έρευνας και κατασκεύασαν ένα συγκεκριμένο μοντέλο.

Οι συγγραφείς κατονόμασαν την μεθοδολογία που παρουσιάζουν ‘RiskMonitor’. Το σύστημα RiskMonitor βασίζεται στην διαπίστωση ότι ο κίνδυνος χώρας είναι ένας μη γραμμικός συνδυασμός των οικονομικών και χρηματοοικονομικών περιστάσεων με συγκεκριμένες επιρροές για τους δείκτες ευαισθησίας. Επιλέχθηκαν δώδεκα μακροοικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές. Το βασικό δείγμα αποτελούνταν από 50 χώρες, για τα έτη 1970-2002. Με βάση δώδεκα συντελεστές έγιναν δυο μετρήσεις αναφορικά με τον κίνδυνο χώρας. Χρησιμοποιώντας μια κανονιστική προσέγγιση υπολογίστηκαν μη γραμμικά σκορ και έπειτα οι βαθμολογίες του κινδύνου χώρας. Αυτές οι βαθμολογίες για τον κίνδυνο χώρας βελτιστοποιήθηκαν στατιστικά έναντι των παρατηρήσεων για τις υποβαθμίσεις των επιτοκίων συναλλαγών και τις φτωχές οικονομικές επιδόσεις, διαμέσου ενός γενετικού αλγόριθμου. Απ’ την άλλη μεριά, πέρα από την κανονικοποίηση αυτή των δεδομένων, χρησιμοποιήθηκε και ένας αλγόριθμος κατάταξης, που δίνει μια προειδοποίηση για την επερχόμενη οικονομική κρίση. Ο κατάλληλος συνδυασμός των δεδομένων ολοκληρώθηκε με την ομαδοποίηση ανά δυο των βασικών συντελεστών για την σύνταξη έξι θεμελιωδών τιμών ισορροπίας (Fundamental Balances). Η κάθε θεμελιώδης τιμή ισορροπίας περιγράφει ένα συγκεκριμένο σύνολο συνθηκών και την ικανότητα για πρόβλεψη των συγκεκριμένων γεγονότων παρέχοντας τα βασικά δεδομένα εισόδου για τον υπολογισμό του κινδύνου χώρας. Σε κάθε συντελεστή αντιστοιχίζεται ένα ανώτατο επίπεδο κινδύνου, που προσδιορίζεται μέσα από μια στατιστική ανάλυση.

Η πρώτη θεμελιώδης τιμή ισορροπίας είναι ο δείκτης ανάπτυξης (Growth Balance), που μετρά την ικανότητα της χώρας για επαρκή οικονομική ανάπτυξη χωρίς την πρόκληση οποιασδήποτε οικονομικής αστάθειας. Η δεύτερη τιμή αφορά τον δείκτη χρέους (Debt Balance) και μετρά την ποιοτική δομή της εξωτερικής χρηματοδότησης της χώρας και την ικανότητα της για εξισορρόπηση του ισοζυγίου χρεών με περισσότερο άμεσες ξένες επενδύσεις. Η τρίτη τιμή για την ρευστότητα (Liquidity Balance) εκτιμά την τρέχουσα συναλλαγματική κατάσταση της χώρας εξετάζοντας τα αποθεματικά σε συνάλλαγμα και την σχετική ευαισθησία της χώρας σε αξίες εκφρασμένες σε ξένο νόμισμα, βραχυπρόθεσμης λήξης. Ο δείκτης της συναλλαγματικής ισοτιμίας (Foreign Exchange Balance) εξετάζει βαθύτερα την χρηματοοικονομική σκοπιά του κινδύνου χώρας, εκτιμώντας την σχετική αξία του συναλλάγματος υπό το σκηνικό της διεθνούς παγκοσμιοποίησης και το σχετικό πλεονέκτημα της διεθνούς δανειοδότησης έναντι του συστήματος της εσωτερικής τραπεζικής δανειοδότησης και των εγχώριων μέτρων και ρυθμίσεων γενικά. Ο δείκτης κυκλικότητας – επανάληψης (Cyclical Balance) δίνει μια εκτίμηση της κυκλικής συμπεριφοράς της χώρας σε σχέση με τον κίνδυνο. Ο δείκτης του τραπεζικού συστήματος (Banking System Balance) δίνει ένα μέτρο των κινδύνων που συνδέονται με την αστάθεια της γενικότερης τραπεζικής κατάστασης της χώρας. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της εκτίμησης των βασικών σχέσεων μεταξύ της υγιούς οικονομικής δραστηριότητας της τράπεζας από την μια μεριά και της ανεξαρτησίας των εγχώριων τραπεζών στο διεθνές σκηνικό από την άλλη μεριά. Οι βασικοί μακροοικονομικοί

δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν είναι 12 τον αριθμό. Πέρα από τους δείκτες αυτούς, προσδιορίζονται μερικοί ακόμα δείκτες που επιτρέπουν στα προειδοποιητικά συστήματα την χρήση προηγούμενης εμπειρίας σχετικά με επιγενόμενες οικονομικές κρίσεις για την πρόβλεψη κρίσεων στο μέλλον. Χρησιμοποιώντας τις δυο κατηγορίες δεικτών οι συγγραφείς κατέληξαν στην σύνταξη του βασικού αλγόριθμου κατάταξης, του μοντέλου CDM.

Το μοντέλο RiskMonitor CDM είναι ένα σύνθετο μη παραμετρικό μοντέλο. Το μοντέλο αυτό προέκυψε από την ενσωμάτωση πέντε αλγόριθμων κατάταξης. Καθένας από αυτούς τους αλγόριθμους καταλήγει σε ένα συμπέρασμα σχετικά με τον κίνδυνο χώρας, χρησιμοποιώντας μια διαφορετική τεχνική. Αυτοί οι αλγόριθμοι επιλέχθηκαν από ένα εύρος περισσότερο από 15 μεθόδων κατάταξης, επιτρέποντας γραμμικούς και μη συνδυασμούς και χρησιμοποιώντας εξουσιοδοτημένες ή μη μεθόδους εκμάθησης.

✚ Η μελέτη των *Yim και Mitchell (2005)* εξέτασε την ικανότητα μιας σχετικά καινούργιας τεχνικής ‘hybrid ANN’s’ στην πρόβλεψη του κινδύνου χώρας. Οι συγγραφείς προχώρησαν παραπέρα στην σύγκριση της καινούργιας αυτής τεχνικής με τις παραδοσιακά στατιστικές τεχνικές και τις υπόλοιπες τεχνικές τεχνητής νοημοσύνης, όπως η cluster analysis. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η νέα τεχνική ξεπερνά τις ικανότητες των άλλων τεχνικών. Συγκεκριμένα, η μελέτη τους εξέτασε αν τα υβριδικά τεχνητά νευρωνικά δίκτυα (hybrid artificial neural networks) ξεπερνούν κλασικές τεχνικές και μοντέλα, όπως η διακριτική ανάλυση, η λογιστική ανάλυση, η παραγοντική ανάλυση, τα κανονικά νευρωνικά δίκτυα και δίκτυα Kohonen – μια σχετικά νέα τεχνική ταξινόμησης. Τα ‘hybrid ANN’s’ κατασκευάζονται από την συνάθροιση όλων των μεταβλητών που επιλέγονται από τα διάφορα άλλα στατιστικά μοντέλα και των κλασικών νευρωνικών δικτύων για την δημιουργία υβριδικών μοντέλων. Τα υβριδικά αυτά μοντέλα είναι περισσότερο αποτελεσματικά και ακριβή από καθεμία από τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται χωριστά.

Υπάρχουν δυο διαφορετικές προσεγγίσεις αναφορικά με την θεώρηση των νευρωνικών δικτύων. Η πρώτη προσέγγιση αφορά την χρήση στατιστικών μοντέλων για την επιλογή των συγκεκριμένων μεταβλητών που χρησιμοποιούνται ως εισροές στα δίκτυα. Η άλλη προσέγγιση αφορά την χρήση μιας εκροής, όπως την εκτιμημένη πιθανότητα, ως εισροή στο δίκτυο. Η καλύτερη ωστόσο προσέγγιση είναι η χρήση των νευρωνικών δικτύων σε συνδυασμό με στατιστικές μεθόδους, διότι η βασική αδυναμία των δικτύων είναι η δυσκολία τους στην διαχείριση μεγάλου πλήθους μεταβλητών. Αυτός ο συνδυασμός μειώνει το ενδεχόμενο για προσαρμογή (overfitting) και τον απαιτούμενο χρόνο και οδηγεί σε συγκεκριμενοποίηση των πληροφοριών.

Οι συγγραφείς για την εξέταση των διάφορων μεθόδων χρησιμοποίησαν δεδομένα από το site της Standard & Poor’s για 20 χώρες υψηλού κινδύνου και από 32 χαμηλού κινδύνου για το έτος 2002. Χρησιμοποιήθηκαν για την ανάλυση οικονομικές μεταβλητές από την Standard & Poor’s και πολιτικοί δείκτες από το περιοδικό Euromoney. Τα

βασικά συμπεράσματα της μελέτης τους συνοψίζονται στον **πίνακα 9**, όπου τα νευρωνικά δίκτυα και η διακριτική ανάλυση καταλήγουν σε παρόμοια αποτελέσματα. Τα αποτελέσματα επίσης μεταξύ των δυο τεχνικών ομαδοποίησης είναι παρόμοια, ωστόσο υποδιαίστερα σε σχέση με την διακριτική ανάλυση και τα υβριδικά νευρωνικά δίκτυα. Το δίκτυο ANN-Logit-Plogit είναι το μοντέλο που έδωσε τα καλύτερα αποτελέσματα.

Πίνακας 8: Σύγκριση των διάφορων συστημάτων

Καλύτερο Μοντέλο	Εντός Δείγματος		Εκτός Δείγματος	
	Χώρες χαμηλού κινδύνου που εκτιμώνται σωστά (%)	Χώρες υψηλού κινδύνου που εκτιμώνται σωστά (%)	Χώρες χαμηλού κινδύνου που εκτιμώνται σωστά (%)	Χώρες υψηλού κινδύνου που εκτιμώνται σωστά (%)
Διακριτική ανάλυση	94.0	100.0	100.0	80.0
Λογιστική ανάλυση	90.0	97.0	100.0	60.0
AN	90.0	97.0	100.0	80.0
ANN-Logit-Plogit	94.0	100.0	100.0	100.0
Cluster ανάλυση	94.0	100.0	100.0	80.0
Δίκτυα Kohonen	94.0	100.0	93.0	80.0

✚ Οι συγγραφείς *Gestel και Baesens (2006)* και η λοιπή ομάδα τους πρότειναν μια γενική διαδικασία μοντελοποίησης για την ανάπτυξη ενός προηγμένου εσωτερικού συστήματος βαθμολόγησης στα πλαίσια της βαθμολόγησης των αναπτυσσομένων και αναπτυγμένων χωρών. Το ενδογενές σύστημα εκτίμησης της πιθανότητας αθέτησης μιας υποχρέωσης χαίρει ιδιαίτερης σημασίας, αφού βοηθά τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τους οργανισμούς να διαχειριστούν περισσότερο αποτελεσματικά τα χαρτοφυλάκια τους και να υπολογίσουν καλύτερα το απαιτούμενο κεφάλαιο που χρειάζεται να κρατείται ως απόθεμα ασφαλείας για την αντιμετώπιση ενδεχομένων δυσκολιών και απωλειών.

Η κατασκευή του συστήματος εσωτερικής βαθμολόγησης βασίστηκε σε οικονομικές, χρηματοοικονομικές μεταβλητές και άλλες μεταβλητές και προέρχονται από δυο βάσεις δεδομένων παγκόσμιων τραπεζών : World Development Finance (WDI) και Global Development Indicators (GDI), που περιελάμβανε δεδομένα από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (IMF). Ο συνολικός αριθμός των επεξηγηματικών μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν στην βάση δεδομένων ήταν περίπου 200 τον αριθμό, εκ των οποίων 95 βαθμολογήθηκαν κανονικά. Ο χρονικός ορίζοντας που καθορίστηκε προς εξέταση ήταν έξι έτη, από το 1997 έως το 2002. Ο βασικός σκοπός του μοντέλου εσωτερικής βαθμολόγησης ήταν να εκτιμήσει την βαθμολογία της χώρας την χρονιά T+1 (επόμενη χρονιά), βάση δεδομένων και πληροφοριών τις προηγούμενες χρονιές.

Για λειτουργικούς λόγους, το σύστημα που πρότειναν οι συγγραφείς, προσπαθεί να μιμηθεί τις βαθμολογίες, όπως δίνονται από την Moody's. Η διαδικασία που ακολουθήθηκε για το σύστημα ήταν η εφαρμογή διαδοχικών βημάτων για την επίτευξη της χρυσής τομής (ή αλλιώς της βέλτιστης λύσης) μεταξύ των δοκιμασμένων στατιστικών μοντέλων στην εκτίμηση του κινδύνου χώρας (διακριτική, λογιστική ανάλυση, τα δένδρα απόφασης και άλλα μοντέλα). Βασικός σκοπός της μεθόδου ήταν η

εύρεση της βέλτιστης τομής μεταξύ των απλών και προηγμένων τεχνικών. Αρχικά εξετάστηκε ένα μοντέλο γραμμικής λογιστικής παλινδρόμησης και έπειτα κατασκευάστηκε ένα μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης, επινοώντας μη γραμμικές διαδικασίες για την μεταβολή των επεξηγηματικών μεταβλητών. Στην συνέχεια παρουσιάστηκε ένα θεμελιώδες σύστημα που καλείται **‘Support Vector Machines’** (SVMs) για την δημιουργία ενός προηγμένου μη γραμμικού μοντέλου που συλλαμβάνει τις εναπομένουσες μη γραμμικές σχέσεις στα δεδομένα. Αξίζει να σημειωθεί ότι το μοντέλο αυτό διαθέτει αυξημένη γενικευμένη ικανότητα κατηγοριοποίησης – ομαδοποίησης και άρα ορθής βαθμολόγησης. Ωστόσο η αναγνωσιμότητα του μοντέλου είναι μειωμένη σε κάποιο βαθμό.

✚ Το βασικό κίνητρο της μελέτης των συγγραφέων *Hammer et al. (2006)* ήταν η ανάπτυξη ενός αντικειμενικού μοντέλου που θα ξεπερνά τα βασικά προβλήματα των αξιολογήσεων των πρακτόρων, (όπως επισημαίνονται στην βιβλιογραφία, για παράδειγμα υποκειμενικότητα, αποτυχία πρόβλεψης κ.λ.π) και δεν θα αφήνουν περιθώρια στον ανθρώπινο παρεμβατισμό και σε πιθανά αλληλοσυγκρουόμενα συμφέροντα και απόψεις.

Το βασικό μοντέλο που προτάθηκε βασίζεται σε μια λογιστική ανάλυση, που στηρίζεται στην εκμάθηση από προηγούμενες ιστορικές αξιολογήσεις των S&P’s. Βασίστηκε σε εννέα οικονομικές και τρεις πολιτικές μεταβλητές που συνδέονται με την εκτίμηση του κινδύνου χώρας, αλλά δεν βασίστηκε άμεσα ή έμμεσα στις εκτιμήσεις προηγούμενων χρόνων. Τα αποτελέσματα της μεθόδου αυτής προέκυψαν ύστερα από μια μερική κατάταξη (partial order) των χωρών, όπου οι σχέσεις και η σχετική θέση των χωρών καθορίζεται με συγκρίσεις από την προφανή πιστοληπτική αξιοπιστία της μιας έναντι της άλλης χώρας. Οι σχετικές κατατάξεις και βαθμολογήσεις, όπως προέκυψαν από θετικά συσχετισμένες προδιατάξεις – συσχετίσεις, βρίσκονται σε συμφωνία με τις προηγούμενες βαθμολογίες των πρακτόρων. Η μέθοδος στηρίχθηκε σε 12 οικονομικές και πολιτικές μεταβλητές (9 οικονομικές και 3 πολιτικές), με τις οποίες μπορεί να αναπτυχθεί ένα ακριβές αναλυτικό μοντέλο για τις κατατάξεις της S&P’s (1999, 2000, 2001). Συγκέντρωσαν δεδομένα από τις 12 μεταβλητές για το τέλος του 1998 και τις αντίστοιχες μεταβλητές της S&P’s για τον Δεκέμβριο του 1998 για 69 συνολικά χώρες. Βασική πηγή των δεδομένων αποτελεί η βάση τους Διεθνούς Νομισματικού Οργανισμού (World Economic Outlook database) και της Παγκόσμιας Τράπεζας (World Bank 2000).

Η εφαρμογή των διάφορων οικονομετρικών μοντέλων ήταν δύσκολη δεδομένου του μικρού αριθμού του δείγματος (μόλις 69 χώρες) και 12 μόλις δείκτες. Μια ενδιαφέρουσα εναλλακτική ήταν η εξέταση του κινδύνου μιας χώρας ως προς μια άλλη, παρά την μοντελοποίηση του κινδύνου της κάθε χώρας χωριστά. Η τακτική αυτή εμπλουτίζει τα δεδομένα με συγκριτικές αξιολογήσεις των χωρών μεταξύ τους. Έτσι σχηματίζονται ζεύγη μεταξύ των χωρών και ένα σύνολο από τεχνητές παρατηρήσεις για το κάθε ζεύγος από το σύνολο των χωρών.

Η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε είναι η λογιστική ανάλυση δεδομένων (logical analysis of data). Μετά την κατασκευή του λογιστικού μοντέλου, υπολογίζεται η διακριτική αξία (discriminant value) ΔP_{ij} για κάθε τεχνητή παρατήρηση και έτσι προκύπτει μια μήτρα που απαρτίζεται από διακριτικές αξίες, από την οποία προκύπτουν οι βασικές προτιμήσεις, αξιολογήσεις μεταξύ των χωρών. Μια θετική αξία ΔP_{ij} δείχνει ότι η χώρα i είναι περισσότερο αξιόπιστη από την j , μια αρνητική τιμή το αντίθετο, ενώ μια αξία που ισούται με το μηδέν σημαίνει ότι οι πληροφορίες για μια σύγκριση μεταξύ των χωρών είτε αντιφατικές. Από το σύνολο των 4360 τεχνητών παρατηρήσεων 2180 είναι θετικές. Από τις θετικές αυτές συσχετισμένες παρατηρήσεις, 2047 έχουν κριθεί σωστά, 81 έχουν λανθασμένα χαρακτηριστεί με αρνητική τιμή και 51 δεν κατατάσσονται σύμφωνα με το μοντέλο. Παρόμοια αποτελέσματα προκύπτουν και για το σύνολο των αρνητικών παρατηρήσεων. Το συνολικό ποσοστό των θετικών και αρνητικών παρατηρήσεων που κατηγοριοποιούνται φαίνονται στον **πίνακα 9**.

Πίνακας 9 : Μήτρα κατάταξης

	ΠΟΥ ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΟΥΝΤΑΙ			ΣΥΝΟΛΟ
	Θετικές (%)	Αρνητικές (%)	Μη Ταξινομημένες (%)	
Θετικές παρατηρήσεις	93.90	3.72	2.38	100
Αρνητικές παρατηρήσεις	3.72	93.90	2.38	100

Η αποτελεσματικότητά του μοντέλου πρόβλεψης ήταν αρκετά υψηλή σε ποσοστό 95,425%. Μάλιστα, ύστερα από ενδελεχείς ελέγχους όσον αφορά την ορθότητα των υποθέσεων του μοντέλου, οι συγγραφείς κατέληξαν σε αισιόδοξα συμπεράσματα όσον αφορά την αποτελεσματικότητά του. Τα βασικά αποτελέσματα έδειξαν να ομοιάζουν αρκετά με τις βαθμολογίες της S&P's. Επιπλέον, τα αποτελέσματα έδειξαν να ταιριάζουν αρκετά με τα αποτελέσματα άλλων πρακτόρων. Η αποτελεσματικότητα της μεθόδου επεκτάθηκε και στις χώρες που δεν είχαν βαθμολογηθεί προηγουμένως ή για τα επόμενα χρόνια πρόβλεψης. Τα αποτελέσματα της μεθόδου βρίσκονται πολύ κοντά στα αποτελέσματα όπως προέκυψαν από οικονομετρικές μεθόδους ή από συνδυασμό οικονομετρικών και λογιστικής μεθόδου. Επιπρόσθετα, ο μεγάλος αριθμός παρατηρήσεων που περιλήφθηκαν στο λογιστικό μοντέλο δεν οδήγησε σε προβλήματα γραμμικοποίησης, όπως προέκυψε από την ακρίβεια των αποτελεσμάτων της μονότονης ανάλυσης (ordinal analysis) και την ευστάθεια των αποτελεσμάτων του μοντέλου. Το μοντέλο είναι κατάλληλο για οποιοδήποτε σύνολο δεδομένων που αφορά μεγάλο αριθμό παρατηρήσεων με περιορισμένο όμως αριθμό από χαρακτηριστικά ή κριτήρια.

✚ Ενδιαφέρουσα είναι η μελέτη του [Cruces \(2005\)](#), που ανέλυσε τις στατιστικές ιδιότητες των συστημάτων βαθμολόγησης και της κατάταξης του Institutional Investor (II). Κατασκεύασε ένα υπόδειγμα βαθμολόγησης, που προσδιορίζει τον μέσο όρο των αναμενόμενων αποδόσεων ανά περίοδο για ένα προκαθορισμένο διάστημα χρόνου. Οι βασικές σημασιολογικές έννοιες του μοντέλου είναι οι μη γραμμικές αποπληρωμές των

δανείων και ότι οι εταιρείες βαθμολόγησης του πιστωτικού κινδύνου αναφέρονται σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα πρόβλεψης στο μέλλον. Το μοντέλο αυτό αποδεικνύει ότι ο συνδυασμός αυτών των δυο χαρακτηριστικών προσδίδει ιδιαίτερο ενδιαφέρον στις βαθμολογίες.

Τα βασικά συμπεράσματα της μελέτης είναι ότι οι βαθμολογίες επιδεικνύουν ομαδοποίηση ανάλογα με την μεταβλητότητα των αλλαγών τους και ασύμμετρες προσαρμογές, οι αναθεωρήσεις τους εξαρτώνται από διάφορα χαρακτηριστικά αναφορικά με το μέγεθος του δείγματος και άλλα στοιχεία, όπως η γεωγραφική περιφέρεια των χωρών. Το κύριο σημείο της μελέτης που επηρεάζει τους επενδυτές είναι ότι η βαθμολόγηση μιας χώρας δεν αποτελεί απαραίτητα κατάλληλη πρόβλεψη σχετικά με την ικανότητα αποπληρωμής του χρέους στο μέλλον, η λειτουργία πρόβλεψης είναι διαφορετική ανάμεσα στις χώρες για μια δεδομένη χρονική στιγμή και αυτή η λειτουργία χρειάζεται επανεξέταση από χρόνο σε χρόνο δεδομένου ότι μπορεί να είναι υποκείμενη σε αλλαγές.

6.6 ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΟΥ ΕΞΕΤΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΒΑΣΙΚΗ ΕΠΙΡΡΟΗ ΤΩΝ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΚΩΝ ΚΑΤΑΤΑΞΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΠΡΑΚΤΟΡΩΝ ΕΝ ΓΕΝΕΙ

Από το πλήθος των εναλλακτικών τεχνικών και προσεγγίσεων του κινδύνου χώρας, αξιοσημείωτη είναι και η αναφορά στις μελέτες που εξετάζουν τις βασικές επιρροές που ασκούν οι πράκτορες. Αλλαγές στις κατατάξεις (υποβαθμίσεις / αναβαθμίσεις), μπορεί να έχουν δραστικές επιπτώσεις πάνω στις τιμές των αξιών, γιατί επηρεάζεται το σύνολο των επενδυτών. Οι αλλαγές αυτές μπορεί να αποκαλύψουν καινούργιες πληροφορίες, που επηρεάζουν το σύνολο των επενδυτών. Αυτή η επιρροή των βαθμολογικών κατατάξεων τείνει να είναι μεγαλύτερη στις αναπτυσσόμενες αγορές, όπου υπάρχουν προβλήματα ασύμμετρης πληροφόρησης και η διαφάνεια είναι περιορισμένη. Εντέλει, οι αλλαγές αυτές μπορεί να αποτελέσουν την απαρχή για μια σειρά από αλλαγές, με τις αλλαγές για μια χώρα να επηρεάζουν το σύνολο των χωρών.

Η βασική έρευνα σχετικά με τις συνέπειες των αλλαγών στις βαθμολογικές κατατάξεις άνθισε στην δεκαετία του 1990. Οι επιρροές μεταξύ των χωρών μπορεί να είναι τεράστιες. Οι πράκτορες μπορούν να συμβάλλουν στην μετάδοση αυτών των επιρροών στις οικονομικές αγορές ανά τον κόσμο. Παράλληλα, πληροφορίες σχετικά με τις αποδόσεις μιας συγκεκριμένης αγοράς μπορεί να επηρεάσουν τις αποδόσεις άλλων αξιών. Έτσι οι πράκτορες μπορεί να συμβάλλουν στην αύξηση της οικονομικής ανισορροπίας.

Στον τομέα των επιπτώσεων των βαθμολογικών κατατάξεων υπάρχουν περαιτέρω βήματα που μπορούν να γίνουν. Για παράδειγμα, να εξεταστεί αν οι αξιολογήσεις έχουν μεγαλύτερη επίδραση σε περιόδους ηρεμίας ή κρίσεως. Καμία από τις προηγούμενες έρευνες δεν εξέτασε επίσης κατά πόσο ευμετάβλητες είναι οι εγχώριες οικονομίες στα

διεθνή γεγονότα, εξαιτίας της οικονομικής τους κατάστασης. Αυξήσεις στα διεθνή επιτόκια (interest rates) μπορεί να επηρεάσουν περισσότερο δραστικά τις χώρες που βρίσκονται σε οικονομικά δυσοίωνη θέση (με ένα ευμετάβλητο τραπεζικό σύστημα, προβλήματα ρευστότητας εξαιτίας του υψηλού βραχυπρόθεσμου χρέους ή σχεδόν αφερεγγυότητα) απ' ότι χώρες με ισχυρότερη οικονομία.

Ακόμα αν οι κατατάξεις είναι πληροφοριακής φύσεως, θα ήταν χρήσιμη η ανάλυση σχετικά με το αν οι κατατάξεις αυτές δίνουν μεγαλύτερη πληροφόρηση για τις χώρες με λιγότερη διαφάνεια, από ότι τις άλλες με περισσότερη διαφάνεια. Επίσης, καθώς οι πράκτορες αξιολογούν τον συναλλαγματικό κίνδυνο θα ήταν ενδιαφέρον να εξεταστεί αν οι αξιολογήσεις επηρεάζουν διαφορετικά τις εταιρείες και χώρες, ανάλογα με τον βαθμό έκθεσής τους στον συναλλαγματικό κίνδυνο. Είναι ενδιαφέρον να εξεταστεί αν οι εταιρείες που παράγουν εμπορεύσιμα αγαθά επηρεάζονται λιγότερο από τον κίνδυνο χώρας, έτσι ώστε να αποτελέσουν δικλείδα ασφαλείας σε περίπτωση αλλαγών στον κίνδυνο χώρας.

✚ Η *Hoti (2005)*, θέλησε να κατασκευάσει ένα μοντέλο που εξετάζει την σχέση ή βασικά την επιρροή των αξιολογήσεων των πρακτόρων και για τις αναδυόμενες αγορές. Για να γίνει αυτό στηρίχθηκε στην βάση δεδομένων της ICRG και πήρε ένα δείγμα από έξι μόνο βαλκανικές χώρες: την Αλβανία, Βουλγαρία, Ελλάδα, Ρουμανία, Σερβία, Μαυροβούνιο και Τουρκία. Το δείγμα περιορίστηκε σε ένα μικρό αριθμό χωρών γιατί μόνο για αυτές υπήρχε πλήρη επάρκεια πληροφοριών σύμφωνα με το ICRG. Οι χώρες αυτές εξετάστηκαν για το χρονικό διάστημα Οκτώβριος του 1985 με Απρίλιος του 2005 (τα δεδομένα εξετάζονται σε μηνιαία βάση). Ο όρος 'country risk returns' αναφέρεται χαρακτηριστικά στο ποσοστό αλλαγής της βαθμολογικής κατάταξης της χώρας, ενώ ο όρος 'volatility' αναφέρεται στις μηνιαίες αλλαγές της διακύμανσης.

Με βάση τα μηνιαία δεδομένα του ICRG κατασκευάστηκε ένα μοντέλο με πολλαπλές μεταβλητές που μετρά την ευαισθησία της χώρας στις αλλαγές των αξιολογήσεων των πρακτόρων. Οι επεξηγηματικές μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν είναι πολιτικής και οικονομικής φύσεως. Οι τιμές που παίρνουν ποικίλλουν σημαντικά ανάμεσα στις χώρες. Είναι σαφές ότι οι διακυμάνσεις των αλλαγών στην εκτίμηση του κινδύνου χώρας ποικίλλει από περίοδο σε περίοδο.

Τα βασικά συμπεράσματα αυτής της μελέτης είναι ότι οι έξι βαλκανικές χώρες συσχετίζονται έντονα μεταξύ τους και επηρεάζουν η μια την άλλη. Γενικότερα αβεβαιότητα σχετικά με μια χώρα συνδέεται στενά με τις διακυμάνσεις στην αξιολόγηση άλλων χωρών που βρίσκονται στην ίδια γεωγραφική περιφέρεια.

✚ Οι *Pukthuanthong-Le et al. (2007)*, προσπάθησαν να δώσουν απάντηση σε ποικίλα ερωτήματα, όπως αν η κατάταξη μιας χώρας αντικατοπτρίζει τον κίνδυνο της χώρας και επίσης αν μια αλλαγή στην κατάταξη της χώρας προσθέτει καινούργια στοιχεία και πληροφορίες στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η βασική απάντηση σε αυτά

τα ερωτήματα δόθηκε μέσα από την μελέτη των αντιδράσεων των διεθνών αγορών ομολόγων και μετοχών στις αντιδράσεις και αλλαγές των βαθμολογικών κατατάξεων, υπό μακροοικονομικούς παράγοντες (βασικά γνωρίσματα της χώρας) και διάφορα χαρακτηριστικά των βαθμολογιών.

Τα βασικά αυτά θέματα διερευνήθηκαν με την εξέταση της περιόδου πριν και μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης της αλλαγής (pro, pre announcement date), όπως και τις συσχετιζόμενες αποκρίσεις των οικονομικών αγορών στις αλλαγές. Η μελέτη διέφερε από τις προηγούμενες, με την έννοια ότι το δείγμα των χωρών που εξετάστηκε ήταν μεγαλύτερο, ανέρχονταν σε 34 χώρες, για το χρονικό διάστημα από 1990 έως το 2000. Επίσης, εξετάστηκε η άμεση επιρροή των χρηματοπιστωτικών αγορών από τις αλλαγές στην κατάταξη, καθώς και η άμεση επίδραση των αλλαγών αυτών στην αξιολόγηση και άλλων τίτλων και αξιών. Ταυτόχρονα, οι συγγραφείς εξέτασαν ποια συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της χώρας επηρεάζουν την βαθμολογική της κατάταξη και τον χαρακτηρισμό της ως προς τον κίνδυνο. Ακόμα εξέτασαν την επίδραση των αλλαγών στις βαθμολογίες και των επιλεγμένων χαρακτηριστικών της χώρας πάνω στις αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων και των λοιπών αξιών.

Οι συγγραφείς συγκέντρωσαν δεδομένα από τον Ιανουάριο του 1990 έως τις 30 Ιουνίου 2000 από το αρχείο των δυο μεγάλων πρακτόρων S&P's και Moody's. Επιπρόσθετα συνέλεξαν στοιχεία σχετικά με τους δείκτες των ημερήσιων τιμών για κάθε χώρα και για τον παγκόσμιο δείκτη σχετικά με τις ημερομηνίες των ανακοινώσεων, από το τμήμα της Datastream με τους διεθνείς δείκτες και από το Financial Statistics Yearbook. Τα δεδομένα αφορούσαν σε ημερήσιες αποδόσεις και επιτόκια, εκφρασμένα τόσο σε τοπικό όσο και ξένο νόμισμα, σε βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο επίπεδο. Το βασικό δείγμα με τα δεδομένα αφορούσε τελικά σε 687 ανακοινώσεις σχετικά με αλλαγές στις βαθμολογίες, για 34 χώρες συνολικά για το χρονικό διάστημα 1990-2000. Η συχνότητα των αλλαγών στις βαθμολογίες ήταν αυξημένη κατά την χρονική περίοδο της εξέτασης και γινόταν ολοένα πιο έντονη κατά τις περιόδους κρίσεων. Ύστερα από βασικές επεξεργασίες του δείγματος, οι συγγραφείς κατέληξαν στην εξέταση των επιπτώσεων των αλλαγών στις κατατάξεις για χρονικό διάστημα 21 ημερών, που μοιράζονταν σε 10 μέρες πριν και 10 μέρες μετά την ημερομηνία ανακοίνωσης. Το τελικό δείγμα αποτελούνταν από 133 αλλαγές στις ανακοινώσεις, 104 προβλέψεις για αλλαγές (outlook changes announcement) και 87 αλλαγές και 79 οικονομικές προβλέψεις για αλλαγές που επηρεάζουν τις αποδόσεις των ομολόγων.

Η ανάλυση παραγματοποιήθηκε μέσω της τεχνικής της εξέτασης κατά περίπτωση (event study), που παρέχει μια εκτίμηση της αντίδρασης της αγοράς στις αλλαγές των ανακοινώσεων των βαθμολογιών και της δυναμικής σημασίας του παράγοντα χρόνου στη συντέλεση αυτών των αλλαγών. Η ανεξάρτητη μεταβλητή στις παλινδρομήσεις που εφαρμόστηκαν είναι ο σωρευτικός μέσος όρος των αποδόσεων (cumulative average abnormal returns CAARs) έναντι προκαθορισμένων προσδιοριστικών παραγόντων της

αγοράς. Οι αποδόσεις των μετοχών και ομολόγων γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης δίνονται από τον τύπο : $AR_{j,t} = R_{j,t} - \hat{a}_j - \hat{\beta}_j R_{M,t}$,

όπου j η χώρα και t η ημέρα συντέλεσης του γεγονότος, $R_{j,t}$ - για τις μετοχές είναι ο ρυθμός των αποδόσεων της χώρας j την χρονική περίοδο t και $R_{M,t}$ είναι ο ρυθμός των αποδόσεων των ισοσταθμισμένων παγκόσμιων δεικτών μετοχών για την περίοδο t .

Παρόμοια ισχύει και για τα ομόλογα. Οι συντελεστές $\hat{a}_j$ και $\hat{\beta}_j$ είναι οι εκτιμημένες μεταβλητές. Ο μέσος όρος των αναμενόμενων αποδόσεων την χρονική στιγμή t υπολογίζεται απλώς ως τον μέσο όρο των N εταιρειών ως εξής : $AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{j,t}$,

όπου $AR_{j,t}$ είναι η απόδοση της εταιρείας j την ημέρα t . Ένας συνολικός μέσος όρος των αποδόσεων υπολογίζεται ως το άθροισμα των επιμέρους αποδόσεων (από την ημέρα T_1 έως την ημέρα T_2 και δίνεται βάση του τύπου : $CAAR_{T_1,T_2} = \frac{1}{N} \sum_{t=T_1}^{T_2} \sum_{j=1}^N AR_{j,t}$.

Για την εξέταση των βασικών προσδιοριστικών μεταβλητών για τις αποδόσεις των παγκόσμιων αγορών μετοχών και ομολόγων τις ημερομηνίες των ανακοινώσεων, οι συγγραφείς κατασκεύασαν ένα μοντέλο πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης. Η ανεξάρτητη μεταβλητή που χρησιμοποιήσαν είναι CAAR χρονικής διάρκειας 3 ημερών και οι εξαρτημένες μεταβλητές είναι όλοι οι μακροοικονομικοί παράγοντες και αλλαγές στις βαθμολογίες, που επηρεάζουν την υφιστάμενη κατάσταση της χώρας. Οι μεταβλητές αυτές είναι η οικονομική ανάπτυξη, ο πληθωρισμός, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, οι εφαρμοζόμενοι νόμοι, η κατάσταση ρευστότητας της χώρας, αναβαθμίσεις και υποβαθμίσεις της βαθμολογίας κ.λ.π.

Τα βασικά συμπεράσματα των συγγραφέων ήταν ότι οι πράκτορες με τις υπηρεσίες τους παρέχουν στις αγορές κεφαλαίου νέες πληροφορίες που δεν είναι δημόσια διαθέσιμες, μια αρνητική αντίδραση της αγοράς σχετίζεται με υποβάθμιση, ενώ μια σημαντική και θετική αντίδραση της αγοράς σχετίζεται με μια θετική πρόβλεψη (positive outlook) της αγοράς ομολόγων μόνο. Παράλληλα, τα διάφορα περιστατικά βαθμολογιών (rating events) έχουν αρνητική επιρροή στις αποδόσεις των ομολόγων και μετοχών. Ταυτόχρονα, η αρνητική επίδραση των υποβαθμίσεων στις αποδόσεις των μετοχών είναι περισσότερο έντονες στις περιπτώσεις υψηλού πληθωρισμού, χαμηλού ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και υψηλού ξένου χρέους. Αντίθετα, υποβαθμίσεις ανάμεσα στις διάφορες κατηγορίες έχουν περισσότερο αρνητική επίδραση στις περιπτώσεις των χωρών με χαμηλό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Τέλος, μια υποβάθμιση έχει περισσότερο αρνητική επίδραση στις αποδόσεις των ομολόγων στην περίπτωση των υποανάπτυκτων οικονομιών, όπως προσδιορίζεται από μεταβλητές όπως ο υψηλός πληθωρισμός, το χαμηλό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

✚ Οι *Brooks et al. (2002)*, κατασκεύασαν ένα μοντέλο για την εκτίμηση της βασικής επιρροής των ανακοινώσεων των πρακτόρων στις αποδόσεις των κεφαλαιαγορών και των δευτερευουσών αγορών των χωρών που βαθμολογούνται. Προς κάλυψη της ανάγκης για μελέτη του βασικού τρόπου επίδρασης των εκτιμήσεων των πρακτόρων στις αποδόσεις των αγορών των χωρών, οι συγγραφείς εξέτασαν το σύνολο των βαθμολογήσεων για τα έτη 1973-2000 και το δείγμα περιλάμβανε τις εκτιμήσεις των Moody's, S&P's, Thomson, Fitch IBCA.

Για την εκτίμηση των αντιδράσεων της αγοράς χρησιμοποιήθηκε ένα μοντέλο για την εκτίμηση των αποδόσεων της αγοράς, που προέρχεται από αναβαθμίσεις και υποβαθμίσεις της αγοράς. Ο βασικός τύπος πάνω στον οποίο στηρίχθηκε το μοντέλο είναι: $AR_{it} = R_{it} - (a_i + \beta_i R_{mt})$, όπου R_{it} η απόδοση της αγοράς i την ημέρα t , R_{mt} η απόδοση του δείκτη αγοράς την ημέρα t και a_i και β_i οι βασικές παράμετροι της αγοράς, όπως προκύπτουν σύμφωνα με τη μέθοδο ελαχίστων τετράγωνων. Οι υποβαθμίσεις που προέκυψαν με αναβαθμολογήσεις της S&P είχαν σημαντική επιρροή στον πλούτο της αγοράς, καθώς υπήρχε αρνητική επίδραση στην παρούσα αξία των αποδόσεων, ενώ οι αναβαθμίσεις δεν έδειξαν να επηρεάζουν σημαντικά την αγορά. Οι αντιδράσεις της αγοράς ήταν σημαντικότερες το διάστημα πριν την ανακοίνωση της αλλαγής, ενώ κατά τις ημέρες που ακολούθησαν τις υποβαθμίσεις δεν σημειώθηκε τόσο αρνητική αντίδραση της αγοράς.

Η μελέτη των συγγραφέων κατέληξε, πρώτα απ' όλα, στο συμπέρασμα ότι αν και οι γενικές επιρροές των αναβαθμίσεων είναι δύσκολο να προσδιοριστούν, βασική πηγή για την ερμηνεία τους είναι η αγορά συναλλάγματος. Δεύτερον, αναφορικά με τις υποβαθμίσεις των πρακτόρων, η αρνητική αντίδραση της αγοράς προκύπτει εξίσου από το γενικό επίπεδο τιμών του εγχωρίου και ξένου νομίσματος. Ωστόσο η πτώση της τιμής του εγχωρίου νομίσματος φαίνεται να σχετίζεται στενά με την ημερομηνία ανακοίνωσης, ενώ η αποδυνάμωση του ξένου νομίσματος αφορά ένα μεγαλύτερο διάστημα των 20 ημερών γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης. Τρίτον, μονάχα οι υποβαθμίσεις μεταφέρουν σημαντικές πληροφορίες στην αγορά. Παρατηρήθηκε μια διαφοροποίηση στην αντίδραση της αγοράς στις αλλαγές των τεσσάρων μεγάλων πρακτόρων. Από τους τέσσερις πράκτορες μόνο οι S&P και Fitch IBCA σημείωσαν σημαντικές επιπτώσεις στην αγορά, με την μείωση της βαθμολογίας τους, παρά το γεγονός ότι οι Moody's & Thomson είναι και οι δυο εξαιρετικοί παίκτες στην διεθνή αγορά αξιολογήσεων. Τέλος, οι αναδυόμενες αγορές δεν φάνηκαν ιδιαίτερα ευαίσθητες στις αναβαθμολογήσεις, σε αντίθεση με τις υποβαθμίσεις.

✚ Οι *Hooper et al. (2007)*, θέλησαν να δώσουν απάντηση στο ερώτημα αν οι βαθμολογικές κατατάξεις παρέχουν πληροφορίες στις οικονομικές αγορές. Το θέμα αυτό εξετάστηκε μελετώντας τις πριν (pre), μετά (post) και ταυτόχρονες επιρροές των οικονομικών αγορών στις αλλαγές των αξιολογήσεων των πρακτόρων. Επιλέχθηκε ένα δείγμα από τις 42 σημαντικότερες χώρες ανά διαφορετική γεωγραφική περιοχή για το

χρονικό διάστημα 1995-2003, συνολικά 690 παρατηρήσεις, με βάση τις αξιολογήσεις των τριών μεγαλύτερων πρακτόρων για το χρονικό αυτό διάστημα : Standard & Poor's, Moody's, Fitch – IBCA.

Τα βασικά συμπεράσματα στα οποία κατέληξε η μελέτη ήταν ότι πρώτα, οι αλλαγές των βαθμολογήσεων είχαν σημαντική επιρροή στις αποδόσεις των μετοχών στις ΗΠΑ και στην σχετική τους διακύμανση. Περαιτέρω, οι αλλαγές αυτές αφορούσαν όχι μόνο την αγορά μετοχών, αλλά και την αγορά συναλλάγματος, υποδεικνύοντας ότι οι αλλαγές αυτές μπορούσαν να συντελέσουν στις μεταφορές κεφαλαίου ανάμεσα στις χώρες. Παράλληλα, οι επιδράσεις των αλλαγών στις αξιολογήσεις για τις αποδόσεις των μετοχών της εγχώριας αγοράς και στις διακυμάνσεις αυτών, ήταν ασύμμετρες. Οι επιρροές ήταν περισσότερο έντονες στην περίπτωση των υποβαθμίσεων και σε περιπτώσεις που το χρέος αφορούσε ξένο συνάλλαγμα, στις αναδυόμενες αγορές και κατά την διάρκεια περιόδων κρίσεως. Ταυτόχρονα, διαπιστώθηκε ότι οι αντιδράσεις της εγχώριας αγοράς στις αλλαγές ήταν άμεσες και μικρότερης έκτασης. Τέλος, παρατηρήθηκε μια σημαντική αντίδραση της αγοράς που σχετιζόταν με τις αλλαγές στις βαθμολογικές κατατάξεις και ξεκινούσε τουλάχιστον 5 ημέρες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης.

Η μελέτη αυτή είναι σημαντική. Πρώτα απ' όλα, παρέχει αδιάσειστα στοιχεία ότι οι πράκτορες προσφέρουν νέες πληροφορίες στις αγορές. Δεύτερον, παρέχει βοήθεια στην αποτελεσματική διαχείριση των διεθνών χαρτοφυλακίων και στην επανεκτίμηση τους σε περίπτωση που οι πράκτορες προβαίνουν σε αλλαγές στις αξιολογήσεις τους. Τέλος, ο κατάλληλος συνδυασμός των νέων πληροφοριών που παρέχουν οι πράκτορες και της επάρκειας κεφαλαίων από τους επενδυτές μπορεί να οδηγήσει σε αλλαγή και αναπροσαρμογή των κανονισμών των τραπεζών για διεθνή δανειοδότηση.

✚ Οι *Guttler και Wahrenburg (2007)*, θέλησαν να αξιολογήσουν την επίδοση των βασικών πρακτόρων. Για να γίνει αυτό προχώρησαν σε εξέταση του ιστορικού αθέτησης του χρέους ανά κατηγορία κατάταξης. Ήθελαν να εξετάσουν την εγκυρότητα των αξιολογήσεων των πρακτόρων με την εξέταση των αθετήσεων του χρέους για τις χαμηλότερα αξιολογούμενες χώρες. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον αποτέλεσε για τους συγγραφείς το γεγονός αν υπήρχε προκατάληψη των πρακτόρων για συγκεκριμένες κατηγορίες χωρών ή τίτλων.

Το δείγμα αφορούσε βαθμολογίες των δυο μεγάλων πρακτόρων Moody's & S&P's για 407 εκδότες για τα χρόνια 1997-2004. Οι βασικοί δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν για την μέτρηση της πιστοληπτικής ικανότητας είναι : η κάλυψη του επιτοκίου δανεισμού (interest coverage), ο δείκτης λειτουργικά έσοδα προς πωλήσεις, ο δείκτης μακροπρόθεσμο χρέος προς περιουσιακά στοιχεία, ο δείκτης συνολικό χρέος προς περιουσιακά στοιχεία.

Το πρώτο θέμα προς εξέταση ήταν αν η βαθμολογία επηρεάζεται από την χώρα που εδρεύει ο εκδότης, το ύψος του χρέους κατά την περίοδο της αθέτησης και το προηγούμενο ιστορικό της βαθμολόγησης. Λήφθηκαν υπόψη χαρακτηριστικά της πιστοληπτικής ικανότητας και της μακροοικονομικής κατάστασης. Χωρίστηκε το δείγμα των ημερήσιων αξιολογήσεων στις εξής κατηγορίες : για πάνω από 1440 ημέρες, για 1440-1081 ημέρες, για 1080-721 ημέρες, για 720-541 ημέρες, για 540-361 ημέρες, για 360-181 ημέρες, 180-91 ημέρες, 90-31 ημέρες πριν από την ημερομηνία αθέτησης του χρέους.

Στον **πίνακα 1– Παράρτημα I** παρατηρείται ότι η Moody's έδωσε χαμηλότερες βαθμολογίες από την S&P's και για τις οχτώ περιόδους. Εφαρμόζοντας probit analysis στα δεδομένα, παρατηρήθηκε ότι η Moody's απέδωσε χαμηλότερες βαθμολογίες στους εγχώριους από ότι στους αλλοδαπούς εκδότες (US – non US issuers). Σε τρεις (έξι) από τις περιόδους οι βαθμολογίες της Moody's (S&P's) ήταν υψηλότερες για τους μεγάλους εκδότες.

Αναφορικά με τις αλλαγές στην βαθμολόγηση παρατηρήθηκε ότι για τους 350 εκδότες με διαδοχικές αλλαγές στην αξιολόγηση, 978 αλλαγές αντιστοιχούν στην Moody's και 1296 στην S&P's. Όπως παρατηρείται, στον **πίνακα 2– Παράρτημα I**, για την Moody's (S&P's) αντιστοιχούσαν 131 αναβαθμίσεις (200), 422 (614) αναβαθμίσεις κατά μια κλίμακα, 258 (259) κατά δυο κλίμακες, 167 (223) για περισσότερες από δυο κλίμακες (notches). Επιπλέον παρατηρήθηκε ότι δεδομένου των διαφορετικών αναπροσαρμογών, π.χ αναβαθμίσεις (≤ -1), ελαφρές υποβαθμίσεις (1 και 2) και απότομες υποβαθμίσεις (≥ 3) στις αξιολογήσεις του πρώτου πράκτορα, οι παρεπόμενες αναπροσαρμογές του δεύτερου πράκτορα ποικίλλαν. Όσο περισσότερο απότομη ήταν η υποβάθμιση του πρώτου πράκτορα, τόσο περισσότερο απότομη ήταν η υποβάθμιση από τον δεύτερο πράκτορα κατά το πρώτο ήμισυ του χρόνου.

Αναφορικά με το μέγεθος της αντίδρασης του δεύτερου πράκτορα στις ανακοινώσεις του πρώτου, οι συγγραφείς εφάρμοσαν μια μέθοδο παλινδρόμησης (Granger – like regression approach). Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι μια υποβάθμιση (αναβάθμιση) από τον πρώτο πράκτορα ακολουθήθηκε από υποβαθμίσεις (αναβαθμίσεις) από τον δεύτερο μεγαλύτερης διάστασης για τις χρονικές περιόδους 1-90 και 91-180 ημέρες.

Αλλα βασικά συμπεράσματα της μελέτης είναι : α) Οι αναπροσαρμογές των βαθμολογιών συνέβαλλαν στην απελευθέρωση σημαντικών πληροφοριών σχετικά με τους εκδότες ή παρατηρήσεις στην αγορά μετοχών ή ομολόγων. Οι αναπροσαρμογές λαμβάνουν υπόψη τους τις νέες πληροφορίες, αλλά όχι απαραίτητα την ίδια χρονική στιγμή και από τους δυο πράκτορες. β) Η Moody's έδειξε να αναπροσαρμόζει τις βαθμολογίες της περισσότερο έγκαιρα από την S&P, γ) Οι αξιολογήσεις και των δυο πρακτόρων δεν ήταν υποκείμενες σε κάποια χώρα ή κάποιον εκδότη, δ) Δεδομένης μιας υποβάθμισης από το έναν πράκτορα, οι παρεπόμενες αναπροσαρμογές (υποβαθμίσεις) από τους άλλους πράκτορες ήταν μεγαλύτερου μεγέθους βραχυπρόθεσμα. Όμοια ίσχυε

και για τις αναβαθμίσεις, ε) Οι ακολουθούμενες αλλαγές από τον δεύτερο πράκτορα είχαν παρόμοια ένταση με αυτές του πρώτου πράκτορα. Για παράδειγμα, αν οι αλλαγές στις βαθμολογίες από τον ένα πράκτορα ήταν απότομες, απότομες θα ήταν και οι αναπροσαρμογές από τον δεύτερο (και όχι σταδιακής έντασης), στ) Οι αλλαγές διαδέχτηκαν περισσότερο την περίπτωση της υποβάθμισης από τον ένα πράκτορα παρά την περίπτωση της αναβάθμισης, ζ) Δεν παρατηρήθηκε προκατάληψη σχετικά με συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές που αφορούσαν την έδρα των πρακτόρων. Συγκεκριμένα δεν παρατηρήθηκε εύνοια των πρακτόρων για τις περιοχές των Ηνωμένων Πολιτειών.

✚ Σκοπός των *Li, et al. (2006)* στην μελέτη τους ήταν να καθορίσουν την επιρροή των διεθνών πρακτόρων σε σχέση με τους τοπικούς πράκτορες χρησιμοποιώντας δεδομένα από τα μέσα της δεκαετίας του 1980 μέχρι το 2003. Οι συγγραφείς ορίζουν την Moody's και S&P's ως διεθνείς πράκτορες και τους R&I, JCR ως τοπικούς – περιφερειακούς πράκτορες. Οι συγγραφείς εστίασαν το ενδιαφέρον τους κυρίως στις αγορές και τους τοπικούς πράκτορες της Ιαπωνίας. Τα δεδομένα αφορούσαν στις μακροπρόθεσμες αξιολογήσεις των εταιρειών της Ιαπωνίας, όπως βαθμολογούνταν από τους πράκτορες. Το αρχικό δείγμα αποτελούνταν από 1669 υποβαθμίσεις. Περισσότερο από τις μισές υποβαθμίσεις αφορούσαν βιομηχανικές εταιρείες.

Ακολουθήθηκε μια μέθοδο γραμμικής παλινδρόμησης με δυο περιόδους - ημερομηνίες ανακοίνωσης (για το διάστημα 1 ημέρας ($t=0$) και των τριών ημερών ($t=-1, 0, 1$)). Ο δείκτης της αγοράς προέρχονταν από την βάση δεδομένων της DataStream.

Εξετάστηκαν οι αποδόσεις των υποβαθμίσεων και αναβαθμίσεων ξεχωριστά για τις δυο ημερομηνίες ανακοινώσεων. Η μέση τιμή και διάμεσος των αποδόσεων απεικονίζονται στον **πίνακα 3– Παράρτημα Ι**. Για τις 385 υποβαθμίσεις (μέρος α') των διεθνών πρακτόρων, η μέση τιμή των αποδόσεων κυμάνθηκε από -0.0132 για την ημέρα 0 έως -0.0279 για το διάστημα 3 ημερών, με επίπεδο σημαντικότητας 0.01. Η διάμεσος των αποδόσεων κυμάνθηκε σε χαμηλότερα επίπεδα. Για τις 680 υποβαθμίσεις των δυο τοπικών πρακτόρων η μέση τιμή των αποδόσεων ανήλθε στο μισό των αποδόσεων (CARs) των αντίστοιχων των διεθνών πρακτόρων. Υπολογίστηκαν οι μέσες τιμές για τα διάφορα διαστήματα χρόνου υποθέτοντας διαφορετικές διακυμάνσεις. Οι διαφορές ήταν σημαντικές σε επίπεδο σηματοκότητας 0.01. Τα αποτελέσματα αυτά έδειξαν ότι οι υποβαθμίσεις από τους διεθνείς πράκτορες ήταν περισσότερο σημαντικές από αυτές των τοπικών πρακτόρων. Αναφορικά με τις αναβαθμίσεις, τα αποτελέσματα ήταν στατιστικά ασήμαντα και οι επιδράσεις των αναβαθμίσεων δεν διέφεραν σημαντικά μεταξύ των δυο κατηγοριών των πρακτόρων.

Κατά την συγκριτική αξιολόγηση μεταξύ των δυο μεγάλων πρακτόρων παρατηρήθηκαν 185 υποβαθμίσεις από την S&P's και 200 από την Moody's. Η αντίδραση της αγοράς στις υποβαθμίσεις των δυο πρακτόρων υπήρξε παρόμοια. Συμπεραίνεται ότι οι υποβαθμίσεις της Moody's δεν είχαν σημαντικότερη επίδραση στις

τιμές των αξιών από ότι της S&P's. Στο β' μέρος του πίνακα αναφέρονται οι μέσες αποδόσεις για 44 και 49 αναβαθμίσεις αντίστοιχα για την S&P's και Moody's αντίστοιχα. Η μέση τιμή και η διάμεσος των αποδόσεων και για τους δυο πράκτορες δεν διαφέρει στατιστικά. Άρα οι αναβαθμίσεις της Moody's δεν είχαν στατιστικά σημαντική διαφορά απ' ότι της S&P's.

Κατά την εξέταση για το αν οι αξιολογήσεις επηρεάζουν την αντίδραση της αγοράς εξετάστηκαν οι συμπεριφορές των αριθμητικών μέσων τιμών και διάμεσων, όπως αναφέρονται στον **πίνακα 3, μέρος β'**. Για όλους τους πράκτορες οι αποκλίσεις των αποδόσεων ήταν διαφορετικές για τα διαφορετικά διαστήματα χρόνου. Οι υποβαθμίσεις για τις χαμηλότερες κατηγορίες (speculative grades) είχαν επιδράσεις μεγαλύτερες στο διπλάσιο ή τριπλάσιο αριθμό από των καλύτερα βαθμολογικά εταιρειών. Αντίθετα οι αναβαθμίσεις είχαν περίπου την ίδια επίδραση για όλες τις κατηγορίες εταιρειών. Άρα οι υποβαθμίσεις είχαν μεγαλύτερη επιρροή στις εταιρείες που βρίσκονταν βαθμολογικά χαμηλά ιεραρχικά απ' ότι αυτές που ήταν ιεραρχικά ανώτερες.

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο η S&P's προχώρησε σε 56 υποβαθμίσεις και σε 12 αναβαθμίσεις. Όπως παρατηρείται στον **πίνακα 4— Παράρτημα Ι**, οι 56 υποβαθμίσεις είχαν αποτέλεσμα μια αρνητική μέση τιμή (-0.0382) και διάμεσο (-0.0192) των αποδόσεων για όλα τα διαστήματα χρόνου με σημαντικότητα 0.01. Τα παραπάνω δείχνουν ότι οι αναπροσαρμογές της S&P's προς τα κάτω ενείχαν πληροφόρηση στην αγορά. Αντίθετα σημαντικές αναβαθμίσεις δεν εμπεριείχαν σημαντική πληροφόρηση στην αγορά.

Άλλο βασικό συμπέρασμα των συγγραφέων ήταν ότι οι βαθμολογίες των δυο μεγάλων πρακτόρων δεν διέφεραν τόσο σε περίοδο οικονομικής ανόδου και ύφεσης. Αναφορικά με την αγορά ομολόγων, η μέση απόδοση των ομολόγων που κατηγοριοποιήθηκαν από τους διεθνείς πράκτορες ήταν μεγαλύτερη από αυτές των ομολόγων που κατατάχθηκαν από τους τοπικούς πράκτορες. Άρα η αντίδραση της αγοράς ήταν πιο ελαστική στα ομόλογα που βαθμολογούνταν από τους διεθνείς παρά τους τοπικούς πράκτορες.

✚ Οι *Bissoonndoyal και Bheenick (2004)* εξέτασαν αν υπάρχουν διαφορετικές επιδράσεις στις αγορές από αλλαγές στις αξιολογήσεις των δυο μεγάλων πρακτόρων, Moody's και Standard & Poor's και τις μεταξύ τους αλληλεπιδράσεις. Τα δεδομένα της έρευνας αφορούσαν την χρονική περίοδο 1975 έως 2002. Οι ημερήσιες αποδόσεις της αγοράς προέρχονταν από την Datastream International και ο κίνδυνος της αγοράς υπολογίστηκε από την σχέση : $AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$, όπου R_{it} η απόδοση της αγοράς i την t ημέρα, R_{mt} η απόδοση της ημέρα t στον παγκόσμιο δείκτη, α_i , β_i οι βασικές παράμετροι της αγοράς, με βάση την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας περιγράφονται σε πίνακες.

Οι πίνακες 5 και 6– Παράρτημα I αναφέρουν την αντίδραση της αγοράς στις αλλαγές της Standard & Poor's. Το πρώτο μέρος του πίνακα δείχνει τις αλλαγές στις χώρες των οποίων η βαθμολόγηση ήταν αρκετά χαμηλή και αβέβαιη, ενώ τα άλλα δυο μέρη του πίνακα συνδέονται με χώρες που είχαν λάβει υψηλές και χαμηλές βαθμολογίες. Τα αποτελέσματα αφορούσαν τον μέσο όρο όλων των χωρών αυτών των κατηγοριών. Ο **πίνακας 5** δείχνει τη επίδραση μιας αλλαγής στις βαθμολογίες για το χρονικό διάστημα 10 ημέρες πριν μέχρι και 10 ημέρες μετά ή και 40 ημέρες από την ανακοίνωση. Ο μέσος όρος των αποδόσεων και για τις δυο κατηγορίες των χωρών ήταν στατιστικά σημαντικός μετά το πέρας των 10 ημερών, τόσο για τις αναβαθμίσεις όσο και για τις υποβαθμίσεις. Τα αποτελέσματα των τριών τελευταίων γραμμών του πίνακα που αναφέρονται στην επιρροή +20, +30, +40 ημέρες δείχνουν ότι οι αλλαγές στην βαθμολογία έδειξαν να δίνουν στην αγορά πρόσθετες πληροφορίες, πέρα από το μέγιστο του χρονικού ορίζοντα. Σε γενικές γραμμές, οι αποδόσεις δεν φάνηκαν να είναι σημαντικές. Άρα δεν υπήρξε κάποια επιρροή μακροπρόθεσμα από μια ανακοίνωση για αλλαγή από την Standard & Poor's.

Τα αποτελέσματα για την Moody's αναφέρονται στον **πίνακα 6**. Το πρώτο μέρος του πίνακα δείχνει τις χώρες των οποίων η βαθμολογία ήταν υψηλή, ενώ τα άλλα δυο μέρη δείχνουν τις χώρες που είχαν χαμηλές και υψηλές μαζί βαθμολογίες. Τα αποτελέσματα του πίνακα βρίσκονται σε συμφωνία με τα προηγούμενα, δηλαδή η ανακοίνωση μιας αλλαγής στην βαθμολογική κατάταξη δεν είχε σημαντική επιρροή βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα και οι αποδόσεις παρέμειναν ασήμαντες για όλο το χρονικό διάστημα που εξετάστηκε, τόσο για την περίπτωση αύξησης της βαθμολογίας όσο και της μείωσης. Άρα οι πράκτορες μετέφεραν πρόσθετη πληροφορία στους αποφασίζοντες επενδυτές, εκτός από τις υπόλοιπες πηγές.

Η βασική μεθοδολογία και η όλη διαδικασία εφαρμόστηκε και στην περίπτωση των διαδοχικών βαθμολογιών. Η διαδοχική βαθμολόγηση ορίστηκε ως μια βαθμολογική αλλαγή που εφαρμόζεται από τον ένα πράκτορα και ακολουθείται από αλλαγή από τον άλλο πράκτορα, εντός της χρονικής περιόδου των 20 ημερών. Ο **πίνακας 7– Παράρτημα I**, δείχνει τις βασικές επιρροές διαδοχικών αλλαγών από την S&P. Μια ανάλυση του **πίνακα 7** δείχνει ότι μια υποβάθμιση δεν είχε σημαντική επιρροή στην αγορά. Εξετάζοντας εξ ολοκλήρου τον πίνακα φαίνεται ότι για το χρονικό διάστημα -10 μέρες πριν το γεγονός και 10 μέρες μετά το γεγονός, ο μέσος όρος των αποδόσεων δεν ήταν σημαντικός. Άρα οι διαδοχικές αλλαγές της S&P's δεν είχαν σημαντική επιρροή. Ο **πίνακας 8 – Παράρτημα I** αναφέρει την επιρροή των διαδοχικών αλλαγών στην βαθμολογία της Moody's. Ο **πίνακας 8** υποδεικνύει ότι οι υποβαθμίσεις δεν είχαν χρονικά την ίδια επιρροή στην αγορά.

Τα βασικά συμπεράσματα της έρευνας ήταν ότι οι εξατομικευμένες και η από κοινού (διαδοχικές) αναβαθμολογήσεις δεν παρείχαν υψηλό επίπεδο βαθμολόγησης, ώστε να επηρεάζονται οι αποδόσεις των μετοχών της αγοράς. Έπισης οι συγγραφείς κατέληξαν

στο συμπέρασμα ότι γενικά μόνο αλλαγές από επανεκτίμηση στις βαθμολογίες είχαν σημαντική επιρροή στις αποδόσεις της αγοράς. Επιπρόσθετα, στην περίπτωση των διαδοχικών βαθμολογήσεων, ανάμεσα στις ημερομηνίες των διαδοχικών ανακοινώσεων, υπήρξε κάποια αντίδραση της αγοράς σε αυτή την αλλαγή. Μια μελέτη των σωρευτικών αποδόσεων για την Standard & Poor's έδειξε ότι οι διαδοχικές βαθμολογήσεις είχαν υψηλότερες επιρροές από τις εξατομικευμένες βαθμολογήσεις. Τα αποτελέσματα δεν ήταν ίδια και για την περίπτωση της Moody's, όπου οι σωρευτικές αποδόσεις ήταν μεγαλύτερες για διαδοχικές βαθμολογήσεις απ' ό,τι εξατομικευμένες και μετά από 10 μέρες από την δεύτερη ανακοίνωση. Οι διαδοχικές βαθμολογίες είχαν επίδραση στην αγορά στο μεσοδιάστημα των ημερών των δυο ανακοινώσεων από τους πράκτορες.

✚ Οι *Kaminsky και Schmuckler (2001)*, στην ερευνά τους σχετικά με το πώς οι βαθμολογικές κατατάξεις επηρεάζουν τον κίνδυνο χώρας και τις αποδόσεις μετοχών, πήραν δεδομένα για 16 αναπτυσσόμενες αγορές, για την χρονική περίοδο 1999 έως 2000. Εφάρμοσαν γραμμικές παλινδρομήσεις (panel regressions) και προέβησαν στην εκτίμηση διαφορετικών σχεσιακών δομών, μέσα από μαθηματικές εξισώσεις, όσον αφορά την εκτίμηση του κινδύνου χώρας και τις αποδόσεις των μετοχών για να καταλήξουν σε κάποια συμπεράσματα. Η βασική υπόθεση των γραμμικών παλινδρομήσεων ήταν η ύπαρξη μηδενικής συσχέτισης μεταξύ του όρου σφάλματος και των επεξηγηματικών μεταβλητών, χωρίς να εξετάζονται οι δυναμικές επιρροές που μπορεί να έχουν οι αναβαθμίσεις ή υποβαθμίσεις. Για αυτόν το λόγο οι συγγραφείς έπειτα κατέφυγαν στην μέθοδο της εξέτασης ανά περίπτωση, (case studies), που απαιτεί την αντιστοίχιση συγκεκριμένων γεγονότων και αποδόσεων.

Τα αποτελέσματα της έρευνας αναφέρονται στον **πίνακα 9– Παράρτημα Ι**, όπου οι διαφορετικές στήλες αναπαριστούν τις εναλλακτικές σχέσεις. Παρατηρώντας τον πίνακα καταλήγει κανείς στο συμπέρασμα ότι οι αλλαγές στις αξιολογήσεις των αναπτυσσόμενων αγορών έχουν επιδράσεις στις αγορές ομολόγων και χρήματος. Γενικότερα οι επιδράσεις φαίνονται να είναι μεγαλύτερες ανάμεσα στις χώρες της ίδιας γεωγραφικής περιφέρειας, εφόσον επισημαίνεται μια αύξηση των αποδόσεων κατά 0.8%, ενώ ανάμεσα στις διαφορετικές γεωγραφικές περιφέρειες οι αλλαγές στις βαθμολογίες προκαλούν μια αλλαγή της τάξης μόνο 0.4% κατά μέσο όρο στις αποδόσεις. Αυτό που ενδιαφέρει τις χώρες της ίδιας γεωγραφικής περιφέρειας είναι οι εκτιμήσεις των πρακτόρων σχετικά με τον κίνδυνο συναλλάγματος (currency ratings), ενώ ανάμεσα στις διαφορετικές γεωγραφικές περιφέρειες σημασία έχει η εκτίμηση για τον κίνδυνο αθέτησης της υποχρέωσης για πληρωμή από την κυβέρνηση. Άλλο συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι οι αδύναμες οικονομίες είναι περισσότερο ευαίσθητες στα διεθνή γεγονότα απ' ό,τι τις οικονομικά υγιείς. Ακόμα οι αλλαγές στα επιτόκια της Αμερικής έχουν πιο σημαντική επιρροή για τις χώρες που έχουν αξιολογηθεί χαμηλά. Ο **πίνακας 10 – Παράρτημα Ι** επισημαίνει παρόμοια συμπεράσματα και για τις αποδόσεις των μετοχών. Οι εκτιμήσεις σχετικά με το ξένο χρέος επηρεάζει περισσότερο έντονα στο

κόστος της ξένης δανειοδότησης απ' ότι τις αποδόσεις των μετοχών. Ωστόσο οι αποδόσεις των μετοχών φαίνεται να αλληλεπιδρούν περισσότερο έντονα στις διακυμάνσεις των αποδόσεων όταν η οικονομία είναι ευαίσθητη, όπως εκτιμάται από την κατάταξη των πρακτόρων.

✚ Ο *Reinhart (2002)* κατέβαλε προσπάθεια να ερμηνεύσει με την σειρά του αν οι βαθμολογικές κατατάξεις επηρεάζουν την εξέλιξη των αξιολογούμενων χωρών και κατά πόσο επερχόμενες οικονομικές κρίσεις (συγκεκριμένα συναλλαγματικές, τραπεζικές) συνδέονται με τυχόν υποτιμήσεις και το ανάποδο. Η ανάλυση περιλάμβανε τρεις βαθμολογικές κατατάξεις των Institutional Investor's, Moody's, Investors Service, Standard and Poor's, για το διάστημα 1970-1999. Ο συγγραφέας χρησιμοποίησε παρόμοια βήματα με το παρελθόν για την σύγκριση των διαφορετικών κατατάξεων μεταξύ τους. Γενικά έγινε η υπόθεση ότι οποιαδήποτε υποτίμηση κατά την διάρκεια 24 μηνών πριν την κρίση αποτελεί σημάδι της κρίσης που έρχεται. Το δείγμα για την ανάλυση των σχέσεων μεταξύ αθέτησης χρέους και συναλλαγματικής κρίσης περιελάμβανε 113 αθετήσεις και 151 κρούσματα κρίσεων, εκ των οποίων οι 135 αφορούσαν αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Τα βασικά συμπεράσματα της έρευνας ήταν ότι υπάρχει ισχυρή σχέση μεταξύ των διάφορων συμβάντων καθυστέρησης οφειλών και των συναλλαγματικών κρίσεων στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Η πιθανότητα συναλλαγματικής κρίσης με την υπόθεση να αθέτησης του χρέους φάνηκε πολύ πιο πιθανή, αλλά οι συναλλαγματικές κρίσεις ήταν περισσότερο συχνές και στο μισό των περιπτώσεων δεν οδηγούσαν σε αθέτηση χρέους. Γι'αυτό οι περισσότερες κατατάξεις είχαν χαμηλή προβλεπτική ικανότητα για τις συναλλαγματικές κρίσεις.

Ο συγγραφέας επίσης εξέτασε κατά πόσο οι σχετικές βαθμολογίες των χωρών τείνουν να επηρεαστούν από γεγονότα, όπως μια συναλλαγματική κρίση. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης γύρω από την βαθμολογία του Institutional Investor δεν έδειξαν αξιοσημείωτες διαφορές ανάμεσα στις αναπτυγμένες και αναπτυσσόμενες οικονομίες όσον αφορά την πιθανότητα υποτίμησης (ή πολλαπλών υποτιμήσεων) ως επακόλουθο μιας νομισματικής κρίσης, (**πίνακας 11 - Παράρτημα Ι**). Η απόσταση μεταξύ των διαφορετικών οικονομιών μεγάλωνε ύστερα από μια υποτίμηση που ακολουθεί την νομισματική κρίση. Η διαφορά στις διάφορες υποτιμήσεις στις βαθμολογικές κλίμακες των δυο οικονομιών υπήρξε σημαντική. *Τα παραπάνω έδειξαν ότι η κρίση αυξάνει την πιθανότητα αθέτησης του χρέους, αλλά όχι απαραίτητα ότι η νομισματική κρίση εξισώνεται με την αθέτηση του χρέους.*

Προς ολοκλήρωση των προηγούμενων, ο συγγραφέας εξέτασε εάν η διαπίστωση της ύπαρξης μιας οικονομικής κρίσης βοηθά στην πρόβλεψη των υποβαθμίσεων στις βαθμολογικές κατατάξεις για τις αναπτυσσόμενες αγορές και για τις ανεπτυγμένες οικονομίες. *Τα αποτελέσματα της ανάλυσης έδειξαν υψηλή συσχέτιση ανάμεσα στην κρίση*

και την πιθανότητα αθέτησης του χρέους στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Η συναλλαγματική κρίση έδειξε να επηρεάζει την πιθανότητα αθέτησης του χρέους, καθώς οι βαθμολογίες αμέσως μετά την κρίση συστηματικά μειώνονται. Σε απάντηση του βασικού ερωτήματος γιατί οι αναλύσεις και βαθμολογίες των πρακτόρων συχνά αποτυγχάνουν στην πρόβλεψη του κινδύνου, ο συγγραφέας απέδωσε το γεγονός αυτό στο ότι οι πράκτορες έχουν εστιάσει την προσοχή τους σε δείκτες και άλλα οικονομικά στοιχεία που δεν αξιόπιστα στην πρόβλεψη του κινδύνου. Για παράδειγμα, οι πράκτορες δίνουν βαρύτητα στον δείκτη χρέος προς εξαγωγές, αλλά ο δείκτης έδειξε να είναι ένας φτωχός δείκτης της οικονομικής κρίσης (**πίνακας 12 – Παράρτημα Ι**). Όπως αναφέρει ο [Reinhart \(2002\)](#), οι πράκτορες δίνουν λίγη βαρύτητα στους δείκτες ρευστότητας, δείκτες για το συνάλλαγμα και την συμπεριφορά και εκτίμηση των περιουσιακών στοιχείων, που είναι καλύτεροι στην πρόβλεψη των οικονομικών δυσκολιών που μπορούν να οδηγήσουν σε οικονομική κρίση και αθετήσεις.

Επίσης, κατά τον συγγραφέα, οι εταιρείες αξιολογήσεων αποτυγχάνουν στην πρόβλεψη των οικονομικών κρίσεων, όχι όμως και αθετήσεων, γιατί οι κρίσεις είναι πολύ δύσκολο να προβλεφθούν, οι αποδόσεις των επιτοκίων ποικίλλουν και οι προβλέψεις σχετικά με το συνάλλαγμα επίσης αποτυγχάνουν στην πρόβλεψη αυτών των κρίσεων. Αλλά ωστόσο οι δείκτες είναι καλύτεροι στην πρόβλεψη των περιπτώσεων αθέτησης του χρέους, παρά των κρίσεων. Οι δείκτες έχουν αποδειχθεί καλύτεροι στην πρόβλεψη, όχι μόνο της συναλλαγματικής κρίσης, αλλά και μιας ευρύτερης οικονομικής κρίσης. Η συναλλαγματική κρίση συνδέεται στενά με την αθέτηση του χρέους. Ο συγγραφέας τόνισε ότι μια συναλλαγματική κρίση στις αναπτυσσόμενες οικονομίες αυξάνει την πιθανότητα της αθέτησης του χρέους. Μια συναλλαγματική κρίση μπορεί πολύ εύκολα να μετατραπεί σε γενικευμένη οικονομική κρίση, καθώς η αξιοπιστία των βαθμολογιών καταρρέει ακολουθώντας την κατάρρευση του συναλλάγματος και η οικονομία χάνει την πρόσβαση στη διεθνή χρηματοδότηση.

✚ Ο [Kraussl \(2005\)](#) έδωσε την δική του διάσταση στο πως οι θετικές και αρνητικές ανακοινώσεις των πρακτόρων επηρεάζουν τις αποδόσεις των αγορών στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Η ανάλυση του βασίστηκε στην βασική ιδέα του «δείκτη πίεσης της αγοράς», που αποτελεί τον σταθμισμένο μέσο όρο των ημερήσιων ονομαστικών αλλαγών στα επιτόκια, των ημερήσιων βραχυπρόθεσμων αλλαγών στα επιτόκια και των αλλαγών στις τιμές των μετοχών. Η μαθηματική του εξίσωση ισούται με :

$$SMP = \alpha_1 e_{it} + \alpha_2 r_{it} + \alpha_3 s_{it} = \alpha_1 \frac{E_{it} - E_{it-1}}{E_{it-1}} + \alpha_2 \frac{R_{it} - R_{it-1}}{R_{it-1}} + \alpha_3 \frac{S_{it} - S_{it-1}}{S_{it-1}},$$

όπου e_{it} είναι οι πρώτες αλλαγές των ονομαστικών επιτοκίων, r_{it} οι αλλαγές των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, s_{it} οι αλλαγές του εγχώριου δείκτη μετοχών και α_1 , α_2 , α_3 είναι τα αντίστοιχα βάρη των τριών παραγόντων αντίστοιχα. Τα βασικά δεδομένα

της μελέτης αφορούσαν καθημερινές αξιολογήσεις των μακροπρόθεσμων χρεών σε ξένο συνάλλαγμα των βασικών πρακτόρων Moody's και S&P's, για την χρονική περίοδο 1/1/1997-31/12/2000 για το σύνολο 28 αναδυόμενων αγορών.

Ο συγγραφέας κατέληξε σε βασικά συμπεράσματα, μελετώντας τον δείκτη πίεσης της αγοράς και διάφορες παραμέτρους σχετικά με τις αξιολογήσεις των πρακτόρων. Πρώτα απ' όλα, οι αλλαγές στις αξιολογήσεις των πρακτόρων είχαν σημαντική επίδραση την αγορά. Ο **πίνακας 10**, δείχνει τις αλλαγές του αθροιστικού μέσου του δείκτη «πίεσης της αγοράς», με την βοήθεια των t τεστ και επιπέδων σημαντικότητας. Όπως παρατηρείται, τα αποτελέσματα υπέδειξαν μια στατιστικά σημαντική επιρροή των αλλαγών της αξιολόγησης στο 10% του επιπέδου του δείκτη της αγοράς.

Πίνακας 10 : Βραχυπρόθεσμες επιρροές των πιστοληπτικών αξιολογήσεων

Περίοδος	Αθροιστικός μέσος των αλλαγών του Δείκτη πίεσης της αγοράς (SMP)
-10 έως -1	-0.019*(-1.725)
0 έως +1	-0.013*(-1.689)
+2εως +11	-0.031*(-1.952)

Παρατηρήσεις*: Δείχνει την στατιστική σημασία επιπέδου σημαντικότητας 10%. Τα αποτελέσματα των t-statistics μέσα στις παρενθέσεις.

Έπειτα ο συγγραφέας κατέληξε σε συμπεράσματα αναφορικά με την επίδραση των υποβαθμίσεων και αναβαθμίσεων των πρακτόρων. Ο **πίνακας 11** αναφέρει τις αλλαγές στην αθροιστική διάμεσο του δείκτη αγοράς για τις αναβαθμίσεις και υποβαθμίσεις ξεχωριστά. Γενικά οι υποβαθμίσεις επέφεραν μια ισχυρή αντίδραση της αγοράς, ενώ οι αναβαθμίσεις είχαν μια λιγότερο σημαντική επίδραση στις αναδυόμενες αγορές.

Πίνακας 11 : Βραχυπρόθεσμες επιρροές των επιγενόμενων αλλαγών στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις

Περίοδος	Αναβαθμίσεις	Υποβαθμίσεις
-10 έως -1	-0.010(-0.931)	0.024**(2.083)
0 έως +1	-0.012*(-1.836)	0.031*** (4.514)
+2εως +11	-0.013(-0.973)	0.044*** (3.887)

Παρατηρήσεις***, **, *: Δείχνει την στατιστική σημασία επιπέδου σημαντικότητας 1%, 5%, 10% αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα των t-statistics μέσα στις παρενθέσεις.

Παράλληλα με τις επιγενόμενες αλλαγές στις αξιολογήσεις, εξετάστηκαν στην έρευνα και όλες οι σχετικές πληροφορίες αξιολόγησης, που ήταν οι θετικές και αρνητικές προβλέψεις των πρακτόρων (credit watches and outlooks). Ο **πίνακας 12** δείχνει την αντίδραση του δείκτη της αγοράς στις σχετικές ανακοινώσεις. Η αθροιστική επιρροή της αρνητικής ανακοίνωσης των αξιολογήσεων ήταν μεγαλύτερη απ' ότι τις θετικές ανακοινώσεις και προβλέψεις σχετικά με τις αναδυόμενες αγορές.

Πίνακας 12 : Βραχυπρόθεσμες επιρροές των επιγενόμενων αλλαγών στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις (αναβαθμίσεις και υποβαθμίσεις)

Περίοδος	Θετικές	Αρνητικές
-10 έως -1	-0.026**(-2.184)	0.033** (2.114)
0 έως +1	-0.022**(-2.077)	0.044*** (6.152)
+2εως +11	-0.019*(-1.749)	0.051*** (6.724)

Παρατηρήσεις***, **, *: Δείχνει την στατιστική σημασία επιπέδου σημαντικότητας 1%, 5%, 10% αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα των t-statistics μέσα στις παρενθέσεις.

Ο **πίνακας 13** αναφέρει τις αλλαγές της αθροιστικής διαμέσου του δείκτη αγοράς για τις προβλεπόμενες και μη προβλεπόμενες αλλαγές στις αξιολογήσεις των Moody's και S&P's. Τα αποτελέσματα του πίνακα δείχνουν ότι οι μη προβλεπόμενες αλλαγές στις αξιολογήσεις είχαν ισχυρή ανταπόκριση στις οικονομικές αγορές των αναδυόμενων οικονομιών. Απ' την άλλη μεριά, καμία από τις προβλεπόμενες αναβαθμίσεις ή υποβαθμίσεις δεν είχε σημαντική επιρροή στον δείκτη της αγοράς, όσο στην περίπτωση της μη προβλεπόμενης αλλαγής.

Πίνακας 13 : Βραχυπρόθεσμες επιρροές των προβλεπόμενων αλλαγών αντί των απρόβλεπτων αλλαγών στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις (στην αθροιστική διάμεσο του δείκτη "πίεσης της αγοράς"(SMP))

Περίοδος	Προβλεπόμενες (Anticipated)	Μη Προβλεπόμενες (Unanticipated)
-10 έως -1	10.003(0.375)	-0.012*(-1.693)
0 έως +1	-0.008(-0.922)	-0.043***(-4.753)
+2εως +11	-0.011(-1.165)	-0.054***(-3.938)

Παρατηρήσεις***, **, *: Δείχνει την στατιστική σημασία επιπέδου σημαντικότητας 1%, 5%, 10% αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα των t-statistics μέσα στις παρενθέσεις.

Η πιο σημαντική πληροφορία που προέκυψε μέσα από τα αποτελέσματα είναι ότι αλλαγές στις εκτιμήσεις των πρακτόρων προκάλεσαν σημαντικές αντιδράσεις στις αναπτυσσόμενες αγορές. Υποβαθμίσεις οδήγησαν σε άνοδο του δείκτη «πίεσης της αγοράς». Θετικές ανακοινώσεις και ενέργειες των πρακτόρων οδήγησαν σε μείωση του δείκτη της αγοράς.

6.7 ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΟΥ ΑΦΟΡΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΞΕΤΑΣΗ ΤΗΣ ΣΥΣΤΑΣΗΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ

Ένα μεγάλο μέρος της βιβλιογραφίας έχει επικεντρωθεί στην εξέταση του ρόλου του κινδύνου χώρας στην σύνθεση του διεθνούς χαρτοφυλακίου επενδύσεων εξετάζοντας τον ρόλο και την στατιστική σημασία του κινδύνου χώρας (country risk premium) στα διεθνή χαρτοφυλάκια μετοχών και λοιπών αξιών μέσα από εναλλακτικές τεχνικές και κριτήρια. Το διεθνές χαρτοφυλάκιο επενδύσεων αφορά βασικά δυο είδη ρίσκων που συνδέονται με την μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας (*exchange rate volatility*) και τον κίνδυνο χώρας. Στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης των συναλλαγών και των διεθνών επενδύσεων είναι γενικά χρήσιμη η ανάπτυξη μοντέλων που λαμβάνουν υπόψη τον παράγοντα του κινδύνου χώρας στις αποδόσεις του διεθνούς χαρτοφυλακίου μετοχών. Ιδιαίτερη σημασία έχει για τους διεθνείς επενδυτές το μέγεθος και η στατιστική σημασία της επιπλέον οικονομικής επιβάρυνσης των διεθνών έναντι των τοπικών χαρτοφυλακίων, εφόσον ο κίνδυνος χώρας έχει ληφθεί υπόψη. Με την αναπόφευκτη παγκοσμιοποίηση των αγορών η διαχείριση των διεθνών χρηματοδοτήσεων εστιάζεται στην διαφοροποίηση των διεθνών χαρτοφυλακίων επενδύσεων. Η διαμόρφωση των διεθνών χαρτοφυλακίων

απαιτεί θεμελιώδη μέτρα για την εκτίμηση των υπαρχουσών συνθηκών και την λήψη των κατάλληλων αποφάσεων.

Ανακοινώσεις σχετικά με την βαθμολογία μιας χώρας μπορούν να οδηγήσουν σε επαναπροσδιορισμό των βαρών στα επιμέρους στοιχεία των διεθνών χαρτοφυλακίων επενδύσεων. Παρόλο που δεν υπάρχει συγκεκριμένη αιτία για τον οποίο συμβαίνουν αλλαγές στις βαθμολογήσεις, το 75% των περιπτώσεων των χωρών αναβαθμολογούνται και το φαινόμενο αυτό είναι περισσότερο συχνό για τις αναπτυσσόμενες χώρες. Αντίθετα οι αναπτυγμένες χώρες υποκείνται σε αναβαθμολογήσεις στο ξένο νόμισμα περισσότερο συχνά από ότι στο εγχώριο νόμισμα. Η αρνητική αντίδραση της αγοράς στις υποβαθμίσεις των πρακτόρων μπορεί να είναι αποτέλεσμα δυο παραγόντων. Η ανακοίνωση μιας υποβάθμισης μπορεί να προκαλέσει αβεβαιότητα σχετικά με την οικονομική κατάσταση των εταιρειών εντός των συνόρων της χώρας, οδηγώντας σε μια πτώση του δείκτη της εγχώριας αγοράς. Διαφορετικά μπορεί να οδηγήσει σε μια πτώση της τιμής του συναλλάγματος εξαιτίας της αβεβαιότητας των επενδυτών σχετικά με τις μελλοντικές χρηματορροές της χώρας. Αντίθετες προσδοκίες δημιουργεί η ανακοίνωση αναβάθμισης, που δημιουργεί ευνοϊκό κλίμα και τάση προς επένδυση.

✚ Ενδεικτικά αναφέρεται η μελέτη του [Friedman \(1997\)](#), που προχώρησε στην ανάλυση της βασικής επιρροής του κινδύνου χώρας υπό το πρίσμα ενός *πολυπαραγοντικού μοντέλου (multi factor model)*. Τέσσερις εναλλακτικές μεταβλητές επιλέχθηκαν : ο δείκτης της τοπικής αγοράς μετοχών, ο δείκτης του περιοδικού Institutional Investor, ο δείκτης του Country Risk Guide και αποκλίσεις από το ισχύον επιτόκιο. Χρησιμοποιώντας καθέναν από τους παραπάνω δείκτες σε συνδυασμό με τον παγκόσμιο δείκτη μετοχών, δημιουργήθηκαν τέσσερα μοντέλα με δυο μεταβλητές. Προκειμένου να γίνει ενσωμάτωση του κινδύνου χώρας στην απόφαση για επιλογή της σύνθεσης του διεθνούς χαρτοφυλακίου, ο συγγραφέας υπέθεσε ότι η απόδοση της αγοράς μετοχών μπορεί να προσδιοριστεί με ένα μοντέλο με πολλούς παράγοντες εκ των οποίων ο ένας είναι ο κίνδυνος χώρας.

Τα βασικά δεδομένα αφορούσαν το σύνολο 557 ξένων μετοχών και 600 μετοχές των ΗΠΑ για την χρονική περίοδο Ιανουάριος 1981 έως Δεκέμβριος 1989. Τα ξένα δεδομένα σχετικά με τις μετοχές αφορούσαν 15 χώρες και προέρχονταν από μηνιαίες δημοσιεύσεις του Morgan Stanley International Perspective. Οι 600 Αμερικάνικες μετοχές επιλέχθηκαν τυχαία από την βάση δεδομένων της Standard & Poor's. Τα δεδομένα σχετικά με την εξέλιξη των επιτοκίων προέρχονταν από το WEFA Group, για το χρονικό διάστημα Ιανουάριος 1981 έως Δεκέμβριος 1989. Για την ίδια περίοδο τα δεδομένα σχετικά με τις τριμηνιαίες αποδόσεις των χρηματικών αγορών προέρχονταν από τον οργανισμό International Financial Statistics (IFS), που ανήκει στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Οι δείκτες σχετικά με τον κίνδυνο χώρας προέρχονταν από το περιοδικό Institutional Investor και ICRG.

Το βασικό συμπέρασμα της έρευνας, ήταν ότι ο κίνδυνος χώρας επιβαρύνει την αξία ή τιμή μιας μετοχής με ένα σχετικό premium, η έκταση του οποίου ποικίλλει ανάλογα με το μέγεθος του κινδύνου. Άρα τα αποτελέσματα αυτά βρίσκονταν σε συνέπεια με την γενικευμένη αντίληψη που επικρατούσε μεταξύ των επενδυτών, δηλαδή ότι οι αγορές κεφαλαίου υποδιαιρούνται σε τμήματα ανάλογα με τον κίνδυνο που συνεπάγονται. Επίσης άλλο σημαντικό συμπέρασμα της έρευνας ήταν ότι τα οφέλη από την διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου ήταν σημαντικά, ακόμα και στην περίπτωση που ενυπύρχε σχετικός κίνδυνος χώρας.

Ένα πιθανό μειονέκτημα των δεδομένων για το χρονικό διάστημα από τον Ιανουάριο 1981 έως τον Δεκέμβριο 1989 είναι ότι παραβλέφθηκε η επιρροή των συναλλαγματικών κινήσεων. Συγκεκριμένα κατά την διάρκεια της τετραετίας 1981 έως 1985 το δολάριο σημείωσε ανοδική πορεία, ενώ κατά την διάρκεια του 1990 σημείωσε καθοδική πορεία. Προκειμένου να ληφθεί υπόψη και η βασική επιρροή της διακύμανσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην σύνθεση των διεθνών χαρτοφυλακίων, ο συγγραφέας εξέτασε ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελούνταν αμοιβαία από μετοχές σε διαφορετικά νομίσματα των 15 χωρών. Όπως προκύπτει από την ανάλυση, κατά την περίοδο 1981-89, οι οποιεσδήποτε απώλειες από το ισχυρό δολάριο εξισορροπούνταν από τα κέρδη που προκύπτουν από το αδύναμο δολάριο. Συνεπώς οι επιπλέον επιβαρύνσεις (premiums) συνδέονται στενά με τον κίνδυνο χώρας και την τρέχουσα συναλλαγματική ισοτιμία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: Συμπεράσματα

Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής αξιοπιστίας των χωρών και γενικότερα του κινδύνου χώρας αποκτά αυξημένη σημασία σήμερα στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης και διεθνοποίησης των εμπορικών και τραπεζικών συναλλαγών. Η συμμετοχή μιας χώρας στις διεθνείς συναλλαγές, η πραγματοποίηση επενδύσεων σε ξένες χώρες και η εξασφάλιση χρηματοδότησης κεφαλαίων για την υλοποίηση τους, αποκτά αυξημένη σημασία για την οικονομική ανάπτυξη και ευημερία της χώρας. Είναι προφανές ότι η ομαλή ένταξη και αλληλεπίδραση μιας χώρας με άλλες χώρες είναι ένα θέμα καίριας σημασίας για την ανάπτυξη και εν τέλει για την βιωσιμότητά της. Συνεπώς, ο κίνδυνος που απειλεί μια χώρα ανάγεται σε κίνδυνο που απασχολεί και όλες τις άλλες χώρες με τις οποίες τηρεί διεθνείς συναλλαγές είτε με την μορφή επενδύσεων είτε με την μορφή χρηματοδοτήσεων, είτε με την μορφή οποιοδήποτε άλλου έννομου δικαιώματος ή δραστηριότητας. Άρα υπάρχει αυξανόμενο ενδιαφέρον για αξιολογη-εκτίμηση των διαφορετικών μορφών κινδύνων στις διάφορες χώρες που απασχολεί πλήθος χωρών, τραπεζών, αλλά και μεμονωμένων επενδυτών και αναλυτών στα πλαίσια των διεθνών αγορών και παγκόσμιων οικονομικών συναλλαγών. Όλα αυτά έχουν οδηγήσει στην επινόηση της έννοιας του κινδύνου χώρας και στην καθιέρωση της δημοσίευσης των αναλύσεων και κατατάξεων από τα διεθνή πρακτορεία εκτίμησης κινδύνου.

Εξαιτίας της αυξημένης αβεβαιότητας του κινδύνου χώρας, η ανάλυση του κινδύνου χώρας έχει αναχθεί σε ολόκληρη επιστήμη με ποικίλες τεχνικές και συστήματα αξιολόγησης. Επίσης, έχει απασχολήσει μεγάλο μερίδιο των ερευνητών και ακαδημαϊκών μελετητών που με τα συγγράμματα τους προτείνουν εναλλακτικές τεχνικές και συστήματα ανάλυσης του κινδύνου χώρας. Η γενική επισήμανση στην οποία καταλήγουν οι περισσότεροι συγγραφείς είναι ότι ο κίνδυνος χώρας είναι αποτέλεσμα πολιτικών, κοινωνικών και οικονομικών παραγόντων. Οι τρεις τομείς είναι πολύ στενά συνδεδεμένοι μεταξύ τους. Επομένως, η ανάλυση του κινδύνου χώρας συνίσταται στην ανάλυση και εκτίμηση των οικονομικών, πολιτικών και κοινωνικών παραγόντων, η συνισταμένη των οποίων καθιστά μια χώρα αδύναμη να αποπληρώσει τις δανειακές τις υποχρεώσεις. Ο βασικός σκοπός άλλωστε του κινδύνου χώρας είναι η πρόβλεψη και πρόληψη τέτοιων δυσάρεστων καταστάσεων, που διαταράσσουν τις εύρυθμες συναλλαγές και τις αρμονικές σχέσεις μεταξύ των χωρών. Εκτός από τον εντοπισμό των βασικών αδυναμιών ή προβλημάτων στους τρεις καθοριστικούς παράγοντες ανάπτυξης, που είναι το πολιτικό και κοινωνικοοικονομικό περιβάλλον, η ανάλυση του κινδύνου χώρας χαρακτηρίζεται από επιτυχία, όταν προσδιορίζεται καταρχήν το βέλτιστο επίπεδο της δανειακής επιβάρυνσης, δηλαδή το ανώτατο όριο ξένου χρέους που μπορεί να αντέξει η χώρα.

Δεδομένης της σημασίας της ανάλυσης του κινδύνου χώρας έχουν επινοηθεί ποικίλα μέσα, τεχνικές και συστήματα ανάλυσης. Η μέχρι τώρα εξέλιξη της ανάλυσης του

κινδύνου χώρας έχει να αναφέρει ποικίλλα συστήματα για την ανάλυση : τυπικά συστήματα ανάλυσης, συστήματα με λίστα έλεγχου, στατιστικές τεχνικές και μέθοδοι, συστήματα προειδοποίησης, οικονομετρικά μοντέλα, μεθοδολογία εναλλακτικών σεναρίων. Κάθε μια απ' τις μεθόδους αυτές διακρίνεται για τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της.

Ιδιαίτερα διαδεδομένη κρίνεται και η χρήση των συστημάτων βαθμολόγησης. Η χρησιμότητα των συστημάτων βαθμολόγησης φαίνεται από τον ολοένα αυξανόμενο αριθμό των χρηματοπιστωτικών οργανισμών που καταφεύγουν στις ήδη δημοσιευμένες βαθμολογίες των γνωστών εταιρειών αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου για την υλοποίηση μιας επένδυσης. Η ενέργεια αυτή κρίνεται ολοένα και περισσότερο απαραίτητη στο σύγχρονο αβέβαιο διεθνές σκηνικό. Για την βαθμολόγηση της πιστοληπτικής αξιοπιστίας της χώρας οι διεθνείς επενδυτές μπορούν να καταφεύγουν είτε σε εσωτερικά συστήματα βαθμολόγησης, δηλαδή να αποκτήσουν ένα δικό τους σύστημα αξιολόγησης του κινδύνου ή να καταφύγουν σε ιδιωτικές εταιρείες αξιολόγησης του κινδύνου χώρας (agencies).

Οι δραστηριότητες των πρακτόρων για την εκτίμηση του κινδύνου χώρας έχει αυξηθεί δραστικά κατά τις τελευταίες δυο δεκαετίες. Οι αξιολογήσεις χωρών βοηθούν τις χώρες να κερδίσουν πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου και προσφέρουν στα βασικά οικονομικά και πολιτικά στελέχη πολύτιμα εργαλεία στην εκτίμηση και διαχείριση του κινδύνου. Συνεπώς η ακρίβεια των εκτιμήσεων των πρακτόρων είναι κρίσιμης σημασίας για την πορεία των χωρών και την υλοποίηση παγκόσμιων επενδύσεων και χρηματοδοτήσεων.

Εξαιτίας του γεγονότος ότι οι βασικοί υπεύθυνοι για την χρηματοδότηση επενδύσεων και της διακίνησης κεφαλαίων είναι τα τραπεζικά ιδρύματα η μελέτη της συμπεριφοράς και της βασικής τακτικής που ακολουθούν αναφορικά με την διαχείριση του κινδύνου χώρας κρίνεται ενδιαφέρουσα. Οι περισσότερες τράπεζες καταφεύγουν σε ποσοτικά ή ποιοτικά κριτήρια κατά την αξιολόγηση και διαθέτουν συνήθως ένα εσωτερικό σύστημα βαθμολόγησης. Έχουν κάποιο ειδικό τμήμα ή όμιλο για την διαχείριση του κινδύνου χώρας, που απαρτίζεται κυρίως από ανώτερα διοικητικά στελέχη και κατονομάζεται «Μονάδα Διαχείρισης Κινδύνων». Σημαντικός είναι και ο ρόλος της Κεντρικής Τράπεζας που αξιολογεί την επάρκεια των διαδικασιών και συστημάτων διαχείρισης του κινδύνου χώρας και την καταλληλότητα των ορίων χώρας στα πλαίσια των επί τόπου επιθεωρήσεων των τραπεζών. Οι βασικές κατευθυντήριες αρχές της Κεντρικής Τράπεζας προς τα τραπεζικά ιδρύματα είναι οι εξής: εντοπισμός της χώρας όπου πραγματικά βρίσκεται ο κίνδυνος, διαχείριση σε ενοποιημένη βάση και ανάλυση απαιτήσεων. Ένα βασικό μέτρο που υιοθετούν οι τράπεζες για την αντιμετώπιση του κινδύνου χώρας είναι η διασπορά (diversification) των «ανοιγμάτων χώρας». Ως εκ τούτου, η διαχείριση και ο έλεγχος των εν λόγω ανοιγμάτων πρέπει να βασίζονται στον καθορισμό και την παρακολούθηση κατάλληλων «ορίων χώρας».

Στο δεύτερο μέρος της παρούσας διατριβής έγινε μια εκτενής αναφορά στις κυριότερες έρευνες που αφορούν τον κίνδυνο χώρας. Αξίζει να σημειωθεί ότι το μεγάλο εύρος της βιβλιογραφικής έρευνας υποδυνάμει και την πολυδιάστατη σημασία του κινδύνου χώρας.

Ένα μεγάλο ποσοστό μελετών άνοιξε με την πετρελαϊκή κρίση 1979-1980, όπου τα προβλήματα εξυπηρέτησης του ξένου χρέους αύξησαν το ενδιαφέρον των επενδυτών. Πλήθος τότε από αναλυτές εφάρμοσαν στατιστικές τεχνικές και αργότερα και άλλες τεχνικές για την ανάλυση του κινδύνου χώρας. Σημασία δίνεται στις υπάρχουσες οικονομικές συνθήκες και στην επιρροή τους στην δυνατότητα μιας χώρας να αποπληρώσει το ξένο χρέος και ο προσδιορισμός των στατιστικά σημαντικών οικονομικών μεταβλητών προσδιορισμού της δυνατότητας για αποπληρωμή του χρέους.

Ένα μεγάλο επίσης μέρος της βιβλιογραφίας του κινδύνου χώρας αφορά την εξέταση και ανάλυση των πολιτικών παραγόντων, μιας και η αδυναμία ή απροθυμία μιας χώρας για αποπληρωμή του χρέους είναι αποτέλεσμα όχι μόνο οικονομικών παραγόντων, αλλά και των υπαρχουσών πολιτικών συνθηκών, αν και ο προσδιορισμός τους είναι αρκετά δύσκολος. Αυτό οφείλεται στην αδυναμία ποσοτικοποίησης των πολιτικών μεταβλητών, που έχουν περισσότερο ποιοτικό χαρακτήρα. Με διαφορετικές υποθέσεις αναφορικά με τα δεδομένα τους και διαφορετικές πηγές δεδομένων, οι συγγραφείς κατέληξαν στις στατιστικά πιο σημαντικές μεταβλητές για τον πολιτικό κίνδυνο.

Επίσης ένα κομμάτι της ενυπάρχουσας βιβλιογραφίας εξετάζει τον κίνδυνο χώρας από την σκοπιά των πραγματοποιούμενων ξένων επενδύσεων, από τους προσδιοριστικούς παράγοντες ζήτησης και προσφοράς δανείων, καθώς και το πώς μπορεί ο κίνδυνος χώρας να ενσωματωθεί στην αξιολόγηση των διαφόρων επενδυτικών προγραμμάτων. Ο βασικός κίνδυνος που συνδέεται με μια επένδυση μετρίεται σε όρους απόδοσης της επένδυσης. Άρα ο κίνδυνος χώρας μπορεί να οριστεί ως τις βασικές επιρροές της χώρας στις αποδόσεις των επενδύσεων. Η μειωμένη πιθανότητα αρνητικών γεγονότων αυξάνει την απόδοση και εντέλει την αξία της επένδυσης.

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι συχνά χρησιμοποιούμενες στατιστικές τεχνικές και μέθοδοι έχουν ορισμένες βασικές αδυναμίες κατά γενική παραδοχή όλων των συγγραφέων. Προς αντιμετώπιση των βασικών προβλημάτων ανάλυσης του κινδύνου χώρας, εφαρμόζονται πολύ συχνά πολυκριτήριες τεχνικές και μέθοδοι.

Επιπρόσθετα, μπορεί κανείς να επισημάνει ποικίλλες μελέτες που βασίζονται σε εναλλακτικές τεχνικές και προσεγγίσεις από χώρους εκτός της στατιστικής και πολυκριτήριας προσέγγισης. Οι τεχνικές αυτές προέρχονται από χώρους της τεχνητής νοημοσύνης, της μηχανικής μάθησης, των νευρωνικών δικτύων και άλλα και προτείνουν χρήσιμα και καινοτόμα εργαλεία για τους επενδυτές και αναλυτές του κινδύνου χώρας.

Μεγάλο μέρος των συγγραφέων και μελετητών έχει απασχοληθεί με την βασική επιρροή που έχουν οι βαθμολογικές κατατάξεις των εταιρειών αξιολόγησης στην

υφισταμένη και μελλοντική κατάσταση της χώρας. Η βασική έρευνα σχετικά με τις συνέπειες των αλλαγών στις βαθμολογικές κατατάξεις άνθισε στην δεκαετία του 1990. Όπως προκύπτει, οι αξιολογήσεις χωρών βοηθούν τις χώρες να κερδίσουν πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου και προσφέρουν στα βασικά οικονομικά και πολιτικά στελέχη πολύτιμα εργαλεία στην εκτίμηση και διαχείριση του κινδύνου. Συνεπώς η ακρίβεια των εκτιμήσεων των πρακτόρων είναι κρίσιμης σημασίας για την πορεία των χωρών και την υλοποίηση παγκόσμιων επενδύσεων και χρηματοδοτήσεων. Τα βασικά συμπεράσματα για τις έρευνες της κατηγορίας αυτής είναι ότι οι πράκτορες με τις υπηρεσίες τους παρέχουν στις αγορές κεφαλαίου νέες πληροφορίες που δεν ήταν δημόσια διαθέσιμες σε αντίθετη περίπτωση. Επιπλέον, οι βαθμολογικές αλλαγές συμβάλλουν στην μετάδοση ή εξάπλωση των επιρροών στις αναπτυσσόμενες αγορές, στις διακυμάνσεις των αξιών και στις αποδόσεις των μετοχών σε ξένες χώρες και επηρεάζουν τις αγορές τουλάχιστον σε τοπικό επίπεδο. Ακόμα η αρνητική επίδραση των υποβαθμίσεων στις αποδόσεις των μετοχών είναι περισσότερο έντονες στις περιπτώσεις υψηλού πληθωρισμού, χαμηλό ισοζύγιο πληρωμών και του ξένου χρέους. Μια υποβάθμιση έχει μεγαλύτερη επιρροή από ότι μια αναβάθμιση ή ότι μια υποβάθμιση είναι περισσότερο πληροφοριακή απ' ότι μια αναβάθμιση. Επίσης η επιρροή μιας αναβάθμισης είναι μεγαλύτερη στην περίπτωση μιας χώρας με υψηλό πληθωρισμό και για τις αναδυόμενες χώρες.

Με μια περιληπτική βιβλιογραφική ανασκόπηση μπορεί κανείς να επισημάνει πρώτα ότι κοινές πηγές άντλησης δεδομένων για την ανάλυση του κινδύνου χώρας είναι είτε διεθνείς οργανισμοί, όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η Τράπεζα για τις Διεθνείς Διευθετήσεις (Bank for International Settlements) και ποικίλες πηγές, όπως η Παγκόσμια Τράπεζα, Euromoney, Institutional Investor, Moody's, S&P's και συγκεκριμένα στατιστικά δεδομένα από διάφορες επίσημες στατιστικές πηγές και οργανισμούς.

Δεύτερον, η ανεξάρτητη μεταβλητή που ορίζεται στα περισσότερα μοντέλα έχει την έννοια της ικανότητας της χώρας να αποπληρώσει τα δάνεια της. Από τις εξαρτημένες μεταβλητές, η συχνότερα χρησιμοποιούμενη μεταβλητή είναι ο επαναπροσδιορισμός του χρέους. Η δεύτερη συνηθέστερη χρησιμοποιημένη εξαρτημένη μεταβλητή, είναι οι αξιολογήσεις των πρακτόρων. Άλλες μεταβλητές είναι η πιθανότητα ενός σημαντικού χρέους και η πιθανότητα εξυπηρέτησης του χρέους και η μέση αξία επαναπροσδιορισμού του χρέους, το επιτόκιο των βασικών κινήσεων συναλλαγών, δείκτες θεμελιακής εκτίμησης, η ζήτηση και η προμήθεια χρέους. Άλλες εξαρτημένες μεταβλητές, όπως η σχετική γραφειοκρατία απόκτησης βαθμολόγησης της πιστωτικής ικανότητας, δημόσιο χρέος στους ιδιωτικούς πιστωτές, συνολικά αποθεματικά και συνολική ή σχετική διασπορά ομολόγων χρησιμοποιούνται λιγότερο συχνά. Σε αυτές περιλαμβάνονται ο ισοσταθμισμένος μέσος όρος των δανείων, η διακύμανση του δείκτη LIBOR, διακυμάνσεις στις αποδόσεις των ομολόγων, η αθέτηση πληρωμής του ξένου δανείου, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας, η κατάταξη με βάση το εισόδημα, οι αποδόσεις μετοχών, οι δευτερεύουσες αγοραίες τιμές του ξένου χρέους κ.λ.π.

Τρίτον, υπάρχουν τρεις τύποι επεξηγηματικών μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στις εμπειρικές μελέτες, συγκεκριμένα οικονομικές, χρηματοοικονομικές και πολιτικές μεταβλητές. Η συχνότητα χρησιμοποίησης των οικονομικών επεξηγηματικών μεταβλητών είναι αρκετά μεγάλη και ακολουθεί η χρήση των πολιτικών μεταβλητών. Ποικίλοι διαφορετικοί οικονομικοί, χρηματοοικονομικοί και πολιτικοί δείκτες έχουν χρησιμοποιηθεί στις μελέτες.

Αναφορικά με την εξέλιξη της ανάλυσης του κινδύνου χώρας στο μέλλον υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης. Πολλοί είναι ακόμα και σήμερα οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί που δεν διαθέτουν ένα οργανωμένο εσωτερικό σύστημα αξιολόγησης της πιστοληπτικής αξιοπιστίας των χωρών. Μάλιστα πολλές τράπεζες δεν χρησιμοποιούν πολιτικό αναλυτή για τον προσδιορισμό του πολιτικού κινδύνου, η εκτίμηση του οποίου είναι ιδιαίτερα σημαντική καθώς επηρεάζει τον συναλλαγματικό και οικονομικό κίνδυνο. Δεν θα πρέπει να λησμονείται το γεγονός επίσης ότι οι περισσότεροι οργανισμοί χάριν ευκολίας περιορίζονται σε αμιγώς οικονομετρικά μοντέλα για την εκτίμηση του κινδύνου χώρας. Η ενσωμάτωση όμως οικονομικών κριτηρίων και μόνο στα μοντέλα εκτίμησης έχει περιορισμένη αποτελεσματικότητα, καθώς λαμβάνει υπόψη μια μόνο πλευρά του κινδύνου χώρας.

Ο κίνδυνος χώρας αποτελεί έννοια πολυδιάστατη, που συνίσταται και επηρεάζεται από πολλούς προσδιοριστικούς παράγοντες. Ο κίνδυνος χώρας δεν επηρεάζει μόνο το σύνολο των επενδυτών και τραπεζών, αλλά έχει και κοινωνικές προεκτάσεις, καθώς επηρεάζει τα μέλη της κοινωνίας. Μια χώρα με υψηλό κίνδυνο εμφανίζει έντονες αντιθέσεις μεταξύ των διαφορετικών κοινωνικών ομάδων, που αντιμετωπίζουν βασικό πρόβλημα βιωσιμότητας. Οι κοινωνικές αναταραχές και οι πολιτικές συγκρούσεις είναι αρκετά συχνό φαινόμενο, ως αποτέλεσμα της δυσανεξίας απέναντι στην επικρατούσα κυβέρνηση. Επιπρόσθετα, το θέμα παίρνει και περιβαλλοντικές διαστάσεις αφού αν η χώρα και τα μέλη της αντιμετωπίζουν βασικά προβλήματα οικονομικής επιβίωσης, δεν ενδιαφέρονται για την ανάπτυξη υποδομών προστασίας του περιβάλλοντος. Εδώ έρχονται να προστεθούν και μηδαμινές εξελίξεις στον πνευματικό και τεχνολογικό τομέα. Άλλωστε η μέχρι τώρα ιστορία έχει δείξει ότι χώρες που ξεχωρίζουν στο διεθνές σκηνικό, για τα τεχνολογικά τους επιτεύγματα και τα πνευματικά τους έργα, διαθέτουν σημαντική οικονομική ευρωστία. Άρα η ενσωμάτωση κοινωνικοπολιτικών παραγόντων στην ανάλυση του κινδύνου χώρας είναι απαραίτητη για την αύξηση της αποτελεσματικότητας της.

Επιπλέον βήματα για βελτίωση στην ανάλυση θα είχε και ο κατάλληλος συνδυασμός των καθιερωμένων τεχνικών ανάλυσης με άλλες τεχνικές που λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τον παράγοντα της αβεβαιότητας που εμπεριέχεται στην λήψη αποφάσεων χρηματοοικονομικής φύσεως. Τεχνικές από τον χώρο της θεωρίας των ασαφών συνόλων σε συνδυασμό με τις πολυκριτήριες και στατιστικές τεχνικές και τα υπάρχοντα συστήματα, θα μπορούσαν να προσφέρουν σημαντικά περιθώρια βελτίωσης της

εκτίμησης του κινδύνου χώρας, όποτε υπάρχει ασάφεια στον προσδιορισμό των διαφορετικών κατηγοριών κριτηρίων.

Εν κατακλείδι, οι αναλυτές χρειάζεται να λαμβάνουν υπόψη τους τα νέα δεδομένα, όπως προκύπτουν ύστερα από κάθε νέα κρίση στο διεθνές σκηνικό των χωρών. Οι προσδιοριστικοί παράγοντες της κρίσης χρειάζεται να ενσωματωθούν και να αποτελέσουν κριτήρια ανάλυσης, καθώς και οι επεξηγηματικές μεταβλητές αυτής. Μόνο κατά αυτόν το τρόπο θα μπορέσουν να ληφθούν κατάλληλα μέτρα και εργαλεία για την πρόληψη και πρόβλεψη των επερχόμενων κινδύνων, που απασχολεί το σύνολο των μελών των χωρών.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι : ΠΙΝΑΚΕΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

 *Andre Guttler, Mark Wahrenburg, (2007),*

Πίνακας 1 : Προσαρμογές στις βαθμολογίες και ανάληψη του κινδύνου πριν την αθέτηση του χρέους

	ΒΑΘΜΟΛΟΓΙΕΣ ΚΑΙ ΜΕΡΕΣ ΠΡΟΣ ΑΘΕΤΗΣΗ							90-31
	>1440	1440-1081	1080-721	720-541	540-361	360-181	180-91	
Moody's								
Μέσος	13.4630	13.8116	14.7182	15.0224	15.3933	16.1341	16.9286	17.6941
10%	9	10	11	11	12.9	14	15	15
90%	16	17	18	18	18	19	20	20
Ευχρότητα των περιπτώσεων προς επένδυση	22.22%	17.39%	9.09%	7.46%	6.00%	4.27%	2.38%	1.18%
Παρατηρήσεις	54	69	110	134	150	164	168	170
S&P's								
Μέσος	12.8876	13.1429	13.5342	13.7875	14.8824	14.8824	15.8198	16.8779
10%	9	9.8	10	11	12	12	13	14
90%	15	16	16	16	17	17	19	20
Ευχρότητα των περιπτώσεων προς επένδυση	17.98%	14.29%	12.33%	8.75%	6.59%	5.29%	4.65%	2.33%
Παρατηρήσεις	89	119	146	160	167	170	172	172
Λογιστικά δεδομένα								
Κάλυψη επιτοκίου	2.6606	2.4596	2.1208	1.8392	1.6743	1.3964	1.3371	1.2426
Λειτουργικά Έσοδα / Πωλήσεις	0.0807	0.0797	0.0593	0.0412	0.0400	0.0270	0.0257	0.0209
Μακροπρόθεσμο Χρέος / Περιουσιακά στοιχεία	0.4429	0.4286	0.5034	0.5360	0.5071	0.5408	0.5430	0.5240
Συνολικό χρέος / Περιουσιακά στοιχεία	0.3561	0.4113	0.4202	0.4293	0.4671	0.4997	0.5309	0.5261

Πίνακας 2 : Βασικές επιρροές μεταξύ των πρακτόρων

I : Αλλαγές από την Moody's		ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΕΙΣ	ΥΠΟΒΑΘΜΙΣΕΙΣ		
		≤-1	1	2	≥3
Αλλαγές από την S&P's 1-90 ημέρες αργότερα	Αριθμός των αλλαγών από την Moody's	131	422	258	167
	Αριθμητικός μέσος αλλαγής	-0.6667	1.8251	1.8281	2.4674
	Πιθανότητα της αλλαγής	25.19%	43.36%	49.61%	55.09%
Αλλαγές από την S&P's 91-180 ημέρες αργότερα	Αριθμός των αλλαγών από την Moody's	33	183	128	92
	Αριθμητικός μέσος αλλαγής	0.90000	1.7542	1.6119	2.3846
	Πιθανότητα της αλλαγής	15.27%	27.96%	25.97%	15.57%
Αλλαγές από την S&P's 91-360 ημέρες αργότερα	Αριθμός των αλλαγών από την Moody's	20	118	67	26
	Αριθμητικός μέσος αλλαγής	0.9231	1.8087	2.0196	1.5556
	Πιθανότητα της αλλαγής	29.77%	27.25%	19.77%	10.78%
II. Αλλαγές από την S&P					
Αλλαγές από την Moody's 1-90 ημέρες αργότερα	Αριθμός των αλλαγών από την S&P	200	614	259	223
	Αριθμητικός μέσος αλλαγής	0.4186	1.6444	1.9618	2.4694
	Πιθανότητα της αλλαγής	21.50%	38.93%	50.58%	43.95%
Αλλαγές από την Moody's 91-180 ημέρες αργότερα	Αριθμός των αλλαγών από την S&P	43	239	131	98
	Αριθμητικός μέσος αλλαγής	0.2432	1.7885	1.8049	2.0000
	Πιθανότητα της αλλαγής	18.50%	25.41%	15.83%	11.21%
Αλλαγές από την Moody's 91-360 ημέρες αργότερα	Αριθμός των αλλαγών από την S&P	37	156	41	25
	Αριθμητικός μέσος αλλαγής	0.6724	1.5924	1.7333	0.6364
	Πιθανότητα της αλλαγής	29.00%	25.57%	11.58%	4.93%
	Αριθμός των αλλαγών από την S&P	58	157	30	11



Πίνακας 3 : Αριθμητική μέση τιμή και διάμεσος των αποδόσεων ημέρα (0) και για διάστημα 3 ημερών (-1, 0,+1) για τις υποβαθμίσεις και αναβαθμίσεις των Γιαπωνέζικων εταιρειών

	Αριθμητική Μέση τιμή (t-statistics)	Διάμεσος (Z-statistics)	N		Αριθμητική Μέση τιμή (t-statistics)	Διάμεσος (Z-statistics)	N
A. Αποδόσεις ημέρας 0							
I. Υποβαθμίσεις				II. Αναβαθμίσεις			
Πλήρες Δείγμα	-0.0062 (-6.76)***	-0.003 (-3.43)***	1065	Πλήρες Δείγμα	0.0026 (1.1)	0.0000 (0.33)	232
Διεθνείς πράκτορες	-0.0132 (-7.44)***	-0.0097 (-2.41)**	385	Παγκόσμιοι πράκτορες	0.0038 (0.82)	0.000 (0.13)	93
Τοπικοί πράκτορες	-0.0022 (-2.23)**	0 (-1.84)*	680	Τοπικοί πράκτορες	0.0017 (0.74)	0.000 (0.18)	139
S&P	-0.0133 (-5.18)***	-0.0099 (-2.41)**	185	S&P	0.002 (0.31)	0.0000 (0.08)	44
Moody's	(-5.28)***	-0.0093 (-2.33)**	200	Moody's	0.0054 (0.82)	0.0028 (0.44)	49
	Διαφορά αριθμητικής μέσης τιμής	Διαφορά διαμέσου			Διαφορά αριθμητικής μέσης τιμής	Διαφορά διαμέσου	
Διεθνείς έναντι τοπικών πρακτόρων	(5.89)	(24.67)***		Παγκόσμιοι έναντι τοπικών πρακτόρων	(-0.44)	(0.00)	
Moody's έναντι S&P	(-0.09)	(-0.01)		Moody's έναντι S&P	(0.37)	(0.08)	
B. Αποδόσεις 3 – ημερών (-1, 0, +1)							
I. Υποβαθμίσεις				II. Αναβαθμίσεις			
Πλήρες Δείγμα	-0.0171 (-10.86)***	-0.0098 (-9.07)***		Πλήρες Δείγμα	0.0028 (0.86)	0.0029 (1.77)*	232
Διεθνείς πράκτορες	-0.0279 (-10.45)***	-0.0141 (-5.44)***		Παγκόσμιοι πράκτορες	0.0037 (0.61)	0.008 (0.24)	93
Τοπικοί πράκτορες	-0.011 (-5.75)***	-0.0049 (-4.21)***		Τοπικοί πράκτορες	0.0022 (0.61)	0.0001 (0.17)	139
S&P	-0.028 (-7.22)***	-0.0144 (-6.33)***		S&P	0.0033 (0.36)	0.0068 (0.62)	44
Moody's	-0.0278 (-7.54)***	-0.0138 (-4.82)***		Moody's	0.004 (0.49)	0.0135 (1.96)	49
JCR	-0.0051 (-1.59)	-0.0014 (-0.65)		JCR	0.0059 (1.42)	0.003 (0.44)	95
R&I	-0.0145 (-6.15)***	-0.0079 (-5.39)***		R&I	-0.0057 (-0.81)	-0.0043 (-1.40)	44
Επενδυτική κατηγορία	-0.0137 (-8.46)***	-0.0078 (-8.31)***		Επενδυτική κατηγορία	0.0023 (0.71)	0.0038 (0.6)	188
Κατηγορία Αβεβαιότητας	-0.0338 (-7.20)	-0.0282 (-5.88)***		Κατηγορία Αβεβαιότητας	0.0051 (0.51)	0.001 (0.23)	44
	Διαφορά αριθμητικής μέσης τιμής	Διαφορά διαμέσου			Διαφορά αριθμητικής μέσης τιμής	Διαφορά διαμέσου	
Διεθνείς έναντι τοπικών πρακτόρων	(5.23***)	(18.44***)		Παγκόσμιοι έναντι τοπικών πρακτόρων	(0.21)	(0.86)	
Moody's έναντι S&P	(0.05)	(0.06)		Moody's έναντι S&P	(0.06)	(0.1)	

Όπου *** επίπεδο σημαντικότητας 0.01, 0.05 (**), 0.10

Πίνακας 4
Αποδόσεις ομολογιών από τους πράκτορες κατά τα έτη 1997-2004

<u>Κατηγορία επένδυσης (investment grade)</u>	<u>Κατηγορία Αβεβαιότητας (speculative grade)</u>			
	<u>Μέσος</u>	<u>Διάμεσος</u>	<u>Μέσος</u>	<u>Διάμεσος</u>
<u>A. ο αριθμητικός Μέσος και η Διάμεσος της επενδυτικής έναντι της κατηγορίας αβεβαιότητας</u>				
S&P	0.0134	0.0127	0.0396	0.0207
Moody's	0.0155	0.0165	0.0343	0.0308
JCR	0.0208	0.0200	0.0720	0.0362
R&I	0.0177	0.0168	0.0632	0.0334
<u>B. Εκτιμήσεις του μοντέλου για τις αποδόσεις των ομολόγων με βάση τις βαθμολογίες της Moody's, S&P, JCR, R&I :</u>				
$YIELD = \beta_0 + \beta_1 RATING + \beta_2 KEIRETSU + \varepsilon$				
	<u>Intercept</u>	<u>RATING</u>	<u>KEIRETSU</u>	<u>R²</u>
S&P	12.8816 (9.73)***	-1.5186 (-7.44)***	-2.3858 (-4.27)***	0.3260
Moody's	11.2352 (12.83)***	-1.3598 (-9.32)***	-1.3341 (-4.03)***	0.4360
JCR	15.3832 (5.62)***	-1.8139 (-4.58)***	-0.5075 (-0.91)	0.1224
R&I	15.3630 (10.72)***	-1.8387 (-8.93)***	-0.4599 (-1.14)	0.2340

Όπου *** επίπεδο σημαντικότητας 0.01, 0.05 (**), 0.10 (*)

 Emawtee Bissoondoyal – Bheenick (2004)

Πίνακας 5 : Μέσος όρος αποδόσεων (AAR) και σωρευτικές αποδόσεις (CAR) ως αντίδραση της αγοράς στις μεμονωμένες βαθμολογικές αλλαγές της S&P για ο χρονικό διάστημα -10 έως 10 ημέρες

Ημέρα	Κατηγορία Αβεβαιότητας ή Χαμηλή κατηγορία (speculative grade)				Κατηγορία Αβεβαιότητας και Επενδυτική κατηγορία μαζί (both speculative and investment grade)											
	Αναβάθμιση n=3				Υποβάθμιση n=12				Αναβάθμιση n=7				Υποβάθμιση n=10			
	AAR	t-Statistics	CAR	t-Statistics	AAR	t-Statistics	CAR	t-Statistics	AAR	t-Statistics	CAR	t-Statistics	AAR	t-Statistics	CAR	t-Statistics
-10	-0.0088	-0.57	-0.0088	-0.57	0.0088	0.36	-0.0088	0.36	-0.0092	-0.23	-0.0092	-0.23	0.0032	0.02	0.0032	0.02
-9	0.0183	1.22	0.0095	0.65	-0.0114	-0.44	-0.0202	-0.08	0.00007	0.47	-0.0086	0.24	0.0099	0.61	0.0132	0.63
-8	0.0172	1.06	0.0267	1.71	0.0112	0.64	-0.0090	0.55	0.0128	0.35	0.0042	0.59	-0.0083	-0.38	0.0048	0.25
-7	0.0081	0.76	0.0348	2.47	0.0023	0.00	-0.0067	0.55	0.0004	-0.34	0.0046	0.24	-0.0026	-0.27	0.0023	-0.02
-6	-0.0238	-0.88	0.0110	1.59	-0.0078	-0.39	-0.0146	0.15	-0.0111	-0.45	-0.0065	-0.20	0.0176	0.34	0.0199	0.32
-5	-0.0150	-0.92	-0.0040	0.67	0.0067	0.33	-0.0078	0.49	-0.0027	0.27	-0.0092	0.07	-0.0013	-0.04	0.0186	0.28
-4	0.0054	1.14	0.0014	1.80	-0.0193	-0.38	-0.0271	0.11	-0.0002	0.13	-0.0094	0.20	0.0021	-0.04	0.0207	0.24
-3	0.0040	0.47	0.0054	2.27	0.0045	0.23	-0.0226	0.34	-0.0013	-0.05	-0.0107	0.15	-0.0082	0.45	0.0124	-0.20
-2	-0.0091	-0.63	-0.0037	1.64	-0.0198	-0.21	-0.0425	0.14	0.0014	0.49	-0.0092	0.64	0.0091	0.43	0.0215	0.23
-1	0.0104	0.92	0.0067	2.56	0.0116	0.33	-0.0308	0.47	-0.0020	-0.11	-0.0113	0.53	0.0078	0.34	0.0294	0.57
0	0.0096	0.10	0.0163	2.66	-0.0046	-0.33	-0.0354	0.14	0.0083	0.28	-0.0030	0.81	-0.0095	-0.39	0.0199	0.18
1	-0.0034	-0.61	0.0129	2.05	-0.0163	-0.26	-0.0517	-0.12	0.0089	-0.01	0.0059	0.80	-0.0063	-0.32	0.0136	-0.13
2	-0.0063	1.72*	0.0067	0.32	0.0027	0.18	-0.0490	0.06	0.0014	-0.08	0.0073	0.72	0.0018	-0.07	0.0154	-0.21
3	0.0105	0.62	0.0172	0.95	0.0139	0.39	-0.0352	0.45	0.0095	0.18	0.0168	0.89	0.0005	0.06	0.0159	-0.15
4	-0.0150	2.18**	0.0022	-1.23	0.0118	0.40	-0.0234	0.85	-0.0078	-0.36	0.0090	0.53	0.0118	0.17	0.0276	0.02
5	0.0085	2.46**	0.0107	1.23	0.0072	0.16	-0.0162	1.01	-0.0143	-0.83	-0.0053	-0.30	-0.0068	-0.33	0.0208	-0.30
6	-0.0167	-1.22	-0.0060	0.02	0.0047	0.25	-0.0115	1.26	0.0024	0.06	-0.0029	-0.24	-0.0001	0.13	0.0207	-0.17
7	-0.0168	-0.30	-0.0227	-0.29	0.0058	0.37	-0.0057	1.64	0.0137	0.27	0.0108	0.03	0.0013	0.16	0.0220	-0.02
8	-0.0021	-0.86	-0.0248	-1.15	0.0139	0.21	0.0082	1.85	0.0092	0.16	0.0200	0.19	0.0069	0.24	0.0289	0.22
9	-0.0030	0.27	-0.0278	-0.88	0.0262	0.40	0.0345	2.25	0.0021	0.24	0.0221	0.43	-0.0015	-0.08	0.0274	0.14
10	0.0179	1.87	-0.0100	1.00	-0.0023	-0.26	0.0322	1.99	0.0066	0.91	0.0287	1.34	-0.0038	-0.19	0.0236	-0.04
20	-0.0200	-1.34	-0.0300	-0.34	-0.0060	-0.18	0.0262	1.80	-0.0027	-0.13	0.0260	1.21	-0.0029	-0.04	0.0207	-0.08
30	-0.0035	-0.89	-0.0335	-1.23	0.0059	0.14	0.0321	1.95	-0.0038	0.19	0.0222	1.40	0.0023	0.12	0.0230	0.04
40	0.0059	0.19	-0.0276	-1.04	0.0046	0.18	0.0367	2.13	-0.0087	-0.14	0.0136	0.99	-0.0026	-0.10	0.0204	-0.06

Όπου *** επίπεδο σημαντικότητας 0.01, 0.05 (**), 0.10 (*)

Πίνακας 6 : Μέσος όρος αποδόσεων (AAR) και σωρευτικές αποδόσεις (CAR) ως αντίδραση της αγοράς στις μεμονομένες βαθμολογικές αλλαγές της Moody's για ο χρονικό διάστημα -10 έως 10 ημέρες

Ημέρα	Κατηγορία Αβεβαιότητας ή Χαμηλή κατηγορία (speculative grade)				Κατηγορία Αβεβαιότητας και Επενδυτική κατηγορία μαζί (both speculative and investment grade)											
	Αναβάθμιση n=6				Υποβάθμιση n=10				Αναβάθμιση n=4				Υποβάθμιση n=5			
	AAR	t- Statistics	CAR	t- Statistics	AAR	t- Statistics	CAR	t- Statistics	AAR	t- Statistics	CAR	t- Statistics	AAR	t- Statistics	CAR	t- Statistics
-10	0.049	1.16	0.0049	1.16					-0.0091	-0.38	-0.091	-0.38	-	-0.10	-0.0077	-0.10
-9	-0.0020	-0.06	0.0030	1.10					-0.0028	-0.05	-0.0120	-0.43	0.0077	0.38	-0.0035	0.28
-8	-0.0063	-0.68	-0.034	0.42					0.0020	-0.15	-0.0099	-0.58	-	-0.33	-0.0122	-0.05
-7	-0.0041	-0.45	-0.0075	-0.03					-0.0065	-0.67	-0.0165	-1.26	0.0088	-0.19	-0.0140	-0.24
-6	-0.0010	0.08	-0.0084	0.05					-0.0020	-0.22	-0.0185	-1.47	-	0.47	-0.0077	0.22
-5	0.0019	0.47	-0.0065	0.52					-0.0025	-0.14	-0.210	-1.61	0.063	-0.10	-0.0105	0.13
-4	0.0065	0.56	0.0000	1.08					-	-	-	-	0.0028	-	-	-
-3	0.0052	0.21	0.0052	1.29					0.0106	0.85	-0.0105	-0.76	0.0268	1.29	0.0163	1.42
-2	-0.0006	-0.07	0.0046	1.21					0.040	0.36	-0.0064	-0.40	-	-0.39	0.0101	1.03
-1	0.0097	0.72	0.0143	1.93					-	-	-	-	0.0062	-	-	-
0	0.0002	0.26	0.0145	2.19					-0.0056	-0.67	-0.0120	-1.08	-	0.08	0.0070	1.11
1	0.0041	0.58	0.0187	2.78					-	-	-	-	0.0030	-	-	-
2	0.0051	0.29	0.0238	3.07					-0.0111	0.50	-0.0231	-1.57	0.0034	0.51	0.0105	1.62
3	0.0044	0.95	0.0282	4.02					-0.0074	0.67	-0.0305	-2.24	0.0089	0.46	0.0193	2.07
4	0.0016	0.64	0.0297	4.66					0.0050	0.87	-0.0255	-1.37	-	-0.15	0.0144	1.93
5	0.0024	0.03	0.0322	4.69					-	-	-	-	0.0049	-	-	-
6	0.0024	-0.09	0.0346	4.60					0.0037	0.19	-0.0218	-1.18	-	-0.21	0.0100	1.72
7	-0.0012	-0.57	0.0334	4.03					-	-	-	-	0.0045	-	-	-
8	0.0003	-0.06	0.0337	3.97					-0.0020	-0.21	-0.0239	-1.39	-	-0.88	-0.0021	0.84
9	-0.0075	-0.75	0.0262	3.22					-	-	-	-	0.0120	-	-	-
10	-0.0042	-0.35	0.0221	2.87					-0.0036	-0.45	-0.0274	-1.84	-	-0.09	-0.0050	0.75
20	-0.0001	0.12	0.0220	3.00					-	-	-	-	0.0030	-	-	-
30	0.0035	0.54	0.0255	3.54					-0.0100	-0.73	-0.0375	-2.57	0.0091	0.50	0.0041	1.25
40	0.0019	0.35	0.0274	3.89					-0.0020	-0.36	-0.0394	-2.93	0.0031	0.39	0.0072	1.64
									-0.0008	-0.16	-0.0403	-3.09	0.0082	0.15	0.0153	1.79
									-0.0092	-0.61	-0.0495	-3.70	-	-0.47	0.0093	1.32
									0.0144	0.79	-0.0351	-2.91	0.0060	-	-	-
									-	-	-	-	-	-0.56	0.0044	0.76
									-0.0073	-0.57	-0.0424	-3.48	0.0049	-	-	-
									-	-	-	-	0/0111	-0.53	-0.0068	0.23
									-0.0145	-1.39	-0.0569	-4.87	-	-0.6513	-0.0169	-0.42
									-	-	-	-	0.0101	-	-	-
									0.0207	0.62	-0.0362	-4.24	-	-0.3117	-0.0215	-0.73
									-	-	-	-	0.0046	-	-	-
									-0.0080	-1.81	-0.0442	-6.06	-	-0.0791	-0.0241	-0.81
									-	-	-	-	0.0026	-	-	-

Όπου *** επίπεδο σημαντικότητας 0.01, 0.05 (**), 0.10 (*)

Πίνακας 7 : Μέσος όρος αποδόσεων (AAR) και σωρευτικές αποδόσεις (CAR) ως αντίδραση της αγοράς στις διαδοχικές βαθμολογικές αλλαγές της S&P για το χρονικό διάστημα -10 έως 10 ημέρες

Ημέρα	Κατηγορία Αβεβαιότητας ή Χαμηλή κατηγορία (speculative grade)				Υποθετική και Επενδυτική κατηγορία μαζί (both speculative and investment grade)											
	Διαδοχική Αναβάθμιση n=0 (Joint upgrade)				Διαδοχική Υποβάθμιση n=5				Ενοποιημένη Αναβάθμιση n=0				Ενοποιημένη Υποβάθμιση n=3			
	AAR	t-Statistics	CAR	t-Statistics	AAR	t-Statistics	CAR	t-Statistics	AAR	t-Statistics	CAR	t-Statistics	AAR	t-Statistics	CAR	t-Statistics
-10					-0.0008	-0.20	-0.0008	-0.20					-0.0018	0.05	-0.0018	0.05
-9					0.0132	0.21	0.0125	0.01					0.0123	1.01	0.0104	1.06
-8					0.0086	0.48	0.0211	0.49					0.0019	3.97**	0.0123	5.03
-7					-0.0075	-0.64	0.0135	-0.15					0.0212	0.83	0.0336	5.86
-6					0.0050	0.53	0.0186	0.37					0.0047	-0.08	0.0382	5.78
-5					-0.0030	-0.45	0.0155	-0.08					-0.0108	-0.41	0.0274	5.37
-4					-0.0031	-0.20	0.0124	-0.28					0.0171	0.89	0.0445	6.26
-3					-0.0057	-0.44	0.0068	-0.72					0.0013	-0.01	0.0459	6.26
-2					-0.0154	-0.38	-0.0087	-1.10					0.0110	0.46	0.0568	6.71
-1					0.0012	0.10	-0.0075	-1.00					-0.0299	-0.56	0.0269	6.25
0+					-0.0370	-0.52	-0.0445	-1.52					-0.0158	-0.48	0.0111	5.67
0-					-0.0006	0.23	-0.0451	-1.29					0.0047	0.10	0.0158	5.76
1					-0.0091	-0.39	-0.0542	-1.68					-0.0126	-0.45	0.0032	5.31
2					0.0030	0.21	-0.0512	-1.47					-0.0112	-0.57	-0.0079	4.74
3					0.0057	0.14	-0.0455	-1.32					-0.0054	-0.37	-0.0133	4.37
4					-0.0041	-0.39	-0.0296	-1.71					0.0398	4.25**	0.0265	8.61
5					-0.0087	-0.04	-0.0583	-1.75					0.0377	0.91	0.0642	9.52
6					-0.0110	-0.28	-0.0693	-2.02					0.0226	0.54	0.0868	10.06
7					-0.0102	-0.83	-0.0901	-2.86					-0.0072	-0.47	0.0796	9.60
8					-0.0208	-0.98	-0.1003	-3.03					-0.0253	-0.49	0.0542	9.10
9					-0.0147	-0.17	-0.1150	-4.01					0.0163	0.53	0.0705	9.64
10					0.0166	-0.26	-0.0984	-3.75					0.0018	-0.17	0.0722	9.47
20					0.0110	0.26	-0.0875	-3.52					-0.0001	-0.10	0.0721	9.37
30					-0.0330	-0.59	-0.1205	-4.11					0.0109	0.47	0.0830	9.84
40					0.0074	0.87	-0.1130	-3.24					-0.0074	-0.22	0.0756	9.62

Όπου *** επίπεδο σημαντικότητας 0.01, 0.05 (**), 0.10 (*)

Πίνακας 8 : Μέσος όρος αποδόσεων (AAR) και σωρευτικές αποδόσεις (CAR) ως αντίδραση της αγοράς στις διαδοχικές βαθμολογικές αλλαγές της Moody's για το χρονικό διάστημα -10 έως 10 ημέρες

Ημέρα	Υποθετική βαθμίδα (speculative grade)				Υποθετική και Επενδυτική κατηγορία μαζί (both speculative and investment grade)											
	Ενοποιημένη Αναβάθμιση n=2 (Joint upgrade)				Ενοποιημένη Υποβάθμιση n=3				Ενοποιημένη Αναβάθμιση n=0				Ενοποιημένη Υποβάθμιση n=6			
	AAR	t- Statistics	CAR	t- Statistics	AAR	t- Statistics	CAR	t- Statistics	AAR	t- Statistics	CAR	t- Statistics	AAR	t- Statistics	CAR	t- Statistics
-10	-0.0102	-0.74	-0.0102	-0.74	0.0182	0.66	0.0182	0.66					0.0320	0.96	0.0320	0.96
-9	-0.0154	-1.03	-0.0256	-1.77	0.0355	0.30	0.0518	0.96					-0.0115	-0.31	0.0205	0.65
-8	-0.0243	-1.38	-0.0499	-3.15	-0.0207	-0.64	0.0310	0.32					-0.0272	-1.54	-0.0067	-0.89
-7	-0.0085	-0.46	-0.0583	-3.61	0.0011	-0.03	0.0322	0.29					-0.0127	-0.41	-0.0294	-1.30
-6	-0.0072	-0.45	-0.0655	-4.06	-0.0106	-0.05	0.0216	0.24					-0.3000	-0.72	-0.0494	-2.02
-5	-0.0105	-0.54	-0.0760	-4.60	-0.0127	-8.76	0.0089	-8.52					-0.0212	-0.52	-0.0706	-2.54
-4	-0.0224	-0.89	-0.0984	-5.49	-0.0038	0.07	0.0051	-8.45					0.0573	1.17	-0.0133	-1.37
-3	-0.0187	-0.72	-0.1171	-6.20	-0.0057	-0.29	-0.0005	-8.74					0.0353	0.95	0.0220	-0.41
-2	-0.0152	-0.73	-0.1323	-6.93	-0.0037	-0.14	-0.0042	-8.88					0.0136	0.45	0.0357	0.03
-1	-0.0020	-0.32	-0.1344	-7.25	0.0007	-0.09	-0.0035	-8.97					-0.0070	-0.10	0.0287	-0.06
0+	-0.0167	-0.75	-0.1511	-8.00	0.0030	0.24	-0.0005	-8.73					-0.0246	-0.38	0.0041	-0.44
0-	-0.0039	-0.31	-0.1549	-8.31	0.0100	0.61	0.0095	-8.12					-0.0103	-0.10	-0.0062	-0.54
1	-0.0082	-0.48	-0.1631	-8.79	-0.0078	-1.51	0.0017	-9.63					-0.0267	-0.29	-0.0329	-0.83
2	-0.0302	-2.01	-0.1934	-10.80	0.0119	0.73	0.0136	-8.89					0.0341	0.65	0.0012	-0.19
3	-0.0099	-0.42	-0.2033	-11.22	-0.0018	-0.24	0.0118	-9.13					0.0290	1.00	0.0302	0.81
4	-0.0031	-0.09	-0.2003	-11.31	0.0061	1.38	0.0179	-7.74					0.0228	0.12	0.0530	0.93
5	-0.0181	-0.64	-0.2184	-11.95	0.0210	0.63	0.0388	-7.11					0.0092	0.37	0.0622	1.30
6	-0.0046	-0.39	-0.2230	-12.34	-0.0017	-0.26	0.0371	-7.37					-0.0146	-0.25	0.0476	1.04
7	-0.0174	-0.62	-0.2404	-12.97	0.0119	0.97	0.0491	-6.40					0.0282	0.56	0.0758	1.61
8	-0.0172	-0.90	-0.2576	-13.86	-0.0158	-2.26	0.0332	-8.66					0.0004	0.33	0.0762	1.94
9	-0.0223	-1.11	-0.2799	-14.97	-0.0165	-1.01	0.0167	-9.67					0.0150	0.22	0.0912	2.16
10	-0.0134	-0.70	-0.2933	-15.67	-0.0292	-3.37	-0.0125	-13.04					0.0220	0.63	0.1132	2.78
20	-0.0184	-0.79	-0.3117	-16.46	-0.0139	-0.51	-0.0264	-13.55					0.0508	0.78	0.1640	3.57
30	-0.0287	-1.02	-0.3404	-17.49	0.1270	1.33	0.1006	-12.22					-0.0324	-0.83	0.1316	2.74
40	-0.0160	-0.68	-0.3564	-18.17	0.0649	1.37	0.1655	-10.85					-0.0368	-0.77	0.0947	1.97

Όπου *** επίπεδο σημαντικότητας 0.01, 0.05 (**), 0.10 (*)

 Graciela Kaminsky και Sergio Schmuckler, (2001)

Πίνακας 9 : Ανεξάρτητη μεταβλητή – Μεταβολές στις αποδόσεις των ομολόγων EMBI

	Εναλλακτικές επιλογές					
	1	2	3	4	5	6
Επεξηγηματικές μεταβλητές						
Ανεξάρτητη μεταβλητή	0.040* (1.906)	0.040* (1.909)	0.040* (1.900)	0.040* (1.894)	0.041* (1.923)	-0.482 (-1.156)
Αλλαγές σε βαθμολογίες:						
Οποιαδήποτε χώρα, ξένο και εγχώριο νόμισμα	-0.005*** (-3.415)					
Εγχώρια χώρα, ξένο και εγχώριο νόμισμα	-0.025*** (-3.079)					
Εγχώρια χώρα, ξένο νόμισμα			-0.032*** (-3.943)	-0.032*** (-3.988)	-0.032*** (-3.994)	-0.029*** (-3.73)
Εγχώρια χώρα, εγχώριο νόμισμα			0.008* (0.580)	0.008 (0.558)	0.008 (0.560)	0.002 (0.138)
Ξένες χώρες, ξένο και εγχώριο νόμισμα						
Ξένες χώρες, ξένο νόμισμα			-0.003 (-1.593)			
Ξένες χώρες, εγχώριο νόμισμα			(-0.938)			
Περιφερειακές χώρες, ξένο και εγχώριο νόμισμα						
Περιφερειακές χώρες, ξένο νόμισμα				0.000 (-0.144)	0.000 (-0.145)	-0.001 (-0.318)
Περιφερειακές χώρες, εγχώριο νόμισμα				-0.008* (-1.911)	-0.008* (-1.904)	-0.014** (-2.120)
Μη Περιφερειακές χώρες, ξένο και εγχώριο νόμισμα						
Μη Περιφερειακές χώρες, ξένο νόμισμα				-0.004* (-1.921)	-0.004 (-1.880)	-0.002 (-0.933)
Μη Περιφερειακές χώρες, εγχώριο νόμισμα				0.001 (0.258)	0.001 (0.278)	0.005 (1.005)
Αλλαγές στα επιτόκια ΗΠΑ						
Αλλαγές στα επιτόκια ΗΠΑ	0.029*** (2.747)	0.029*** (2.746)	0.029*** (2.761)	0.029*** (2.747)		
Αλλαγές στα επιτόκια ΗΠΑ – υψηλές βαθμολογίες					0.024 (1.577)	0.046* (1.714)
Αλλαγές στα επιτόκια ΗΠΑ - χαμηλές βαθμολογίες					0.035** (2.348)	0.068** (2.490)
Σταθερά	0.000 (-1.105)	0.000 (-1.025)	0.000 (-1.020)	0.000 (-1.029)	0.000 (-0.940)	0.000 (-0.764)
R^2	0.004	0.005	0.005	0.005	0.006	0.006
Αριθμός των παρατηρήσεων	11,122	11,122	11,122	11,122	10,923	10,408

Όπου *** επίπεδο σημαντικότητας 0.01, 0.05 (**), 0.10 (*)

Πίνακας 10 : Ανεξάρτητη μεταβλητή – Μεταβολές στις αποδόσεις των μετοχών

	Εναλλακτικές επιλογές					
	1	2	3	4	5	6
Επεξηγηματικές μεταβλητές						
Ανεξάρτητες μεταβλητές	0.089*** (4.462)	0.088*** (4.435)	0.088*** (4.430)	0.088*** (4.416)	0.088*** (4.409)	0.337 (1.568)
Αλλαγές σε βαθμολογίες:						
Οποιαδήποτε χώρα, ξένο και εγχώριο νόμισμα	0.002*** (3.496)					
Εγχώρια χώρα, ξένο και εγχώριο νόμισμα		0.007* (1.770)				
Εγχώρια χώρα, ξένο νόμισμα			0.004 (1.139)	0.003 (0.868)	0.003 (0.865)	0.003 (0.629)
Εγχώρια χώρα, εγχώριο νόμισμα			0.006 (0.812)	0.006 (0.800)	0.006 (0.865)	0.000 (0.045)
Ξένες χώρες, ξένο και εγχώριο νόμισμα		0.002*** (3.186)				
Ξένες χώρες, ξένο νόμισμα			0.002*** (2.015)			
Ξένες χώρες, εγχώριο νόμισμα			0.001 (1.219)			
Περιφερειακές χώρες, ξένο και εγχώριο νόμισμα						
Περιφερειακές χώρες, ξένο νόμισμα				0.006*** (3.441)	0.006*** (3.467)	0.005*** (2.243)
Περιφερειακές χώρες, εγχώριο νόμισμα				0.000 (-0.056)	0.000 (-0.080)	0.000 (-0.204)
Μη Περιφερειακές χώρες, ξένο και εγχώριο νόμισμα						
Μη Περιφερειακές χώρες, ξένο νόμισμα				0.000 (-0.159)	0.000 (-0.164)	0.000 (-0.351)
Μη Περιφερειακές χώρες, εγχώριο νόμισμα				0.002* (1.952)	0.002* (1.951)	0.002 (1.508)
Αλλαγές στα επιτόκια ΗΠΑ						
Αλλαγές στα επιτόκια ΗΠΑ	-0.009** (-2.509)	-0.009** (-2.509)	-0.009** (-2.538)	-0.009** (-2.564)		
Αλλαγές στα επιτόκια ΗΠΑ – υψηλές βαθμολογίες					-0.007 (-1.280)	-0.007 (-0.963)
Αλλαγές στα επιτόκια ΗΠΑ - χαμηλές βαθμολογίες					-0.012** (-2.245)	-0.011* (-1.797)
Σταθερά	0.000 (-0.133)	0.000 (-0.116)	0.000 (-0.068)	0.000 (-0.071)	0.000 (-0.186)	0.000 (0.283)
R^2	0.009	0.009	0.009	0.010	0.010	0.010
Αριθμός των παρατηρήσεων	21,788	21,788	21,788	21,788	21,247	20,508

Όπου *** επίπεδο σημαντικότητας 0.01, 0.05 (**), 0.10 (*)

 Reinhart (2002)

Πίνακας 11 : Βαθμολογίες που ακολουθούν μια συναλλαγματική κρίση στις Ανεπτυγμένες και Αναδυόμενες Αγορές

<i>Institutional Investor</i>			
	Συντελεστής (coefficient)	Σταθερό σφάλμα	R^2
Ανεπτυγμένες οικονομίες	-0.007	0.023	0.01
Αναδυόμενες Αγορές- οικονομίες	-0.008**	0.011	0.07
<i>Moody's</i>			
	Συντελεστής (coefficient)	Σταθερό σφάλμα	Τεχνητό R^2 (Pseudo R^2)
Ανεπτυγμένες οικονομίες	-0.08	0.76	0.000
Αναδυόμενες Αγορές- οικονομίες	-0.31**	0.11	0.060

Όπου * επίπεδο σημαντικότητας 10 % και ** επίπεδο σημαντικότητας 5%.

Παρατηρήσεις :

- Η ανεξάρτητη μεταβλητή είναι μια τεχνητή μεταβλητή για την συναλλαγματική κρίση.
- Στην περίπτωση της Institutional Investor η μέθοδος εκτίμησης είναι των ελάχιστων τετράγωνων με σταθερό σφάλμα λάθους (standard errors). Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η 6-μηνιαία αλλαγή στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις.
- Στην περίπτωση της Moody's η μέθοδος εκτίμησης είναι η παραγοντική ανάλυση. Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η 3-μηνιαία αλλαγή στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις.

Πίνακας 12: Βαθμολογία της Institutional Investor και θεμελιώδεις αξίες στην πρόβλεψη των συναλλαγματικών κρίσεων

Τύπος της Κρίσης και Δείκτες	Τιμές του Δείκτη	Ποσοστό της Κρίσης (όπως υπολογίζεται)	Διαφορά ανάμεσα στις υποθετικές & μη υποθετικές πιθανότητες (conditional & unconditional)
Συναλλαγματική κρίση			
<i>Βαθμολογίες Institutional Investor</i>	1.07	29	5.2
<i>Μέσος όρος των 5 πρώτων μηνιαίων δεικτών</i>	0.45	70	19.1
<i>Μέσος όρος 3 πρώτων ετήσιων δεικτών</i>	0.49	36	15.4
<i>Δείκτης Χρέους προς εξαγωγές</i>	0.91	53	6.1
Τραπεζική κρίση			
<i>Βαθμολογίες Institutional Investor</i>	1.62	22	0.9
<i>Μέσος όρος των 5 πρώτων μηνιαίων δεικτών</i>	0.50	72	9.1
<i>Μέσος όρος 3 πρώτων ετήσιων δεικτών</i>	0.41	44	16.3
<i>Δείκτης Χρέους προς εξαγωγές</i>	1.04	56	0.9

Παρατηρήσεις : Οι πέντε πρώτοι μηνιαίοι δείκτες για τη συναλλαγματική κρίση είναι : ο πραγματικός ρυθμός συναλλαγών, τραπεζική κρίση, αποδόσεις μετοχών, εξαγωγές, και M2/αποθεματικά. Όπως και για την συναλλαγματική κρίση, έτσι και για την τραπεζική κρίση οι πέντε πρώτοι μηνιαίοι δείκτες περιλαμβάνουν τον πραγματικό ρυθμό συναλλαγών, τις αποδόσεις των μετοχών και εξαγωγές, οι εκροές (outputs) και οι βασικοί πολλαπλασιαστές του M2 ολοκληρώνουν την λίστα με τους δείκτες. Ως ετήσιοι δείκτες λαμβάνονται υπόψη η ισορροπία του τρέχοντος λογαριασμού, και το ποσοστό των επενδύσεων και το συνολικά προϋπολογισμένο έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ. Οι τρεις αυτοί δείκτες λαμβάνονται υπόψη για την συναλλαγματική και τραπεζική κρίση. Για την συναλλαγματική κρίση λαμβάνονται υπόψη ο τρέχων λογαριασμός ως ποσοστό του ΑΕΠ, ενώ για την τραπεζική κρίση ο δείκτης βραχυπρόθεσμες εισροές κεφαλαίου ως ποσοστό του ΑΕΠ παίρνει αρκετά υψηλές τιμές.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξένη Βιβλιογραφία

Abassi B, Taffler R.J, (1982), “Country risk: A model of economic performance related to debt servicing capacity”, Working paper 36, City University Business School, London.

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

Agmon T., Deitrich K., (1983), “International lending and income redistribution, an alternative view of country risk”, Journal of Banking and Finance 7, 483-495.

Altman & Saunders, (1997), “Credit Risk Measurement: Developments over the Last 20 Years”, Journal of Banking and Finance 21 (11-12), 1721-1742.

Apoteker T., Barthelemy S., (2005), “Predicting financial crises in emerging markets using a composite non – parametric model”, Emerging Markets Review 6, 363-375.

Anastassiou, Th. And Zopounidis C., (1997), “Country risk assessment : A multicriteria analysis approach”, The Journal of Euro-Asian Management, 3, 1, 51-73.

Avramovic D., (1968), Economic Growth and External Debt, John Hopkins press, Baltimore.

Balkan E.M, (1992), “Political instability, country risk and probability of default”, Applied Economics 24, 999-1008.

Bank for International Settlements, March 2000.

Becerra –Fernandez I., Zanakakis S., Walczak S., (2002), “Knowledge discovery techniques for predicting country investment risk”, Computers & Industrial Engineering.

Benayoun R., De Montglfrier J., Tergny J., Larichev O., (1971), “Linear programming with multiple objective faunction : STEM method”, (Mathematical Programming 1, 3, 366-375.

Bissoondoyal –Bheenick, (2004), “Rating timing differences between the two leading agencies: Standard and Poor’s and Moody’s, Emerging Markets Review 5, 361-378.

Brewer T., Rivoli P., (1997), “Political Instability and Country Risk”, Global Finance Journal, 8 (2), 309-321.

Brooks R., Faff R., Hillier D. & J, (2002), “The national market impact of sovereign rating changes”, Journal of Banking & Finance 28, 233-250.

- Burton F.N, Inoue H. (1987), "A country risk appraisal model of foreign asset expropriation in developing countries", *Applied Economics* 19, 1009-1048.
- Calverley J., (1990), "Country risk Analysis", Butterworth and Co Ltd, Second Edition, 3-4.
- Cantor R., Packer F., (1996), "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", FRBNY Economic Policy Review/ October 1996.
- Citron J.T, Nickelsburg G., (1987), "Country risk and political instability", *Journal of Development Economics* 25, 385-392.
- Cline W., (1984), "International Debt : Systematic Risk and Policy Response", MIT Press, Cambridge.
- Cook & Kress, (1991), "A Multiple Criteria Decision Model with Ordianl Preference Data", *European Journal of Operational Research*, 2, 429-444.
- Cook W., Hebner K., (1993), "A multicriteria approach to country risk evaluation : with an example employing Japanese data", *International Review of Economics and Finance*, 2 (4) 327-348.
- Cosset J.C, Roy J., (1988), "Expert judgements of political riskiness: An alternative approach ", Document de Travail 88-12, Universite Laval, Quebec, Canada.
- Cosset J.C, Roy J., (1989), "The determinants of Country Risk Ratings", *Journal of International Business Studies*, First Quarter 1991.
- Cosset. J, Yannis Siskos, Constantin Zopounidis, (1992), "Evaluating Country Risk: A Decision Support Approach", *Global Finance Journal*, 3(1), 79-95.
- Comptroller of the Currency Adminstrator of National Banks, October 2001, *The Handbook of Country Risk Management*.
- Cruces J., (2005), "Statistical properties of country credit ratings", *Emerging Markets Review* 7, 27-51.
- De Smet Y., Gilbert F., (2001), "A class definition method for country risk problems", *Universite Bruxelles*.
- Dhonte P., (1975), "Describing external debt situations : A roll over approach", *IMF Staff Papers* 22, 159-186.
- Eaton J., Gersovitz M., (1981), "Debt with Potential Repudiation", *Theoretical and Empirical Analysis*, *Rev.Econ.Stud*.
- Eaton J., Gersovitz M., (1980), "LDC Participation in International Financial Markets", *Journal of Development Economics*.

Eaton J., Gersovitz M., Stiglitz J., (1986), "The pure theory of country risk", *European Economic Review* 30, 481-513.

Erb C., Harvey C., Viskanta T., (1996), "Political risk, Economic risk, and Financial risk, *Financial Analysts Journal*.

Edwards S., (1984), "LDC Foreign Borrowing and Default Risk : An Empirical Investigation, 1976-1980", *American Economist Review*.

Edwards S., (1986), "Country risk, Foreign Borrowing and Social Discount Rate in an Open Developing Country", *NBER Working Paper*, Cambridge.

Gestel T., Baesens B., Dijke P., Garcia J., Suykens J., Vanthienen J., (2006), "A process model to develop an internal rating system : Sovereign credit ratings", *Decision Support Systems* 42, 1131-1151, Belgium.

Guttler A., Wahrenburg, (2007), "The adjustment of credit ratings in advance of defaults", *Journal of Banking & Finance* 31, 751-767.

Grinols, E. (1976), "International debt rescheduling and discrimination using financial variables", *Manuscript*, U.S Treasury Department, Washington, DC.

Feder G., (1980), "Economic growth, Foreign investment and the debt servicing capacity of developing countries", *Journal of Development Studies*.

Feder G., Just R., (1976), "A study of debt servicing capacity applying logit analysis", *Journal of Development Economics* 4, 25-38.

Feder G., Just R., Ross K., (1981), "Projecting debt servicing capacity of developing countries", *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 16, 651-669.

Feder G., Just R., (1977), "An analysis of the credit terms in the Eurodollar market", *European Economic Review*.

Feder G., Ross K., (1982), "Risk Assessments and Risk Premium in the Eurodollar market", *Journal of Finance* , 670-691.

FinanceAsia, November 2000.

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

Friedman J. & Rajan M., (1997), "An examination of the impact of country risk on the international portfolio selection decision", *Global Journal Finance*, 8, 55-70.

Haque, Mark and Mathieson, (1997), "Rating the Raters of Country Creditworthiness", *Finance & Development* 34, 10-13.

- Hammer P.L, Kogan A., Lejeune M.A, (2006), “Modeling country risk ratings using partial orders”, *European Journal of Operational Research* 175, 836-859.
- Heffernan S.A, (1985), “Country risk analysis: The demand and supply of sovereign loans”, *Journal of International Money and Finance* 4, 389-413.
- Hernandez F.-Trillo, (1994), “A model – based estimation of the probability of default in sovereign credit markets”, *Journal of Development Economics* Vol. 46, 163-179.
- Hoti S., Mc Aleer M., “Country Risk Ratings: An International Comparison”, 2002, Department of Economics University of Western Australia.
- Hoti S., (2005), “Modelling country spillover effects in country risk ratings”, *Emerging Markets Review* 6, 324-345.
- Hoti S., (2005) “Comparative analysis of risk ratings for the East European region”, *Mathematics And Computers in Simulation* 68, 449-462.
- Hooper V., Hume T., Suk – Joong Kim, (2007), “Sovereign rating changes – Do they provide new information for stock markets? ”, *Economic Systems* 32, 142-166.
- Hurwitz L., (1973), “Contemporary approaches to political instability”, *Comparative Politics*, 5, 449-463.
- Hsu M., (2005), “The fog of OECD and non – OECD country efficiency : A data envelopment analysis approach”, University of Texas.
- ICERG, “Common Practices for Country Risk Management in US Banks”, November 1998, Interagency Country Exposure Review Committee – Country Risk Management Sub-Group.
- Kaminsky G., Schmuckler S., (2001), “Emerging markets instability: Do sovereign ratings affect country risk and stock returns?”, Washington University & World Bank.
- Kapur, I., (1977), “An analysis of the supply of the Euro – Currency Finance to Developing Countries”, *Oxford Bulletin of the Economics and Statistics*.
- Kletzer, Kenneth, (1984), “Asymetries of information and LDC borrowing with sovereign risk”, *The Economic Journal*.
- Kunczik, (2001), “Globalization : News Media, Images of Nations and the Flow of International Capital with Special Reference to the Role of Rating Agencies”, Paper presented at the IAMCR Conference, Singapore, 1-49.
- Kraussl Roman, (2005) “Do credit rating agencies add to the dynamics of emerging market crises?”, *Journal of Financial Stability* 1, 355-385.

Lee Suk Hun, (1993), "Relative importance of political instability and economic variables of perceived country creditworthiness", University of Chicago.

Li Joanne, Yoon Shin, William Moore, (2006) "Reactions of Japanese markets to changes in credit ratings by global and local agencies", *Journal of Banking & Finance* 30, 1007-1021.

Maxwell H., Xueming L., Gary C., (2005), "The Fog of OECD and non – OECD country efficiency: A Data Envelopment Analysis Approach", *Proceedings of The Annual Meetings of The Association of Collagiate Maketing Educators* Page 121.

Mayo A.L, Barett A.G, (1978), "An early warning model for assessing developing country risk", *Proceedings of a symposium on the developing countries, by the Export – Import Bank of the United States.*

Mc Fadden D., (1985), "Is There Life After Debt?", World Bank, Washington.

Meldrum D., 1999, "Country risk and Foreign Investment", *Business Economics.*

Melvin F., (1989), "Information Quality, Country risk Assessment, and Private Bank Lending to Less-Developed Countries", UMI Dissertation Services.

Munpower J.L, Livingston S., Lee T.J, (1987), "Expert judgments of political riskiness", *Journal of Forecasting* 6, 51-65.

Mondt K., Despontin. M, (1986), "Evaluation of country risk using multicriteria analysis", Technical Report, Vrije Universiteit Brussel, September 1986.

Moody's Investors , March 1999.

Nordal K., (2001) "Country risk, country risk indices and valuation of FDI: a real options approach", *Emerging Markets Review* 2, 197-217.

Oetzel J., Bettis R., Zenner M., (2000) "Country Risk Measures: How Risky Are They?", *Journal of World Business*, 36(2), 128-145.

Oral M., Kettani O., Jean Claude Cosset, Daouas, (1992), "An estimation model for country risk rating", *International Journal of Forecasting* 8, 583-593.

Pacific Islands Forum Secretariat, Forum Economic Ministers Meeting, Session 3 paper, 11-12 June 2003, *Issues In Country Risk Assessments*".

Pietrabissa E., (1987), "Management of bank's international lending: Country risk analysis and country exposure measurement and control", *European Journal of Operational Research* 30, 42-47.

Pukthuanthong Kuntara, Elayan F., Lawrence Rose, (2007), "Equity and debt market responses to sovereign credit ratings announcement", *Global Finance Journal* 18, 47-83.

- Poon W., Firth M., Fung H., (1999) "A multivariate analysis of the determinants of Moody's bank financial strength ratings", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 9, 267-283.
- Ramcharran H., (1999), "The determinants of secondary market prices for developing country loans: the impact of country risk, *Global Finance Journal*, 173-186.
- Rajan M., Friedman J., (1997), "An examination of the impact of country risk on the international portfolio selection decision", *Global Finance Journal*, 8(1): 55-70.
- Reinhart C., "Default, Currency Crises, and Sovereign Credit Ratings", (2002), University of Maryland
- Reisen & Von Maltzan, (1999), "Boom and Bust and Sovereign Ratings. OECD Development Centre" Technical Paper, No. 148.
- Saini K., Bates P., (1978), "A survey of the Quantitative Approaches to country risk analysis", *Journal of Banking and Finance* 8, 341-356.
- Sargen N., (1977), "Use of economic indicators and country risk appraisal", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Sharipo A.C, (1985), "Currency risk and country risk in international banking", *Journal of Finance* XL, 3, 881-893.
- Sommerville R.A, Taffler R.J, (1995) "Banker judgement versus formal forecasting models: The case of country risk assessment", *Journal of Banking & Finance* 19, 281-297.
- Spiegel M., (1994), "Sovereign risk exposure with potential liquidation: the performance of alternative forms of external finance", *Journal of International Money and Finance*, 13, 400-414.
- Tang, Espinal, (1989), "A Model to Assess Country Risk", *Omega*, Vol. 17, No.4, 363-367.
- Taylor & Jodice (1983), "Quantitative research on political instability", In *World Handbook of Political and Social Indicators*, Yale University Press, New Haven and London, 2, 1-15.
- Wall Street Journal, November 2003.
- Yim J., Heather Mitchell, (2005), "Comparison of country risk models: hybrid neural networks, logit models, discriminant analysis and cluster techniques", *Expert Systems with Applications* 28, 137-148.
- Zopounidis C., (1997), "Operational Tools in the Management of Financial Risks", Kluwer Academic Publishers.

Zopounidis C., (1999), "Multicriteria decision aid in financial management", European Journal of Operational Research, 119, 2, 404-415.

Zopounidis C., Doumpos M., (1997), "A multicriteria sorting methodology for financial classification problems", Working Paper 97-03, Technical University of Crete, Chania, Greece.

Zopounidis C., Doumpos M., (1998), "A multicriteria decision aid methodology for the assessment of country risk", Managing in Uncertainty: Theory and Practice, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht, 5-22.

Zopounidis C., Doumpos M., (1999), "A multicriteria decision aid methodology for sorting decision problems: the case of financial distress", Computational Economics, 14, 3, 197-218.

Zopounidis C., Doumpos M., (2000), "Assessing financial risks using a multicriteria sorting procedure: the case of country risk assessment", Omega 29, 97-109.

Ελληνική Βιβλιογραφία

Δούμπος Μ., Κοσμίδου Κ., Ζοπουνίδης Κ., Γιαννακάκη Δ., «Ανάλυση και Εκτίμηση κινδύνου χώρας (Country Risk) : Θεωρητική και Εμπειρική προσέγγιση», 2004, Εκδόσεις Κλειδάριθμος.

Εγχειρίδιο Κεντρικής Τράπεζας Κύπρου, Σεπτέμβριος 2007.

Καρβουντζή Δ., (1997), «Εκτίμηση κινδύνου χώρας μια πολυκριτήρια προσέγγιση», Μεταπτυχιακή διατριβή, Χανιά.

Πενταράκη Κ., (1998), «Μεθοδολογικό πλαίσιο για την ανάλυση και εκτίμηση της δανειοληπτικής ικανότητας των χωρών», Μεταπτυχιακή διατριβή, Χανιά.

Ζοπουνίδης Κ., Δούμπος Μ., Ματσατσίνης Ν., (1996), «Πολυκριτήρια Ευφυή Συστήματα Υποστήριξης Αποφάσεων για την Αξιολόγηση των Επιδόσεων & της Βιωσιμότητας των Επιχειρήσεων», Εκδόσεις «Ελλην».

Ζοπουνίδης Κ., (1998), «Ανάλυση και Διαχείριση Χρηματοοικονομικών Κινδύνων», Εκδόσεις Κλειδάριθμος.

Χρήσιμα Web Sites για την Εκτίμηση του Κινδύνου Χώρας

<http://www.worldbank.org/data/wdi2001/pdfs/tab5 2.pd>

<http://www.prsgroup.com/icrg.html>

<http://www.institutionalinvestoronline.com>

<http://www.euromoney.com/>

<http://www.moody's.com>

<http://www.standardpoor.com/>

<http://www.fitchratings.com>

www.centralbank.gov.cy