

ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΧΩΡΑΣ (COUNTRY RISK): ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

Μιχάλης Δούμπος, Κυριακή Κοσμίδου,
Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης, Δέσποινα Γιαννακάκη



Περιεχόμενα

Πρόλογος.....	9
---------------	---

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Κίνδυνος χώρας.....	13
1.1. Γενικά.....	13
1.2. Ωφελιμότητα Κινδύνου Χώρας	14
1.3. Ανάλυση κινδύνου χωρών.....	15
1.4. Προβλήματα που Συνδέονται με τον Κίνδυνο Χώρας	20
1.4.1. Τράπεζες και πιστωτικοί οργανισμοί	20
1.4.2. Κυβερνήσεις κρατών και διεθνής οικονομία	21
1.4.3. Επιχειρήσεις και επενδυτές.....	23
1.5. Παράγοντες Κινδύνου Χώρας	24
1.5.1. Οικονομικοί παράγοντες	24
1.5.2. Πολιτικοί παράγοντες	25
1.5.3. Κοινωνικοί παράγοντες	27
1.5.4. Χρηματοοικονομικοί παράγοντες	29
1.6. Πως οι τράπεζες αξιολογούν τον κίνδυνο χώρας	30
1.7. Μέτρηση του κινδύνου χώρας	33
1.7.1 Ιδιωτικές και μη κυβερνητικές οργανώσεις	34

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Ιστορική ανάπτυξη των μεθόδων εκτίμησης κινδύνου χώρας	43
2.1. Μελέτη κινδύνου χώρας μέσω στατιστικών προσεγγίσεων.....	43
2.1.1 Επαναπροσδιορισμός χρεών.....	46
2.2 Πολιτικοί παράγοντες	52
2.3. Εναλλακτικές προσεγγίσεις για τον καθορισμό του κινδύνου χωρών	58
2.4 Βαθμολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας	61
2.4.1 Αδυναμίες των στατιστικών τεχνικών.....	64
2.5. Εκτίμηση κινδύνου χώρας μέσω πολυκριτήριας ανάλυσης	66
2.5.1 Μοντελοποίηση πολυκριτήριας ανάλυσης.....	67
2.5.2 Εφαρμογές πολυκριτήριων μεθοδολογιών στην εκτίμηση κινδύνου χώρας.....	69

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Μέθοδοι ταξινόμησης	77
3.1. Η αναλυτική συνθετική προσέγγιση.....	77
3.1.1. Γενικό μεθοδολογικό πλαίσιο.....	77
3.1.2 Η μέθοδος UTADIS.....	78
3.1.3. Η μέθοδος MHDIS	89
3.2 Προσεγγιστικά σύνολα.....	94
3.3 Νευρωνικά δίκτυα.....	98
3.4 Μηχανική μάθηση.....	101
3.5 Διακριτική ανάλυση.....	103
3.6 Λογιστική ανάλυση.....	106

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Εφαρμογή.....	107
4.1. Περιγραφή του Δείγματος Δεδομένων.....	107
4.2 Στατιστική Ανάλυση του Δείγματος	109
4.3 Αποτελέσματα.....	120
4.3.1 Αποτελέσματα μεθόδων πολυκριτήριας ανάλυσης.....	120
4.3.2 Αποτελέσματα μη παραμετρικών προσεγγίσεων	126
4.3.3 Αποτελέσματα στατιστικών μεθόδων	134
4.4 Σύγκριση αποτελεσμάτων των υποδειγμάτων ταξινόμησης	140

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Συμπεράσματα	147
--------------------	-----

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	151
----------------	-----

Οργανισμοί κριτήρια αξιολόγησης κινδύνου κρατών.....	151
--	-----

Βιβλιογραφία	157
--------------------	-----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Κίνδυνος χώρας

Στο κεφάλαιο αυτό αρχικά ορίζεται η έννοια του κινδύνου χώρας και των διαφορετικών μορφών του (οικονομικός κίνδυνος, εμπορικός κίνδυνος, πολιτικός κίνδυνος και των υποκατηγοριών τους). Στη συνέχεια, παρουσιάζονται οι πιο σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν την ανάλυση του κινδύνου χώρας, καθώς επίσης και τα προβλήματα που προκύπτουν από τον κίνδυνο χώρας. Το κεφάλαιο ολοκληρώνεται με μια περιγραφή του, δηλαδή πως οι τράπεζες εκτιμούν τον κίνδυνο χώρας και μια συνοπτική παρουσίαση των μεθοδολογιών που χρησιμοποιούν δύο γνωστά διεθνή περιοδικά ή Ινστιτούτα, το *Euromoney* και το *Institutional Investor*, τα οποία πραγματοποιούν δημοσιεύσεις που αφορούν την εκτίμηση κινδύνου των χωρών και το βαθμό της δανειοληπτικής τους ικανότητας.

1.1. Γενικά

Ο κίνδυνος χώρας σε μεγάλο βαθμό πηγάζει από τις επενδύσεις που πραγματοποιεί κάθε χώρα και τους κινδύνους που μπορεί αυτές να εμπεριέχουν εξαιτίας χαμηλών αποδόσεων. Παρόλα αυτά αποτελεί το μοναδικό είδος επενδυτικών κινδύνων που εξαρτάται και από γεωγραφικούς παράγοντες όπως από την τοποθεσία της χώρας σε σχέση με τα διεθνή σύνορά της. Από έρευνες κινδύνου χώρας οι πληροφορίες και τα στοιχεία που παρέχονται είναι ως επί το πλείστον βαθμολογικές κλίμακες οι οποίες προσδιορίζονται από το είδος της επένδυσης. Οι επενδύσεις για κάθε χώρα αποτελούν έναν από τους κύριους αναπτυξιακούς παράγοντες. Επειδή ορισμένες χώρες δεν διαθέτουν από μόνες τους, τους πόρους και τα μέσα για να αναπτυχθούν πραγματοποιώντας επενδύσεις, καταφεύγουν στον εξωτερικό δανεισμό.

Ο εξωτερικός δανεισμός παρέχει τη δυνατότητα σε μια χώρα να αυξήσει τις επενδυτικές δραστηριότητες της, δίνοντας με τον τρόπο αυτό μια ώθηση στο ρυθμό της οικονομικής ανάπτυξής της. Ο ρυθμός της οικονομικής ανάπτυξης μιας χώρας εξαρτάται από το μέγεθος των κεφαλαίων που εισρέουν σε αυτήν και την παραγωγικότητα που έχουν τα κεφάλαια αυτά (Anramovic, 1968).

Σε πολλές αναπτυσσόμενες χώρες, μια συνεχή ροή ξένων κεφαλαίων με τη μορφή δανείων είναι πολλές φορές απαραίτητη για τη στήριξη των στόχων οικονομικής τους ανάπτυξης. Σε αυτό το σημείο πρέπει να παρατηρηθεί, ότι στις λιγότερο αναπτυγμένες χώρες, ανάμεσα στην οικονομική τους ανάπτυξη και τη συσσώρευση χρεών υπάρχει μια σύνδεση η οποία πήρε διαστάσεις κυρίως μετά την πρώτη πετρελαϊκή κρίση (1973). Πολλές χώρες κατάφεραν να δημιουργήσουν ένα ικανό ισοζύγιο πληρωμών, ώστε να ανταποκριθούν στις εξωτερικές τους υποχρεώσεις. Άλλες πάλι χώρες, κυρίως οι αναπτυσσόμενες, λόγω της ταυτόχρονης επίδρασης υψηλών χρεών, στασιμότητας των εξαγωγών και άλλων ανασταλτικών παραγόντων ανάπτυξης, δεν ήταν δυνατόν να αποπληρώσουν τα εξωτερικά τους δάνεια, και σε πολλές περιπτώσεις οδηγήθηκαν σε επαναδανεισμό. Συγκεκριμένα, μετά τη δεύτερη πετρελαϊκή κρίση (1979), οι δυσκολίες που αντιμετώπιζουν οι χώρες στην αποπληρωμή των εξωτερικών τους δανείων είναι μεγαλύτερες και είναι φυσικό ότι επηρεάζουν τη διεθνή οικονομική αγορά. Το γεγονός αυτό οδήγησε στην κατανόηση της σπουδαιότητας της μελέτης της δανειοληπτικής ικανότητας των χωρών και κατ' επέκταση της εκτίμησης του κινδύνου χώρας.

1.2. Ωφελιμότητα Κινδύνου Χώρας

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

Με δεδομένη τη μεγάλη αύξηση των άμεσων ξένων επενδύσεων στις ανερχόμενες αγορές κατά την τελευταία δεκαετία, οι μάνατζερ ενδιαφέρονται όλο και περισσότερο να προβλέψουν την πορεία ανάπτυξης των οικονομιών. Ανάμεσα στα έτη 1990 και 1996 το ιδιωτικό ρευστό κεφάλαιο στις ανερχόμενες αγορές πενταπλασιάστηκε από 44 δισεκατομμύρια δολάρια σε 243 δισεκατομμύρια δολάρια. Το 1996 το 45% αυτών των ρευστών πήρε τη μορφή των άμεσων ξένων επενδύσεων (Gentry, 1998). Το Μεξικό, η Βραζιλία και η Αργεντινή από μόνες τους συγκέντρωσαν το 80% των ιδιωτικών επενδύσεων της Λατινικής Αμερικής κατά την περίοδο 1990 έως και 1995. Κατά

τη διάρκεια αυτής της περιόδου, είχε επίσης πραγματοποιηθεί ένας μεγάλος αριθμός από οικονομικές και πολιτικές κρίσεις – όπως η μεγάλη πτωτική πορεία που παρουσίασε το 1994 το Μεξικανικό πέσο και ανάμεσα στα έτη 1997 και 1998 επιβεβαιώνεται μια εκτεταμένη παραβίαση των χρηματοοικονομικών θεσμών στην Μπανγκόκ και τη Ταϊλάνδη. Άλλα γεγονότα που συνθέτουν τις κρίσεις της συγκεκριμένης περιόδου αποτελούν η κατάρρευση της Ινδονησιακής Κυβέρνησης και της Μαλαισιανής οικονομίας, καθώς και η υποτίμηση του Βραζιλιάνικου ριάλι. Πέρα από αυτές τις περιόδους κρίσης, οι “φυσιολογικές” οικονομικές περιόδους χαρακτηρίζονται από το δικό τους ρίσκο όπως διακυμάνσεις στην αξία του γεν (αυξομειώσεις της τάξης του 20% έναντι του δολαρίου) και αλλαγές στην κυβερνητική πολιτική ή στα πολιτικά μέρη που μπορεί να επιδράσουν πάνω στο βιομηχανικό περιβάλλον.

Από τότε που οι άμεσες ξένες επενδύσεις (Foreign Direct Investments) τείνουν να είναι μεσοπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες στο περιβάλλον τους με τουλάχιστον τρία με πέντε έτη χρονικό ορίζοντα, οι μάνατζερ δεν ενδιαφέρονται μόνο για το τι συμβαίνει σήμερα, αλλά θέλουν να γνωρίζουν ποια θα είναι αυτά τα πολιτικά και οικονομικά γεγονότα που πρέπει να περιμένουν αύριο. Σε ένα τέτοιο βιομηχανικό κλίμα, η αποτίμηση του ρίσκου για υπερπόντιες επενδύσεις αποτελεί μια σημαντική στρατηγική απόφαση. Αυτός είναι ο λόγος που συχνά οι μάνατζερ στρέφονται στα κριτήρια ή στις αναλύσεις κινδύνου χώρας για συμβουλές και καθοδήγηση. Ο στόχος των κριτηρίων κινδύνου χώρας είναι να προβλέψει τα πολιτικά ή οικονομικά γεγονότα σε μια χώρα που μπορεί *“να επηρεάσουν το επιχειρηματικό κλίμα με τέτοιο τρόπο που οι επενδυτές να χάσουν χρήματα ή να μην τους αποδώσουν τόσα χρήματα όσα περίμεναν όταν πραγματοποιούσαν την επένδυση”* (Howell, 1998).

1.3. Ανάλυση κινδύνου χωρών

Σε γενικές γραμμές υπάρχουν τρεις κατηγορίες όταν γίνεται αναφορά σε ξένες επενδύσεις: δάνεια (lending), επένδυση κεφαλαίων (equity investment) και άμεσες ξένες επενδύσεις (foreign direct investment-FDI). Τα δάνεια καλύπτουν την άμεση δανειοδότηση ή την ετήσια απόδοση –αγορά των ομολόγων από το κράτος, την κυβέρνηση ή από ιδιωτικές επιχειρήσεις της χώρας. Τα δάνεια μπορούν να καλύπτουν επενδύσεις που κάνουν οι επιχειρήσεις και οι οποίες υπάγονται ή όχι στο χρηματιστήριο αξιών της χώρας. Οι άμεσες ξένες επενδύσεις καλύπτουν τοποθέτηση κεφαλαίων στη βιομηχανία και σε φυσικές πηγές, όπως ορυχεία, ελαιώνες και άλλα φυσικά περιουσιακά στοιχεία. Όσον αφορά τα δάνεια, οι δανειζόμενοι μπορούν να ταξινομηθούν σε δύο κατηγορίες: την κυβέρνηση και αυτούς που δανείζονται μέσω εγγύησης από την κυβέρνηση, και σε αυτούς που δανείζονται από τον ιδιωτικό τομέα χωρίς να έχουν έναν δημόσιο φορέα να τους εγγυηθεί. Όταν ο όρος κίνδυνος χώρας χρησιμοποιείται ως

μέσο οροθέτησης των δανείων (cross-border lending) και όταν ο δανειζόμενος είναι η κυβέρνηση, ο πιστωτικός κίνδυνος (credit risk) είναι πλέον γνωστός ως *sovereign risk* ή ως *sovereign credit risk*. Συγκεκριμένα, ο όρος “*sovereign risk*” αναφέρεται στον κίνδυνο που προκύπτει όταν η κυβέρνηση μιας χώρας σε ένα συγκεκριμένο στάδιο δεν μπορεί να αποκτήσει το απαραίτητο ξένο συνάλλαγμα για να εξυπηρετήσει τα χρέη της σε ότι αφορά τις διεθνείς χρηματοδοτήσεις, πιστώσεις ή παροχές δανείων. Ορίζεται ως ο κίνδυνος της κυβερνητικής παρέμβασης με απαγορεύσεις πληρωμών ή εμβασμάτων στο εξωτερικό για κάλυψη υποχρεώσεων.

Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι αυτός σύμφωνα με τον οποίο οι δανειζόμενοι δεν καλύπτουν πλήρως τις υποχρεώσεις που έχουν ανάλογα με τους διακανονισμούς του δανείου, με συνέπεια να υφίσταται χρηματική απώλεια ο πιστωτής ή το άτομο που παρέχει το δάνειο. Ο Calverley (1990) κάνει μια διάκριση ανάμεσα στον κίνδυνο χώρας όταν ο εκδότης του δανείου είναι η κυβέρνηση και στον κίνδυνο χώρας όταν παρέχεται κάποιο δάνειο σε ιδιώτη, εκδοχή η οποία τείνει να γενικεύσει τον κίνδυνο χώρας όπως επίσης τείνει να επεκταθεί και στις επενδύσεις κεφαλαίου καθώς και στις άμεσες ξένες επενδύσεις (FDI). Η γενική χρήση του όρου “κίνδυνος” καλύπτει και τις δύο πλευρές αυτού – άνω φράγμα κινδύνου (upside potential risk) και κάτω φράγμα κινδύνου (downside risk) – και μπορεί να εκτιμάται από τη διακύμανση της απόδοσης. Για το λόγο αυτό ο κίνδυνος χώρας θα πρέπει να αποδίδεται με μια πιο κατάλληλη ορολογία ως οι “επιπτώσεις των χωρών στις αποδόσεις επενδύσεων” (*country effects in return on investments*). Το κάτω φράγμα κινδύνου συνδέεται περισσότερο με το συνολικό κίνδυνο. Αυτό αναγνωρίζεται καλύτερα από το γεγονός ότι μειώνοντας τις πιθανότητες για αρνητικά γεγονότα, στις περισσότερες περιπτώσεις αυξάνει την αξία της επένδυσης.

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

Πριν αναλυθούν με λεπτομέρειες οι κίνδυνοι αυτοί και οι επιμέρους τομείς που επηρεάζουν θεωρείται σημαντικό να επισημανθεί συγκεκριμένα για τον πολιτικό κίνδυνο ότι παρόλο που ο ρόλος του στις διεθνείς οικονομικές συναλλαγές είναι ιδιαίτερα σημαντικός και έχει εδώ και καιρό αναγνωριστεί και επισημανθεί από επιχειρησιακούς διευθυντές και ερευνητές, η εκτίμηση κινδύνου χώρας, εξακολουθεί να είναι μια σχετικά καινούργια περιοχή έρευνας. Στην πραγματικότητα, το έναυσμα για τη μελέτη του πολιτικού κινδύνου δόθηκε με το άρθρο του Robock (1971) όπου παρουσιάστηκε μελέτη με συνδυασμό ανεξάρτητων και εξαρτημένων μεταβλητών στον πολιτικό κίνδυνο (Simon, 1982).

Μέσα από τη βιβλιογραφία, είναι γενικά παραδεκτό ότι η εκτίμηση χώρας είναι η απόρροια πολιτικών, κοινωνικών και οικονομικών παραγόντων. Αφού σχολιαστεί ακολούθως με περισσότερες λεπτομέρειες, είναι πολύ δύσκολο να προσδιοριστεί η αιτία, καθώς είναι συχνά απίθανο να αναλυθούν οι πολιτικές, κοινωνικές και οικονομικές αιτίες του κινδύνου. Για την ακρίβεια και οι τρεις παράγοντες συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό. Τα κριτήρια, συχνά περιπλέκουν το πρόβλημα με άστοχες μεταβλητές κλειδιά, μέσα σε ένα μοναδικό ευρετήριο. Ακολουθώντας αυτή τη διαδικασία, είναι απίθανο να προσδιοριστούν ποιες είναι οι μεταβλητές αυτές που συνδέονται πραγματικά με το πρόβλημα του κινδύνου.

Η πολιτική ανάλυση κινδύνου είναι η ανάλυση των πολιτικών γεγονότων και των όρων αυτών που μπορούν να προκαλέσουν την απώλεια στην πολυεθνική επιχείρηση (Coplin & O'Leary, 1983). Οι πολιτικοί παράγοντες κινδύνου μπορούν να διαιρεθούν σε μακροκίνδυνους και μικροκίνδυνους. Ο μακροκίνδυνος αναφέρεται στις απρόβλεπτες περιβαλλοντικές αλλαγές και κυρίως στις αλλαγές που έχουν προκληθεί από πολιτικά γεγονότα. Οι μακροκίνδυνοι προκύπτουν από διάφορα δραματικά γεγονότα όπως είναι: πόλεμος, επαναστάσεις, παγκόσμια επιβολή ελέγχου τιμών, αυξήσεις φόρων ή επιβαρύνσεις/ πρόσθετα τέλη. Ο μικροκίνδυνος, αφ' ετέρου, αναφέρεται για τις περιβαλλοντικές αλλαγές που έχουν επιπτώσεις μόνο στις επιλεγμένες βιομηχανίες ή τις εταιρίες (Robock, 1971) σε μια χώρα ή ακόμα και σε ένα συγκεκριμένο πρόγραμμα ματαίωσης εισαγωγών (project-specific cancellation of import) και αδειών εξαγωγών (export licenses), διακριτικούς φόρους (discriminatory taxes), κ.λ.π.

Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τον Marois (1990), ο μακροκίνδυνος είναι αποτέλεσμα της πολιτικής και οικονομικής κατάστασης μιας χώρας σε μια δεδομένη χρονική περίοδο και μπορεί να εμφανιστεί υπό τη μορφή κρατικοποιήσεων, αναδιάρθρωσης του δανεισμού, επέμβασης στις ισοτιμίες νομισμάτων, κ.λ.π. Ο μικροκίνδυνος λαμβάνει υπόψη του την επίπτωση του μακροκινδύνου σε ένα συγκεκριμένο οικονομικό οργανισμό ή και σε ένα ειδικό βιομηχανικό πρόγραμμα. Ο Marois (1990) ταξινομεί επιπλέον τον κίνδυνο χώρας ανάλογα με τη φύση του διατρεχόμενου κινδύνου, όπου μπορεί να είναι η απώλεια πάγιων ενσωματωμένων ενεργητικών στοιχείων (κρατικοποίηση μιας θυγατρικής επιχείρησης) ή χρηματοοικονομικών, ένα κόστος ευκαιρίας (ακύρωση ενός συμβολαίου), κίνδυνοι αναφορικά με τη ζωή προσώπων και κίνδυνοι οι οποίοι αναφέρονται σε μια βιομηχανία (φθορά του παραγωγικού εξοπλισμού).

Το παρόν σύγγραμμα εστιάζεται περισσότερο στους παράγοντες μακροκινδύνου. Αρχικά, επειδή τα μέτρα κινδύνου χωρών τα οποία περιλαμβάνονται στη παρούσα μελέτη προσπαθούν να προβλέψουν τις υποκατηγορίες αυτού του μακροκινδύνου, όπως ο οικονομικός κίνδυνος, ο πολιτικός κίνδυνος, ο εμπορικός κίνδυνος κ.α. από ότι τους μικροκινδύνους. Και δεύτερον, οι μακροκίνδυνοι έχουν τη δυνατότητα να ασκήσουν

επιπτώσεις στο σύνολο της οικονομίας και όχι απλά σε μεμονωμένες οικονομικές μονάδες μιας δεδομένης χώρας.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί οι πιθανές υποδιαιρέσεις του κινδύνου χωρών πραγματοποιούνται σε ένα πεδίο τριών βασικών κατευθύνσεων. Η πρώτη μορφή κινδύνου είναι ο οικονομικός κίνδυνος, ο οποίος συσχετίζεται με τις μακροοικονομικές πολιτικές μιας δεδομένης χώρας, συνδέεται με την μακροοικονομική ανάπτυξη της χώρας όπως, ποια θα είναι η ανάπτυξη του επιτοκίου και η αξία του συναλλάγματος που μπορεί να επηρεάσουν την αποδοτικότητα και κερδοφορία μιας επένδυσης. Συγκεκριμένα, μια υγιής νομισματική πολιτική, ένας χαμηλός πληθωρισμός και ένα χαμηλό ποσοστό ανεργίας συμβάλλουν στο χαμηλότερο κίνδυνο χωρών. Ένα μέτρο του κινδύνου χωρών είναι η σταθερότητα του νομίσματος μιας χώρας. Πολιτικά και οικονομικά γεγονότα μπορούν να οδηγήσουν στον πραγματοποιημένο επιχειρησιακό κίνδυνο μέσω των διακυμάνσεων στις τιμές νομίσματος. Αν και δεν είναι η μοναδική πηγή κινδύνου, ο νομισματικός κίνδυνος υποστηρίζεται να είναι ο σημαντικότερος οικονομικός κίνδυνος (Geczy et al, 1997; Allayannis & Weston, 2000).

Σε μια έρευνα του 1998 για τη χρήση παραγώγων σε μη οικονομικές εταιρίες, ερευνητές στο Weiss Center για τη διεθνή οικονομική έρευνα στο Wharton School of Business, διαπίστωσαν ότι η χρήση παραγώγων έχει αυξηθεί και ότι η κυκλοφορία νομίσματος είναι η σημαντικότερη πηγή οικονομικού κινδύνου για τους ανταποκρινόμενους, σημαντικότερη και από τον κίνδυνο επιτοκίου (Bodnar, Marston, & Hayt, 1998). Σημαντικές αλλαγές στις οικονομικές πολιτικές μιας χώρας, πολιτικό καθεστώς, όροι του εμπορίου, στάση απέναντι στη ξένη άμεση επένδυση, και η κοινωνική σταθερότητα σχεδόν πάντα απεικονίζονται στην αξία νομίσματος μιας χώρας. Οι χώρες με τις σταθερές τιμές συναλλαγματικής ισοτιμίας δεν είναι απρόσβλητες ούτε και σε αυτούς τους κινδύνους. Οι σοβαρές περιβαλλοντικές αλλαγές μπορούν να αναγκάσουν τις κυβερνήσεις να εισέλθουν σε δυσκολίες και συχνά σε πολιτικά αποσταθεροποιητικές υποτιμήσεις νομίσματος.

Η δεύτερη βασική μορφή κινδύνου είναι ο εμπορικός κίνδυνος ο οποίος συνήθως συνδέεται με κινδύνους που πηγάζουν από την εκπλήρωση εμπορικών συναλλαγών και συμφωνιών.

Η τρίτη κατηγορία αφορά τον πολιτικό κίνδυνο, ο οποίος για πολλές χώρες αποτελεί και τον πιο σημαντικό από όλους. Κάθε χώρα είναι μια πολιτική οντότητα με συγκεκριμένους κρατικούς κανόνες και διακανονισμούς που εφαρμόζονται και στις επενδύσεις και πέρα από το γεγονός ότι υπάρχουν συγκεκριμένοι προστατευτικοί κανονισμοί π.χ. νόμοι προστασίας των περιουσιακών δικαιωμάτων, παράλληλα υπάρχει και η προθυμία της κυβέρνησης και η δυνατότητά της να αλλάξει αυτούς τους νόμους και τους κανονισμούς με αποτέλεσμα την εμφάνιση ρίσκου στην επένδυση. Ο πολιτικός κίνδυνος μπορεί επίσης να προκληθεί από τη συμπεριφορά του κράτους ή των κρατι-

κών επιχειρήσεων που υπάρχουν στην αγορά ή σε ακόμη πιο ακραίες περιπτώσεις όπως αυτές του πολέμου και πολιτικών αναταραχών. Ο πιο παραδοσιακός ορισμός του πολιτικού κινδύνου συνδέει τον όρο αυτό με ενέργειες κυβερνήσεων που αναφέρονται στην ενθάρρυνση επενδύσεων μέσα στα πλαίσια ενός περιβάλλοντος το οποίο χαρακτηρίζεται από βίαιες πράξεις, ταραχές, εμπόδια, περιορισμούς στην ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίου κ.λ.π. (Chevalier and Hirsch, 1981). Ο Robock (1971) δηλώνει ότι ο πολιτικός κίνδυνος εμφανίζεται στο επιχειρησιακό περιβάλλον όταν ασυνέχειες παρουσιάζονται στις διεθνείς επιχειρησιακές σχέσεις και προκαλούνται λόγω πολιτικών αλλαγών, καταστάσεις που είναι πολύ δύσκολο να αντιμετωπιστούν. Ο Jodice (1985) προσδιόρισε τον πολιτικό κίνδυνο ως αλλαγές στις λειτουργικές συνθήκες των ξένων επιχειρήσεων που οδηγούν σε πολιτικές αλλαγές, είτε άμεσα μέσω πολέμων, εξεγέρσεων και πολιτικών διαταραχών, είτε μέσω αλλαγών στις κυβερνητικές πολιτικές που επηρεάζουν την ιδιοκτησία και τη συμπεριφορά των επιχειρήσεων. Ο πολιτικός κίνδυνος μπορεί να γίνει αντιληπτός ως ένα γεγονός ή ως μια σειρά γεγονότων σε εθνικά και διεθνή περιβάλλοντα που μπορεί να επηρεάζουν τα φυσικά κεφάλαια, καθώς και το προσωπικό και τη λειτουργία των ξένων επιχειρήσεων.

Η ανάλυση του πολιτικού κινδύνου αναπτύχθηκε ως κύριο μέρος της ανάλυσης κινδύνου χώρας κατά την διάρκεια της δεκαετίας του 1970. Παρόλο που πολλές επιχειρήσεις συμμετέχουν σε τέτοιου είδους αναλύσεις εδώ και αρκετές δεκαετίες, η γρήγορη εξέλιξη αυτής της επιστήμης ξεκινά από την επανάσταση του Ιράν το 1979 και από την αποτυχία ανάπτυξης του επιχειρησιακού τομέα κατά την ίδια περίοδο (Multinational Business, 1983; Business Week, 1980). Αρχές της δεκαετίας του 80 πάνω από 500 αναλυτές πολιτικού κινδύνου εργάζονταν σε διάφορες πολυεθνικές επιχειρήσεις (Burstein, 1983) και πολλές συμβουλευτικές εταιρείες σε θέματα πολιτικού κινδύνου ήταν σε λειτουργία.

Ο Root (1972) παραθέτει ορισμένα παραδείγματα του αφορούν καταστάσεις πολιτικού κινδύνου π.χ. παραδείγματα γεγονότων που επηρεάζουν πραγματικές επενδύσεις. Ο Root διακρίνει τον πολιτικό κίνδυνο σε τρεις κατηγορίες (τριχοτομική προσέγγιση πολιτικού κινδύνου):

- ☐ κίνδυνος μεταφοράς - transfer risk,
- ☐ λειτουργικός κίνδυνος - operational risk, και
- ☐ κίνδυνος ελέγχου ιδιοκτησίας - ownership control risk.

Ο κίνδυνος μεταφοράς είναι ένας κίνδυνος που συνδέεται με τη μεταφορά των αγαθών, προϊόντων και υπηρεσιών πέρα από τα εθνικά σύνορα ή τη μεταφορά κεφαλαίων όπως οι πληρωμές των μερισμάτων. Σύμφωνα με τον Robinson (1981), ο όρος “κίνδυνος μεταφοράς” αναφέρεται στον κίνδυνο όπου μια εταιρεία ιδιωτικού τομέα ενώ έχει καλή επίδοση, δεν μπορεί να παράγει το απαραίτητο ξένο συνάλλαγμα για να ε-

ξυπηρετήσει τις χρεωστικές υποχρεώσεις της. Πιο συγκεκριμένα, ως κίνδυνος κράτους χώρας, “*transfer risk*”, ορίζεται ο κίνδυνος που αντιμετωπίζει μια χώρα (δανειστής) από την απαγόρευση της Κεντρικής Τράπεζας της χώρας (δανειολήπτης) της μεταφοράς του συναλλάγματος στο εξωτερικό.

Ο λειτουργικός κίνδυνος είναι ο κίνδυνος που είναι σχετικός με τη λειτουργία και την απόδοση μιας επένδυσης που πραγματοποιείται σε ξένη χώρα – χώρα υποδοχής, όπως η λειτουργία εγκαταστάσεων συναρμολογήσεων.

Τα παραδείγματα του λειτουργικού κινδύνου είναι οι έλεγχοι των τιμών και κάποιες πιθανές απαιτήσεις στο ότι ο παραγωγός θα πρέπει να χρησιμοποιήσει υποκατάστατα ή ακριβούς τοπικούς προμηθευτές.

Η τελευταία κατηγορία, κίνδυνος ελέγχου ιδιοκτησίας, συνδέεται με το πόσο επηρεάζει τα γεγονότα η δυνατότητα των ιδιοκτητών να ελέγξουν και να διαχειριστούν την επένδυση. Η επένδυση μπορεί να είναι απαλλοτριωμένη ή ο αρχικός ιδιοκτήτης μπορεί να αναγκαστεί να αφήσει τους τοπικούς συνεργάτες να πάρουν κάποιο μερίδιο ιδιοκτησίας σε μια τιμή έκπτωσης.

1.4. Προβλήματα που Συνδέονται με τον Κίνδυνο Χώρας

Κατά κανόνα ο κίνδυνος μιας χώρας επηρεάζει και απασχολεί όλους τους συμμετέχοντες που δρουν σε αυτή (κράτος, τράπεζες, επενδυτές). Ωστόσο κάθε ένας από αυτούς εξετάζει και αντιμετωπίζει το πρόβλημα αυτό από ξεχωριστή οπτική γωνία, με διαφορετικά κίνητρα, διαφορετικές μεθόδους και διαφορετικούς στόχους.

1.4.1. Τράπεζες και πιστωτικοί οργανισμοί

Ο κίνδυνος χώρας συνδέεται με τέσσερα μεγάλης σημασίας προβλήματα με τα οποία οι τράπεζες έρχονται αντιμέτωπες. Τα προβλήματα αυτά αφορούν:

Την εμφανή επιδείνωση του κινδύνου χώρας

Οι οικονομικές και πολιτικές δυσκολίες μιας χώρας επιφέρουν αρκετά προβλήματα στο χαρτοφυλάκιο της τράπεζας που δανείζει αυτή τη χώρα. Η πολιτική πολλών τραπεζών στηρίζεται στο γεγονός ότι η χορήγηση δανείων σε συγκεκριμένες περιπτώσεις παρέχει μια ένδειξη της αξίας του χαρτοφυλακίου τους. Στην περίπτωση όπου οι δανειοληπτικές συναλλαγές μιας χώρας τις αποφέρουν ζημίες, τότε για τη συγκεκριμένη χώρα παραχωρούνται δάνεια με μεγαλύτερη διαφορά μεταξύ της τιμής αγοράς (κόστος δανειοδότησης) και της τιμής πώλησης (επιτόκιο δανεισμού).

Επίσης, τράπεζες, στο χαρτοφυλάκιο των οποίων υπάρχει αξιόλογη συμμετοχή αναξιόπιστων χωρών, αντιμετωπίζουν μια υπερτίμηση στην αξία του αποθεματικού τους. Οι τράπεζες έχουν ως στόχο την αποφυγή τέτοιων προβλημάτων και την καλύτερη διαπραγμάτευση των δανειοληπτικών τους σχέσεων με χώρες στις οποίες υπάρχει κίνδυνος να αθετήσουν τις χρεωστικές υποχρεώσεις τους.

Την καθυστέρηση πραγματοποίησης πληρωμών

Η καθυστέρηση κάλυψης υποχρεώσεων μιας χώρας συνδέεται άμεσα με το προηγούμενο πρόβλημα. Το συγκεκριμένο πρόβλημα προκύπτει λόγω κακής διοικητικής οργάνωσης της χώρας. Στην περίπτωση αυτή επιβάλλεται από την τράπεζα επιβάρυνση με μορφή υψηλότερου επιτοκίου για παράβαση σχετικών συμφωνιών από τη χώρα, γεγονός το οποίο μπορεί να αποβεί επικερδές.

Την αναδιαπραγμάτευση όρων

Το πρόβλημα αυτό αφορά τις υποχρεώσεις μιας χώρας σε εξωτερικά δάνεια και επιφυλάσσει κινδύνους στις τράπεζες. Οι τράπεζες μπορούν να ξεφύγουν από αυτή τη μειονεκτική θέση μέσω παραχωρητικών συμφωνιών που συνάπτουν με τις χώρες, ακόμη και αν αυτό τους επιφέρει ζημίες. Οι χώρες από την πλευρά τους ελαττώνουν τις εισαγωγές τους και κατά συνέπεια μειώνονται οι οικονομικές και εμπορικές ευκαιρίες τους, μειώνεται το επίπεδο των αποθεμάτων τους και επομένως μειώνονται οι καταθέσεις και συναλλαγές τους με τις τράπεζες. Στην περίπτωση αυτή οι τράπεζες αντιμετωπίζουν το λεγόμενο κόστος ευκαιρίας (opportunity cost), εφόσον δεν πραγματοποιήσαν διαπραγματεύσεις με υψηλότερες αποδόσεις.

Τις ζημίες που προκύπτουν λόγω άρνησης εκπλήρωσης υποχρεώσεων

Το τελευταίο πρόβλημα που συνδέεται με τον κίνδυνο χώρας αναφέρεται στις ζημίες που προκύπτουν λόγω άρνησης μερικής ή ολικής εκτέλεσης συμβατικής υποχρέωσης, άρνησης της κυβέρνησης να πληρώσει τα χρέη της, επαναδιαπραγμάτευσης όρων συμβάσεων, με σκοπό την προσαρμογή σε νέες συνθήκες και αναπροσαρμογή σε νέες τιμές (Calverley, 1990).

1.4.2. Κυβερνήσεις κρατών και διεθνής οικονομία

Ο κίνδυνος χώρας αποκτά διαφορετική οπτική όταν εξετάζεται από την κυβέρνηση μιας χώρας. Συχνά τα συμφέροντα αυτής της χώρας είναι αντίθετα προς τα συμφέροντα της δανειοδοτούσας τράπεζας. Σκοπός ενός κράτους όταν χρησιμοποιεί εξωτερικό δανεισμό είναι να αυξήσει τη ρευστότητά του σε ξένο συνάλλαγμα ώστε να μπορέσει να πραγματοποιήσει εγχώριες ή και εξωτερικές επενδύσεις που θα θέσουν τις

βάσεις για μεγαλύτερη παραγωγική δύναμη και ανάπτυξη. Τα αποτελέσματα αυτών των επενδύσεων σπανίως είναι άμεσα, ενώ σε χώρες με πολύ μικρό επίπεδο ανάπτυξης, θετικά αποτελέσματα δεν επιτυγχάνονται παρά μετά από πολλά έτη και πολλά ευνοϊκά δάνεια. Εξάλλου ακόμη και αν τα αποτελέσματα του δανεισμού μετατραπούν γρήγορα σε αύξηση της παραγωγής που επαρκεί για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων, μπορεί η κυβέρνηση να θεωρήσει ασύμφορη (οικονομικά ή πολιτικά) τέτοια ενέργεια. Άλλες φορές σκοπός του δανεισμού είναι η βελτίωση του επιπέδου διαβίωσης του πληθυσμού, η μείωση των κοινωνικών ανισοτήτων, η ενίσχυση βασικών κοινωνικών πεδίων όπως παιδεία, υγεία, κ.α. Τέτοιες ενέργειες ενώ σε πολλές περιπτώσεις είναι απολύτως απαραίτητες σε μια χώρα πριν ξεκινήσει προγράμματα ενίσχυσης και σταθεροποίησης της οικονομίας, βραχυπρόθεσμα έχουν αρνητικές οικονομικές επιπτώσεις και δυσκολεύουν την αποπληρωμή των δανείων.

Παρόλα αυτά οι κοινωνικοπολιτικές εσωτερικές συνθήκες επιβάλουν συχνά μια τέτοια πολιτική στην κυβέρνηση της χώρας και το ζητούμενο για αυτή είναι πώς να κατορθώσει να διατηρήσει την αξιοπιστία της σε διεθνές επίπεδο, να μην επιβαρυνθεί με πρόστιμα ή υψηλούς τόκους από την αθέτηση των συμφωνιών της και αναδιρθρώνοντας την οικονομία της να αποσπάσει νέα δάνεια που θα συνεχίσουν να δίνουν ώθηση στην ανάπτυξή της. Ο μεγαλύτερος κίνδυνος τότε για την χώρα αυτή είναι η αποτυχία των επενδύσεων, η αποτυχία αναδιάρθρωσης της οικονομίας και η απώλεια της εμπιστοσύνης προς αυτή από τους ξένους πιστωτές, επενδυτές και επιχειρήσεις. Τα αποτελέσματα μιας τέτοιας εξέλιξης (Calverley 1990)θα είναι:

- ☐ Παύση της δανειοδότησης, όχι μόνο από την πιστώτρια τράπεζα, αλλά πιθανότατα και από οποιονδήποτε άλλο πιστωτικό οργανισμό.
- ☐ Δυσκολία στη χρηματοδότηση εμπορικών συμφωνιών, τουλάχιστον αρχικά. Οι ανταλλαγές και το ρευστό αντικαθιστούν την κανονική τραπεζική χρηματοδότηση. Οι ανταλλαγές όμως δεν προσφέρουν ευελιξία και οι πληρωμές με ρευστό απαιτούν μεγαλύτερα επίπεδα συναλλαγματικών αποθεμάτων.
- ☐ Νομικές ενέργειες που πιθανόν να κινηθούν από τους πιστωτές για κατάσχεση καταθέσεων, ιδιοκτησίας και εξαγωγών.
- ☐ Παύση τυχόν κεφαλαίων ενίσχυσης από άλλες χώρες ή κοινότητες και κίνδυνος διπλωματικής απομόνωσης.
- ☐ Έλλειψη εμπιστοσύνης που δημιουργείται εναντίον της χώρας μπορεί να επιφέρει δυσλειτουργία και στην εγχώρια οικονομία επηρεάζοντας τις άμεσες επενδύσεις.
- ☐ Μείωση του κύρους της χώρας. Γίνεται αισθητή κυρίως από τα ανώτερα κοινωνικά στρώματα αφού έχουν τις περισσότερες επαφές με το εξωτερικό.

1.4.3. Επιχειρήσεις και επενδυτές

Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις από την άλλη πλευρά έχουν διαφορετικές σκοπιμότητες και ενδιαφέρον για την οικονομική εξέλιξη μιας χώρας όταν δραστηριοποιούνται ή έχουν επενδύσεις σε αυτή. Οι ίδιες παίζουν σημαντικό ρόλο, ο οποίος είναι περισσότερο ρυθμιστικός προς την οικονομία του κράτους, καθώς οι ενδεχόμενες απώλειες κεφαλαίων στο εξωτερικό πλήττουν τη ρευστότητά της και την παραγωγή της σε ξένο συνάλλαγμα. Η ανάλυση του κινδύνου χώρας για επιχειρήσεις με διεθνή προσανατολισμό είναι πιο πολύπλοκη και εξαρτάται από το είδος της επιχείρησης. Το μέγεθος της πολυπλοκότητάς της βασίζεται στο γεγονός ότι ενώ οι τράπεζες ενδιαφέρονται αρχικά για τον κίνδυνο μεταφοράς (transfer risk) και στη συνέχεια για τις γενικότερες μορφές κινδύνου (οικονομικός κίνδυνος, πολιτικός κίνδυνος, εμπορικός κίνδυνος, βλ. ενότητα 1.3.), οι επιχειρήσεις ενδιαφέρονται αρχικά για το γενικευμένο κίνδυνο χώρας. Επίσης οι κίνδυνοι που αφορούν τις επιχειρήσεις συνδέονται με το είδος της δραστηριότητάς τους και για το λόγο αυτό αναλύονται σε αυτή τη βάση.

Όταν πραγματοποιείται μια επένδυση, οι επιχειρήσεις υπολογίζουν την αναμενόμενη απόδοση στη βάση δύο ειδών πρόβλεψης. Η πρώτη αφορά τις σχετικές εγχώριες οικονομικές μεταβλητές όπως πωλήσεις, τιμές προϊόντων, εργατικό κόστος, συναλλαγματικές ισοτιμίες, τιμές στην ενέργεια κ.τ.λ. Η δεύτερη αφορά τις προσδοκίες για τους «κανόνες του παιχνιδιού», δηλαδή ότι έχει σχέση με νόμους αγοράς και φορολογία. Οι μεγαλύτεροι κίνδυνοι είναι αυτοί που προέρχονται από προσδοκίες και μελλοντικές πεποιθήσεις για οικονομικές απολαβές και αποδόσεις επένδυσης οι οποίες στην ουσία αποδεικνύονται εσφαλμένες εξαιτίας ίσως μιας οικονομικής κρίσης ή αλλαγής πολιτικής, είτε αλλαγής των κανόνων του παιχνιδιού προς εξυπηρέτηση πολιτικών σκοπιμοτήτων. Οι κίνδυνοι αυτοί εμφανίζονται πρακτικά με τρεις τρόπους:

Για διάφορους λόγους και οι τρεις κίνδυνοι σχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με το είδος της επιχείρησης. Η απαλλοτρίωση υπέρ του δημοσίου για παράδειγμα είναι πιο πιθανή για μια μεγάλη μεταλλευτική επιχείρηση παρά για μια εμπορική επιχείρηση. Αλλαγές στην ικανότητα δημιουργίας κέρδους σχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με τη θέση της επιχείρησης και το μερίδιο που κατέχει στην αγορά ενώ τα προβλήματα στην αποστολή των αναμενόμενων κερδών επηρεάζουν την επιχείρηση ανάλογα με το αν έχει σχέδια επιχειρηματικής εξάπλωσης στη χώρα αυτή ή επιστρέφει πόρους από προηγούμενη επένδυση.

Οι ενεργειακές κρίσεις και η αύξηση της τιμής του πετρελαίου επηρεάζουν διαφορετικά τις επιχειρήσεις ανάλογα με το είδος τους. Επίσης η μείωση των εισαγωγών πλήττει ή ευνοεί μια επιχείρηση ανάλογα με το πόσο εξαρτάται από αυτές και το ύψος των αποθεμάτων που διαθέτει. Συχνά η επιδείνωση της οικονομίας ενός κράτους μπορεί να φέρει σε πλεονεκτική θέση μια ξένη επιχείρηση, λόγω μείωσης της ανταγωνι-

Η πλήρης παγκοσμιοποίηση της οικονομίας και της αγοράς τη τελευταία δεκαετία, η οικονομική και νομισματική ενοποίηση των Ευρωπαϊκών αναπτυγμένων κρατών και η απελευθέρωση των αγορών είχαν ως αποτέλεσμα να καταστήσουν πιο ευδιάκριτη την αλληλοσυσχέτιση των οικονομιών αλλά και το εύθραυστο της ισορροπίας τους. Η δυσμενής αυτή κατάσταση έδωσε μεγάλη έμφαση στη σημαντικότητα της εκτίμησης κινδύνου χώρας, η οποία εισέρχεται στο προσκήνιο του ενδιαφέροντος περισσότερο για τους παγκόσμιους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, τις τράπεζες, τους μεμονωμένους επενδυτές αλλά και τις ίδιες τις χώρες. Κρίνεται, λοιπόν, αναγκαίος ο προσδιορισμός των καθοριστικών παραγόντων του κινδύνου χώρας και η ανάπτυξη υποδειγμάτων που προβλέπουν τη μέλλοντική κατάσταση της χώρας. Στόχος του παρόντος βιβλίου, στα πλαίσια της διεθνούς χρηματοοικονομικής διοίκησης, είναι η ανάπτυξη ενός πλαισίου υποδειγμάτων αξιολόγησης το οποίο να απαρτίζει ένα αρκετά μεγάλο πλήθος τεχνικών ταξινόμησης οι οποίες προέρχονται από διαφορετικές θεωρητικές κατευθύνσεις. Η ιδιαιτερότητα αυτή χρήζει ιδιαίτερου ενδιαφέροντος καθώς εγγυάται την ορθότητα των αποτελεσμάτων ταξινόμησης και τον αντικειμενικότερο προσδιορισμό της εισοδηματικής ταυτότητας που προσδιορίζεται για κάθε μια χώρα του δείγματος.

Το βιβλίο αυτό απευθύνεται σε ένα αρκετά πλατύ κοινό: διοικητικά στελέχη, διεθνείς χρηματοοικονομικούς αναλυτές, τραπεζικά στελέχη, επενδυτές, κυβερνητικούς οργανισμούς, προπτυχιακούς και μεταπτυχιακούς φοιτητές και ερευνητές που ασχολούνται με τη διοικητική επιστήμη, επιχειρησιακή έρευνα, τραπεζικό μάνατζμεντ και χρηματοοικονομική επιστήμη.



ΚΛΕΙΔΑΡΙΘΜΟΣ

Σολωμού 57, 10432, ΑΘΗΝΑ, Τηλ. 210-5237635

Επισκεφθείτε μας στο Internet
<http://www.klidarithmos.gr>

ISBN 960-209-748-5



9 789602 097489