

The
Economist

راهنمای ریسک‌کشوری

چگونگی شناسایی، مدیریت
کاهش ریسک‌های تجارت خارجی



مترجمان: حسام‌الدین عباس حلاج، سیدحمیدرضا عظیمی

Download from: aghalibrary.com

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



انجمن بازرگانان صنایع معادن و کشاورزی تهران
TEHRAN CHAMBER OF COMMERCE,
INDUSTRIES, MINES AND AGRICULTURE



راهنمای ریسک کشوری (چگونگی شناسایی، مدیریت و کاهش ریسک‌های تجارت خارجی)

نویسنده: مینا تاکسوز، انتشارات: اکونومیست

مترجم: حسام‌الدین عباس حلاج، سید حمیدرضا عظیمی

شورای سیاست‌گذاری: مصطفی درویشی، بهراد مهرجو

ویراستار: سعید ارکان‌زاده یزدی

گرافیک و طراحی: آتلیه آینده‌نگر / رضا دولت‌زاده

چاپ اول: بهار ۱۳۹۸

تیراژ: ۱۰۰۰ نسخه

چاپ: آرمانسا

شابک: ۹۷۸-۶۲۲-۹۵۴۷۷-۲-۴

انتشارات امین‌الضرب / پخش و فروش: ۰۹۱۲۳۹۰۳۴۲۸

راهنمای ریسک کشوری

چگونگی شناسایی، مدیریت
و کاهش ریسک‌های تجارت خارجی

نویسنده:

مینا تاکسوز

مترجمان:

حسام‌الدین عباس‌حلاج

سید حمیدرضا عظیمی

The
Economist



درباره نویسنده

مینا تاکسوز از دهه ۱۹۸۰، تیم‌های بازار نوظهور و ریسک‌کشوری را در بانکداری سرمایه‌گذاری و سازمان‌های رتبه‌بندی، رهبری کرده است. او یک مدیر مستقل در هیئت مدیره‌ی کمیته‌ی رتبه‌بندی اعتباری در واحد اطلاعات اکونومیست، استاد افتخاری مدرسه کسب و کار منچستر، دانشگاه منچستر و یک عضو ثابت در موسسه سلطنتی روابط بین‌المللی است.

فهرست

پیشگفتار

- ۲۰ چگونه از غافلگیری رهایی یابیم | مسعود خوانساری
- ۲۲ پیشگفتار مترجمان

۱. ریسک کشوری چیست؟

- ۲۵ ۷ مصادف شدن تفکر در مورد ریسک با دوران روشنگری
- ۳۰ از علم تئوری احتمالات تا مدیریت ریسک
- ۳۱ ظهور گردش سبدهای دارایی بین‌المللی
- ۳۳ اصل حاکمیت ملی
- ۳۶ شرکت‌های چندملیتی، مصادره و ریسک وام
- ۳۷ ابزارهای مالی جدید
- ۳۹ رونق و رکودهای اخیر
- ۴۲ درس‌هایی از بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۹
- ۴۴ درباره‌ی این کتاب

۲. تعاریف ریسک کشوری

- ۵۰ اجزای ریسک کشوری
- ۵۱ ریسک حکومتی
- ۵۲ ریسک‌های انتقالی و تبدیل‌پذیری
- ۵۳ ریسک‌های عملیاتی یا قضایی
- ۵۴ نیجریه: آسیب‌پذیری‌های ریسک کشوری
- ۵۶ ریسک‌های سیاسی و جغرافیایی-سیاسی
- ۵۷ ریسک‌های اقتصادی
- ۵۷ مشکلات تعریف ریسک کشوری
- ۶۰ سه پرسش متداول

۶۲	۳. علل ریسک کشوری در سطح جهانی: وام‌دهی بیش از حد
۶۳	امواج جهانی صادرات سرمایه و ریسک وام‌دهی بیش از حد
۶۶	دوره‌های گذار: ظهور ریسک‌های جغرافیایی-سیاسی
۶۸	بحران‌های مالی: در گذشته و حال حاضر
۷۳	ریسک‌های سرایت، سرریزها و کانال‌های انتقال
۷۵	مکانیسم‌های انتقال مالی و ریسک‌پذیری بین‌المللی
۷۷	مکانیسم انتقال تجارت
۷۷	سرایت سیاسی
۷۸	اقتصاد واقعی، چرخه‌ها و جمعیت‌شناسی: دیدگاه بلندمدت
۷۹	چرخه‌های تجاری
۸۳	رونق‌های سرمایه‌گذاری
۸۳	رونق‌های مسکن
۸۴	روندهای جمعیتی
۸۵	نتیجه‌گیری و نشانگرهای ریسک کشوری
۸۷	ترکیه: بحران‌های اقتصادی جهانی و اقتصاد

۹۱	۴. بحران‌های پرداخت: آسیب‌پذیری‌های کشوری
۹۱	یادگیری از بحران‌های مختلف
۹۲	اواخر قرن نوزدهم
۹۲	دوره بین‌دوجنگ و دوره بعد از جنگ جهانی دوم: مبانی و شکل‌گیری
۹۴	دهه ۱۹۸۰ و دهه ۱۹۹۰: رژیم‌های ارز در کانون توجه
۹۵	جریان‌های سرمایه به عنوان عوامل بروز بحران
۹۶	مکزیک سال ۱۹۹۴: بحران پیش‌بینی نشده در کشوری با عملکرد ممتاز
۹۷	ریسک حکومتی در اقتصادهای توسعه‌یافته پس از بحران سال ۲۰۰۸
۹۹	اهمیت عوامل خارجی
۱۰۱	عدم تعادل اقتصاد کلان
۱۰۳	عدم تعادل در پس‌انداز

- ۱۰۵.....بازارهای تضعیف شده و نوظهور: تکرار دوباره بحران سال ۱۹۹۴؟
- ۱۰۷.....هنوز به پایان نرسیده است.
- ۱۰۷.....عدم تعادل در پرداخت‌های خارجی
- ۱۱۰.....نقاط آسیب‌پذیر ساختار تجارت
- ۱۱۱.....شورای همکاری خلیج فارس: آسیب‌پذیری‌های متعدد
- ۱۱۳.....بخش مالی در خط مقدم
- ۱۱۴.....ساختار جریان‌های سرمایه، بدهی و نقدینگی

۵. بحران‌های پرداخت: علل درون‌کشوری

- ۱۱۸.....علل داخلی در ریسک کشوری
- ۱۱۹.....اقتصادهای پیشرفته
- ۱۲۰.....اقتصادهای در حال توسعه متنوع
- ۱۲۲.....مصر: بحران‌های مالی و بدهی و زیگزاگ‌های سیاستی
- ۱۲۴.....اقتصادهای مبتنی بر منابع
- ۱۲۶.....بازارهای خط مقدم، کشورهای ناتوان در پرداخت سریالی و کشورهای با وضعیت شکننده
- ۱۳۰.....اقتصادهای جزیره‌ای کوچک و مراکز مالی ساحلی
- ۱۳۱.....ریسک‌های بخش مالی
- ۱۳۲.....کوچک/ فاقد شفافیت
- ۱۳۳.....دولتی/ناکارآمد
- ۱۳۳.....چین: ریسک‌های بخش مالی
- ۱۳۵.....اندازه متوسط/ آسیب‌پذیری‌های بالا
- ۱۳۷.....توسعه یافته/ پیچیده
- ۱۳۹.....ریسک‌های سیاست اقتصادی
- ۱۴۰.....حمایت از تولید داخلی
- ۱۴۱.....ملی کردن منابع
- ۱۴۲.....نقض سیاست دولت و ریسک نظارتی
- ۱۴۲.....آرژانتین: نقاط قوت بنیادی، نقاط ضعف سیاستی
- ۱۴۳.....سیاست‌های انبساطی پیش از انتخابات و کوتاه‌مدت بودن
- ۱۴۷.....عدم هم‌راستایی سیاست با شرایط جهانی / منطقه‌ای
- ۱۴۹.....

- ۶. ریسک‌های سیاسی و جغرافیایی-سیاسی**
- ۱۵۰.....
- ۱۵۱..... ریسک جغرافیایی-سیاسی و تعارض نظامی
- ۱۵۱..... سرفرازی قدرت‌ها، فروپاشی امپراتوری‌ها
- ۱۵۲..... کره شمالی: مجهولات معلوم
- ۱۵۵..... ریسک سیاسی در کشورهای استراتژیک
- ۱۵۶..... جنگ‌ها و ریسک‌های نکول
- ۱۵۷..... اوکراین: سناریوی بدترین وضعیت به سناریوی وضعیت مبنا تبدیل می‌شود
- ۱۶۱..... ردیابی روندهای اجتماعی و سیاسی
- ۱۶۱..... پیدایش طبقه متوسط در کشورهای در حال توسعه
- ۱۶۳..... اعتراض طبقه متوسط نوظهور و افزایش نااطمینانی سیاسی
- ۱۶۴..... ریسک چندپارگی ملی
- ۱۶۶..... ریسک سیاسی و نهادها
- ۱۶۶..... ریسک سیاسی در کشورهای دارای نهادهای سیاسی تکامل یافته
- ۱۶۹..... نهادهای عقب‌مانده در توسعه اجتماعی و اقتصادی
- ۱۷۰..... مذاکرات مدرن‌سازی روسیه: دشواری‌های تنوع‌بخشی و اصلاحات نهادی
- ۱۷۴..... ریسک‌های نهادی و بخش‌های دولتی بزرگ
- ۱۷۶..... اجتناب از قضاوت‌های ضمنی بر مبنای ارزش‌های شخصی در تحلیل ریسک سیاسی

- ۷. شناسایی ریسک کشوری در سطح معاملات**
- ۱۷۸.....
- ۱۸۰..... ریسک‌های انتقالی و تبدیل‌پذیری
- ۱۸۱..... ریسک‌های نرخ ارز، نرخ بهره و تمدید قرارداد
- ۱۸۳..... نوسان اقتصاد کلان
- ۱۸۴..... شرکت نستله به اشتباهاتش در فشار توسعه هند اعتراف می‌کند
- ۱۸۵..... عدم قطعیت‌های مقرراتی و سیاسی
- ۱۸۶..... ضربه ثابت نگه داشتن قیمت دولتی خدمات عمومی در روسیه به تولید ناخالص داخلی
- ۱۸۸..... ریسک‌های مختص بخش‌ها
- ۱۹۰..... ریسک‌های قضایی
- مخاطرات استخراج معدن نوار مرزی؛ شرکت‌هایی که به ذخایر زغال سنگ موزامبیک هجوم آوردند با مشکلات لجستیکی عمده‌ای مواجهند
- ۱۹۲.....
- ۱۹۳..... فساد

۱۹۵	ریسک‌های سیاسی
۱۹۵	برنامه‌های شرکت رورلک برای تعقیب قانونی بولیوی
۱۹۶	سلب مالکیت و ملی‌سازی
۱۹۸	تغییر قرارداد
۲۰۰	بانکیا ۸۰۰ مدیر خارجی را برکنار می‌کند
۲۰۱	نتیجه‌گیری

۸. مدل‌ها و رتبه‌بندی‌های ریسک کشوری

۲۰۴	
۲۰۵	روش‌های ارزیابی ریسک کشوری
۲۰۵	رویکرد کیفی و قضاوت کارشناسی
۲۰۵	روش‌های کمی رسمی و جستجوی نظریه‌ای در ارتباط با ریسک کشوری
۲۰۸	رویکردی متوسط: سنجش ریسک کشوری بطور نسبی
۲۰۹	شاخص‌های ریسک کشوری
۲۰۹	ترازنامه حکومتی تا شاخص‌های توسعه
۲۱۰	مدل‌های بحران ارزی تا تعادل‌های چندگانه
۲۱۱	مدل‌های وقفه ناگهانی و عوامل فشار
۲۱۳	شاخص‌های چرخه‌ای
۲۱۴	ساختار مدل رتبه‌بندی
۲۱۵	۱. عوامل فشار موثر بر شاخص‌های وام‌دهی بیش از حد و چرخه‌ای
۲۱۵	۲. آسیب‌پذیری‌های خارجی
۲۱۵	۳. دلایل اساسی استقراض
۲۱۶	روش مدل‌سازی
۲۱۷	ارتباط و اهمیت یک شاخص
۲۱۸	یک شاخص برای همه کشور مناسب نیست
۲۱۹	تعیین حدود آستانه
۲۲۰	سایر مسائل فنی
۲۲۰	تنوع
۲۲۰	سطح، تأخیر، خالص، ناخالص، لگاریتم یا نوسان
۲۲۱	شاخص‌های کیفی
۲۲۲	عوامل تعدیل

- ۲۲۲..... افق زمانی، واکنشی بودن مدل، هم‌چرخه‌ای بودن
- ۲۲۴..... قضاوت‌های ضمنی و باورهای غلط رایج
- ۲۲۶..... بعد از این چه خواهد شد؟

۹. کاهش ریسک کشوری: سطح جهانی

- ۲۲۷.....
- ۲۲۸..... پیشگیری از بحران، بازتنظیم و ریسک‌های عدم یکپارچگی بین‌المللی
- ۲۳۳..... نقش تکاملی صندوق بین‌المللی پول: چندجانبه‌گرایی در مقابل ناحیه‌گرایی
- ۲۳۸..... تجدید ساختار بدهی: تقسیم فشار داوطلبانه در مقابل بازارمحور
- ۲۳۸..... یونان: تجدید ساختار بدهی تاریخی
- ۲۳۹..... باشگاه پاریس
- ۲۴۰..... کمیته‌های دارنده اوراق قرضه و باشگاه لندن
- ۲۴۲..... بازار داوطلب در مقابل تمدید قرارداد بدهی قانونی
- ۲۴۳..... نتیجه‌گیری: به کدام حاکمیت؟

۱۰. ادغام ریسک کشوری در ساختارهای مدیریتی

- ۲۴۶.....
- ۲۴۸..... مقررات‌گذاری و سازمان داخلی ریسک کشوری در امور مالی
- ۲۴۸..... ۱ بازل
- ۲۴۹..... ۲ بازل
- ۲۵۰..... ۳ بازل
- ۲۵۱..... بازی ردوبدل کردن اشتباهات بر سر نظارت بر حدود خطر حاکمیتی
- ۲۵۲..... تنظیم‌گری موسسات رتبه‌بندی خارجی
- ۲۵۴..... مدیریت ریسک کشوری در شرکت‌های چندملیتی
- ۲۵۶..... ابزارها: ساختارهای سازمانی پایه برای مدیریت ریسک کشوری
- ۲۵۷..... تعریف ریسک‌پذیری کشور
- ۲۵۸..... حدود ریسک کشوری
- ۲۶۰..... رتبه‌بندی حاکمیتی به عنوان حد بالا
- ۲۶۲..... حدود سررسید
- ۲۶۳..... فهرست تحت نظر
- ۲۶۴..... موارد تعدی از حدود
- ۲۶۴..... استقلال عملکرد ریسک کشوری

۲۶۴	وظایف و مسئولیت‌ها
۲۶۵	تعارضات مدیریتی
۲۶۶	ریسک معامله‌گر در مقابل ریسک کشوری: ایسلند و مجارستان
۲۶۸	تأسیس سازمان مدیران ریسک کشوری
۲۷۰	چرا شما نمی‌توانید مدیریت ریسک کشوری را برون‌سپاری کنید

۱۱. کاهش ریسک کشوری در سطح معاملات: دفاع نهایی

۲۷۲	فرآیند
۲۷۳	کنترل ریسک‌های شهرت
۲۷۴	حفاظت از ریسک‌ها و آسیب‌پذیری‌های گسترده کشور
۲۷۵	بازگشت به کسب و کار با ساختارهای پیشنهادی
۲۷۶	توجه به سطح محدوده خطر تعیین‌شده برای کشور و بخش صنعتی
۲۷۶	تأیید یا رد
۲۷۷	راه‌های متداول کاهش ریسک کشوری
۲۷۹	ساختارهای تعبیه‌شده در معاملات برای کاهش ریسک‌ها
۲۷۹	حساب‌های پرداخت اصل و فرع فرامرزی
۲۷۹	تأمین سرمایه جریان آینده
۲۸۰	وثیقه و ضمانت‌ها
۲۸۱	ساختارهای دیگر
۲۸۲	خرید تأمین‌نامه: ابزارهای انتقال ریسک
۲۸۲	بیمه ریسک سیاسی
۲۸۸	تبادل‌های نکول اعتبار و مشتقات برای ممانعت از ریسک
۲۹۱	مشارکت چندجانبه
۲۹۳	طرح‌های کاهش ریسک عملیاتی برای سرمایه‌گذاران مستقیم
۲۹۴	ایمپلاتس و زی‌مپلاتس: کنار آمدن با ریسک‌های سیاسی
۲۹۶	نقاط قوت و ضعف برخی از اقدامات کاهش ریسک
۲۹۶	وام ۵ ساله به یک شرکت بورسی اکتشاف و تولید نفت انگلیسی در قزاقستان
	وام ۷ ساله به یک اپراتور فرودگاهی اسپانیایی برای فرودگاهی در مصر با تضمین‌نامه‌های
۲۹۶	اصلی شرکت اسپانیایی
۲۹۷	شرکت آسیایی تجهیزات ساختمانی فعال در چندین کشور آفریقایی

- استهلاک وام ۷ ساله تثبیت شده برای تبادل شناور با شرکت استخراج معدن در بولیوی..... ۲۹۷
- ریسک‌های کشوری در تامین مالی زیرساخت: پروژه برق دابهل..... ۲۹۸
- بازگشت دابهل در اخبار..... ۲۹۹
- مشکلات برق هند..... ۲۹۹
- دابهل، زمین فوتبال سیاسی..... ۳۰۰
- کاهش ریسک‌های کشوری: روشن در افغانستان و واتانیا در فلسطین..... ۳۰۲
- شاخص‌های ریسک کشوری..... ۳۰۳

۱۲. نتیجه‌گیری: چگونه از غافلگیری همیشگی رهایی یابیم..... ۳۰۷

- دید تاریخی داشته باشید..... ۳۰۷
- درگیر نشانگان «این بار متفاوت است» نشوید..... ۳۰۸
- شکل جدید ریسک‌های سیاسی و جغرافیایی-سیاسی را بشناسید..... ۳۰۹
- سعی کنید مقدار ریسک‌ها را تعیین کنید، اما حدود مدل‌های اقتصادی و سیاسی را بدانید..... ۳۱۰
- عوامل محرک ریسک‌های سیاسی و محرک‌های بالقوه فجایع طبیعی را شناسایی کنید..... ۳۱۰
- بدانید که بحران‌های پرداخت و نکول‌ها همواره وجود دارند..... ۳۱۱
- کشورها می‌توانند از چرخه بدهی-نکول خارج شوند..... ۳۱۳
- سیاست‌ها می‌توانند در برابر شوک‌های جهانی بایستند..... ۳۱۵
- ...و در مؤسسات مالی بین‌المللی..... ۳۱۶
- از الزامات مقرراتی پیروی کنید..... ۳۱۷
- ساختارهای سازمانی مدیریت ریسک را انعطاف‌پذیر نگه دارید..... ۳۱۸
- فرمول‌های ساده‌ای وجود ندارد..... ۳۱۸

فهرست مطالعات موردی

- ۲.۱ نیجریه: آسیب‌پذیری‌های ریسک کشوری..... ۵۴
- ۳.۱ ترکیه: بحران‌های اقتصادی جهانی و اقتصاد..... ۸۷
- ۴.۱ بحران مکانیزم نرخ ارز اروپا..... ۹۴
- ۴.۲ مکزیک ۱۹۹۴: بحران غیر منتظره در کشوری با عملکرد ممتاز..... ۹۶
- ۴.۳ بازارهای تضعیف‌شده و نوظهور: تکرار دوباره بحران سال ۱۹۹۴؟..... ۱۰۵
- ۴.۴ شورای همکاری خلیج فارس: آسیب‌پذیری‌های متعدد..... ۱۱۱
- ۵.۱ مصر: بحران‌های مالی و بدهی و زیگزاگ‌های سیاستی..... ۱۲۴
- ۵.۲ چین: ریسک‌های بخش مالی..... ۱۳۵
- ۵.۳ آرژانتین: نقاط قوت بنیادی، نقاط ضعف سیاستی..... ۱۴۳
- ۶.۱ کره شمالی: مجهولات معلوم..... ۱۵۲
- ۶.۲ اوکراین: سناریوی بدترین وضعیت به سناریوی وضعیت مبنا تبدیل می‌شود..... ۱۵۷
- ۶.۳ اعتراض طبقه متوسط نوظهور و افزایش نااطمینانی سیاستی..... ۱۶۳
- ۶.۴ مناظره مدرن‌سازی روسیه: مشکلات تنوع و اصلاح نهادی..... ۱۷۰
- ۷.۱ شرکت نستله به اشتباهاتش در فشار توسعه هند اعتراف می‌کند..... ۱۸۴
- ۷.۲ ضربه‌ی ثابت نگاه‌داشتن قیمت دولتی خدمات عمومی در روسیه به تولید ناخالص داخلی..... ۱۸۶
- ۷.۳ مخاطرات استخراج معدن نوار مرزی: شرکت‌هایی که به ذخایر زغال‌سنگ موزامبیک هجوم آوردند، با مشکلات لجستیکی عمده‌ای مواجه‌اند..... ۱۹۲
- ۷.۴ برنامه‌های شرکت رورلک برای تعقیب قانونی بولیوی..... ۱۹۵
- ۷.۵ بانکیا ۸۰۰ مدیر خارجی را برکنار می‌کند..... ۲۰۰
- ۹.۱ یونان: تجدید ساختار بدهی تاریخی..... ۲۳۸
- ۱۰.۱ تنظیم‌گری موسسات رتبه‌بندی خارجی..... ۲۵۲
- ۱۰.۲ ریسک معامله‌گر در مقابل ریسک کشوری: ایسلند و مجارستان..... ۲۶۶
- ۱۱.۱ ایمپلاتس و زیمپلاتس: کنار آمدن با ریسک‌های سیاسی..... ۲۹۴
- ۱۱.۲ ریسک‌های کشوری در تامین مالی زیرساخت: پروژه برق دهبول..... ۲۹۸
- ۱۱.۳ کاهش ریسک‌های کشوری: روشن در افغانستان و واتانیا در فلسطین..... ۳۰۲

فهرست اشکال

- ۱.۱ نکول‌ها پشت سر هم می‌آیند: کشورها در نکول یا زمان‌بندی دوباره..... ۴۵
- ۳.۱ جریان‌های ناخالص سرمایه‌ی فرامرزی، ۱۹۷۰-۲۰۰۹..... ۶۵
- ۳.۲ تکامل بحران‌ها از یک نوع به نوع دیگر..... ۷۱
- ۳.۳ آیا چرخه‌ی بزرگ کالاها به پایان رسیده است؟..... ۸۱
- ۳.۴ قیمت کالاها و اعتماد به رژیم‌های ارزی..... ۸۲
- ۴.۱ ترازهای بودجه و حساب جاری اتحادیه اروپا و بدهی دولتی در حال سررسید: پیش از بحران منطقه یورو..... ۹۸
- ۴.۲ رتبه‌بندی کشورها: نوسانات جریان سرمایه و تولید، ۲۰۰۰-۲۰۱۲..... ۱۰۰
- ۴.۳ عدم تعادل در پس‌انداز و بدهی، ۲۰۱۳..... ۱۰۳
- ۴.۴ تراز حساب جاری و خالص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، ۲۰۱۳..... ۱۱۴
- ۵.۱ تغییر در رتبه‌بندی‌های حاکمیتی: ۱۰ مورد از بزرگترین ارتقاءها و کاهش‌ها توسط فیچ، مودیز و اس‌اند‌پی در ۲۰۰۷-۲۰۱۳..... ۱۲۱
- ۵.۲ اقتصادهای متکی به منابع با درآمد متوسط..... ۱۲۸
- ۵.۳ اقتصادهای متکی به منابع با درآمد پایین..... ۱۲۹
- ۵.۴ دسته‌بندی‌های بانکی و بخش مالی..... ۱۳۳
- ۵.۵ اعتبارات بخش خصوصی به‌صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی..... ۱۳۸
- ۶.۱ طبقه متوسط نوظهور بر اساس منطقه..... ۱۶۲
- ۶.۲ بهبود تنوع‌بخشی اقتصادی به‌واسطه قدرت نهادی..... ۱۶۷
- ۷.۱ عوامل ریسک در موارد نقض رویدادهای قرارداد..... ۱۷۹
- ۷.۲ زیان‌های مالی ناشی از ریسک‌های سیاسی، ۲۰۱۰-۲۰۱۳..... ۱۹۷
- ۸.۱ رونق و رکود سرمایه..... ۲۱۲
- ۱۰.۱ زبان‌های پیش‌بینی‌شده و غیر منتظره..... ۲۵۶
- ۱۰.۲ اجزای اصلی ماتریس مدیریت ریسک کشوری..... ۲۶۳
- ۱۱.۱ روندهای تاریخی سلب مالکیت بر حسب بخش صنعتی..... ۲۸۳
- ۱۱.۲ رویدادهای نقض قرارداد بر حسب بخش صنعتی..... ۲۸۷

فهرست جداول

۱۰۲	۴.۱ عوامل و شاخص‌های آسیب‌پذیری
۱۱۹	۵.۱ شاخص‌های ریسک ساختاری
۱۹۰	۷.۱ حساسیت اقتصاد کلان بخش‌های صنعتی
۲۴۹	۱۰.۱ رتبه‌بندی‌های حاکمیتی و وزن‌های ریسک: رویکرد استاندارد شده
	۱۰.۲ کنترل‌ها: حدود سررسید، فهرست تحت نظر، گزارش‌های حدود خطر، تعدی از حدود سررسید
۲۶۲	
۲۸۵	۱۱.۱ مطالبات پرداخت شده اتحادیه‌ی برن در سال ۲۰۱۲

سپاسگزاری‌ها

ایده‌ی این کتاب پس از سخنرانی من در سال ۲۰۱۱ درباره‌ی ریسک کشوری در مدرسه‌ی کسب و کار منچستر، در اوج بحران بدهی‌های داخلی منطقه یورو گرفته شد. می‌خواهم از اسماعیل ارتورک، مدیر برنامه مدیریت اجرایی و کارشناس ارشد بانکداری و خدمات مالی، تشکر کنم. او اشاره کرد که در مورد این موضوع، مباحث زیادی گفته نشده است و من این پیشنهاد را زمانی دنبال کردم که استاندارد بانک را در سال ۲۰۱۳، که از سال ۲۰۰۱ به عنوان رییس تیم ریسک کشوری برای عملیات بین‌المللی انتخاب شده بودم، ترک کردم. پس از آن، شور و هیجان همکاران و دوستان من را همراهی کرد. در استاندارد بانک، من از نینا تریاسیس، رئیس مخابرات جهانی، جان اومولوی، مدیر عامل، جیری چوتورسکی، مدیر ارتباطات و رسانه‌ها و سوفی پاپاسووا که اکنون عضو مؤسس شرکت EFMC Loan Syndicates LLP است، به خاطر حمایت و همکاریشان در مطالعات موردی روشن و واتانیا، سپاسگزارم. من به ویژه می‌خواهم از لورا راتنر، همکار قدیمیم که در حال حاضر به عنوان رئیس گروه ریسک کشوری نیمکره غربی در گروه مک‌کواری، دبورا بکر در استاندارد بانک، الیستر نیوتن، مدیرعامل شرکت بین‌المللی نمورا و هلن هوانگ در چاتم هاوس برای کمک‌های بی‌دریغشان در مطالعات موردی آرژانتین، نیجریه، کره‌ی شمالی و چین تشکر کنم.

من در ابتدا، کار حرفه‌ای خود در ریسک کشوری را به عنوان مدیر مقالات ریسک کشوری واحد اطلاعات اکونومیست در اواخر دهه‌ی ۱۹۸۰ شروع کردم.

اما نمی‌توانستم یک کتاب در این زمینه را بدون تجربیات غنی که از طریق کار در یک بانک، مختص بازارهای نوظهور، Standard Bank، که در دهه‌ی ۲۰۰۰ نیز به صورت جهانی توسعه‌یافته بود، بدست‌آورم. نمی‌توان همه‌ی افراد را فهرست کرد، اما افرادی که کار را برای من لذت بخش‌تر کردند: نیل هولدن، یک جادوگر ریاضی و آرنولد گین که با او چارچوب کلی را برای ریسک‌گذاری ایجاد کردیم و سانتهو آسالیینی و آنری کورنلیسن که با حمایت‌های خستگی‌ناپذیرشان در روزهای سخت بحران ۲۰۰۸-۲۰۰۹ من را یاری کردند.

من همچنین از دانیل فرانکلین، مدیر اجرایی اکونومیست برای معرفی کتاب‌ها و از پاول لوئیس که من را تشویق کرد تا «تم‌های بزرگ» را به کار گیرم و از پنی ویلیامز که این مطالب را به خوبی کنار هم چید، سپاسگزارم. این ایده‌های بزرگ برای من منجر به کشف یک کتاب فوق‌العاده به نام، علیه خدایان، توسط پیتر برنشتاین شد که دیدگاه‌های یکسانی را در مورد ریسک داشتیم: بله، ریسک‌های زیادی در این دنیای پیچیده وجود دارد، اما بشریت توانایی مدیریت بیشتر آن‌ها را دارد. این چیزی است که این کتاب در موردش توضیح می‌دهد. این پیامی است که من می‌خواهم به دخترم، اوزان، بدهم و همچنین از او برای گفتن «بیهوده وقت تلف نکن» زمانی که کاهلی می‌کردم، تشکر کنم. و در آخر، اما نه کم اهمیت‌ترین، می‌خواهم از شریک زندگی‌م، برنارد بلاویئل، برای سال‌های طولانی حمایت از من که مرا قادر به تمرکز بر کارم کرد، تشکر کنم.

مینا تاکسوز

اوت ۲۰۱۴

پیشگفتار

چگونه از غافلگیری رهایی یابیم

مسعود خوانساری

رئیس اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

مدیر مسئول ماهنامه آینده‌نگر

سال‌هاست که شاخص‌های سرمایه‌گذاری خارجی به عنوان عملکرد دولت‌ها در ایران مورد بررسی قرار می‌گیرد، درحالی‌که کمتر اشاره‌ای به مقوله ریسک کشوری می‌شود. در دهکده جهانی امروز که واژه جهان وطنی به‌عنوان یک واژه جدید به ادبیات دنیا اضافه شده است، سرمایه‌گذاری‌های برون‌مرزی بسیاری در حال شکل‌گیری است که در این میان سهم جمهوری اسلامی ایران بسیار اندک است.

ریسک کشوری مفهومی متعلق به دوران پس از عصر استعمار بوده و در اقتصاد جهانی امروز بسیار پر اهمیت شده است. امروز یک چارچوب فلسفی و بین‌المللی و نیز ابزارهای اطلاعاتی شایسته‌ای برای تحلیل و مدیریت ریسک یک کسب و کار بین‌المللی وجود دارد. در سال‌های دور،

تاجران عرب و چین باستان که از اقیانوس هند عبور می‌کردند و نیز مهاجران انگلیسی و هلندی که بین جزایر اندونزی و اروپا در رفت و آمد بودند، با خطرات بزرگی در مقصد خود مواجه می‌شدند که در آن زمان، ابزار چندانی برای مقابله با آن در اختیار نداشتند، لیکن امروزه با حجم وسیعی از اطلاعات در دسترس، دستیابی به درک صحیح از ریسک موجود در تجارت و سرمایه‌گذاری بین‌المللی تسهیل شده است.

بر اساس آمار منتشر شده آنکتاد در سال ۲۰۱۷، حدود ۱،۷۵۰ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری خارجی در دنیا انجام شده که رقم بسیار چشمگیری است. بی‌تردید، این سرمایه‌گذاری‌ها در همه سطوح تابع ریسک می‌باشد. در گذشته، کشور ایران در رتبه‌بندی ریسک سازمان همکاری‌ها و توسعه اقتصادی (OECD) در بهترین حالت، رتبه ۴ ریسک را به خود اختصاص داده و در بدترین شرایط نیز رتبه ۷ را احراز نموده است، حال آنکه در سال‌های اخیر این جایگاه به رتبه‌های ۵ و ۶ تغییر یافته است. ذکر این نکته خالی از لطف نیست که بهبود رتبه ریسک ایران از دیدگاه مالی معمولاً تا حدود ۱۰ درصد در کاهش هزینه‌های تامین سرمایه و از منظر جلب سرمایه‌گذاران خارجی و اساساً بهبود اعتبار کشور در محافل مالی و بین‌المللی، بسیار موثر است. در واقع ریسک کشوری اتفاق ناخواسته‌ای است که ممکن است هنگام انجام تجارت خارجی روی دهد و آثاری جدی بر نرخ بازگشت سرمایه در کشور مورد بررسی خواهد گذاشت.

از این رو و ضروری است مدیران مالی در ابعاد کلان اقتصادی و فعالان حوزه تجارت و سرمایه‌گذاری برون‌مرزی با شیوه‌های تعیین و تبیین ریسک کشوری آشنایی کافی پیدا کنند. کتاب راهنمای ریسک کشوری که از کتاب‌های شاخص این حوزه در سال ۲۰۱۸ است، در دستور کار ترجمه اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران قرار گرفت و با نگاهی ویژه به شناخت دقیق ریسک کشوری، به منظور افزایش توانایی فعالان اقتصادی در جذب سرمایه‌گذاری خارجی در اختیار شما قرار گرفته است.

از نکات کلیدی که در کتاب «راهنمای ریسک کشوری» به آن

پرداخته شده است، مساله «ظهور گردش سبدهای دارایی بین‌المللی» است که در همان فصل اول به آن اشاره می‌شود؛ موضوعی که ضرورتاً در شناسایی ریسک کشورها باید مورد توجه سیاست‌گذاران اقتصاد کلان کشور قرار گیرد. به‌علاوه مطالعه دقیق بحران اقتصادی سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ از منظر ریسک اقتصادی، می‌تواند در سال‌های پیش رو حاوی تجربیات ارزشمندی برای اقتصاد ما از جنبه ریسک‌شناسی باشد.

بحران‌های پرداخت که واژه آشنایی برای فعالان تجارت بین‌الملل در ایران است، در چهارمین فصل از کتاب مورد بررسی قرار گرفته و نقش آن در تعیین ریسک‌شناسی کشور تبیین شده است که این موضوع نیز با توجه به شرایط اقتضایی اقتصاد ایران دربرگیرنده نکات ویژه‌ای است.

این کتاب ضمن ارائه جدیدترین تئوری‌ها در حوزه ریسک‌شناسی، چندین مطالعه موردی را پیرامون همین موضوع در اختیار خواننده قرار می‌دهد تا بتواند در کنار انتقال مفاهیم، رویکردی کاربردی جهت مدیریت ریسک در کسب و کار در اختیار داشته باشد.

نهایتاً لازم به ذکر است که هیچ فرمول ساده‌ای برای مدیریت ریسک‌شناسی وجود ندارد. ریسک‌شناسی بسته به عوامل متنوعی از جمله نوع سرمایه‌گذاری، امنیت سرمایه‌گذاری و وجود بسترهای قانونی لازم، شرایط سیاسی-جغرافیایی-اقتصادی کشورهای هدف متفاوت است. لذا باید با رویکردی تاریخی و گذشته‌نگر، ضمن شناسایی عوامل بالقوه و بالفعل محرک ریسک‌های سیاسی، زمینه کاهش و حذف برخی از عناصر غافلگیرکننده در حوزه ریسک‌شناسی را فراهم آورد.

امید است با بهبود فضای کسب و کار داخلی و کاهش رتبه ریسک‌شناسی ایران، در کنار ارتقای توانمندی تجارت بین‌المللی فعالان اقتصادی کشور، شاهد سهم بیشتر جمهوری اسلامی ایران از سرمایه‌گذاری خارجی جهان در سال‌های پیش رو باشیم.

پیشگفتار مترجمان

ریسک واژه‌ای پرکاربرد حتی در محاوره‌های روزمره است، اما متاسفانه مفهوم دقیق آن معمولاً کمتر شناخته شده است. از مکالمات روزمره که بگذریم، عدم شناخت دقیق مفهوم ریسک در ابعاد بزرگتر و اقتصاد کلان، اتفاق خطرناک‌تری است. کتاب «راهنمای ریسک کشوری» ضمن ارائه مدل ریاضی محاسبه ریسک، به کاربرد ریسک کشوری در تصمیم‌گیری‌های کلان اقتصادی پرداخته است.

اهمیت ریسک کشوری از زمانی در اقتصاد جهانی افزایش یافت که گردش سرمایه بین‌المللی معنا پیدا کرد. در اواخر قرن نوزدهم و در سال‌های اولیه قرن بیستم که بازار سرمایه جهانی با جریان سرمایه بین‌المللی و در مقیاسی بزرگتر از هر چیزی که پیش از آن دیده شده بود ظهور کرد، تفکراتی ساختار یافته‌تر و مبتنی بر دانش در زمینه ریسک کشوری شکل گرفت.

هرچند توافقنامه برجام توانست بهبود قابل ملاحظه‌ای در شرایط مبادلات خارجی و کاهش ریسک کلان اقتصاد ایجاد کند، لیکن مطالعات و بررسی‌های صورت گرفته نشان می‌دهد که جز در چند سال معدود،

همواره در سه دهه گذشته جمهوری اسلامی ایران در زمره کشورهای با ریسک تجاری و اعتباری بالا بوده است. دغدغه اصلی مترجمان در انتخاب کتاب «راهنمای ریسک‌کشوری» مساله سرمایه‌گذاری خارجی و شرایط جدید اقتصادی ایران است. بدون تردید یکی از راهکارهای برون‌رفت از شرایط رکود اقتصادی کنونی، افزایش سرمایه‌گذاری خارجی در کشور است؛ موضوعی که در کنار مسائل دیپلماتیک و سیاسی ایران، نیازمند شناخت دقیق ریسک در ساختار اقتصاد و به‌طور مشخص در ابعاد ملی و بین‌المللی است.

امیدواریم که این کتاب نه تنها در بخش تحقیقاتی و دانشگاهی، بلکه در مقام اجرا و عمل نیز راهکارهای جدیدی را در اختیار تصمیم‌گیران اقتصادی کشور قرار داده و موجبات کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و موفقیت در جذب منابع خارجی فراهم سازد.

حسام‌الدین عباس‌حلاج

سیدحمیدرضا عظیمی

مقدمه: تاریخچه مختصری از ریسک کشوری

۱. ریسک کشوری چیست؟

ریسک کشوری - اتفاق ناخواسته‌ای که ممکن است هنگام انجام تجارت‌های خارجی روی دهد - می‌تواند بر هر شرکت، در هر زمان و هر کجا، تاثیر بگذارد. اهمیت آن باید نه تنها توسط بانکداران، بیمه‌گران و دیگر مدیران ریسک شرکت‌ها، بلکه برای هر شخص دارای منافع تجاری در خارج از کشور درک شود. شما چه یک کارخانه‌دار باشید، چه یک سرمایه‌گذار در یک صندوق بازنشستگی یا فقط فعالی در حوزه واردات یا صادرات، نادیده گرفتن آنچه در بازارهای خارجی روی می‌دهد می‌تواند مخاطره‌آمیز باشد. همانطور که رویدادهای سیاسی بهار عربی سال ۲۰۱۱ و بحران مالی جهانی در سال‌های ۲۰۰۹-۲۰۰۸ نشان داد، تحولات در یک کشور می‌تواند امواج شوک قوی خود را فراتر از مرزهای خود ساطع کند.

بحران‌های پرداختی بزرگ با هشدارهای منظمی همراه هستند. یک دهه قبل از بحران بدهی بانکی و حاکمیتی^۱ (یا دولتی) در اقتصادهای جنوب اروپا، نکولی^۲ در آرژانتین در سال ۲۰۰۱ وجود داشت؛ در سال ۲۰۰۰، بحران

1. sovereign

2. Default

بانکی و پرداختی در ترکیه رخ داد؛ روسیه در سال ۱۹۹۸، یک سال پس از بحران مالی آسیا، دچار نکول شد که خود پس از تعدادی نکول در کشورهای امریکای لاتین و آفریقا در اوایل دهه ۱۹۸۰ اتفاق افتاده بود. همچنین در گذشته، نکول‌های بزرگی در سال‌های میان‌دو جنگ^۱ و در عصر اول جهانی شدن در قرن نوزدهم وجود داشته است.

همواره شوک‌های اقتصادی و سیاسی وجود دارد که در جایی از جهان اتفاق می‌افتد و می‌تواند به کل کشورها گسترش یابد. در سال ۲۰۱۳، تمرکز نگرانی‌ها بر بازارهای نوظهور بود و اینکه اگر فدرال رزرو^۲ ایالات متحده سیاست پولی را تشدید می‌کرد، چه بر سر آن‌ها می‌آمد. در سال ۲۰۱۴، به نظر می‌رسید که فدرال رزرو امریکا قصد تشدید سیاست‌های پولی را نداشت، بنابراین توجه‌ها به یک حساب احتمالی در حال رشد در بازار اوراق قرضه‌ی شرکت‌های امریکایی منعطف شد. در چند سال گذشته، مدیران ریسک توانستند توجه خود را به عواقب فروپاشی بانکداری قبرس، جنگ داخلی سوریه، تلاطم در بخش مالی چین، بحران اوکراین و تاثیر جهانی یا منطقه‌ای تحریم‌های احتمالی بین‌المللی در مورد روسیه جلب کنند. تاثیر چنین حوادثی به راحتی از طریق جریان‌های مالی، بانکی و تجاری به همه‌جای اقتصاد دنیا منتقل می‌شود. به علاوه، ریسک‌های افزایش قیمت^۳ را باید در نظر گرفت، مانند کاهش ریسک‌های نکول حاکمیتی در منطقه اروپا در سال ۲۰۱۳ که همچنین نیازمند مدیریت است.

با توجه به این فراوانی بحران‌ها و آسیب‌پذیری‌ها^۴، چرا پیش‌بینی و مدیریت ریسک کشوری بسیار دشوار است؟ بخشی از آن به این دلیل است که ماهیت ریسک به‌طور مداوم تغییر می‌کند و به همین دلیل مبتنی بر چشم‌انداز خاص هر کسب و کار و صنعت است. هر موجی از نکول‌ها با توجه به شرایط متفاوت زمانی اقتصاد جهانی و تاریخچه‌ها و شرایط اقتصادی گوناگون کشورهایی که در آن رخ می‌دهد، یکتا به نظر می‌رسد.

۱. دوره‌ی بین جنگ‌های جهانی اول و دوم (۱۹۳۹-۱۹۱۹)

2. Federal Reserve

3. upside risks

4. vulnerabilities

برای مثال، این امر به ویژه در مقایسه‌ی یک بحران پرداختی که در یک بازار نوظهور اتفاق می‌افتد با بحران‌های بدهی بانکی و حاکمیتی که اقتصادهای توسعه‌یافته را تحت تأثیر قرار می‌دهد، صادق است. انواع ابزارهای سرمایه‌گذاری درگیر نیز می‌توانند بسیار مهم باشند: اوراق قرضه، وام‌های تجاری، تامین مالی پروژه‌های بلندمدت، وام‌های مبتنی بر منابع، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و تامین مالی تجاری، هر کدام به‌طور خاصی تحت تأثیر شوک‌های اقتصادی قرار می‌گیرند.

بنابراین به نظر می‌رسد که هر بحران پرداختی یک بحران جدید است و هر کدام موجی از تحقیقات علمی مختص به خود را به دنبال دارد که با نگاه به تاریخچه، علل بحران را توضیح می‌دهد و بحران بعدی را پیش‌بینی کرده و از آن پیشگیری می‌کند. البته بحران بعدی به احتمال زیاد توسط مجموعه‌های دیگری از عوامل ایجاد می‌شود که موجب ایجاد موج دیگری از عقب ماندگی می‌شود. برخی ممکن است استدلال کنند که به دلیل اینکه جهان امروز بسیار پیچیده و مرتبط است و از آنجا که اطلاعات در دست، بیشتر از اطلاعات قابل استفاده‌ی ماست، مدل‌های ریسک قدیمی دیگر کارایی ندارند. روش‌های جدید با استفاده از نظریه آشوب^۵ و با تمرکز بر نااطمینانی‌های غیر قابل اندازه‌گیری، مورد بررسی قرار می‌گیرند. اما برای درک بهتر آنچه پیش روست، باید تاریخچه و شکل‌گیری تفکر خود در مورد ریسک را به‌طور کلی بررسی کنیم.

مصادف شدن تفکر در مورد ریسک با دوران روشنگری^۶

ریسک کشوری یک مفهوم پس از عصر استعمار است که در اقتصاد جهانی امروز بسیار با اهمیت شده است. امروز ما ابزارهای تحلیلی و اطلاعاتی برای تحلیل و مدیریت ریسک‌های کسب و کار بین‌المللی داریم. ما همچنین یک چارچوب فلسفی و بین‌المللی در این زمینه نیز داریم. تاجران عرب و چین باستان که از اقیانوس هند عبور می‌کردند و مهاجران

5. Chaos theory

6. the Enlightenment

انگلیسی و هلندی که بین جزایر اندونزی و اروپا رفت و آمد می‌کردند با خطرات بزرگی در مقصد خود مواجه بودند- به عنوان مثال ممکن بود زنده برنگردند. اما تمام چیزی که در اختیار داشتند چند قایق جنگی برای مقابله با مشکلات داخلی بود.

شرایط سیاسی، ابزار تحلیلی یا داده‌های کشوری وجود نداشت که بتوان در مورد نااطمینانی و ریسک آینده اندیشید. داده‌ها فراتر از چندین سوابق ناقص کشتیرانی و جمعیت‌شناختی نبود. لوح‌های سفالی در بین النهرین باستان ثبت فعالیت‌های وام‌دهی را نشان می‌دهد، و برخی از امپراتوری‌ها مانند رومانی و چین که وابسته به درآمدهای مالیاتی بودند، به‌طور منظم ممیزی‌های مالیاتی انجام می‌دادند. اما در دولت-شهرهای^۱ ایتالیای دوره رنسانس بود که ثبت فعالیت‌های تجاری و مالی، از جمله معرفی حسابداری دوجانبه، به سطح جدیدی رسید.

علاقه‌ی تحلیلی بیشتر به سرزمین‌های خارجی و تفکر در مورد آینده در دوران روشننگری پدید آمد، زمانی که ابزارهای ریاضی برای اندازه‌گیری احتمال وقایع نامشخص توسعه یافت. دو ریاضیدان آسیای مرکزی، خوارزمی و خیام (که همچنین به نام عمر خیام شناخته می‌شود) چند صد سال پیش جبر را اختراع کرده بودند. اما حتی اگر ریاضیات پایه نیز کشف شده بود، ایده‌های سیاسی غالب در زمان امپراتوری‌های عربی و سلجوقی، قادر به استفاده از این ابزارها برای تحلیل‌های ریسک نبودند. همانطور که پیتر برنشتاین^۲ در کتاب علیه خدایان: داستان جالب توجه ریسک^۳ می‌نویسد: «ایده مدیریت ریسک تنها هنگامی اتفاق می‌افتد که مردم اعتقاد داشته باشند تا حدی موجودات آزادی هستند.»

چیزی که برنشتاین، اولین گام در تبدیل اندازه‌گیری به عامل کلیدی در رفع ریسک می‌نامد، از یک ایتالیایی، لئوناردو فیبوناچی، که با سیستم شماره‌گذاری هندو-عربی آشنا بوده، گرفته شده است. او سپس لیبر

1. city-states

2. Peter Bernstein

3. Against the Gods: The Remarkable Story of Risk

آباچی^۴ را در سال ۱۲۰۲ نوشت که حاوی توالی‌های عددی بود که به سری فیبوناچی شناخته می‌شود و هنوز مورد علاقه‌ی خبره‌های مالی است. موفقیت بعدی در قرن‌های ۱۵ و ۱۶ میلادی در ایتالیا اتفاق افتاد که افرادی مانند لوکا پاچولی و جرالامو کاردانو احتمالاتی برای اندازه‌گیری ریسک قائل شدند. سپس نوبت به ریاضیدانان بزرگ رسید، افرادی همانند توماس بیز، یاکوب برنولی، آبراهام دو مواور، پیر-سامون لاپلاس و کارل فریدریش گاوس، که مطرح کردن منحنی زنگی، توزیع نرمال و قانون اعداد بزرگ مربوط به اوست. اعجوبه‌ای به نام فرانسیس گالتون (پسر عموی چارلز داروین) ایده‌ی پایه‌ای رگرسیون را ارائه داد که همچنان مفهومی کلیدی برای سرمایه‌گذاری در بازارهای سهام است.

در حالی که فرانسوی‌ها، ایتالیایی‌ها و آلمانی‌ها ریاضیات احتمال را توسعه دادند، بریتانیایی‌ها و هلندی‌ها آن‌ها را در عمل اجرا کرده و موسسات جدیدی ایجاد کردند. جان گرانت و ویلیام پتی که روی پرونده‌های تولد و مرگ در انگلستان قرن هفدهم کار می‌کردند، نمونه‌ی آماری و مفاهیم کلیدی مانند میانگین را معرفی کردند. این امر محاسباتی را برای سیاست‌های بیمه عمر امکان‌پذیر کرد که دولت‌های هلند و بریتانیا برای افزایش بودجه عمومی از آن استفاده می‌کردند. تقریباً در این زمان، با گسترش تجارت بین‌المللی، لویدز^۵ لندن در قهوه‌خانه‌ای معروف در شهر لندن تاسیس شد که همواره مملو از تاجران، ناخداهای کشتی‌ها و بیمه‌گران دریایی برای تبادل اطلاعات درباره‌ی مناطق دورافتاده‌ی جهان بود. ایده‌های دوران روشننگری شمالی دو روحانی اسکاتلندی، رابرت والاس و الکساندر وبستر، را در قرن ۱۸ میلادی در ادینبورگ تحت تاثیر قرار داد تا میانگین امید به زندگی را محاسبه و اولین صندوق بازنشستگی در جهان را ایجاد کنند. بنابراین در انگلستان، کاهش ریسک با بیمه‌های عمر، صندوق‌های بازنشستگی و بیمه‌های دریایی چنان گستردگی پیدا کرد که طبق نظر نایل فرگوسن در کتاب صعود پول^۶: «تا نیمه قرن نوزدهم،

4. Liber Abaci

5. Lloyds

6. The Ascent of Money

بیمه‌شدن احترامی همانند کلیسا رفتن در یک روز یکشنبه شمرده می‌شد.»

از علم تئوری احتمالات تا مدیریت ریسک

تا پایان قرن نوزدهم، دیدگاهی انتقادی نسبت به علم و تاکید بر محدودیت عقل انسان وجود داشت. پس از حوادث ناگوار دو جنگ جهانی در قرن بیستم، برنشتاین می‌گوید:

رویایی که انسان‌ها همه چیز را خواهند دانست، از بین رفته است ... و نیز این رویا که یقین جایگزین تردید خواهد شد. در عوض، انفجار دانش باعث شده تا زندگی نامعلوم‌تر شود.

این نگرانی‌ها، به پشتوانه‌ی تلاش‌های فرانک نایت و جان مینارد کینز، تمرکز را از قوانین احتمال به مدیریت عدم قطعیت تغییر داد. اما حتی قبل از این متفکران، دو ریاضیدان قرن نوزدهم، ژول هنری پوانکاره و لاپلاس می‌دانستند شرایطی وجود دارد که اطلاعات بسیار کمی برای اعمال قوانین احتمالی وجود داشته باشد، از آنجا که احتمالات ریاضیاتی تنها می‌تواند از تعداد زیادی از رخداد‌های مستقل (و همگن)، مانند پرتاب تاس، حاصل شود. نایت تفاوت اساسی بین ریسک و عدم اطمینان را - که ریسک، عدم قطعیت قابل اندازه‌گیری است - در کتاب خود با نام ریسک، نااطمینانی و سود^۱ در سال ۱۹۲۱ نشان داد.

نایت همچنین دشواری فرآیند پیش‌بینی را برجسته کرده و اعتماد بر روند رخداد‌های گذشته را بسیار خطرناک توصیف کرد. کینز که نایت او را قبول نداشت و در همان زمان کار می‌کرد، این ادعا را پذیرفت. او در رساله‌ی درباره احتمال^۲، بر اهمیت شهود به عنوان خلاف علم نظریه احتمال، تاکید کرد. این نظریات مسیر راه تئوری بازی را که توسط جان فون نویمان اختراع شد، تسهیل کرد که برای اولین بار مکانیک کوانتومی را نیز کشف کرد و یک عضو برجسته‌ی تیمی بود که بمب اتمی را ساخت. انتقاد مدرن از برخورد ریاضیاتی و «علمی» با ریسک توسط کنت آرلو و فرانک هان مطرح

1. Risk, Uncertainty and Profit

2. A Treatise on Probability

شد. آن‌ها بر فقدان اطلاعاتی که تصمیم‌گیران اقتصادی با آن مواجه بودند و نیز بر نااطمینانی غیرقابل اندازه‌گیری، در مقابل ریسک قابل اندازه‌گیری، متمرکز شدند. این رویکرد توسط نظریه آشوب دنبال شد که سعی در تشخیص پیچیدگی‌های روزافزون دنیای جهانی داشت و بعد از بحران جهانی ۲۰۰۸-۲۰۰۹ بر دامنه‌ی ریسک و نااطمینانی غیرقابل اندازه‌گیری تمرکز کرد.

تکامل ریسک کشوری تقریباً به دنبال این روندها در تجزیه و تحلیل ریسک بود. تعداد کم مشاهدات نکول کشورها، ارتباطات آن‌ها و عدم همگن بودن و بی‌اعتمادی تاریخی به پیش‌بینی بحران‌های آینده همه مسائلی است که فرآیند توسعه تجزیه و تحلیل را شکل داد. اما علی‌رغم این مشکلات، تلاش برای تعیین میزان ریسک کشوری ادامه دارد. در این کتاب، یک مدل رتبه‌بندی ریسک کشوری به سبک رابرت سول و یک اقتصاددان که سازندگان مدل‌های اقتصادی را «افراد بیش از اندازه تحصیل کرده در جستجوی ندانستنی‌ها که قطعاً بر گزینه‌های جایگزین غلبه دارد» توصیف کرد، پیشنهاد شده است. با این حال با در نظر گرفتن محدودیت‌های این روش، مدل رتبه‌بندی باید به عنوان تنها یک جزء از روند کلی مدیریت ریسک کشوری استفاده شود.

ظهور گردش سبدهای دارایی بین‌المللی

در اواخر قرن نوزدهم و در سال‌های اولیه قرن بیستم، زمانی که یک بازار سرمایه جهانی با جریان سرمایه بین‌المللی در مقیاسی بزرگتر از هر چیزی که پیش از آن دیده شده بود (یعنی نسبت به تولید ناخالص داخلی جهانی در آن زمان) ظهور کرد، تفکر درباره‌ی ریسک کشوری، سیستماتیک‌تر شد. مرکز آن شهر لندن بود که در آن زمان، سال ۱۹۱۳، سرمایه‌گذاری خارجی بریتانیا، ۱۵۰ درصد تولید ناخالص داخلی آن کشور بود. بخش عمده‌ای از این سرمایه‌گذاری - حدود ۸۰ درصد - سرمایه‌گذاری در قالب سهام و اوراق قرضه بود که عمدتاً در شهر لندن صادر شده بود. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی آنچنان چشمگیر نبود. اکثر وام‌دهی‌ها برای سرمایه‌گذاری زیر ساخت‌ها بود که راه آهن به تنهایی حدود ۴۱ درصد از کل آن را

تشکیل می‌داد.

سرمایه‌گذاری خارجی بریتانیا بیشتر در مستعمرات بود. یک عامل کاهنده‌ی ریسک برای خریداران این اوراق بهادار استعماری، ضمانت صریح دولت بریتانیا بود که توسط قانون وثیقه‌های استعماری ۱۸۹۹ و قانون انحصارطلبی ۱۹۰۰ تعیین شده بود. کردیت لیونایز^۱ در سال ۱۸۷۱ یک بخش تحقیقاتی را به نام سرویس دتودس فینانسیرز^۲ برای نظارت بر ریسک‌های خارجی تاسیس کرد و شرکت مودیز^۳ اولین رتبه‌بندی اعتباری خود را در سال ۱۹۱۹ منتشر کرد، هر چند این فعالیت‌ها پس از رکود بزرگ دهه‌ی ۱۹۳۰ به پایان رسید.

دوران جهانی‌شدن در قرن نوزدهم، یکی از بی‌ملاحظه‌ترین دوران وام‌دهی‌ها بوده و جای تعجب نیست که امواج بزرگی از نکول‌ها را به همراه داشت که شامل چندین ایالت از ایالات متحده، اتریش، هلند، اسپانیا، یونان، پرتغال، استرالیا، کانادا، امپراتوری عثمانی، مصر و تقریباً هر کشوری که به تازگی در امریکای لاتین استقلال یافته بود، می‌شد. با این حال، این رشته از نکول‌ها، فعالیت پیشگیرانه‌ی مدیریت ریسک را که پس از جنگ جهانی دوم باید به وجود می‌آمد، به همراه نداشت و پس از زنجیره‌ای از نکول‌های دهه ۱۹۸۰، سیستماتیک شد.

این زمانی بود که قدرت‌های استعماری هر طور که دوست داشتند رفتار می‌کردند، همانطور که در سال ۱۸۴۰ دیده شد که دائوگونگ، امپراتور چنگ^۴، قانونی را تصویب کرد که افراد بریتانیایی تحت قوانین چینی قرار می‌گرفتند و همزمان کشتی حامل تریاک به کانتن (گوانگجو کنونی) را که از اموال دو بازرگان بریتانیایی، ویلیام جاردین و جیمز ماتسون بود، تصاحب و نابود کرد. در پاسخ، نخست وزیر بریتانیا، لرد پالمستون، قایق‌های جنگی به چین فرستاد، هنگ‌کنگ را اشغال کرد و اصل مصونیت قضایی در بندرهای آزاد (نانکینگ) را برقرار کرد. زمانی که عثمانی‌ها در

1. Crédit Lyonnais

2. Service d'Etudes Financières

3. Moody's

4. Qing emperor

سال ۱۸۷۵ نکول کردند، طلبکاران اروپایی خود را در قلب استانبول، مشرف به قصر توپکاپی، مستقر کردند و اداره‌ی بدهی عثمانی - دیونو عمومیه^۵ - را تاسیس کردند و تمام حقوق مربوط به درآمدهای مالیاتی و چاپ پول را از مقامات عثمانی گرفتند. هنگامی که اسپانیا در سال ۱۸۴۷ نکول کرد، برخی از نمایندگان مجلس عوام پیشنهاد دادند که بریتانیا باید کوبا و پورتوریکو را که مستعمره‌ی اسپانیا بودند به منظور بازپرداخت بدهی دارندگان اوراق قرضه بریتانیایی تصاحب کند. اما محدودیت‌هایی برای حمایتی که دولت انگلستان قادر به ارائه‌ی آن بود نیز وجود داشت. اما اینبار پالمرستون استثناء قائل شد؛ او پیشگویانه در مورد مخاطرات اخلاقی هشدار داد که طلبکاران اگر همیشه انتظار داشته باشند که دولت وارد عمل شود، بی‌ملاحظه خواهند شد.

اصل حاکمیت ملی

درست همانطور که ایده‌های دوران روشنگری برای برخورد با ریسک به معنای وسیع مورد نیاز بود، به ایجاد حاکمیت ملی به عنوان یک هنجار بین‌المللی نیز، قبل از شروع کسب و کار بین‌المللی، برای مسئولیت رسیدگی به معاملات آن‌ها و سیستماتیک کردن مدیریت و کاهش ریسک کشوری نیاز بود. تغییر در جهت حاکمیت به سمت قوانین بین‌المللی پس از جنگ جهانی اول و اعلامیه‌ی وودرو ویلسون در سال ۱۹۱۸ مبنی بر «حق ملت‌ها برای تعیین سرنوشت خود» آغاز شد (هرچند این بیشتر برای کشورهای اروپایی بود). به دنبال آن، منشور آتلانتیک در سال ۱۹۴۱ بود که بین فرانکلین روزولت و وینستون چرچیل امضا شد و پیامدهای نامشخصی برای سرزمین‌های استعماری داشت (مورخان نخستین ظهور مفهوم دولت مستقل را در پیمان وستفالن در سال ۱۶۴۸ می‌دانند). سرانجام قطعنامه شماره ۱۵۱۴ سازمان ملل متحد، «اعلامیه در مورد اعطای استقلال به مردم مستعمره‌ها»، که توسط مجمع عمومی سازمان ملل متحد در سال ۱۹۶۰ تصویب شد، ارتباط پیوندی سیاسی و حقوقی میان خودمختاری، تقسیم‌بندی

و تثبیت حاکمیت ملی در قوانین بین‌المللی را فراهم کرد. خطرات کسب و کار بین‌المللی در دوران میان‌دوجنگ و در طول دو جنگ جهانی و روند مستعمره‌زدایی که در دهه ۱۹۲۰ آغاز شد، بیشتر از لحاظ ریسک سیاسی مورد بحث قرار می‌گرفت. سرمایه‌گذاران بین‌المللی با ملی شدن و سلب مالکیت دارایی‌های خود مواجه شدند که خسارات ناشی از آن به روند مستعمره‌زدایی بستگی داشت. این ریسک‌ها در طی دو جنگ جهانی (زمانی که شرکت‌های آلمانی در ایالات متحده و تقریباً هر جای دیگر در قاره آمریکا مصادره شدند) و پس از جنگ جهانی دوم افزایش یافت، آن زمان که رژیم‌های رادیکال در کشورهای مستعمره به قدرت رسیدند، مستقل شدند و سیاست‌های ملی سازی صنایع و اصلاحات ارضی در بخش کشاورزی را دنبال کردند.

واکنش اروپا و ایالات متحده به چنین سلب مالکیت‌هایی همچنان سیاسی بود. واکنش بریتانیا به ملی شدن شرکت نفت ایران و انگلستان (پیش از ایجاد بی‌پی^۱) در ایران توسط محمد مصدق، نخست وزیر، این بود که یک کودتا را در سال ۱۹۵۳ ترتیب دهد تا حکومت منتخب دموکراتیک را از بین برده و حکومت پادشاهی رضا شاه را احیا کند. به همین ترتیب، قایق‌های جنگی در پاسخ به ملی شدن کانال سوئز در سال ۱۹۵۶ توسط جمال عبدالناصر، فرستاده شد و مصر تا سال ۱۹۶۲ به‌طور عمده به سهامداران بریتانیایی و فرانسوی شرکت کشتیرانی کانال سوئز، غرامت پرداخت می‌کرد. رویکرد دولت ایالات متحده به آنچه که در آن زمان جهان سوم نامیده می‌شد، در شرایط جنگ سرد ثابت باقی ماند - همانطور که در کوبا در سال ۱۹۵۹ دیده شد.

اما افکار عمومی نسبت به مداخلات سیاسی شکل منتقدانه‌تری به خود گرفت. در دهه‌ی ۱۹۲۰ پس از اشغال رور^۲ توسط نیروهای فرانسوی و بلژیکی در سال ۱۹۲۳ برای جبران خسارات جنگ جهانی، سرمایه‌داران بریتانیایی و امریکایی به این نتیجه رسیده بودند که نیروی نظامی برای

1. BP (British Petroleum)

2. Ruhr

گرفتن بدهی‌ها بی‌استفاده است. چشم‌انداز شرکت‌ها نیز در حال تغییر بود. شرکت‌های چندملیتی که با قانون استعماری همراه نبودند در اقدامات جدید در کسب و کارهای بین‌المللی با ریسک مواجه بودند. شرکت‌های سوئیسی مانند نستله، براون برت و سندوز راهکارهایی برای مقابله با ریسک‌های سیاسی طراحی کرده بودند که بر بی‌طرفی سوئیس تأکید داشت تا کسب و کارهای بین‌المللی خود را حتی در طول جنگ ادامه دهند. این اقدامات شامل استراتژی‌های بلندمدت برای گذر از مشکلات سیاسی، تاسیس چندین دفتر مرکزی، انتصاب چهره‌های سیاسی با نفوذ داخلی در هیئت مدیره و «پنهان کردن» شرکت به منظور داخلی جلوه دادن آن بود.

موسساتی که رویکرد پیشگیرانه‌تری را برای مدیریت ریسک‌های کسب و کار بین‌المللی در پیش گرفتند، نقش مهم‌تری را ایفا می‌کردند:

— در سال ۱۹۱۹، اداره تضمین اعتبارات صادراتی در انگلستان تاسیس شد، اولین کشوری در جهان که برای صادرکنندگان بیمه اعتباری ارائه می‌کرد.

— در سال ۱۹۳۴، اتحادیه برن، انجمن شرکت‌های بیمه صادرات خصوصی و دولتی از انگلستان، فرانسه، ایتالیا و اسپانیا تاسیس شد.

— در سال ۱۹۴۴، نهادهای چندجانبه در کنفرانس برتن وودز با هدف جلوگیری از مشکلات ویرانگر تجاری و مالی بین‌المللی که در سال‌های میان‌دو جنگ بوجود آمده بود، تأسیس شدند. این نهادها شامل صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی بود.

— در سال ۱۹۴۷ توافقنامه‌ی عمومی تعرفه‌ها و تجارت^۳ که یک توافق چندجانبه برای تنظیم تجارت بین‌الملل و ترویج کاهش تعرفه‌ها و موانع تجاری برای سودآوری متقابل بود امضا شد.

— همه‌ی این اقدامات برای مدیریت ریسک پیشگیرانه نبودند. در سال ۱۹۵۶، انجمن پاریس متشکل از طلبکاران عالی رتبه برای حل و فصل بدهی‌های نکول‌شده شکل گرفت.

3. The General Agreement on Tariffs and Trade

شرکت‌های چندملیتی، مصادره و ریسک وام

گسترش سریع جهانی شرکت‌های چندملیتی ایالات متحده پس از جنگ جهانی دوم، تجزیه و تحلیل بیشتری از شناسایی و مدیریت ریسک‌های خارجی به همراه داشت. (ارزش دفتری سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی توسط شرکت‌های امریکایی از ۷٫۲ میلیارد دلار در سال ۱۹۴۶ به ۷۰٫۸ میلیارد دلار در سال ۱۹۶۹ افزایش یافت در حالی که این مقدار ۲۱٫۶ میلیارد دلار در اروپا بود.) انقلاب کوبا در سال ۱۹۵۹ و مصادراتی که بعداً بدنبال داشت، تمرکز بر ریسک‌های سیاسی که شرکت‌های چندملیتی امریکا با آن روبرو بودند را بیش از پیش افزایش داد. آژانس تضمین سرمایه‌گذاری چندجانبه^۱، بخش بیمه‌ی ریسک‌های سیاسی بانک جهانی، در سال ۲۰۱۱ تخمین زد که تعداد مصادرات در سال‌های ۱۹۷۹-۱۹۶۰ به ۵۶۰ رسیده که در حدود ۱۵ تا ۲۰ درصد از کل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ایالات متحده ملی شده است. از این رو ریسک‌های سیاسی - سلب مالکیت، لغو مجوز، ملی شدن، کاهش ارزش پول و کنترل سرمایه - به عنوان ریسک‌های کلیدی که به مدیریت نیاز دارند، شناخته شده‌اند. یکی از اولین بنگاه‌های ریسک، سازمان اطلاعات ریسک محیط کسب و کار، در سال ۱۹۶۶ توسط هانر، بر اساس تجربه‌ی خود به عنوان مدیر بین الملل شرکت سیمان امریکایی در یونان و اسپانیا تاسیس شد. این سازمان کشورها را براساس تجمیع نمرات در مورد ریسک سیاسی، ریسک عملیات و ریسک‌های پرداختی و بازگشتی کشور رتبه‌بندی کرده است.

در دهه ۱۹۷۰، زمانی که اولین رونق نفتی منجر به تولید نفت مازاد خلیج فارس شد که در نهایت توسط بانک‌های بین‌المللی به عنوان وام‌های خارجی باز یافت شد، ریسک خارجی بیشتر به عنوان یک ریسک کشوری تعریف شد تا یک ریسک سیاسی. برای مقابله با ریسک‌های ناشی از وام‌های بین‌المللی، تجزیه و تحلیل مسائل تراز پرداختی مربوط به ریسک‌های پرداختی نیز علاوه بر ریسک‌های سیاسی مورد نیاز بود.

1. Multilateral Investment Guarantee Agency

سیتی‌بانک^۲ یکی از اولین موسساتی بود که در اوایل دهه ۱۹۷۰ رویکردی سیستماتیک‌تر برای مدیریت ریسک کشوری ایجاد کرد. موسسات رتبه‌بندی شروع به گسترش کار، انجام رتبه‌بندی‌های حکومتی و همچنین رتبه‌بندی اعتباری کردند. در سال ۱۹۷۵، کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۳ ایالات متحده تصمیم گرفت تا رتبه‌بندی‌ها و الزامات سرمایه‌گذاری قانونی را برای بانک‌ها، کارگزاران و نمایندگی‌ها پیوند داده و از چندین سازمان رتبه‌بندی آماری مطرح سطح کشوری استفاده کند. توافقنامه بازل که در سال ۱۹۸۸ تصویب شد، نفوذ موسسات رتبه‌بندی را گسترش داد. تجربه‌ی نکول امریکای لاتین در دهه ۱۹۸۰ سبب شد تا بانک‌های بزرگ اروپایی با حدود خطر^۴ و امدهی بین‌المللی، مانند کامرز بانک^۵، ریسک کشوری را به روال‌های مدیریت ریسک خود اضافه کنند. این نکول‌ها همچنین به ایجاد انجمن طلبکاران تجاری لندن منجر شد.

ابزارهای مالی جدید

حل و فصل^۶ انباشت بدهی دهه‌ی ۱۹۸۰ که از طریق طرح برادی^۷ در سال ۱۹۸۸ منعقد شد، ترازنامه‌های بانک‌های بین‌المللی را آزاد کرده و فضا را برای دور دوم توسعه جهانی بین‌المللی آماده کرد. دوره‌های جهانی شدن در قرن نوزدهم توسط اوراق قرضه، بعد از جنگ جهانی دوم توسط سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی شرکت‌های چندملیتی و در دهه ۱۹۷۰ توسط وام‌های بانک‌های تجاری که مازاد نفت اوپک را بازیافت کرد، تحت سلطه قرار گرفته است. در دهه ۱۹۹۰ این توسعه، توسط جریان‌های مالی خارجی و گسترش وسیع ابزارهای مالی مشخص شده است. اوراق قرضه‌ی بین‌المللی برای اولین بار از سال ۱۹۱۳ بازگشته بود و دیگر جریان‌های سبد دارایی شامل بازارهای سهام بین‌المللی، وام‌های بانک‌های تجاری،

2. Citibank

3. Securities and Exchange Commission

4. exposures

5. Commerzbank

6. resolution

7. Brady Plan

تامین مالی تجارت، تامین مالی پروژه و همچنین سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بود. با توجه به رشد و عملکرد صادراتی قوی بره‌های آسیایی مانند تایوان، کره جنوبی، تایلند، اندونزی و مالزی، بیشتر جریان‌های مالی به آسیا منتهی می‌شد. با فروپاشی اتحاد جماهیر شوروی در سال ۱۹۸۹، شرق اروپا مقصد دیگری برای سرمایه‌گذاران اتحادیه اروپا بود، زیرا این کشورها تجدید ساختارهای^۱ عمیق و انتقال به اقتصادهای بازار را آغاز کرده بودند.

شرایط مباحثه از حمایت‌گرایی و سیاست‌های دولت‌محور به سمت آزادی بازار و باز بودن نسبت به اقتصاد جهانی تغییر یافت. در حالی که در دهه‌های گذشته، کشورها مبادلات خارجی را توسط مجوزها محدود کرده و حساب‌های جاری و سرمایه را کنترل می‌کردند، بسیاری از آن‌ها حرکت به سمت رژیم‌های شناور نرخ ارز و از میان بردن کنترل‌های سرمایه را شروع کردند. تمرکز معطوف بر توسعه و تقویت بازارهای بانکی و سرمایه و کاهش مقررات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بوده است. به گفته آژانس تضمین سرمایه‌گذاری چندجانبه، از ۱۰۹۷ تغییر در قوانین ملی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی که بین سال‌های ۲۰۰۰-۱۹۹۲ به تصویب رسید، ۹۴ درصد محیط مطلوب‌تری را ایجاد کردند. گزارش این آژانس در سال ۲۰۰۹ با عنوان سرمایه‌گذاری جهانی و ریسک سیاسی اشاره می‌کند که ریسک‌های مصادره‌ای از ۴۲۳ مورد در دهه‌ی ۱۹۷۰ به تنها ۱۷ مورد در سال‌های ۱۹۸۷-۱۹۸۰ و به صفر در سال‌های ۱۹۹۲-۱۹۸۷ کاهش یافت. ریسک سیاسی برخلاف ریسک کشوری، همانطور که در بحران آسیایی مشاهده شد، در حال کاهش بود.

بحران آسیا به تحلیلگران ریسک کشوری درس مهمی داد: هر بحران، ریسک‌های برجسته‌ی متفاوتی دارد. بحران پرداختی مکزیک در سال ۱۹۹۴ و کشورهای آسیایی در سال ۱۹۹۷، متفاوت از مواردی بود که پیش از آن اتفاق افتاده بود و به کشورهای پیشرو صدماتی وارد کرد (مطالعه‌ی موردی ۴،۲ را ببینید). مدل‌های ریسک کشوری از شناسایی افزایش زیاد بدهی که

1. restructuring

شرکت‌های خصوصی آسیایی دچارش شده بودند، ناتوان بودند. همچنین پیش‌بینی نکردند که چگونه افزایش ناگهانی نرخ بهره توسط فدرال رزرو ایالات متحده در سال ۱۹۹۴ می‌توانست به بحران نقدینگی منجر شده و به سرعت به نکول تبدیل شود. ریسک سرایت^۲ ایجاد شده بود و هیچ کس واقعا نمی‌دانست چگونه باید با آن برخورد کند.

اما می‌شد برخی نکول‌ها را پیش‌بینی کرد. نکول بدهی روسیه در سال ۱۹۹۸، به‌طور غیرمعمول در هر دو بخش بدهی خارجی و داخلی، با توجه به بحران مالی و کاهش قیمت نفت، قابل پیش‌بینی بود. با این حال تقاضا برای بدهی روسیه هنوز در سال ۱۹۹۷ و اوایل سال ۱۹۹۸ قوی بود، چرا که جریان‌های سهام بین‌المللی از اقتصادهای بحران زده‌ی آسیایی پس زده می‌شدند. به همین ترتیب، با توجه به رکود اقتصادی برزیل و کاهش سریع ارزش پول آن کشور، اجتناب ناپذیر بود که آرژانتین قادر به حفظ ارزش پول ملی و پرداخت‌های خود در زمان پیش‌بینی شده در سال ۲۰۰۱ نباشد. اما بعضی از وام‌دهندگان بیش از حد بر بازده بالا متمرکز بودند که منجر به محدود کردن فعالیتشان شد و بعضی موفق به خروج از این وضعیت نشدند و معتقد بودند که وقتی صندوق بین‌المللی پول وارد داستان شود، همه چیز درست خواهد شد. اهمیت عوامل فشار خارجی که جریان‌های سرمایه را هدایت می‌کند و مشکل وام‌دهی بیش از حد که منجر به نکول‌های پیاپی می‌شود، موضوعات اصلی در این کتاب است.

رونق و رکودهای اخیر

تجربه‌ی دهه‌ی ۱۹۹۰ منجر به تغییر تمرکز از پاسخ واکنشی به بحران‌ها به یک روش پیشگیرانه‌تر شد. یک معماری جدید بین‌المللی مالی با تأکید بیشتر بر پیشگیری از بحران مالی و با اعطای مسئولیت بیشتر به موسسات مالی بین‌المللی برای نظارت و هدایت سیاست‌های اقتصادی بازارهای نوظهور آغاز شد. همچنین، در سمت سرمایه‌گذار، تلاش برای جلوگیری از مخاطرات اخلاقی، با ساختاردهی به زمان سررسید وام‌ها

شکل گرفت تا بخش خصوصی در حل و فصل بحران‌ها و تضمین شراکت در تعهدات سهیم شود.

تاکید بیشتری بر بحران ارزی و بانکی به عنوان هدایت‌کننده‌ی ریسک کشوری وجود داشت. همان‌طور که اشاره شد، تغییرات در تمایلات سرمایه‌گذاران بین‌المللی می‌توانست منجر به تغییر سریع در مسیر جریان سرمایه و ایجاد بحران‌های ناگهانی شود. این باعث دور دیگری از تنظیمات، از جمله وارد شدن شاخص‌های نقدینگی بیشتر به مدل‌های ریسک کشوری شد. قبل از سال ۲۰۰۰، یک نظرسنجی از بانک‌های بین‌المللی که توسط موسسه مالی بین‌المللی^۱ انجام شد نشان داد که «روش‌های مستحکمی برای ساخت رتبه‌بندی ریسک‌های کشوری و ترکیب آن‌ها در روند تخصیص سرمایه‌ی اقتصادی وجود دارد». با این حال، مشکل - همان‌طور که کینز در دهه ۱۹۲۰ هشدار داده بود - این بود که داده‌های گذشته و مدل‌هایی که بحران‌های گذشته را توضیح می‌دادند پایه‌ای قابل اعتماد برای توضیح بحران‌های آینده نبودند.

علاوه بر این، تمرکز بیشتر اعمال ریسک کشوری تقریباً به‌طور کامل بر آنچه که بازارهای نوظهور نامیده می‌شد، بود و توجه کمتری به رشد بدهی در بازارهای توسعه‌یافته‌ی «بدون ریسک» میشد. علاوه بر این، تاکید بر ویژگی‌های درون کشوری در بازارهای نوظهور با بحران‌های پرداختی بود و عوامل فشار خارجی آن، یک جزء فراموش شده‌ی ریسک کشوری بود.

جریان‌های مالی جهانی از سال ۲۰۰۳ تاکنون قوی‌تر بوده و از سوی سیاست‌انبساطی پولی^۲ فدرال رزرو آمریکا تامین شده و نیز پیچیده‌تر از گذشته بوده است:

ابزارهای پیچیده مانند تعهدات بدهی وثیقه‌دار^۳ - وام‌هایی که به شکل اوراق قرضه درآمده که توسط دارایی‌های بدون ریسک به عنوان وثیقه تضمین می‌شود - وجود داشت که به خوبی درک نشده بود. توسعه بازارهای سرمایه داخلی در بازارهای نوظهور، سرمایه‌گذاران خارجی را نیز

1. Institute of International Finance (IIF)

2. easy monetary policy

3. collateralized debt obligations (CDOs)

جذب کرده تا در بدهی‌های داخلی نیز دخیل شوند.

بسیاری از کشورهای دیگر وقتی درگیر شدند که مناطق جدید به بخشی از مقصد جهانی مالی تبدیل شدند. با گسترش افق‌های سرمایه‌گذاران به «بازارهای مرزی» مانند آنگولا و موزامبیک و غرب آفریقا، آفریقا به مقصد بزرگ جدیدی تبدیل شده بود. همچنین دیگر مقاصد جدید غنی از منابع مانند مغولستان و قزاقستان در آسیای مرکزی وجود داشت.

در حالی که قبلاً عمده‌ی جریان‌ها در بازارهای توسعه‌یافته به وجود می‌آمد، جریان‌های مالی در بین بازارهای نوظهور، «آنچه که تجارت جنوب-جنوب نامیده می‌شد» و جریان سرمایه‌گذاری به رهبری تجارت و سرمایه‌گذاری چین، افزایش چشمگیر داشت.

نهادهای سرمایه‌گذاری جدیدی ظهور کرد، مانند صندوق‌های حکومتی روسیه و چین و کشورهای کوچک اما ثروتمندی نظیر سنگاپور و قطر. آن‌ها چندین دهه در صحنه حضور داشتند، اما بودجه آن‌ها با رونق عرضه کالاها در دهه ۲۰۰۰ به شدت افزایش یافته و به سرمایه‌گذاران مهم بین‌المللی تبدیل شده بودند، البته همراه با کمبود شفافیت.

برای مدتی، الگوهای ریسک کشوری که خطرات بازار نوظهور را کنترل می‌کردند، در ظاهر به خوبی کار می‌کردند. به نظر می‌رسید که سازمان‌های بین‌المللی که در دهه‌های گذشته توجه خود را به نظارت و کنترل سیاست‌های دولت در بازارهای نوظهور و اقدامات وام‌های اورژانسی پیشگیرانه پیش از به وجود آمدن نکول جلب کرده بودند، کارشان را به خوبی انجام می‌دادند. اقتصاددانان به خودشان تبریک می‌گفتند که یاد گرفتند چطور چرخه‌های اقتصادی ویرانگر را شکست دهند، چرا که به ظاهر هم رشد و هم رکود کمتر مشهود بود. پایداری بدهی اکثر بازارهای نوظهور بهبود یافته بود: سیاست‌های مالی عموماً محتاطانه بود و تورم تا حد زیادی کنترل شده بود. بخش‌های بانکی در بحران‌های قبلی بازسازی شده و ارزش‌ها شناور شده بودند و در نتیجه موجب تضعیف شوک‌های خارجی می‌شدند. نتیجتاً، در دهه پس از سال ۲۰۰۱، نکول‌های قابل توجهی در بازارهای نوظهور وجود نداشت. آن‌هایی که رخ می‌داد بیشتر بحران‌های

درون‌کشوری اقتصادهای کوچکتر بود؛ به عنوان مثال، بلیز (۲۰۰۶)، کامرون (۲۰۰۴) و جمهوری دومینیکن (۲۰۰۵). دسترسی به داده‌ها با استفاده گسترده از اینترنت و منابع داده آنلاین که به صورت زنده از بلومبرگ و رویترز بدست می‌آید، به شکل غیر قابل‌تصور نسبت به ۲۵ سال قبل بهبود یافته بود.

هنوز نگرانی‌های زیادی مانند خطر کاهش شدید قیمت کالاهای بین‌المللی وجود داشت. همچنین با توجه به حجم بالای از نقدینگی در اقتصاد جهانی و باز بودن بازارهای سرمایه نسبتاً جدید و کم‌عمق، پتانسیل تغییر تمایلات سرمایه‌گذاران بین‌المللی به‌طور ناگهانی از بازارهای نوظهور وجود داشت. همچنین نگرانی در مورد عدم تعادل‌های جهانی مانند کسری حساب جاری ایالات متحده که از طریق خرید اوراق قرضه توسط چین تامین می‌شد، وجود داشت. همه می‌دانستند که این امر نمی‌تواند برای همیشه ادامه یابد و برخی در مورد حباب اعتباری و وام مسکن در اقتصاد ایالات متحده هشدار می‌دادند. اما دولت بوش در جنگ‌های عراق و افغانستان درگیر بود و برای اقدام در این مورد آماده به نظر نمی‌رسید. بنابراین شوک بزرگ بعدی در بازارهای نوظهور که رتبه‌های سرمایه‌گذاری کمتری داشتند، نبود بلکه در آن دسته از اقتصادهای با رتبه‌های AAA بود که بدون ریسک در نظر گرفته می‌شدند.

درس‌هایی از بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۹

بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۹ و رکود اقتصادی جهانی که به دنبال آن آمد، بسیاری از اندیشه‌های ما را در مورد ریسک‌کشوری تغییر داده است. شرایط مذاکرات از یک اعتقاد تقریباً مذهبی به قدرت بازارهای مالی برای تنظیم اقتصاد جهانی به بدبینی در مورد اثربخشی واقعی آن‌ها تغییر کرده است. همانطور که شرکت‌های چندملیتی در دهه‌های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ بیش از حد خود گسترش یافتند، امروز به شیوه‌ای متفاوت، نقش نهادهای مالی مورد انتقاد قرار گرفته است.

نقش دولت در این مباحث در مرکز توجه قرار گرفته و نفوذ آن در همه

جا دیده می‌شود. از آنجا که رهبران سیاسی به سیاست‌های غیرمعمول اقتصادی و اقدامات اداری به منظور مدیریت نرخ ارز، تعادل بودجه و کاهش بدهی‌ها روی می‌آورند، این امر به افزایش ریسک سیاسی منجر می‌شود. قبرس، به عنوان عضوی از منطقه‌ی یورو و آنچه را که به نظر غیرقابل تصور بود - تحمیل کنترل‌های سرمایه‌ای - انجام داد. با وجودی که تعداد اندکی خواستار سیستم حمایت‌گرایی گسترده هستند، اکنون بسیاری از افراد ارزش جهانی‌شدن را زیر سوال می‌برند. جریان سرمایه‌ی فرامرزی در حدود ۶۰ درصد نسبت به میزان اوج خود در سال ۲۰۰۷ کاهش یافته است. با کم‌رنگ شدن مرز میان سیاست‌های پولی و مالی توسط سیاست‌های تسهیل کمی^۱، استقلال بانک‌های مرکزی در بسیاری از کشورها با چالش روبه‌رو شده است. در اقتصادهای حوزه یورو که از بحران اقتصادی ضربه خوردند، تکنوکرات‌ها که درک بهتری از پیچیدگی‌های اقتصادی داشتند و مستقل از فشارهای انتخاباتی عمل می‌کردند، به کار گرفته شدند. موسسات رتبه‌بندی نیز در نتیجه اعطای رتبه‌های سرمایه‌گذاری به محصولات با پشتوانه رهنی درجه دو^۲ و عدم موفقیت برای هشدار در مورد رشد ناپایدار بدهی حکومتی، یا دولتی، در اقتصادهای جنوب منطقه یورو و تحت نظارت شدید قرار گرفتند.

در پاسخ به محیط جدید، تحلیلگران ریسک کشوری مجبور به تجدیدنظر در پیش‌بینی‌های خود شدند. برخی در ابتدا تلاش کردند مجدداً بر بازارهای توسعه‌یافته تمرکز کنند، تا اینکه دریافتند این مدل‌ها صرفاً در بازارهای نوظهور کارایی دارند. دیگران، مدل‌های قدیمی ریسک کشوری را که بر اصول متمرکز بودند، زیر سوال برده و مدل‌های هشدار زود هنگام را که از سیگنال‌های بازار برای مشاهده‌ی تحرکات غیرمعمول استفاده می‌کردند، بنا نهادند. تلاش‌هایی برای ترسیم پیوند میان کشورها، دولت‌ها و نهادهای مالی وجود دارد. تعداد اندکی، از جنبه‌های نظریه‌ی آشفتگی برای توضیح پیچیدگی و سرایت در اقتصاد جهانی استفاده کرده‌اند. برخی

1. quantitative easing policies

2. Subprime mortgage-backed products

گمان می‌کنند که داده کاوی پاسخ حل مشکل است. کتاب‌های مشهوری مانند قوی سیاه^۱ نوشته نیکولاس تالب^۲ پیشنهاد می‌کنند که باید از تمرکز روی رابطه علی دست کشید، چرا که انسان‌ها برای منطقی بودن بوجود نیامده‌اند و به جای آن باید به عدم قطعیت روی آورد.

درباره‌ی این کتاب

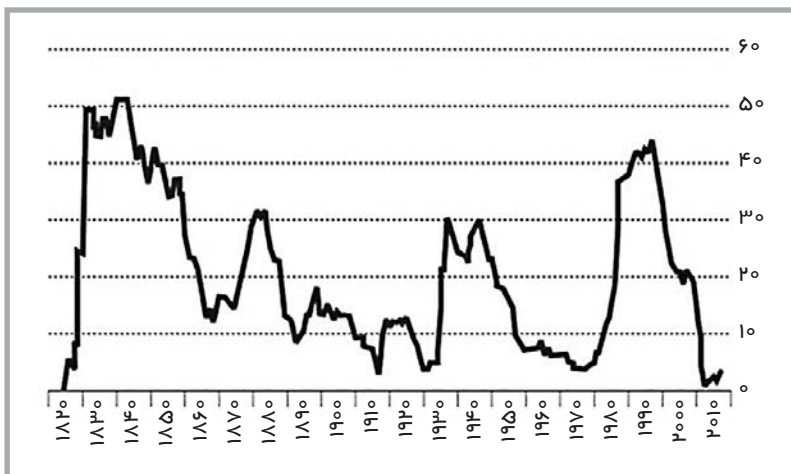
آنچه مورد نیاز است برخلاف این هاست: بازگشت به اصول و درک علل اساسی بحران‌های پرداختی و پیش‌فرض‌ها و اینکه چگونه این‌ها در تصویری بزرگتر می‌گنجد. چشم‌انداز تاریخی (با توجه به این که ممکن است ریسک‌های قدیمی در چارچوب‌های جدید ظهور کرده و دیدن آن‌ها دشوار باشد) نیز مفید است، زیرا نکول کشورها به لحاظ تاریخی با چرخه‌های سرمایه‌گذاری اقتصاد جهانی همراه هستند (به شکل ۱،۱ نگاه کنید). از این رو تجزیه و تحلیل ریسک کشوری نیازمند تمرکز بیشتر بر سهم عوامل پیشران خارجی است که علاوه بر آسیب‌پذیری‌های درون کشوری و ضعف‌های مرتبط با بحران‌های پرداختی و نکول‌ها، باعث تحریک جریان سرمایه می‌شود. این‌ها برخی از موضوعات بخش اول است که به پرسش چگونگی شناسایی ریسک‌های کشوری در سطح جهانی، کشوری و معاملاتی می‌پردازد.

بخش دوم، بر نحوه مدیریت و کاهش ریسک‌های کشوری متمرکز است. این بخش تلاش‌های صورت گرفته برای پیشگیری از بحران در سطح جهانی، مقررات و ساختارهای مدیریت ریسک در سطح بنگاه و استفاده از کاهنده‌های ریسک در سطح معاملات را ارزیابی می‌کند. این بخش همچنین حاوی پیشنهادها عملی در مورد نحوه مدیریت ریسک کشوری است. یک مدل رتبه‌بندی ریسک در فصل ۸ ارائه شده است. پیشنهادات و ابزارهایی برای سازماندهی مدیریت ریسک کشوری در شرکت‌ها در فصل ۱۰ آمده است. فصل ۱۱ چگونگی ساختاردهی به معاملات و استفاده از

1. The Black Swan

2. Nicholas Taleb

شکل ۱/۱ نکول‌ها پشت سر هم می‌آیند: کشورهای در نکول یا زمان‌بندی دوباره نسبت وام‌گیرندگان به درصد



منبع: تامز و رایث، تحقیقات تجربی در مورد بدهی‌های حکومتی و نکول‌ها، مقاله کاری، فدرال رزرو شیکاگو ۲۰۱۲

تکنیک‌های انتقال برای کاهش ریسک‌های کشوری را نشان می‌دهد، سه نمونه موردی از معاملات و ضعف‌هایی که مورد استفاده قرار گرفتند ارائه می‌دهد: دو مورد موفق (طرح‌های روشن و واتانیا^۳، مطالعه موردی ۱۱،۳) و یک فاجعه (پروژه نیروگاه دهبول^۴، مطالعه موردی ۱۱،۲).

بنابراین، عوامل بزرگی که ممکن است طوفان بعدی را بوجود آورند، چیست؟ در زیر ممکن است برخی نکات مهم ارائه شده باشد:

■ **یک دوره گذار برای اقتصاد جهانی.** فصل ۳ برخی از ویژگی‌های خاص اقتصاد جهانی را برجسته می‌کند که نشان می‌دهد اکنون شواهدی از چندین روند گذار نیز وجود دارد. دوره‌های گذار که می‌تواند تغییر در رژیم ارزی بین‌المللی را به همراه داشته باشد، بسیار بی‌ثبات بوده‌اند. رشد جریان‌های بین‌المللی سرمایه و ادغام اقتصاد جهانی

3. Roshan and Wataniya

4. Dabhol

باعث ایجاد ریسک‌های جدید شده که چندجانبه‌گرایی و نهادهای آن را که پس از جنگ جهانی دوم در شرایط بسیار متفاوتی تصور می‌شدند، به چالش کشیده است.

■ دنبال کردن سرمایه‌هایی که در اطراف جریان دارند. فصل ۳

همچنین ویژگی‌های رونق و رکودهای مالی در سه دهه‌ی گذشته را برجسته می‌کند و نشان می‌دهد که چگونه با یکدیگر مرتبط بوده و سرمایه‌ها در اطراف جریان داشته‌اند. از زمان بحران مالی جهانی و نرخ کم بهره‌ی بین‌المللی، مصرف‌کنندگان و شرکت‌های نوظهور در حال تجربه‌ی لذت اعتبارات^۱ هستند. میانگین نسبت اعتبارات به تولید ناخالص داخلی نسبت به کشورهای توسعه‌یافته بسیار بالا نیست، اما به سرعت در حال افزایش است. تحریک کننده‌ی این امر حدود ۱,۵ تریلیون دلاری است که در سال ۲۰۱۲ در بازارهای نوظهور جریان داشته و از حداکثر مقدار خود در سال ۲۰۰۷ گذشته و ۳۲ درصد کل جریان سرمایه‌ی جهانی را در مقایسه با تنها ۵ درصد در سال ۲۰۰۰ تشکیل می‌دهد. اما از سال ۲۰۱۳ و سیر تدریجی انقباض سیاست پولی در ایالات متحده، این روند شروع به کاهش کرده است، همچنین رونق بزرگ قیمت کالاها خنثی شده و افزایش نگرانی از تکرار بحران بازارهای نوظهور دهه ۱۹۹۰ را به همراه داشته است. فصل ۴ ویژگی‌های اقتصاد داخلی را برجسته می‌کند که کشورها را به بحران‌های ناگهانی و سایر شوک‌های جهانی آسیب‌پذیرتر می‌کند. فصل ۵ برخی از ویژگی‌های اساسی اقتصاد و ساختار بخش بانکی را در ارتباط با ریسک‌های کشوری توضیح داده و نشان می‌دهد که حتی اگر اقتصاد جهانی مطلوب باشد، مجموعه‌ای از سیاست‌ها می‌تواند منجر به بحران‌های پرداختی داخلی شود.

■ ظهور ریسک‌های جغرافیایی-سیاسی و ریسک‌های دم کلفت^۲.

همانطور که در حال حاضر در اوکراین مشهود است، ریسک جغرافیایی-

1. joys of credit

2. fat-tail risks

سیاسی با ظهور قدرت‌های جدید مانند چین، روسیه، برزیل و هند احتمالاً یک عامل بی‌ثبات‌کننده‌ی بزرگ در دهه‌های آتی است و تعدادی از بازارهای نوظهور سطح متوسط نیز مشتاق به پذیرفتن نقش‌های جهانی بزرگتر هستند. این موضوع فصل ۶ است. بسیاری از سرمایه‌گذاری‌های بین‌المللی در مناطق پرخطر با زیربنای محدود انجام می‌شود. خطرات آب و هوایی و طبیعی، ریسک‌هایی است که مدیریت آن‌ها بسیار سخت است. اما آن‌ها به یکباره به وجود نیامده و راه‌های مدیریت یا حتی کاهش غیرمشخص‌ترین ریسک‌ها نیز وجود دارد. این یکی از موضوعاتی است که در فصل‌های ۷ و ۱۱ مورد بحث قرار گرفته است.

■ **بازگشت ریسک‌های سیاسی به شکل‌های جدید.** تحولات سیاسی - از جمله اعتراضات بهار عربی، افزایش ملی‌گرایی منابع (مانند تصاحب یک شرکت انرژی خارجی به نام YPF توسط آرژانتین) و ظهور مناطق جدایی طلب در اروپا - بار دیگر تأثیر مهمی روی ریسک دارد. همانطور که رکود جهانی به استانداردهای زندگی در بازارهای توسعه‌یافته لطمه می‌زند، وقفه‌های تجاری از طریق اعتصاب و اعتراض نیز افزایش می‌یابد. اما چون فشارهای اجتماعی که ریسک سیاسی و جغرافیایی - سیاسی را هدایت می‌کند به آرامی پیشرفت می‌کنند، پیش‌بینی و پیش‌گویی آن‌ها دشوار است. (خطرات سیاسی و جغرافیایی - سیاسی در فصل ۶ بحث شده است.)

■ **ریسک استقلال طلبی جهانی و نقض حاکمیت.** پیشگیری از بحران در سطح جهانی موضوع فصل ۹ است که ریسک‌های اصلی در این فرآیند را مشخص می‌کند. یکی از آن‌ها این است که مقرراتی که سیستم فعلی قوانین بین‌المللی را تشکیل می‌دهد، بسیار پیچیده شده و می‌تواند منجر به ریسک‌های جدید شود. اقدامات نظارتی که به منظور مقابله با بحران جهانی صورت می‌گیرد، می‌تواند اقتصاد جهانی را متلاشی کند. حاکمیت از طریق یکپارچگی جهانی محدود شده و سیاست‌های مستقل ملی توسط اندازه و نوسان جریان‌های سرمایه

جهانی محدود می‌شود. حاکمیت نیز توسط نهادهای بین‌المللی که به منظور جلوگیری از بحران و تنظیم اقتصاد جهانی ایجاد شده‌اند، در وضعیت اضمحلال است. از این رو روند اقتصاد جهانی و تصمیمات نهادهای بین‌المللی و منطقه‌ای به‌طور فزاینده‌ای در حال تبدیل به عوامل تعیین‌کننده ریسک‌کشوری است.

— **اختلافات قراردادی بیشتر.** فصل ۷ ریسک‌های کشوری را در سطح کوچک مشخص می‌کند - چرا که هر مبادله از طرف ریسک‌های کشوری به طرق مختلف آسیب‌پذیر است. این بخش یادآوری می‌کند که ملی شدن یا مصادره ممکن است در حال حاضر نادر باشد، اما اختلافات قراردادی در بخش‌های نظارتی مانند آب، برق، مخابرات و معدن، بیشتر شده است. استرالیا، غنا، آفریقای جنوبی، اندونزی، زامبیا و مغولستان قوانین مالیاتی معدنی جدیدی معرفی کرده‌اند. با توجه به نظرسنجی ریسک‌سیاسی واحد تحقیق و ارزیابی اقتصادی آژانس تضمین سرمایه‌گذاری چندجانبه در سال ۲۰۱۲، سه نگرانی مهم سرمایه‌گذاران شامل تغییرات نامساعد در تنظیم‌گری، نقض قرارداد و ریسک‌های انتقال و تبدیل است.

— **ریسک‌های مدیریت ریسک مبتنی بر مقررات.** فصل ۱۰ بررسی تعامل بین مقررات و مدیریت ریسک، بررسی فرآیند بازل و مدیریت ریسک سازمانی^۱ و نحوه‌ی تاثیرگذاری بر مدیریت ریسک کشوری را ارائه می‌دهد. این بخش نتیجه‌گیری می‌کند که برخی از مقررات پیچیده و اجباری شده‌اند، در نتیجه ریسک عواقب ناخواسته و تبدیل شدن روند به یک تمرین اجباری را افزایش می‌دهد. همچنین پیشنهادهایی در مورد چگونگی ساختار دادن به مدیریت ریسک کشوری برای جلوگیری از این مشکلات گفته شده است.

بخش اول

شناسایی ریسک کشوری

۲. تعاریف ریسک کشوری

این کتاب بیشتر با تعاریف گسترده‌ای از ریسک‌های کشوری سر و کار دارد - یعنی زبان‌هایی که می‌تواند برآمده از وقفه در بازپرداخت‌ها یا عملیات نهادهایی باشد که درگیر سرمایه‌گذاری‌های بین‌المللی هستند و از مواجهه با رویدادهای کشوری همچون مشکلات تجاری، فنی یا مدیریتی خاص آن تراکنش به وجود آمده‌اند. به این مبحث نیز به عنوان ریسک عمومی کشوری اشاره شده است. ریسک کشوری همچنین می‌تواند با چیزی که نیست، تعریف شود، مثلاً: ریسک کشوری هر چیزی است که ریسک اعتبارات طرف مقابل نباشد. تحلیلگران ریسک شرکتی آن را به عنوان کاهش احتمالی بازده مورد انتظار در یک معاهده‌ی بین‌المللی با بیش از یک ذینفع که به دلیل رویدادهایی که تحت کنترل یک سرمایه‌گذار خصوصی نیست، رخ می‌دهد، در نظر گرفته‌اند.

جریان‌های بین‌المللی به تمام انواع جریان‌های مالی بین‌المللی اشاره دارند. وقفه‌ی (در شدیدترین موارد قصور یکجا) پرداخت‌ها به پرداخت خدمات بدهی وام یا سرمایه‌ی معامله، بازپرداخت سود در یک سرمایه‌گذاری یا درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها اشاره دارد.

تجزیه و تحلیل ریسک عمومی کشوری مربوط به ریسک‌های یک بحران پرداختی است که نه تنها ناشی از آسیب‌پذیری در ساختار اقتصادی و سیاسی یک کشور بلکه به خاطر شوک‌های خارجی ناشی از بحران‌های اقتصادی و جغرافیایی-سیاسی بین‌المللی است. علل وقفه‌ی بازپرداخت را به سختی می‌توان به تفکیک مشخص کرد، زیرا آن‌ها اغلب مرتبط هستند.

یک بحران سیاسی عمیق، مانند بحران اوکراین در سال ۲۰۱۴، خطر قصور حکومتی را افزایش می‌دهد؛ این می‌تواند توسط کنترل‌های سرمایه‌ای که مانع تبادل پول داخلی با ارز خارجی می‌شود، تشدید شود. توقف ناگهانی جریان سرمایه ناشی از بحران در مراکز مالی جهانی می‌تواند موجب بحران ارز و نقدینگی و مانع بازپرداخت شود؛ حتی اگر ریسک پرداختی که از میزان بدهی خارجی در کشور تعیین می‌شود، در ابتدا پایین باشد. هر دوی این حوادث به احتمال زیاد با کاهش قابل توجه ارز همراه می‌شوند. اگر بانک‌های داخلی دارای قرض‌های خارجی باشند، در معرض تهدید جدی بحران بانکی خواهند بود، همانطور که در سال ۲۰۰۸ در ایسلند مشاهده شد. یا بازپرداخت می‌تواند مسدود شود، چرا که یک تعادل پرداخت یا بحران ارزی، دسترسی به ارز خارجی را قطع کرده است. این مباحث در فصل ۳ و ۴ بحث شده است. از آنجا که اغلب علل به هم مرتبط هستند، بهتر است در مورد مسائل مربوط به مدیریت ریسک کشوری در زمینه‌ی گسترده‌ی آن بحث کنیم.

اجزای ریسک کشوری

ریسک کشوری همچنین می‌تواند با اجزای مختلف آن تعریف شود (مطالعه موردی ۲.۱ را ببینید). این تعریف از اینوستوپدیا^۱ آورده شده است:

مجموعه‌ای از خطرات مرتبط با سرمایه‌گذاری در یک کشور خارجی. این ریسک‌ها عبارتند از: ریسک سیاسی، ریسک نرخ ارز، ریسک اقتصادی، ریسک حاکمیت و ریسک انتقالی، که ریسک سرمایه‌ای است که از طریق اقدامات دولتی قفل یا غیر قابل دسترس شده است. ریسک کشوری از یک کشور به کشور دیگر متفاوت است.

نه تنها ریسک کشوری از یک کشور به کشور دیگر متفاوت است بلکه لیست اجزای ریسک کشوری نیز می‌تواند متفاوت باشد.

ریسک حکومتی

ریسک عدم پرداخت اوراق قرضه‌ی حکومتی (یا دولتی) صادر شده توسط یک نهاد عمومی یا عمومی تضمین شده، به عنوان ریسک حکومتی تعریف می‌شود. ریسک حاکمیت در برخی از اقتصادهای منطقه یورو بالا بوده است که بدهی‌های عمومی ناکارآمدی را حاصل شده است. تجزیه و تحلیل ریسک‌های حکومتی، حاکمیت را به عنوان یک طرف قرارداد متمایز با توانایی بالقوه برای رعایت تعهدات بدهی خود در نظر می‌گیرد. تعهدات بدهی می‌تواند به شکل ارز خارجی یا پول داخلی باشد. رایج ترین رتبه‌بندی حکومتی، رتبه‌بندی ارز خارجی است که نشانگر ریسک یک ورشکستگی دولتی در بدهی خارجی آن کشور است. تاریخ نشان می‌دهد که دولت‌ها در هر دو بدهی داخلی و خارجی دچار ورشکستگی می‌شوند، مانند ورشکستگی روسیه در سال ۱۹۹۸. با این حال، ورشکستگی در بدهی‌های پول داخلی کمتر رخ می‌دهد. آن به این دلیل است که حاکمیت همیشه می‌تواند پول بیشتری را چاپ کند و بسته به عمق بازارهای سرمایه داخلی خود، بانک‌های داخلی، صندوق‌های بازنشستگی و سایر سرمایه‌گذاران را برای خرید اوراق قرضه خزانه‌داری متقاعد کند. به دلیل این فضای آزاد برای مانور سیاستی، رتبه‌بندی پول‌های داخلی معمولاً چند درجه بالاتر از رتبه‌بندی حکومتی ارز خارجی است.

از بین همه‌ی اجزای ریسک کشوری، ریسک حکومتی (ارز خارجی) بیشتر از همه قابل اندازه‌گیری است. این یک رویداد متمایز با تاریخ داده‌هاست - هرچند برخی معتقدند که بیش از ۲۵۰ داده در ۳۰۰ سال گذشته برای تخمین‌های احتمالی دقیق، معنی دار نبوده است. در مقابل، این روش در ریسک کشوری، به‌طور کلی، جوابگو نیست. به این دلیل که کشورها ورشکست نمی‌شوند، بلکه این نهادهای اقتصادی در داخل کشور هستند که دچار ورشکستگی می‌شوند. حتی در بدترین بحران‌های پرداختی در سراسر یک کشور، تمام نهادها دچار ورشکستگی نمی‌شوند. بعضی از فعالیت‌های مهم بین‌المللی، معمولاً تجارت مالی، ادامه می‌یابد. از این رو پایه آماری مدل ارزیابی پیشنهاد شده در فصل ۸ در رابطه با رتبه‌بندی ریسک‌های

حکومتی قوی‌تر است و در واقع می‌توان با کنترل آن، احتمالات ورشکستگی را بدست آورد. علاوه بر این، رتبه‌بندی‌های عددی (به عنوان مثال، در مقیاس ۱۰۰۰-۰) می‌تواند به صورت ریاضی ارائه شود تا منعکس‌کننده‌ی ریسک نه تنها به معنای نسبی (رتبه‌بندی‌های ترتیبی) بلکه به معنای مطلق - یعنی فاصله‌ی بین رتبه‌ها نیز باشد.

ریسک‌های انتقالی و تبدیل‌پذیری^۱

سرمایه‌گذاران باید از ریسک‌های نشات گرفته از مالیات‌های دولتی، کنترل‌های سرمایه‌ای یا محدودیت‌های دسترسی به ارز خارجی آگاه باشند. این‌ها ریسک‌های انتقالی و تبدیل‌پذیری نامیده می‌شوند. مالزی در زمینه‌ی بحران بدهی‌های سال ۱۹۹۷، کنترل سرمایه را اعمال کرد. ونزوئلا نمونه‌ای از یک اقتصاد است که قابلیت تبدیل‌پذیری در آن به تدریج دشوارتر شده است. افزایش یکپارچگی جهانی و آزادسازی جریان سرمایه در اقتصاد جهانی در چند دهه گذشته، ریسک‌های انتقالی و تبدیل‌پذیری را کاهش داده است. اتحادیه‌های پولی نیز با ریسک‌های انتقالی و تبدیل‌پذیری پایین‌تری ارتباط دارند.

با این حال، پس از بحران سال ۲۰۰۸، این امر ممکن است با افزایش مداخله دولت و شرکت‌ها بر مقررات مالی در حال تغییر باشد. همچنین برخی از کنترل‌های سرمایه‌ای مناسب می‌توانند زمانی که اقتصادها با شوک‌های خارجی و تغییرات ناگهانی در جهت جریان سرمایه بین‌المللی مواجه می‌شوند، مفید باشند. رتبه‌بندی انتقالی و تبدیل‌پذیری اغلب به عنوان افزایش نرخ (یا کاهش نرخ، بسته به شرایط) برای رتبه‌بندی حکومتی نرخ ارز، با توجه به میزان یکپارچگی جهانی اقتصاد، نوع رژیم ارز و استقلال بانک مرکزی و سایر نهادهای مربوطه، تلقی می‌شود.

ریسک‌های عملیاتی یا قضایی

این زیرمجموعه‌ی دیگری از اجزای ریسک عمومی کشور است که به

1. transfer and convertibility risks

خطرات محیط کسب و کار خاص کشور مانند حاکمیت، شفافیت و قوانین دست‌وپاگیر، حکم قانون، دسترسی به زیرساخت‌ها، ریسک‌های مقررات و آسیب‌پذیری سیستم‌های بانکی اشاره دارد. این موضوعات فصل‌های ۵ و ۷ است. همراه با ارزیابی ریسک‌های حکومتی، پول داخلی می‌تواند به عنوان ورودی برای تجزیه و تحلیل ریسک اعتباری طرفین مفید باشد. ریسک قضایی کشور می‌تواند بسیار متفاوت از ریسک‌های حکومتی باشد. به عنوان مثال، در یک کشور مانند اندونزی که محیط کسب و کار پر از ریسک است، ریسک قضایی بالاست؛ اما ریسک حکومتی، با کم بودن بدهی‌های عمومی، کم است.

مطالعه‌ی موردی ۲.۱

نیجریه: آسیب‌پذیری‌های ریسک کشوری

نیجریه آمار تولید ناخالص داخلی خود را بازسازی کرده و تبدیل به بزرگترین اقتصاد در کشورهای جنوب صحرای آفریقا شده است. با این وجود، با پتانسیل عظیمش، اقتصاد نیجریه دارای ویژگی‌های متعددی است که آسیب‌پذیری آن را به شوک‌های خارجی و داخلی افزایش و ریسک‌های کشوری را بالا برده است. این در ریسک‌های متعددی که در طول بحران جهانی ۲۰۰۹-۲۰۰۸ اتفاق افتاد، دیده شده است.

در گذشته، نیجریه یک ترانزنامه‌ی خارجی قوی داشت. بار کم بدهی خارجی و درآمد صادرات نفتی بالا، سیری از ذخایر ارز خارجی ایجاد کرد که با ۵۳ میلیارد دلار دقیقاً پیش از شروع بحران مالی جهانی به حداکثر خود رسید و ریسک انتقالی و تبدیل‌پذیری را کاهش داد. این امر به نوبه‌ی خود رژیم نرخ ارز را مدیریت کرد و هدف کاهش ریسک‌های ناشی از نوسانات نایرا^۱ را داشت. با این حال، یک رژیم مدیریت‌شده‌ی نرخ ارز نیز می‌تواند ریسک تغییر نرخ ارز را در شرایط استرس‌زا تشدید کند. در اواخر سال ۲۰۰۹، ذخایر ارز خارجی نیجریه به میزان ۲۰ درصد و به ۴۲ میلیارد دلار کاهش یافت (و در سال ۲۰۱۰ به ۳۴ میلیارد دلار کاهش یافت) زیرا درآمدهای نفتی کاهش پیدا

۱. واحد پول نیجریه (naira)

کرد و بانک مرکزی برای حمایت از واحد پولی، مداخله کرد. اما مقامات بخش مالی باید برای کاهش ارزش ۲۵ درصدی نایرا در یک دوره کمتر از دو ماه، زمانی که حمایت از نرخ ارز دلار / نایرا به ۱۱۷ رسید (در اواخر سال ۲۰۰۸) و بیش از حد هزینه‌بر بود، تصمیم می‌گرفتند. این بدان معنا بود که هزینه واردات، خدمات بدهی خارجی و سایر هزینه‌های مرتبط با نرخ ارز به‌طور ناگهانی ۲۵ درصد افزایش یافته بود.

ریسک‌های مالی و بانکی نیز افزایش یافت. جریان ورودی سرمایه، سیاست سست پولی و قوانین ضعیف باعث رشد سریع اعتبارات در پیشبرد بحران شد. نقدینگی شدید از بانک‌های بین‌المللی در سال ۲۰۰۸، بانک‌های داخلی را آسیب‌پذیر کرد و موجب حباب‌های وام‌دهی و فروپاشی بانک‌های متعدد شد. افزایش نرخ بهره، افزایش تورم، کاهش ارزش ارز و کاهش تولید ناخالص داخلی، همگی باعث افزایش ریسک‌ها در اقتصاد خرد شد.

کاهش قیمت جهانی نفت به کمتر از ۴۰ دلار به ازای هر بشکه، ریسک‌های بخش انرژی را افزایش داد. فرضیه‌های قیمت نفت برای معاملات بین‌المللی باید مورد بازنگری قرار می‌گرفت و پایه بدهی - نشان‌دهنده ظرفیت بدهی وام‌گیرندگان - به شدت کاهش یافته بود. وابستگی بیش از حد به نفت به عنوان منبع رشد، درآمدهای ارز خارجی و درآمدهای مالی تحت بررسی قرار گرفت. در میان آشوب‌ها، مقامات نیجریه نخستین پیش‌نویس لایحه‌ی صنعت نفت را در سال ۲۰۰۸ معرفی کردند که هدف اصلی آن بازسازی بخش نفت بود. این لایحه تاکنون توسط مجلس قانونگذاران تصویب نشده بود اما در پنج سال گذشته در بخش‌هایی از آن تجدید نظر شده بود که همه‌ی این اقدامات به ریسک‌های مقررات برای سرمایه‌گذاری در این بخش افزودند.

درآمدهای مالی، با تاکید بر بخش نفت و گاز، در سال ۲۰۰۹ به میزان ۴۰ درصد کاهش یافت و بودجه این کشور با کسری تقریباً ۱۰ درصدی تولید ناخالص داخلی روبه‌رو شد، در مقایسه با سال گذشته که ۵ درصد مازاد وجود داشت. بازسازی‌های قبلی و پیش‌پرداخت بدهی‌های خارجی به این معنی بود که بدهی‌های حکومتی نیجریه در سطح مناسبی بود که خطرات ناشی از ریسک حکومتی را کاهش می‌داد. این رویدادها، با این حال، حساسیت

کاهش درآمد دولت به چرخه‌ی کالاهای جهانی را برجسته کرد و نیاز به ایجاد یک صندوق ثروت حکومتی^۱ (صندوق سرمایه‌گذاری دولتی) را ضروری دانست که حداقل یک مقابله موقت با شوک قیمت کالاها بود.

ریسک‌های سیاسی همچنان بالا باقی ماند. اومارو موسیا یاراد و رئیس جمهور وقت و رهبر PDP، در سال ۲۰۱۰ جان سپرد. انتقال موقت قدرت به جنوب و انتخاب مجدد گودلاک جاناتان در انتخابات سال ۲۰۱۱ موجب نارضایتی گسترده و شورش‌های خشونت آمیز در برخی از ایالت‌های شمالی شد. نزاع اجتماعی تهدیدی برای ثبات کشور نیجریه نبود. اما ریسک‌های عملیاتی / قضایی باعث نگرانی‌هایی شده بود، چرا که خشونت‌های قومی و مذهبی می‌توانست بعضی از استان‌های آسیب دیده را بی‌ثبات سازد. ریسک‌های امنیتی بیشتری به واسطه‌ی حملات پراکنده بوکوحرام، یک گروه شبه نظامی در شمال، خرابکاری و سرقت زیرساخت‌های نفتی و نفت در دلتای نیجر به وجود آمد.

ریسک‌های سیاسی و جغرافیایی - سیاسی

چیزی که تقریباً با ریسک حاکمیت و مشروعیت همپوشانی دارد، ریسک سیاسی است. این زیرمجموعه ریسک کشوری، ریسک قطع عملیات یا بازپرداخت‌ها در نتیجه رویدادهای سیاسی در کشور میزبان یا تغییرات ژئواستراتژیک در محیط بین‌المللی است. یک تغییر سیاسی در سیاست دولت پیرامون مالیات یا مقرراتی که جریان درآمد یک معامله را تضعیف می‌کند، می‌تواند به عنوان ریسک سیاسی تعریف شود. یک مثال مالیات فوق‌العاده‌ای است که دولت استرالیا برای شرکت‌های استخراج معدن در سال ۲۰۱۰ ارائه کرد.

سایر اقدامات دولتی که به عنوان ریسک‌های سیاسی تعریف شده‌اند، عبارتند از ملی‌سازی و سلب مالکیت و نقض قرارداد. ریسک‌های سیاسی مانند حملات تروریستی، نزاع‌های داخلی و یا اختلافات قومی نه تنها از طریق اقدامات یک دولت بلکه می‌تواند از طریق دیگر بازیگران سیاسی مانند گروه‌های اقلیت رخ دهد. این ریسک‌ها در طول زمان می‌تواند به آرامی

1. sovereign wealth fund

رشد کرده و پیش‌بینی را دشوار کند. اغلب نزاع‌های سیاسی، همانگونه که در سال ۲۰۱۱ در آفریقای شمالی دیده شد، نشان‌دهنده‌ی تغییرات اجتماعی عمیق است. به همین دلیل، مهم است که تحلیل‌های اجتماعی و سیاسی مورد بررسی قرار گیرند و تنها بر چند شاخص تمرکز نشود. ریسک‌های سیاسی مانند جنگ‌ها اغلب با قصورات و وقفه‌های پرداختی در سرمایه‌گذاری‌های بین‌المللی همراه است. خطرات جغرافیایی-سیاسی جزء سخت‌ترین بخش مدیریت ریسک کشوری است (به فصل ۶ نگاه کنید).

ریسک‌های اقتصادی

این ریسک‌ها به‌طور معمول به ویژگی‌های اقتصادی برمی‌گردند که آسیب‌پذیری‌های شوک خارجی یا اصول و سیاست‌های ساختاری که می‌تواند ایجادکننده بحران‌های پرداخت پول داخلی باشد را افزایش دهد. کشورهایی با پس‌انداز و عدم تعادل پرداخت‌های خارجی، از شوک‌های خارجی آسیب‌پذیرترند. این شاخص‌ها بود که گروه «۵ شکننده» یعنی کشورهای برزیل، هند، اندونزی، آفریقای جنوبی و ترکیه را به عنوان آسیب‌پذیرترین کشورها در برابر خروج سرمایه از بازارهای نوظهور در سال ۲۰۱۳، مشخص کرد. ریسک‌های نرخ ارز، ریسک‌های نرخ بهره و نوسانات کلان اقتصادی که گاهی اوقات به عنوان زیرمجموعه‌ای از ریسک کشوری در نظر گرفته می‌شوند، بخشی از این ریسک‌ها هستند. آسیب‌پذیری‌های داخلی یک اقتصاد می‌تواند دلیل بیش از حد بدهکار بودن یک کشور را توضیح دهد. اما اغلب، در یک بحران پرداختی دو طرف وجود دارد. در برخی شرایط در اقتصاد جهانی، سرمایه‌گذاران بین‌المللی بیش از حد به وام‌های زیاد حساس می‌شوند. تا همین اواخر، این عامل در تجزیه و تحلیل بحران‌های پرداختی کشورها به اندازه کافی مورد توجه قرار نمی‌گرفت. این مباحث در فصل‌های ۳-۵ توضیح داده شده است.

مشکلات تعریف ریسک کشوری

در چند دهه‌ی گذشته، موسسات مالی و شرکت‌های بزرگ، ساختارهای

مدیریت ریسک خود را گسترش دادند تا مدل‌هایی را برای رسیدگی به ریسک اعتباری، ریسک بازار، ریسک عملیاتی، ریسک نقدینگی و اخیراً ریسک‌های کشوری داشته باشند. این امر آسان نیست، زیرا تعریف ریسک کشوری که برای یک شرکت یا ابزار سرمایه‌گذاری درست است ممکن است برای دیگری درست نباشد. بعضی نهادها ریسک حکومتی و انتقالی و تبدیل‌پذیری را شناسایی کرده و همه را به عنوان ریسک قضایی دسته‌بندی کرده‌اند. دیگران بیشتر بر ریسک‌های سیاسی تمرکز می‌کنند. تمام این خطرات مرتبط بوده و همپوشانی دارند و در طول زمان تغییر می‌کنند، بنابراین تمایز دادن بین آن‌ها دشوار است. مهم است که هر نهاد یک تعریف قابل اجرا از ریسک‌های کشوری داشته باشد که باید برای کسب و کار خود مدیریت شود.

علاوه بر این، این جنبه‌های منفرد و شباهت‌های پیچیده ریسک کشوری به این معنی است که تعریف آن سخت است. فرانک نایت در کتاب خود «ریسک، عدم قطعیت و سود»، تعریف تئوری دقیقی از ریسک را ارائه داده و تمایز بین ریسک و عدم اطمینان را بیان کرده است. با توجه به نظریه‌ی نایت، ریسک، عدم اطمینان قابل اندازه‌گیری است، در حالی که عدم اطمینان قابلیت اندازه‌گیری ندارد. ممکن است یک احتمال و یک ضرر خاص را به ریسک نسبت دهیم. در این مفهوم کاملاً تئوری، تنها جنبه حاکمیت ریسک کشوری (به نوعی) از لحاظ آماری قابل اندازه‌گیری است. بقیه، به خصوص آن دسته از جنبه‌های ریسک کشوری که ناشی از ریسک سیاسی و رفتار دولت است، در حقیقت عدم اطمینان هستند.

اما عدم توانایی به کارگیری تئوری احتمالات در ریسک کشوری برای اندازه‌گیری آن، به این معنا نیست که نمی‌توان آن را مدیریت کرد، همانطور که در بخش دوم بحث شده است. همانطور که پیتز برنشتاین می‌گوید:

ماهیت مدیریت ریسک به حداکثر رساندن بخش‌هایی است که ما بر نتایج آن کنترل داریم و به حداقل رساندن بخش‌هایی است که کنترل کامل بر نتایج نداشته و ارتباط بین علت و معلول در آن از ما پنهان است.

علاوه بر این، با وجود پایه آماری ضعیف، مدل رتبه‌بندی ریسک کشوری

در فصل هشتم تلاش می‌کند تا میزان ریسک کشوری را به عنوان یکی از مولفه‌های فرآیند مدیریت ریسک در سراسر کشور تعیین نماید.

همچنین غیرممکن است که یک سلسله مراتب سازگار را بین زیرمجموعه‌های ریسک کشوری که در بالا تعریف شده‌است، ترسیم کنیم. ممکن است کشوری مانند روسیه وجود داشته باشد که در آن ریسک حکومتی کم است؛ چرا که کمبود بدهی‌های عمومی و ذخایر ارز خارجی در آن بالاست، اما ریسک قضایی به علت ضعف حاکمیت قانونی بالاست. در این مورد، تصمیم سرمایه‌گذاری بر مبنای رتبه‌بندی‌های حکومتی در هر معامله‌ای غیر از معامله‌ای که شامل اوراق قرضه دولتی می‌شود، به‌شدت نشانه‌ی در نظر نگرفتن ریسک‌ها خواهد بود. مثال دیگر اسلوونی است که در آن ریسک بخش بانکی و حکومتی بالاست، اما ریسک‌های قضایی کم است. به همان شکل اشتهای خواهد بود که از رتبه‌بندی حکومتی در اسلوونی برای سرمایه‌گذاری مستقیم استفاده شود، زیرا این امر ریسک کشوری را بیش از حد نشان می‌دهد. در مورد یونان، ریسک انتقالی و تبدیل‌پذیری کم است (مگر اینکه در نظر گرفته شود که ممکن است از یورو خارج شود)، اما ریسک حکومتی - پول خارجی و داخلی - بالاست.

در نهایت، هدف اکثر تحلیل‌های ریسک کشوری، اجتناب از ریسک است، اما برای رویکردهای ریسک‌پذیری نیز می‌تواند به همان اندازه مفید باشد. تجزیه و تحلیل ریسک کشوری نه تنها برای هشدار دادن به بحران‌های پرداختی و قصورات، بلکه همچنین در جایی که ریسک کاهش می‌یابد، استفاده می‌شود. مثلاً در منطقه‌ی یورو جنوبی از سال ۲۰۱۳، یا اتیوپی که به آرامی شروع به اصلاح اقتصادش می‌کند، یا کلمبیا و فیلیپین که در چند سال گذشته دولت‌ها در نهایت با شورشیان، FARC و جبهه‌ی آزادی‌بخش مورو به توافق دست یافته‌اند. بنابراین این تمرین می‌تواند برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد. گاهی اوقات نیز ریسک هوشمندانه، تجزیه و تحلیل ریسک کشوری، مدیریت و کاهش ریسک می‌تواند فرصت‌ها را علاوه بر ریسک‌ها شناسایی کند. فصل ۱۱ دو مورد مطالعه‌ی معاملات موفقیت‌آمیز در مناطق پر ریسک را نشان می‌دهد که برای بیشتر سرمایه‌گذاران غیر قابل تصور است.

سه پرسش متداول

۱. چرا ریسک‌کشوری باید فقط به ریسک‌های فرامرزی محدود شود؟

این سوال خوبی است. به هر حال، نهادهای مالی و شرکت‌ها با ریسک‌های اقتصاد کلان و سیاسی در کشور خود سر و کار دارند. این ریسک‌ها شامل ریسک‌های تنظیمی، تغییرات مالیاتی، ریسک‌های نرخ بهره و تنظیم سیاست پولی تا ریسک‌های اقتصاد کلان به علت نوسان در رشد تقاضای داخلی، می‌باشد. این‌ها همچنین از سوی ریسک‌های سیاسی نیز آسیب‌پذیر هستند، مانند ملی شدن، مصادره و ناآرامی‌های اجتماعی و سیاسی، و حتی ریسک‌های نرخ ارز، اگر محصولات دارای محتوای وارداتی بالایی باشند. از این رو پیشنهادات مطرح شده در فصل ۱۱ در مورد کاهش ریسک‌کشوری، در مورد سرمایه‌گذاری‌های داخلی کشور نیز اعمال می‌شود.

معمولاً دو دلیل برای تمرکز ریسک‌کشوری بر ریسک‌های فرامرزی وجود دارد. یکی از این موارد شناسایی ریسک‌ها در معاملات فرامرزی است. سرمایه‌گذاری در حوزه‌های دیگر نیاز به جمع‌آوری اطلاعات و دانش بیشتری دارد. در فاصله‌ی جغرافیایی، نهادی و فرهنگی و همچنین در برخورد با سیاستمداران داخلی، ریسک‌هایی وجود دارد. حتی اگر کشور دریافت‌کننده امتیاز حکومتی بهتری نسبت به کشور مبدا سرمایه‌گذاری داشته باشد نیز این امر صادق است. برای مثال، بسیاری از بانک‌های بین‌المللی که سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی ایالات متحده را هدف قرار دادند، جریمه سنگینی را پرداخت کردند.

دوم این است که سرمایه‌گذاران کشورهای زیادی را می‌توانند انتخاب کنند و این کتاب کمک می‌کند تا این انتخاب به بهترین شکل انجام شود. فرض بر این است که چندین کشور هدف وجود دارد. این رویکرد به آن‌ها کمک می‌کند تا تصمیم بگیرند چقدر سرمایه‌گذاری در کشورهای انتخاب شده انجام دهند و چگونه ریسک‌ها را برای بهینه‌سازی ریسک / بازده برای کلیه‌ی نمونه کارها تحلیل کنند. همچنین فرض شده است که تصمیم در مورد محل دفتر مرکزی یک موسسه مالی یا مرکز تولید یک شرکت چندملیتی گرفته شده است.

۲. آیا حدود خطر پول داخلی در یک بانک یا نهاد سرمایه‌گذاری، یک ریسک کشوری است؟

با توجه به تعریف فرامرزی ریسک کشوری، این مسائل ریسک کشوری محسوب نمی‌شوند. تزریق سرمایه‌ی اولیه به یک کشور برای ایجاد شرکت تابعه به عنوان ریسک کشوری محسوب می‌شود. این امر، اگر اعطای وام به آن شرکت نیز به عنوان ریسک کشوری محسوب می‌شد، بازشماری صورت می‌گرفت. اما چه به عنوان ریسک کشوری محسوب شود یا نشود، مسائل مربوط به پول داخلی شرکت‌های تابعه باید مدیریت شود. این وظیفه گاهی اوقات به کمیته‌های دارایی-بدهی داخلی^۱ محول می‌شود.

این تصمیم همچنین به این بستگی دارد که دفتر مرکزی بانک آمادگی حمایت از شرکت تابعه خود در صورت ورشکستگی را دارد یا خیر. اکثر بانک‌های بین‌المللی از شرکت‌های تابعه خود حمایت می‌کنند، اما برخی از آن‌ها، به علت ریسک‌های سیاسی، استثناهایی قائل می‌شوند. مشخص کردن اینکه این عوامل سیاسی بوده یا فقط مدیریت بد است که موجب می‌شود بانک درهای خود را به اینگونه مسائل ببندد، دشوار است.

۳. چطور در مورد ریسک کشوری مربوط به شرکت‌های «پلاک برنجی»^۲ باید تصمیم گرفت؟

کشورهای مبدا که شرکت در آن تاسیس شده است، تمایل زیادی برای انتخاب روش مالیات و تعیین شرایط قانونی آن شرکت دارد. اگر عملیات واقعی شرکت در جای دیگری باشد، یک شرکت پلاک برنجی نامیده می‌شود. کشورهایی که اغلب از این روش استفاده می‌کنند شامل جزایر کیمن، باهاما، جرسی، لوکزامبورگ، جزایر مارشال، موریس (که از بسیاری از نهادهای هند استفاده می‌کند) و سوئیس است. در بیشتر مواقع برای تصمیم در خصوص انتقال شرکت از حالت پلاک برنجی به کشوری که عملیات در آن انجام می‌شود و محل ذخیره‌ی دارایی‌هاست، بحث بین تحلیلگر اعتباری و تحلیلگر کشوری ضروری است.

1. local asset-liability committees

۲. یک شرکت قانونی که تنها موجودیت محسوسش پلاک اسمش است

۳. علل ریسک کشوری در سطح جهانی: وامدهی بیش از حد

مدیریت ریسک کشوری با دنبال کردن تحولات یک کشور بدون در نظر گرفتن زمان و توسط چند شاخص جادویی، امکان‌پذیر نیست. سازمان‌هایی که در اقتصاد جهانی فعالیت می‌کنند، نیاز به درک ریسک‌های خاص مربوط به هر کشور در زمینه‌ی روابط بین‌الملل دارند که دارای پیامدهای ریسک جهانی هستند.

تجزیه و تحلیل ریسک کشوری بیشتر بر عوامل داخلی که موجب تقاضا و احتمالاً وقوع جریان‌های مالی بین‌المللی در کشور دریافت‌کننده می‌شود، تمرکز دارد. هدف، شناسایی شاخص‌های بالقوه بحران‌های پرداختی ناشی از قرض گرفتن بیش از حد است. عوامل تعیین‌کننده عرضه سرمایه‌ی خارجی - هدایت‌کننده‌ی وام‌های بیش از حد - در تحلیل ریسک کشوری، اولویت دوم است. با این حال، گسترش مالی اقتصاد جهانی طی چند دهه‌ی گذشته به این معنی است که حجم جریان مالی بیشتر از اقتصادهای ملی است؛ به این ترتیب کنترل دولت‌ها بر سیاست‌های اقتصادی داخلی به‌طور فزاینده‌ای محدود شده است.

در این فصل ارتباط بین انبوه قصورات تاریخی و حرکت جریان‌های بین‌المللی سرمایه، ریسک‌های مسری و الگوهای احتمالی چرخه‌های اقتصاد جهانی مورد بررسی قرار می‌گیرد. هدف این است که با نگاهی کلی و تاریخی به بحران‌های اقتصاد جهانی، ریسک کشوری را بهتر مدیریت کنیم. این امر می‌تواند ویژگی‌های خاص روند فعلی جهانی و شناسایی وقایع احتمالی تاریخی و نقاط حساسی که می‌تواند منجر به بحران شود

را برجسته‌کند. تجزیه و تحلیل آسیب‌پذیری ساختارهای اقتصادی و سیاسی ملی به فشارهای جهانی و ریسک‌های داخلی ناشی از قرض گرفتن بیش از حد، در فصول ۴، ۵ و ۶ مورد بحث قرار می‌گیرد.

امواج جهانی صادرات سرمایه و ریسک وام‌دهی بیش از حد

دوره‌های ثابت وام‌های اضافی و انبوه عدم بازپرداخت در تاریخ مدرن با دو موج عمده صادرات سرمایه‌ی بین‌المللی در اوایل قرن نوزدهم و اواخر قرن بیستم همراه است که عمدتاً به عنوان اولین و دومین عصر جهانی‌شدن شناخته می‌شود. انگلستان در ابتدای اولین دوره‌ی زمانی که سیستم پولی بین‌المللی، استاندارد طلای کلاسیک بود، قدرت مالی غالب بود. سرمایه‌ی عمدتاً به منظور تأمین سرمایه‌گذاری در زیربناها، بهره‌برداری از مواد خام و ایجاد حوزه‌های اقتصادی و سیاسی نفوذ و کنترل از اروپا به جهان جدید انتقال می‌یافت. چندین رونق و رکود وام‌دهی وجود داشت. حدود ۷۰ درصد از این قصور در بازپرداخت در امریکای لاتین به شکل انبوه در بحران‌های مراکز مالی بین‌المللی رخ داد: بحران ۱۸۲۵ در لندن، بحران ۱۸۷۳ در وین، آمستردام و فرانکفورت؛ بحران برینگ ۱۸۹۰ در لندن، آغاز جنگ جهانی اول در سال ۱۹۱۴ و سقوط بازار سهام ۱۹۲۹ در نیویورک و لندن. بحران ۱۸۲۵ لندن توسط بانک مرکزی انگلستان ایجاد شد که نرخ بهره‌ی بانکی را برای حمایت از ذخایر ارز خارجی خود افزایش داد و منجر به بدهی و ناتوانی در بازپرداخت گسترده در کشورهای آرژانتین، برزیل، شیلی، کلمبیا، کاستاریکا، اکوادور، السالوادور، گواتمالا، هندوراس، مکزیک، نیکاراگوئه، پرو و ونزوئلا شد. اکونومیست آن را «نخستین بحران بازارهای نوظهور» نامید. جهت جریان سرمایه از اروپا پس از جنگ جهانی اول به شدت به عقب برگشت و ایالات متحده به عنوان یک قرض‌دهنده‌ی بین‌المللی بزرگ برای دولت‌های امریکای لاتین و کشورهای جنگ‌زده‌ی اروپایی ظاهر شد. موج اول جهانی‌شدن با رکود دهه‌ی ۱۹۳۰ به پایان رسید و موجب ورشکستگی چندین کشور امریکای لاتین شد. تا سال ۱۹۳۳، ۹ کشور اروپایی با مشکلات پرداخت بدهی مواجه بودند.

در رونق سرمایه‌گذاری دهه ۱۹۲۰، بانکداران نیویورک و لندن برای کمک به کشورهای امریکای لاتین به رقابت پرداختند. در مقاله نیویورک تایمز، یکی از مفسران در مورد وام‌های دهه‌ی ۱۹۲۰ می‌نویسد:

**بسیاری از کشورهای امریکای لاتین بدون شک بیش از حد
قرض گرفتند و یا آنچه دقیق‌تر به نظر می‌رسد، ما بیش از
حد برای ایجاد رونق در امریکای لاتین قرض دادیم و نتیجه
برعکس بود.**

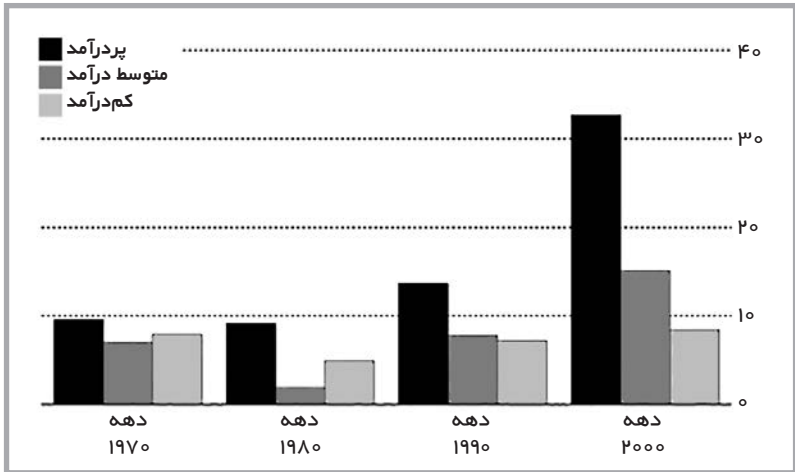
اما مشکل فقط بیش از اندازه وام‌دادن نیست. سیاست‌های حمایت‌گرایانه‌ای که از سوی کشورهای قرض‌دهنده پذیرفته شده بود، زمانی که بحران سال ۱۹۲۹ رخ داد، به‌شدت توانایی کشورهای بدهکار برای بازپرداخت را تحت تأثیر قرار داد. این بحران سبب بازگشت و تضعیف جریان اعتبارات بین‌المللی شد که مانع از انتقال وام می‌شد. کشورهای اصلی طلبکار - بریتانیا، ایالات متحده و فرانسه - استاندارد طلا را رد، موجودی طلای خود را ذخیره و عرضه طلا را در سایر نقاط جهان محدود کردند. تعرفه‌ها افزایش یافت که همراه با سقوط قیمت کالاها، باعث کاهش درآمد صادرات کشورهای قرض‌گیرنده و موجب کاهش توانایی آن‌ها در پرداخت شد.

شتاب بعدی بزرگ جریان سرمایه‌ی بین‌المللی - عصر دوم جهانی شدن - در دهه ۱۹۷۰ پس از پایان سیستم برتون وودز آغاز شد (سیستم نرخ‌های ارز ثابت دلار امریکا که با نرخ ثابت طلا مرتبط بود). دلار امریکا، که دیگر با طلا مرتبط نبود، به ذخایر جهانی و به نرخ ارز انعطاف‌پذیر تبدیل شد. مالیات‌گذاری و گسترش زنجیره‌های عرضه در سراسر کشورها توسط سیستم یکپارچه شرکت‌های جهانی، ویژگی تعیین‌کننده‌ی این دوره شد. نتیجه ادغام کشورهای در حال توسعه در سیستم مالی جهانی، باز شدن اقتصادهای پساکمونیستی به سرمایه‌گذاری خارجی و ظهور قدرت‌های اقتصادی نوظهور بود.

رقابت برای قرض دادن و جستجو برای سود همچنان باقی مانده بود. چارلز کیدلبرگر، اقتصاددان، دلایل ساختاری برای وام‌های بیش از حد را به این دلیل می‌داند: ماهیت انحصاری بازارهای بین‌المللی وام، هدف رقبا

شکل ۳/۱ جریان های ناخالص سرمایه‌ی فرامرزی

درصد روند تولید ناخالص داخلی در کشورهای پردرآمد، متوسط درآمد، کم درآمد ۱۹۷۰-۲۰۰۹



منبع: برونز، دیدیر، ارسه و شموکлер، جریان سرمایه‌ی ناخالص: حرکت‌ها و بحران‌ها، مقاله‌ی شماره ۸۵۹۱، مرکز تحقیقات سیاستی اقتصاد، اکتبر ۲۰۱۱

برای افزایش سهم بازار خود، گرایش وام‌دهندگان به ارزیابی کم از ریسک‌ها (بازارهای اعتباری «هیچ چیز را یاد نمی‌گیرند») و گرایش وام‌ها برای انبوه شدن نزد چندین وام‌دهنده‌ی محبوب که ریسک‌های انبوهی را به وجود می‌آورد. نقش صندوق بین‌المللی پول و طلبکاران دوجانبه نیز در بحران‌های پرداختی در خارج از کشورها قابل توجه است و یک ریسک اخلاقی به حساب می‌آید که اجازه داده تا وام بیش از حد ادامه یابد.

مجموع کل سرمایه‌گذاری بین‌المللی از حدود ۲ درصد از تولید ناخالص داخلی جهان در دهه ۱۹۸۰ به ۱۵ درصد در اواسط دهه ۲۰۰۰ افزایش یافته است. جریان ناخالص سرمایه‌های بین‌المللی (جریان سرمایه‌گذاران خارجی و خروجی سرمایه‌گذاری‌های داخلی) حتی بیشتر نیز بوده است (شکل ۳.۱). اگرچه در دهه‌ی گذشته نیز افزایش جریان در بازارهای نوظهور وجود داشت، اما رشد جریان‌های سرمایه به‌طور عمده در بازارهای توسعه‌یافته بوده است. صندوق بین‌المللی پول استدلال می‌کند که این میزان افزایش

در جریان سرمایه‌های بین‌المللی فراتر از دامنه‌ی قابل استناد چرخه‌های ورودی است و تعدادی از عوامل فشار سازمانی شامل تغییرات جمعیت‌شناسی، رفع محدودیت‌های مالی و پیشرفت در حمل و نقل و ارتباطات و همچنین ابزارهای جدید مالی از جمله مشتقات مالی برای کاهش ریسک‌های بین‌المللی است. تغییر در مبنای سرمایه‌گذاران بین‌المللی، مانند رشد دارایی‌های تحت مدیریت سرمایه‌گذاران نهادی، کاهش ناهمخوانی‌های داخلی و افزایش بودجه‌های حکومتی در بازارهای نوظهور، موجب رشد جریان سرمایه‌های بین‌المللی شد.

بین اوج اواسط سال ۲۰۰۷ و سقوط سال ۲۰۰۹، گردش‌های عمیقی در جریان‌های سرمایه‌ای وجود داشت. در حالی که تا اواسط سال ۲۰۱۳، آن‌ها تنها تا حدود ۷۰ درصد از سطح پیشین خود بهبود یافته بودند. بیشتر این کاهش‌ها، ناشی از فروپاشی مالی اقتصادهای منطقه یورو پس از بحران بخش بانکی است که باید یک بازسازی تدریجی در منطقه‌ی یورو صورت می‌گرفت. از سال ۲۰۱۳، بازارهای نوظهور مجبور شدند تا با خروج سرمایه به ایالات متحده به دلیل سقوط یا تشدید سیاست‌های پولی فدرال ایالات متحده، رقابت کنند. با این حال، جریان سرمایه‌ی خالص همچنان حدود ۵ درصد از تولید ناخالص داخلی بازارهای نوظهور را تشکیل می‌داد که البته پایین‌تر از اوج، اما دو برابر یک دهه قبل خود بود.

دوره‌های گذار: ظهور ریسک‌های جغرافیایی-سیاسی

گذر از یک دوره‌ی جهانی‌شدن به دوره دیگر، مسیر همواری نداشته است. دوره‌ی بین پایان یک رژیم بین‌المللی پولی و چرخه‌ی سرمایه‌گذاری تا شروع بعدی، با ریسک‌های زیادی همراه بوده است. دوره گذار بین موج اول و دوم جهانی‌شدن، شاهد افزایش حمایت از تولید داخلی و تقسیم‌بندی اقتصاد جهانی، دو جنگ جهانی، رکود عظیم جهانی و انقلاب‌های اجتماعی سیستماتیک بود که منجر به مطلق‌گرایی در زمینه‌های بزرگ اقتصاد جهانی و ظهور و سقوط سیستم‌های پولی بین‌المللی شد. سیستم برتون وودز که در سال ۱۹۴۴ در جنگ جهانی دوم تاسیس شد، یک نظام پولی

انتقالی بود که بر اساس پیوند دلار آمریکا با طلا، که در سال ۱۹۷۱ نیز از بین رفت، بنا نهاده شد. بازارهای مالی همچنان به شدت تنظیمی و کنترل‌گری سرمایه همچنان غالب بود، در حالی که سیاست‌ها گسترش تجارت چندجانبه را اولویت بندی می‌کرد. صادرات سرمایه در کنار تجارت و زنجیره‌های تامین بیشتر شرکت‌های چندملیتی ایالات متحده به شکل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی یا تجارت مالی، حرکت می‌کرد.

برخی معتقدند که اکنون ما در آغاز یک دوره گذار دیگر هستیم که احتمالاً راه را برای عصر جدید بین‌المللی مالی و تغییر تعادل جهانی فراهم می‌کند. بحث در مورد نقش دلار آمریکا به عنوان یک ارز ذخیره، افزایش طلا، عدم تعادل جهانی و بحران ۲۰۰۹-۲۰۰۸، بی‌ثباتی در جریان سرمایه و ظهور قدرت‌های جدید مانند چین و هند، می‌تواند بیانگر این دوره‌ی گذار باشد.

دهه‌ی گذشته با رشد روزافزون بسیاری از بازارهای نوظهور همراه بوده است. نرخ عقب‌ماندگی از ایالات متحده در بازارهای نوظهور از ۱.۵ درصد در دهه ۱۹۹۰ به دو برابر خود یعنی ۳ درصد در دهه‌ی گذشته رسیده است. همانطور که از سال ۲۰۱۲ دیدیم، بعید است که رشد سریع دهه‌ی گذشته دوباره تکرار شود. ممکن است دلیل این امر آن باشد که با سیاست‌های سست پولی اتحادیه اروپا، ژاپن و ایالات متحده و افزایش ریسک‌های سیاسی، خروجی سرمایه از بازارهای نوظهور افزایش یافته باشد که باعث موج بعدی بحران‌ها و کسری‌ها شود.

اما رشد بلندمدت که منجر به جمعیت‌شناسی مثبت، شهرنشینی و ظهور طبقه‌های متوسط شده، از مفهوم ادامه رقابت در بازارهای نوظهور پشتیبانی می‌کند. ممکن است که اختلاف رشد بلندمدت با بازارهای کمتر توسعه‌یافته و جستجوی سود، بتواند جریان مستقیم سرمایه را به بازارهای نوظهور منتقل کند. بانک جهانی پیش‌بینی کرده است که جریان‌های سرمایه به کشورهای در حال توسعه می‌تواند تا سال ۲۰۳۰ به ۶.۲ تریلیون دلار، معادل سه برابر سطوح خود در سال ۲۰۱۰، برسد و سهم کل جریان‌های سرمایه‌ی ناخالص از ۲۳ درصد کل جهانی به ۴۷ درصد در مدت مشابه افزایش یابد. این می‌تواند ویژگی سومین عصر جهانی‌شدن باشد.

ساختار بین‌المللی مبتنی بر قوانین که پس از جنگ جهانی دوم ظهور کرد، در مقایسه با عصر جهانی‌شدن که تحت سلطه قدرت‌های استعماری بود، دارای نقاط قوت بسیاری است (به فصل ۹ نگاه کنید). اما ریسک‌های افزایش حمایت از تولیدات داخلی، تکه‌تکه شدن اقتصاد جهانی، منازعات اقتصادی، جنگ‌ها و ورشکستگی‌هایی که در چنین تغییراتی رخ می‌دهد، باقی می‌ماند.

بحران‌های مالی: در گذشته و حال حاضر

هر عصر جهانی‌شدن تجارت و نظام مالی الگوهای خاص خود را از بحران دارد. در طول عصر استاندارد طلا، اقتصاد جهانی حول تولید و تجارت کالاها و محصولات صنعتی می‌چرخید. امور مالی و خدماتی که وجود داشت، به شدت با تولید و تجارت کالاها مرتبط بود. جریان‌های بین‌المللی سرمایه بیشتر به جریان مستقیم سرمایه‌گذاری و تامین مالی اوراق قرضه و بانک‌های تجاری زیربنایی محدود می‌شد و دولت‌ها وام‌گیرندگان اصلی بودند. وحشت سال ۱۸۵۷ که ناشی از فروپاشی سرمایه‌گذاری‌های سوداگرانه‌ی راه آهن است، اغلب به عنوان اولین بحران جهانی در ایالات متحده، انگلستان و بانک‌های اروپایی به شمار می‌رود. بحران‌های دیگر هنگامی به وجود آمد که حساب اطراف سرمایه‌گذاری‌های سوداگرانه در کالاها (مانند پنبه) ترکید.

برخلاف جهانی‌شدن قرن نوزدهم، امور مالی و خدمات برای حکمفرمایی بر اقتصادهای پیشرفته به وجود آمده است. رشد سریع در بخش خانگی - اعتبارات مشتریان، وام مسکن و حقوق بازنشستگی خصوصی - نیز وجود داشته که باعث گسترش حیطه‌ی بخش مالی شده است. گزارش مالی صندوق بین‌المللی پول در آوریل ۲۰۰۷ نشان می‌دهد که ویژگی‌ها و خطرات احتمالی (به نوعی دست کم گرفته شده) دهه‌ی گذشته به شکل زیر است:

تنوع دارایی‌ها، کشورهای مبدأ و انواع سرمایه‌گذاران که در حال حاضر در ارزیابی دارایی‌های بین‌المللی دخیل هستند، نشان می‌دهد که این شکل جهانی‌شدن، در مجموع، باید از ثبات

مالی حمایت کند. با این حال، حجم عظیم جریان‌ها، نگرانی‌ها را در مورد افزایش ضررهای هر دو کشور مبدأ و گیرنده افزایش می‌دهد. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران توسط محیط اقتصادی مطلوب، تشویق شده‌اند تا در بازارهایی که قبلاً بیش از حد ریسکی به نظر می‌رسید، سرمایه‌گذاری کنند. افت و خیز در محیط اقتصادی ممکن است منجر به مسائل ناخواسته‌ی ناخوشایند شود.

ویژگی‌های این مرحله از جهانی‌شدن عبارتند از:

■ **نرخ‌های ارز شناور و تغییرات سیاست پولی توسط بانک‌های مرکزی مستقل.** تغییر نرخ ارز شناور از اواسط دهه ۱۹۷۰ استقلال بیشتری را برای بانک‌های مرکزی جهت تغییر سیاست‌های پولی ایجاد کرد. تغییرات ناگهانی در سیاست پولی یا پیش‌بینی چنین تغییراتی، جریان‌های مالی بین‌المللی بزرگ و ناگهانی را منجر شده است. افزایش تعداد کشورهایی که به سمت تغییر به نرخ ارز شناور در حرکت هستند، باعث شد تا نظارت بر این امر دشوارتر شود. برگشت شدید سیاست پولی ایالات متحده منجر به حداقل دو موج بحران در سال‌های ۱۹۷۹ و ۱۹۹۴ شد. تشخیص این ریسک، نگرانی در مورد پایان دادن به کاهش کمی (QE) توسط بانک‌های مرکزی را افزایش داده است.

■ **انقلاب فناوری اطلاعات و آزادی بازارهای جهانی.** آزادسازی بازارهای مالی جهانی که همبستگی بین اقتصاد جهانی و ارتباطات و انقلاب اطلاعاتی ایجاد شده توسط اینترنت را افزایش داده است، موجب حرکت سریع اطلاعات و جریان‌های مالی در سراسر جهان در نتیجه جستجوی اغلب تفاوت‌های حاشیه‌ای در بازده شده است.

■ **حجم جریان‌های مالی جهانی.** جریان‌های مالی بین‌المللی در حال حاضر بسیاری از اقتصادهای ملی را کوچک کرده است. دارایی‌هایی که توسط ۵۰۰ شرکت برتر مدیریت دارایی اداره می‌شود، در پایان سال ۲۰۱۱ به ۶۳ تریلیون دلار رسیده است. بزرگترین شرکت مدیریت دارایی، بلک راک، ۳٫۵ تریلیون دلار را تحت مدیریت دارد - شبیه به ذخایر ارز

خارجی چین. عدم تقارن اندازه، بین مؤسسات مالی (که بیشتر متمرکز شده‌اند) و کشورهایی که وام می‌گیرند (که بیشتر و گاهی کوچکتر شده‌اند) خطرات بیشتری ایجاد می‌کنند.

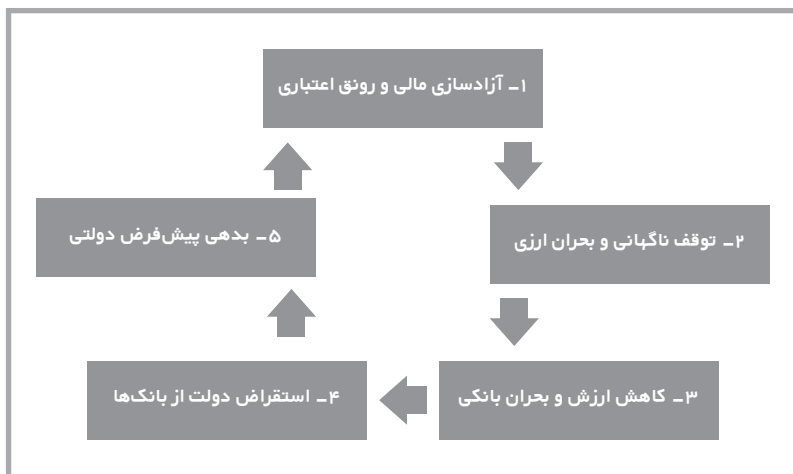
— **رشد سریع ابزارهای مالی.** ابزارهای مالی جدید، بانک‌ها را قادر می‌سازد تا ریسک‌های اعتبار خود را بهتر مدیریت کنند. پراکندگی وسیع‌تر ریسک‌ها از طریق ابزارهای حواله، برون‌سپاری و ابزارهای انبارداری، طراحی شده‌اند تا ریسک را در سیستم بانکی از بین ببرند و مقاومت بیشتری در برابر شوک‌ها ایجاد کنند. علاوه بر این، معامله‌ی فعال ریسک، از جمله از طریق بازار مشتقات اعتباری، افزایش شفافیت قیمت‌ها را به همراه داشته است. اما این محصولات جدید و رشد حسابداری برون‌ترانزنامه‌ای باعث شده است که ردیابی میزان ریسک هر کس سخت‌تر شود و در نتیجه میزان اطلاعات در بازار را کاهش می‌دهد. در سال ۱۹۸۵، الکساندر لامفالس، اقتصاددان و بانکدار، در مورد ابزارهای مالی جدید هشدار داد که «جهان نیاز به تجربه در یادگیری استفاده از آن‌ها دارد.»

— **حساسیت تشدیدشده به شرایط نقدینگی.** این ابزارهای جدید مالی و محیط جدید مدیریت ریسک مبتنی بر بازار، به شرایط نقدینگی بسیار حساس است و هرگونه وقفه در نقدینگی به‌طور بالقوه منجر به اصلاح بازار شده است.

این تحولات جدید در مسیر اقتصاد جهانی، موجب ایجاد یک سری بحران‌ها و تقویت آن‌ها شده است. در چهار دهه پس از زمان پایان سیستم برتون وودز، چهار چرخه صادرات سرمایه‌ای وجود داشته است که در هر دهه ترکیبات مختلفی از انواع بحران‌ها را شامل می‌شود: در دهه‌های ۱۹۸۰، ۱۹۹۰، اوایل دهه‌ی ۲۰۰۰ و ۲۰۰۸-۲۰۰۹.

اشتین کلاسنس و آیهان کوزه در مقاله‌ی خود با عنوان بحران‌های مالی: توضیحات، انواع و پیامدها، بحران‌های مالی را در چهار گروه تقسیم می‌کنند: بحران‌های ارزی، توقف ناگهانی (یا بحران‌های حساب سرمایه)، بحران‌های بدهی و بحران‌های بانکی. از منظر ریسک‌کشوری، انواع مختلف

شکل ۳/۲ تکامل بحران‌ها از یک نوع به نوع دیگر



منبع: نویسنده

بحران - ارزی، توقف ناگهانی، بدهی و بانکی - همپوشانی داشته و مرتبط هستند. بحران ارزی اغلب ناشی از توقف ناگهانی یا از بین رفتن جریان‌های سرمایه است که پس از آن منجر به بحران ارزی و پرداختی شده، و بسته به اینکه بانک‌ها و شرکت‌ها چقدر توانمند هستند، موجب بحران بانکی می‌شود و دولت را وادار می‌کند تا اموال بانک‌ها را آزاد کرده و در نتیجه بحران بدهی عمومی به وجود می‌آید (به شکل ۳،۲ نگاه کنید). شدیدترین بحران بانکی نیز با عدم تعادل ارز و کسری در حساب‌های فعلی همراه است - بسیاری از کشورهای توسعه‌یافته را شامل می‌شود نظیر: ایسلند، ایرلند، اسپانیا، انگلستان، ایالات متحده، یونان.

مطالعات کارمن و وینسنت راین‌هارت در مورد رونق جریان سرمایه (که توسط تغییرات ناگهانی ۷ شکل در تراز حساب جاری شناسایی می‌شود) با داده‌هایی که به دهه‌ی ۱۹۶۰ باز می‌گردد، نشان می‌دهد که از دهه‌ی ۱۹۸۰، رونق‌ها معمولاً با آزادسازی جریان سرمایه همراه بوده است. این دوره‌ها نیز به وقوع بیشتر بحران‌های بانکی و ارز وابسته است و «رونق‌های

جریان سرمایه به‌طور سیستماتیک از نکول حکومت پیشی می‌گیرد.» یکی از ویژگی‌های مشترک این بحران‌ها این است که حساب‌های قیمت‌داری‌ها و اعتباری را به دنبال خواهند داشت. بر اساس تحقیقات بانک تسویه بین‌المللی^۱ در سال ۲۰۱۳، نرخ نسبت کل اعتبارات به تولید ناخالص داخلی به عنوان یک معیار و قدرت توضیحی قوی برای ردیابی دوره‌های اعتباری و شناسایی رشد حساب‌های اعتباری، عمل می‌کند. کیندلریگ و رابرت آیلبر در تحقیق شناخته‌شده‌شان به نام جنون‌ها، ترس‌ها و سقوط‌ها: تاریخچه‌ای از بحران‌های مالی^۲، که به قرن هفدهم برمی‌گردد، نشان می‌دهند که در ۳۰ سال گذشته، سیستم‌های بانکی ملی بیشتری نسبت به سایر دوره‌های زمانی مشابه، سقوط داشته‌اند و دامنه تغییرات قیمت ارز بسیار بیشتر از دوره‌های قبلی بوده است. علاوه بر این، آن‌ها استدلال می‌کنند که این بحران‌ها همه به هم وابسته هستند که به وسیله آزادسازی جریان‌های مالی بین‌المللی ایجاد و مقدار فزاینده‌ای پول در جهان را در که جستجوی بازده بیشتر وجود داشته، را شامل می‌شوند:

- بحران بدهی بازارهای نوظهور در دهه ۱۹۸۰ با استفاده از بازیافت دلارهای نفتی اوپک در دهه‌ی ۱۹۷۰ توسط بانک‌های تجاری بین‌المللی ساخته شد. عدم پرداخت بدهی در امریکای لاتین، آفریقا، شرق اروپا و آسیا پس از آنکه ایالات متحده نرخ‌های بهره را در سال ۱۹۷۹ افزایش داد (همچنین منجر به بحران پس‌انداز و وام ایالات متحده شد)، به وجود آمد.
- جریان سرمایه پس از آن به ژاپن منتقل شد که در نیمه دوم دهه ۱۹۸۰ باعث ایجاد حباب در ارزش سهام و اموال ژاپن شد.
- انفجار حباب ژاپنی در اوایل دهه‌ی ۱۹۹۰ منجر به خروج پول از ژاپن و به سمت دیگر نقاط آسیا شده و باعث ایجاد یک حباب اعتباری آسیایی شد که به دلیل سیاست پولی ایالات متحده از سال ۱۹۹۴ تشدید شده بود و بحران بدهی را از مکزیک به آسیا منتقل کرد.
- با فروپاشی بازار آسیا در سال ۱۹۹۷، پول به سوی امریکا (پشتیبانی از

1. Bank for International Settlements

2. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises

حباب امریکا دات کام)، شرق اروپا و روسیه هدایت شد. هنوز در اواسط گذار اقتصادی خود، روسیه آماده‌ی جذب جریان سرمایه نبود و در سال ۱۹۹۸ دچار ورشکستگی شد پس از آن آرژانتین در سال ۲۰۰۱ دچار ورشکستگی شد. در پایان این موج سرمایه‌گذاری، ترکیه و برزیل بحران ارز و بانکی را متحمل شدند و برای غلبه این جریانات سرمایه‌ای نیاز به حمایت صندوق بین‌المللی پول داشتند.

— از سال ۲۰۰۳ به بعد، بازارهای بزرگ نوظهور دوره‌ای بدون بحران‌های مالی داشته‌اند. در عین حال، بزرگترین حباب اعتباری در ایالات متحده و منطقه یورو در حال ایجاد بود. این حباب در سال ۲۰۰۸ با بحران نسبت‌های تاریخی به پایان رسید، زمانی که مشکلات در بازار دارایی ایالات متحده منجر به فروپاشی چندین موسسه مالی بزرگ در ایالات متحده و انگلستان شد.

— پس از بحران ۲۰۰۸ در دنیای توسعه‌یافته، جریان سرمایه به کالاهای و بازارهای نوظهور منتقل شد. اکنون شاهد آغاز تغییر این روند هستیم. به‌طور خلاصه، در عصر دوم جهانی‌شدن، پیشرفت‌های مالی قابل توجهی در ماهیت و شکل بحران‌های مالی نقش دارند، شامل رشد دارایی‌های مالی جهانی نسبت به تولید ناخالص داخلی، افزایش همبستگی جهانی بازارهای مالی؛ تغییر نقش بانک‌های مرکزی و تعداد روزافزون کشورهای مستقل؛ تاثیر ارزهای شناور؛ رشد سرمایه‌گذاری مشتریان؛ و به وجود آمدن سریع ابزارهای مالی جدید و اغلب مبهم. همچنین، رشد حسابداری زیرخط ترازنامه‌ای^۳ و ضریب اتکای بالای موسسات مالی به بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸ مرتبط بود.

ریسک‌های سرایت، سرریزها و کانال‌های انتقال

هنگامی که یک بحران به وجود می‌آید، مسری بودن به معنی مکانیسم گسترش آن است. این امر هرگونه عدم تعادل وابسته به آن را در سراسر جهان که در غیاب سیاست‌های اصلاحی، از طریق بحران «حل»

می‌شوند، مشخص می‌کند. توانایی مسری‌بودن در تجارت جهانی و سیستم‌های مالی در تمام بحران‌ها به‌طور کامل نشان داده شده است. اما در دهه‌های اخیر، به علت سرعت بیشتر جریان اطلاعات، از زمان انقلاب فناوری اطلاعات و نیز وابستگی عمیق بین جغرافیا و بخش‌های مختلف مالی، اثرات مخرب آن گسترش یافته است. در عین حال، استفاده گسترده از مشتقات و ابزارهای انتقال اطلاعات دیگر، لایه‌های ارتباطی را ترکیب کرده است.

تا بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۹ و بحران بدهی حکومتی منطقه‌ی یور و مدیریت ریسک عمدتاً به دنبال جلوگیری از بحران در بازارهای نوظهور و گسترش خطرات سیستماتیک در مراکز مالی جهانی بود. هماهنگی بین‌المللی، بحران‌های منطقه‌ای در امریکای لاتین در دهه ۱۹۸۰، کمک مالی بزرگ مکزیک در سال ۱۹۹۴ و بحران آسیایی در دهه ۱۹۹۰ را میشد.

پس از بحران ۲۰۰۸، تمرکز بیشتری بر شوک‌هایی که در جهت معکوس، یعنی از مراکز مالی جهانی به سایر نقاط جهان بوده، وجود داشته است. اقتصاد کشورهای شورای همکاری خلیج فارس، ضعف‌های متعددی را به شوک‌های خارجی نسبت داده‌اند (به مطالعه موردی ۴،۴ نگاه کنید)، در حالی که تاثیر مستقیم اندکی از مسمومیت امنیت وام مسکن ایالات متحده در منطقه وجود داشت. گروه G۲۰ (گروهی که شامل وزیران دارایی و رؤسای کل بانک‌های مرکزی در ۲۰ کشور مهم است) و صندوق بین‌المللی پول، پنج اقتصاد مهم سیستماتیک - ایالات متحده، انگلستان، منطقه یور و ژاپن و چین - را شناسایی کرده‌اند که تغییرات سیاست پولی و هرگونه شوک داخلی آن‌ها، تاثیرات جهانی دارد. علاوه بر این، پیچیدگی‌های بیشتر زمانی رخ می‌دهد که بحران به دلیل واکنش سیاست‌های یک کشور به اقدامات یک کشور دیگر، که پیش‌بینی آن غیرممکن است، به وجود می‌آید.

کانال‌های انتقال ریسک‌های مسری شامل بخش مالی (جریان سرمایه، بخش بانکی، سیستم پرداخت)، تجارت و زنجیره تامین بین‌المللی، و ایده‌های سیاسی است که در ادامه بحث شده است.

مکانیسم‌های انتقال مالی و ریسک‌پذیری بین‌المللی

قدرتمندترین انتقال‌دهنده در سرایت مالی، تغییر شدید ریسک‌پذیری بین‌المللی است که از رخدادهای جهانی ناشی می‌شود. آزادسازی و اندازه بزرگ جریان‌های مالی بین‌المللی و تمایل آن‌ها برای حرکت سریع بین کشورها، بخش‌ها و ابزارهای سرمایه‌گذاری، آن را در بالای لیست ریسک‌های خارجی قرار می‌دهد.

تغییرات در سیاست پولی فدرال رزرو ایالات متحده، سقوط یورو و خطر کاهش رشد در چین باعث شد تا در سال‌های اخیر ریسک‌پذیری بیشتری وجود داشته باشد. دیگر تاثیرگذاران در درک ریسک جهانی، حوادث جغرافیای سیاسی با پیامدهای خطر جهانی هستند، مانند بی‌ثباتی سیاسی در خلیج و سهم آن در ریسک سیاسی بر قیمت نفت، درگیری‌های دریایی شرق و جنوب چین در مورد حقوق دریایی و تهدید جنگ سرد جدید پس از بحران اوکراین. گرایش‌های بازار می‌تواند روزانه تغییر کند، از حد خارج شده و یا ریسک‌های اشتباه را نشان دهد. از این رو تشخیص زمان عمل دشوار است. برخی اوقات بازارها به دلیل ریسک‌هایی نابسامان می‌شوند که به نظر غیر قابل کنترل هستند. مسئله‌ی ۲۰۰۸ یا باگ هزاره، که خیلی ساده نیاز به یک اصلاح در نرم افزار کامپیوتری برای مقابله با همانندی تعداد زیادی رقم صفر در انتقال از سال ۱۹۹۹ به ۲۰۰۰ داشت، از این قبیل بود که نیازی به ظرفیت بیش از اندازه از خلاقیت بشریت نداشت.

هنگامی که ریسک وجود دارد، سرمایه‌گذاران جهانی پراکنده شده و آماده‌اند تا بی‌ارزشی اعتبارات را نادیده بگیرند و دامنه سرمایه‌گذاری خود را به بازارهای بین‌المللی گسترش دهند. نکته‌ی مثبت در این مورد آن است که کشورهایی که تشنه‌ی سرمایه‌گذاری هستند در نهایت از طریق تزریق سرمایه به پروژه‌های حیاتی، این سرمایه را دریافت می‌کنند. اما اغلب در مراحل بعد از یک چرخه سرمایه‌گذاری، این کشورها بسیار آسیب‌پذیر می‌شوند. به عنوان مثال، در سال ۲۰۱۲، مغولستان اوراق قرضه

دولتی^۱ صادر کرد، اما زمانی که گرایش‌ها در اواسط سال ۲۰۱۳ به دلیل سیاست‌های فدرال ایالات متحده تغییر کرد، حراج شدیدی روی داد، بازده این اوراق قرضه از ۵٫۱۲۵ درصد به ۷ درصد افزایش یافت و تا آگوست ۲۰۱۳، آن‌ها به نسبت ۸۷٫۲۴۵ سنت به دلار معامله شدند.

یکپارچگی بخش مالی و پیوندهای منطقه‌ای نزدیک، هنگامی که شوک در کشور مقابل وجود دارد، نگران کننده می‌شود. این در منطقه یورو دیده شده است: بحران یونان به قبرس سرایت کرد زیرا بانک‌های قبرس بیش از اندازه به بانک‌های یونان وابسته بودند که منجر به کمک مالی ۱۰ میلیارد یورویی قبرس در اوایل سال ۲۰۱۳ شد. بحران بخش بانکی در سوئد که ارتباطات منطقه‌ای زیادی دارد، موجب بحران بانکی و مالی در شمال اروپا در دهه‌ی ۱۹۹۰ شد. سقوط بازار سهام سوئد المنه در کویت در سال ۱۹۸۲ اقتصاد خلیج را تکان داد.

گاهی اوقات با وجود ارتباط مستقیم کم نیز، ممکن است بحران مسری روی دهد. کارمن راین‌هارت و کنت روگف در کتاب خود «این بار متفاوت است: هشت قرن حماقت مالی»، تفاوت بین مسری بودن و اصول مشترک در گسترش بحران بین‌المللی را نشان می‌دهند. موضوع اخیر دلیل وقوع حساب سرمایه دبی در پایان سال ۲۰۰۹ بود. به استثنای چند بانک در بحرین، بانک‌های خلیج مقدار قابل توجهی از مشتقات سمی^۲ را نداشته و تحت تاثیر بحران مسکن در ایالات متحده قرار نگرفتند. با این وجود بحران ۲۰۰۸ با تمرکز بر حساب سرمایه در منطقه خلیج، آسیب‌پذیری بانک‌های دبی را به بخش سرمایه‌دار و به دنبال آن به ریسک تامین مالی مجدد نشان داد.

در حال حاضر مجموعه‌ای از ادبیات است که مکانیزم‌های انتقال مالی بحران‌ها را در سطح جهانی بررسی کرده و شبکه‌ها را ترسیم می‌کند. نقشه‌های شبکه‌های اخیر روی مواجهه‌ی بین بانکی در داخل و خارج از مرزها متمرکز شده است. هدف این است که بررسی کنیم که چگونه شبکه آژانس‌های سرمایه‌گذاری - از بانک‌ها تا مدیران صندوق و صندوق‌های

۱. یا اوراق «Ghengis»

2. toxic derivatives

تامینی به شرکت‌ها با زنجیره‌های تأمین - در سطوح مختلف، از جمله تجارت مالی، وام‌های تجاری و پروژه‌های سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری مستقیم عمل می‌کنند.

مکانیسم انتقال تجارت

بخش تجارت مالی، کانال اصلی انتقال شوک‌های بین‌المللی است. این‌ها نیز از طریق ارتباطات گسترده زنجیره‌های عرضه در بخش‌های تولیدی و از طریق شرکت‌های غول پیکر در سیستم‌های مخابراتی، فناوری اطلاعات، صنایع هوا و فضا، خودرو و انرژی، با هم پیوسته‌اند. مناطق بسیار متحد مانند جنوب شرقی آسیا یا مرکوسور (منطقه آزاد تجاری که شامل آرژانتین، برزیل، پاراگوئه، اروگوئه و ونزوئلا است) بیشتر در معرض بحران‌های مسری قرار دارند. رشد و توسعه زیربناهای جهانی برای بازرگانی کالا در دهه‌ی گذشته موجب شده است که تقاضای مورد انتظار یک عامل غیر قابل پیش‌بینی در انتقال شوک‌ها در قیمت کالاهای بین‌المللی باشد.

تاریخ اقتصادی با شوک‌های شرایط تجاری لبریز شده است، در حالی که نوسانات شدید قیمت صادرات و واردات استراتژیک تأثیر مهمی بر اقتصاد ملی دارد. بحران اوکراین در سال ۲۰۰۹ پیش از فروپاشی قیمت فلزات، که یک صادرات مهم بود، اتفاق افتاد چرا که اقتصاد جهانی در حال افت بود و تقاضا برای فلزات کاهش یافته بود. افزایش چشمگیر قیمت نفت توسط اتحادیه‌ی اوپک در دهه‌ی ۱۹۷۰، موجب رکود اقتصادی در ایالات متحده و اروپا و موجب بحران بدهی در واردکنندگان انرژی شد. قیمت مواد غذایی یک شاخص کلیدی برای ثبات سیاسی در مصر است که ۴۰ درصد مواد غذایی خود را وارد می‌کند. تصادفی نیست که جنبش اعتراضی علیه رژیم مبارک در سال ۲۰۱۱ به دنبال یک دوره قیمت بالای مواد غذایی بین‌المللی بود. این آسیب‌پذیری‌ها در فصل ۴ مورد بحث قرار گرفته است.

سرایت سیاسی

همچنین سرایت اعتراض‌های سیاسی وجود دارد که در دسته‌بندی‌های

مشترک اساسی قرار می‌گیرد. نمونه‌های این مورد شامل سرریال انقلاب‌های سال ۱۸۴۸ که اروپا را در خود غرق کرد؛ موج انقلاب‌های ملی گرای عرب در دهه ۱۹۵۰؛ فروپاشی دومینوی رژیم‌های کمونیست در سال ۱۹۸۹؛ انقلاب‌های نارنجی علیه استبدادهای پس از استالین در اوایل دهه ۲۰۰۰ در گرجستان، قرقیزستان و اوکراین؛ و اعتراضات بهار عربی. اخیراً موج‌هایی از اعتراضات طبقه متوسط در بازارهای نوظهور مانند برزیل، هند، تایلند، ترکیه و اوکراین وجود داشته است. هرچند این اعتراضات به دلیل عوامل داخلی است، اما شباهت‌هایی وجود دارد؛ برای مثال، شرکت‌کنندگان اولیه عمدتاً طبقه متوسط شهری هستند، نفرت از فساد وجود دارد و خواستار آزادی‌های سیاسی و شخصی بیشتر هستند (به فصل ۵ نگاه کنید).

اقتصاد واقعی، چرخه‌ها و جمعیت‌شناسی: دیدگاه بلندمدت

بحث در مورد جریان‌های سرمایه‌ی جهانی و بحران‌های مالی و پرداختی بدون اشاره به اقتصاد واقعی تکمیل نمی‌شود. بحران‌ها و قصورات پرداختی بوسیله شوک‌های ناشی از عدم تعادل در بخش مالی، اقتصاد واقعی، جمعیت‌شناسی، نهادها و شرایط سیاسی و اثرات متقابل آن‌ها بوجود می‌آیند. همه برای تجزیه و تحلیل ریسک‌کشوری مهم هستند. برای درک این مسائل اساسی، نه تنها نیاز است چرخه‌های مالی و اعتباری بررسی شود، بلکه نیاز است چرخه‌های اقتصاد واقعی سرمایه‌گذاری، کالاها، تکنولوژی، ساخت و ساز و روند جمعیت‌شناختی دنبال شود.

گرچه بحران ۲۰۰۹-۲۰۰۸ عمدتاً منجر به انفجار یک حساب مالی شد، اما نگرانی در مورد رکود سکولار ژاپنی در اقتصاد اتحادیه اروپا و ایالات متحده نشان می‌دهد که این بحران‌ها در اقتصادهای با درآمد بالا، تاثیرات بیشتری نسبت به تنها یک بحران مالی داشته است. بحران مالی در نهایت منعکس‌کننده ضعف شرایط اساسی در اقتصاد واقعی است و رونق سرمایه‌ای تنها یک پدیده پولی نیست. دلیل اصلی می‌تواند ترکیبی پیچیده از روند اقتصادی و سیاسی باشد. برای مثال، این می‌تواند با یک دوره رشد تولید ناخالص داخلی مبتنی بر بهره‌وری آغاز شود که به وسیله افزایش جریان

سرمایه در چارچوب بازارهای سرمایه‌ای آزاد شده، تقویت می‌شود. اگر سیاست پولی باقی بماند، رشد سرمایه‌ها باعث افزایش قیمت مسکن و سایر دارایی‌ها می‌شود. اگر در طول یک دوره طولانی ادامه یابد، می‌تواند منجر به افزایش بدهی‌ها و وام‌های حاشیه‌ای با احتمال ریسک سیستماتیک شود. این می‌توانست به یک دوره گزینشی که مانع از تشدید سیاست‌هاست تبدیل شود، که اگر بانک مرکزی یا تنظیم‌کننده‌ها فاقد تخصص یا استقلال بودند، می‌توانست حساب آغازین را شامل شود. یا چیزی که در امریکا اتفاق افتاده است؛ تقاضا برای اوراق قرضه‌ی خزانه‌داری ایالات متحده توسط کشورهای آسیایی برای ایجاد ذخایر ارز خارجی پس از بحران آسیا و رشد صادرات آن‌ها، موجب کاهش مصرف داخلی شد و چیزی را به وجود آورد که بن برنانکه، رئیس سابق فدرال رزرو آن را «اشباع پس‌اندازها» خواند. این امر موجب شده بود که نرخ بهره ایالات متحده پایین‌تر از آن چیزی باشد که باعث ایجاد یک حساب اعتباری شده بود، حتی اگر اقتصاد پایه در حال کند شدن بود و ظرفیت بیش از حدی را تولید کرده بود.

چرخه‌های تجاری

چرخه‌های تجاری در دهه‌ی ۱۷۹۰ در اقتصادهای ایالات متحده و بریتانیا، جایی که داده‌ها اولین بار استفاده شدند، دیده شده است. تمرکز بر چرخه‌ها باید برای مدیریت ریسک‌گذاری مفید باشد - با توجه به جریان‌های سرمایه‌گذاری که در بخش قبلی مشخص شد و بحران بدهی که به صورتی موقتی است (به شکل ۱،۱ نگاه کنید). در طول تاریخ، چندین چرخه، از جمله «روانی» و «آشفستگی» شناسایی شده است. چرخه کشاورزی و پس از آن چرخه‌ی موجودی انبار کوتاه‌ترین چرخه‌ها هستند (که با پیشرفت در مدیریت موجودی انبار کوتاه‌تر هم شده است). چرخه‌ی سرمایه‌گذاری ثابت، ۷-۱۱ سال تخمین زده شده و توسط جوزف شومپتر، اقتصاددان اتریشی امریکایی، که تئوری «تخریب خلاقانه»^۲ را ارائه کرد، مورد مطالعه قرار

1. savings glut

2. creative destruction

گرفته است. مطالعه‌ی چرخه‌ی سرمایه ثابت با مشکلات مالی کینزی در زمینه‌ی سرمایه‌گذاری و روند رشد مواجه شده است. چرخه‌ی ساخت و ساز دارای دو طول دوره بلندمدت و کوتاه‌مدت است که چرخه‌ی کوتاه‌مدت به چرخه اعتبارات مربوط بوده و چرخه‌ی بلندمدت به جمعیت‌شناسی وابسته است. چرخه طولانی نیز به عنوان چرخه کوزنتس^۱، برگرفته از نام سیمون کوزنتس، اقتصاددان آمریکایی-بلاروس، نام‌گذاری شده است. طولانی‌ترین چرخه - چرخه با طول موج بلند- با طول ۴۵-۶۰ سال است که نیکولای کونداتیف، یک اقتصاددان روسی، در دهه‌ی ۱۹۲۰ در موسسه کانجانکچر^۲ در مسکو مشغول کار روی آن بود. البته پیش‌تر، شومپتر در سال ۱۹۱۱ و جیکوب وان‌گلدن، یک اقتصاددان هلندی، که در سال ۱۹۱۳ به همراه والت روست و اقتصاددان آمریکایی، تصور می‌کردند چرخه‌ی طول موج بلند می‌تواند به چرخه نوآوری وابسته باشد، این موضوع را دریافته بودند.

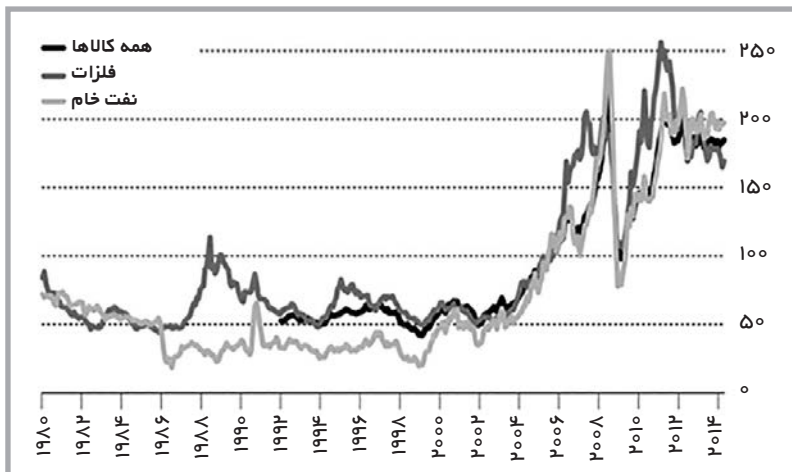
روند تست «علمی» تجربی امروز، برگرفته از ایده‌های اقتصادی، تا حدودی تئوری طول موج را بی‌اعتبار می‌کند. همچنین کاهش تولید صنعتی و کاهش سهم صنایع سنگین و چرخه‌ای، باعث کاهش انگیزه چرخه‌ی اقتصاد کشورهای پیشرفته شده است. و برخی مطالعات نشان می‌دهد که کلاهیچ چرخه‌ی اقتصادی‌ای وجود ندارد، بلکه تنها یک سری شوک‌ها وجود دارند. با این حال علاقه به چرخه‌های بلندمدت اقتصاد جهانی ادامه دارد و پس از بحران ۲۰۰۸ افزایش یافته است. بحث اخیر در مورد بحران‌ها، توجه به فرضیه‌ی بی‌ثباتی مالی هیومن مینسکی (که بازارهای مالی به‌طور ذاتی ناپایدار هستند) و نظریه‌ی او درباره چرخه‌های اعتباری را مورد توجه و جذاب می‌سازد. مینسکی، یک اقتصاددان آمریکایی، معتقد بود که در طول زمان ثبات اقتصادی، نمایندگان اقتصادی مغرور می‌شوند. او سه مرحله متمایز را در چرخه‌ی وام خود تعریف کرد: پوشش ریسکی (زمانی که نمایندگان اقتصادی احتیاط می‌کنند و از ریسک بیزارند)؛ گمانه زنی؛ و مرحله‌ی پونزی. به دنبال این تحلیل، اقتصاددانان زمانی را که

1. Kuznets

2. Conjecture Institute

شکل ۳/۳ آیا چرخه‌ی بزرگ کالاها به پایان رسیده است؟

شاخص قیمت کالا، ۲۰۰۵ = ۱۰۰



منبع: صندوق بین‌المللی پول، بانک اطلاعاتی چشم‌انداز اقتصادی جهان^۴

طلبکاران و بدهکاران متوجه می‌شوند قیمت‌های دارایی‌های پایه پایین آمده است، «لحظه‌ی مینسکی»^۳ می‌نامند.

قدرت قیمت کالاها طی دهه‌ی گذشته به تجدیدحیات چرخه‌ی بزرگ کالاها کمک نموده است. (به شکل ۳،۳ نگاه کنید). درک پویایی این چرخه می‌تواند به ارزیابی ریسک کشوری در اقتصادهای وابسته به صادرات کالا کمک کند. نوسانات قیمت کالاها در مقایسه با چرخه‌های قیمت تولید در چندین دهه مورد بحث بوده است. با وجود برخی اختلافات طولانی، طبق داده‌های تاریخی جمع‌آوری شده توسط بانک جهانی در دهه ۱۹۸۰ که به تازگی نیز به روز شده است، به نظر می‌رسد یک رابطه عکس درازمدت بین قیمت کالاها و تولیدکنندگان در طول دو قرن گذشته وجود دارد.

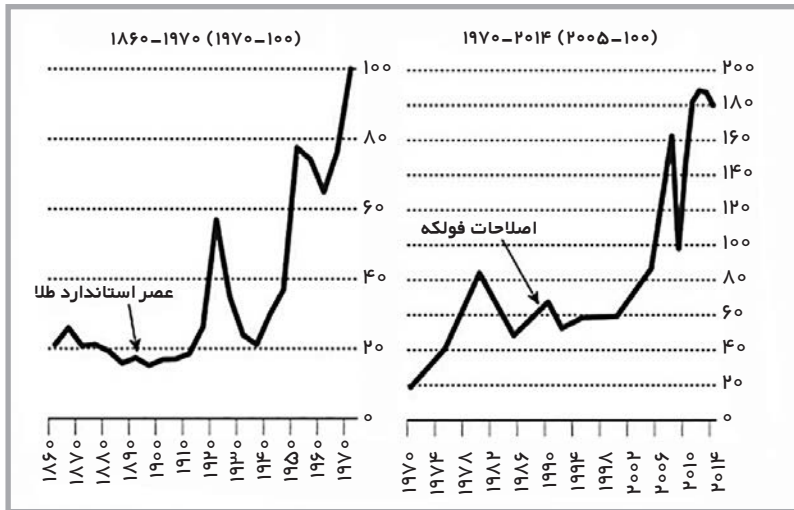
علاوه بر چرخه‌های سینوس-کسینوسی در اقتصاد جهانی، اقتصاددانان متوجه دیگر الگوهای بلندمدت شده‌اند. به نظر می‌رسد که حرکت قیمت

3. Minsky moment

4. World Economic Outlook

کالاها یک رابطه عکس با قدرت یا ضعف رژیم‌های ارز جهانی داشته باشد. هنگامی که نظام ارزی جهانی ضعیف می‌شود و عدم اطمینان و ریسک افزایش می‌یابند، قیمت کالاها افزایش می‌یابد، زیرا سرمایه‌گذاران به دارایی‌های فیزیکی مانند طلا روی می‌آورند. قیمت کالاهای قوی از سال ۲۰۰۳ منعکس‌کننده بحران‌های اقتصادی و دلار امریکا است، که در ابتدا به دلیل رشد سریع بازارهای نوظهور بوده و پس از بحران ۲۰۰۸ نیز ادامه یافته است. با نشانه‌هایی از بهبود در اقتصاد ایالات متحده در سال ۲۰۱۳، قیمت کالاها کاهش یافت. این الگو به لحاظ تاریخی در دوران قبل از جنگ جهانی اول تا دهه ۱۹۳۰ نیز ظاهر شد، زمانی که ضامن بین‌المللی سیستم ارز جهانی، انگلستان، به نظر در حال سقوط بود. این الگو مجدداً در دهه ۱۹۷۰ و با شکسته شدن سیستم برتون وودز ظاهر شد. برعکس، اقتصاد جهانی قوی و اعتبار در نظام پولی بین‌المللی با قیمت‌های ضعیف‌تر کالاها رابطه داشته و باعث افزایش سودآوری و سرمایه‌گذاری در تولید می‌شود. اگرچه عوامل دیگری نظیر افزایش عرضه نیز می‌توانستند

شکل ۳/۴ قیمت کالاها و اعتماد به رژیم‌های ارزی



منبع: چرخه‌های تجاری جهانی، روزنامه اکونومیست، ۱۹۸۲؛ صندوق بین‌المللی پول، بانک اطلاعاتی چشم‌انداز اقتصادی جهان

تاثیرگذار باشند، اما در عصر اول جهانی‌شدن، با توجه به شاخص کالایی اکونومیست، قیمت کالاها در انگلستان در سال‌های ۱۸۶۴-۱۸۹۷ کاهش ۴۹ درصدی داشته است. فدرال رزرو آمریکا با افزایش اطمینان به دلار آمریکا و پس از اصلاحات الهام گرفته از فولکه، از سال ۱۹۷۹ تا اواسط دهه ۱۹۹۰، یکی از بزرگترین افت قیمت کالاها در تاریخ را داشته است (به شکل ۳،۴ نگاه کنید).

رونق‌های سرمایه‌گذاری

زمانی که یک رونق سرمایه‌گذاری در بخش‌هایی که سهم بزرگی از تولید ناخالص داخلی و اشتغال دارد، به حساب تبدیل می‌شود، اغلب می‌تواند بحران‌های مالی و قصورات اقتصادی گسترده‌ای را ایجاد کند. زمانی که صنعت نساجی محرک فاز اول انقلاب صنعتی بود، افزایش قیمت پنبه، بحران مالی دوره‌ای را در قرن ۱۸ و ۱۹ در ایالات متحده، اروپا، خاورمیانه و هند به وجود آورد. رونق سرمایه‌گذاری راه‌آهن قرن نوزدهم و رکود طولانی مدت آن موجب بحران مالی شد و مراکز مالی ایالات متحده و اروپا و مستعمرات آن‌ها را در بر گرفت. یک نمونه جدیدتر، بحران عظیم دات‌کام در سال‌های ۱۹۹۷-۲۰۰۰ است که در آن «اقتصاد جدید» موجب کاهش ارزش بازار بورس اینترنتی و فناوری اطلاعات به سطوح غیر قابل تحملی شده است. در این مورد، فدرال رزرو حساب نزدیک^۱ را تحریک کرد و طی سال ۱۹۹۹ و اوایل سال ۲۰۰۰ نرخ بهره را ۶ بار افزایش داد. با کاهش قیمت کالاها، بخش بعدی بحران می‌تواند معدنکاری و تامین‌کنندگان مرتبط با پیامدهای منفی برای مناطق و کشورهای صادرکننده کالا باشد.

رونق‌های مسکن

از بحران سال ۲۰۰۸، توجه بیشتری به چرخه‌ی بخش مسکن معطوف شده است. رونق و رکود مسکن تاریخی‌های طولانی دارد. در دهه‌های اخیر برخی از بحران‌های بزرگ مالی مربوط به مسکن و بخش املاک در ایالات

1. NASDAQ

متحده در دهه ۱۹۸۰ (بحران پس‌انداز و وام)، اسپانیا در سال ۱۹۷۷، نروژ، فنلاند، سوئد در ۱۹۸۷-۱۹۹۱ و ژاپن در سال ۱۹۹۲ رخ داده است. در اوایل دهه‌ی ۱۹۹۰ انگلستان حباب ملکی عظیمی داشت، اما توانست بدون هزینه‌ی مالی قابل توجهی، آن را از بین ببرد. بحران آسیایی دهه ۱۹۹۰ شامل یک رونق و رکود قیمت مسکن بود و میزان کاهش قیمت واقعی خانه‌ها از حدود ۲۰ درصد در کره‌جنوبی و تایلند تا بیش از ۵۰ درصد در هنگ‌کنگ و فیلیپین در یک دوره‌ی چهار تا هفت ساله دیده می‌شد.

نرخ بالای شهرنشینی و ساخت و ساز مسکن محرک اصلی رشد در بازارهای نوظهور است. اکثر این چرخه‌های مسکن باید به عنوان دسته‌ای از انواع مختلف اقلیمی و طویل کورنتس، که در آن تقاضای زیادی برای مسکن توسط مهاجران روستایی و ارتقا دخیره مسکن برای طبقه متوسط شهری وجود دارد، دیده شود. با این وجود، تامین مالی خرید مسکن در بازارهای نوظهور - معمولاً اعتبارات کوتاه‌مدت با نرخ بهره‌ی بالاتری نسبت به بازارهای توسعه‌یافته - ریسکی است.

حباب‌های مسکن اغلب عدم وجود سایر محصولات سرمایه‌گذاری جذاب را نشان می‌دهند، زیرا بازده آن‌ها به اندازه کافی بالا نیستند یا بازارهای مالی به خوبی توسعه نیافته‌اند. هر دوی این عوامل در چین، که دولت سعی دارد حباب مسکن را کنترل کند، به چشم می‌خورد، طوریکه در آن کشور، دولت اجازه می‌دهد شکست‌های دوره‌ای سازندگان ملک و موسسات مالی، این تفکر که کمک‌های مالی همیشه وجود دارد را کاهش دهد. با کاهش رشد، یک بازار سهام ضعیف و یک بازار اوراق قرضه محدود، سرمایه‌گذاری در املاک بهترین گزینه برای سرمایه‌گذاران چینی است. بخش مالی در سایه‌ی بخش بانکی که بسیاری از پروژه‌های املاک به آن تکیه می‌کنند، تنها ریسک‌ها را تقویت می‌کند.

روندهای جمعیتی

روند جمعیتی برای تجزیه و تحلیل ریسک سیاسی و همچنین روند بلندمدت اشتغال، بهره‌وری و امور مالی دولتی ضروری است. تاثیر سالخوردگی

جمعیت بر رفاه اجتماعی، بار بازنشستگی و کثرت جوانان، ریسک‌های مهمی از بی‌ثباتی سیاسی و مالی هستند، همانگونه که سود سهام جمعیتی^۱ می‌تواند اثرات رشد مثبت خودتقویت‌کننده‌ای^۲ را تولید کند. عواقب درازمدت سالخوردگی جمعیت در بازارهای توسعه‌یافته به‌طور گسترده مورد تحلیل قرار گرفته است. مطالعات جمعیت‌شناختی که بحران‌های سیاسی و اقتصادی را به الگوهای خاص جمعیت‌شناختی پیوند می‌زند، کمتر مورد بحث قرار گرفته است. نکته اصلی آن‌ها این است که کشورهایی که وارد مرحله کثرت جمعیت جوانان شده‌اند، بیشتر به خشونت سیاسی مبتلا هستند. به نظر می‌رسد برخی شواهد تاریخی برای این نظریه وجود داشته باشد؛ هر دو انقلاب انگلستان و فرانسه ظاهراً در طول دوره‌های کثرت جوانان در بریتانیا و فرانسه اتفاق افتاده است. این یکی از موضوعاتی بود که سعی در توضیح وقوع همزمان تظاهرات جوانان در خاورمیانه در سال ۲۰۱۱ نیز داشت.

همچنین روند جمعیتی، که به عنوان هدیه‌ی جمعیتی شناخته می‌شود، می‌تواند یک شوک مثبت برای اقتصاد باشد. این اتفاق زمانی می‌افتد که اقتصاد به سرعت رشد می‌کند. با افزایش تعداد افرادی که وارد بازار کار می‌شوند، میزان وابستگی کاهش می‌یابد. این ترکیب روند، موجب افزایش بهره‌وری به ازای هر نفر و همچنین درآمد و پس‌انداز می‌شود. این امر موجب ایجاد سود سهام جمعیتی می‌شود که می‌تواند منافع رشد اقتصادی را به‌طور یکنواخت برای مردم ایجاد کرده و اثر چنگانه خود تقویت‌کننده‌ی رشد را افزایش دهد. این چیزی است که در دهه ۱۹۸۰ در آسیا رخ داد.

نتیجه‌گیری و نشانگرهای ریسک‌گذاری

— فاکتورهای فشار که موجب اعطای وام بیش از حد می‌شوند، برای تجزیه و تحلیل ریسک‌گذاری کشور مهم‌تر شده‌اند، زیرا دارایی‌های

1. demographic dividend
2. self-reinforcing

مالی بین‌المللی نسبت به تولید ناخالص داخلی جهانی در سطح بی‌سابقه‌ای افزایش یافته است. افزایش سریع اختصاص دارایی‌ها می‌تواند اقتصاد ملی را نابود و فضا را برای سیاست‌های ملی محدود کند. هماهنگی بین‌المللی برای مهار ریسک‌های جهانی به نوبه‌ی خود می‌تواند در حاکمیت مستقل دخالت کند.

— دو دوره جهانی‌سازی با امواج عمده صادرات سرمایه در دوران مدرن وجود داشته است. اکنون می‌توانیم در یک دوره گذار قبل از یک دوره‌ی جهانی‌سازی دیگر قرار داشته باشیم. با تغییر در سیستم‌های بین‌المللی، ممکن است دوره‌های گذار پیچیده و مدیریت ریسک‌های بین‌المللی مهم‌تر از همیشه باشد.

— تاریخ نشان می‌دهد که بحران بدهی موج موج می‌آید. از این رو مفید است که کسب و کار، سرمایه‌گذاری، کالا و چرخه‌های جمعیت‌شناسی را زیر نظر گرفت. اما باید به این مطلب هم توجه کرد که تاریخ تکرار نمی‌شود و شناسایی نقاط عطف هنگامی که یک روند خاص تغییر می‌کند یا یک حباب می‌ترکد، سخت‌تر می‌کند.

— به نظر می‌رسد چرخه‌های قیمت کالاها با قیمت‌های تولیدی رابطه مستقیمی داشته و قدرت پول بین‌المللی ذخایر ارزی، نشانگرهای با ارزشی برای ارزیابی ریسک‌های کشوری ارائه دهد (به شکل ۳،۴ نگاه کنید). گرچه تمام چرخه‌های مسکن منجر به بحران مالی نمی‌شوند، اما آن‌ها تاکنون، بیشتر در اقتصادهای پیشرفته با بحران‌های بانکی و قصورات همراه بوده‌اند. روند اعتباری و ساخت و ساز در حال حاضر نشان می‌دهد که ممکن است این امر به ویژگی بحران بازارهای نوظهور تبدیل شود.

— این ویژگی‌های بحران‌های اخیر به‌طور بالقوه می‌تواند به کجایی و چگونگی بحران‌های آینده منجر شود. از زمان انفجار حباب اعتباری در سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۰۹، پول‌های سرگردان عمدتاً در بازارهای نوظهور و کالاها، به ویژه طلا، ذخیره شده است. اما با

تشدید سیاست پولی ایالات متحده در سال ۲۰۱۳، این امر معکوس شده است. نشانه‌هایی وجود دارد که موج بعدی بحران‌ها و قصورات می‌تواند به بازارهای نوظهور باز گردد. (به مطالعات موردی ۳،۱ و ۴،۳ و فصل ۱۱ نگاه کنید)

این فصل بر هدایت‌گران عرضه‌ی سرمایه‌ی خارجی متمرکز بوده و برخی ویژگی‌های برجسته بحران‌های اقتصادی اخیر را مشخص کرده است. درک روندهای جهانی گسترده‌تر و تاریخی ضروری است تا ریسک‌های احتمالی پرداختی و قصورات هر کشور را مشخص نماید. فصل ۴ تجزیه و تحلیل ریسک‌ها در اقتصاد ملی را پوشش می‌دهد.

مطالعه‌ی موردی ۳،۱

ترکیه: بحران‌های اقتصادی جهانی و اقتصاد

تاثیر بر ترکیه	بحران‌های جهانی
قصور بدهی عثمانی ۱۸۸۱	بحران ۱۸۷۷-۱۸۷۳
بحران بانکی و نقدینگی	سقوط بازار سهام در سال ۱۹۲۹
بحران اقتصادی سال ۱۹۵۸ وام صندوق بین‌المللی پول ۱۹۶۱ کودتای نظامی	رکود جنگی کره در سال ۱۹۵۸
توافق‌نامه‌ی صندوق بین‌المللی پول ۱۹۷۱ کودتای نظامی	رکود اقتصادی در اوایل و اواسط دهه ۱۹۷۰ کاهش ارزش ۱۹۷۰
بحران بدهی ۱۹۸۱-۱۹۷۷ صندوق بین‌المللی پول و بازنشستگی ۱۹۸۰ کودتا	رکود اقتصادی در اوایل دهه ۱۹۸۰
۲۰۰۱-۲۰۰۰ بحران بانکداری و وام صندوق بین‌المللی پول	۲۰۰۱-۲۰۰۰ بحران دات‌کام
نزول تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۰۹ و بهبود قابل توجه، اما کسری	۲۰۰۸-۲۰۰۹ رکود جهانی

حساب جاری بالا

بحران اقتصادی ترکیه به‌شدت با روندهای جهانی ارتباط دارد. در قرن نوزدهم، شوک‌های جهانی از طریق قیمت کالاها و تجارت به وجود آمد. در قرن بیستم، اقتصاد توسعه یافت و صنعتی شد و ترکیه به یکی از ۱۵ کشور بزرگ جهان تبدیل شد. اما پس‌انداز داخلی کم و وابستگی به انرژی و واردات، این کشور را به شوک‌های جهانی آسیب‌پذیر کرد. در قرن نوزدهم، اقتصاد عثمانی به عنوان یک تولیدکننده مواد خام وارد اقتصاد جهانی شد. رونق اقتصادی جهانی در اواسط قرن، تحریک حاصل از جنگ کریمه در سال‌های ۱۸۵۳-۱۸۵۶ و سرمایه‌گذاری‌های راه آهن از طریق وام، موجب رشد آن شد. اما با کاهش قیمت کالاها در دهه ۱۸۷۰ و بحران ۱۸۷۳ در اتریش و آلمان، این امر ناکارآمد بود. تا سال ۱۸۸۱، کسری بودجه و پرداخت‌های خارجی عثمانی منجر به عدم بازپرداخت وام‌ها شد. شکست در جنگ جهانی اول موجب سقوط امپراتوری عثمانی شد.

جمهوری ترکیه که در سال ۱۹۲۳ تأسیس شد، اقتصاد کشاورزی روستایی و یک کشور کم‌جمعیت را به ارث برده بود و ذخایر فیزیکی آن در دهه‌های جنگ تخریب شده و در فروپاشی خشونت‌آمیز یک حکومت چندملیتی به سر می‌برد. زمان خوبی برای ساخت یک کشور جدید نبود. در سال ۱۹۲۶، اقتصاد شکننده با یک رکود شدید و سقوط چندین بانک داخلی، زمانی که قیمت کالاها کاهش یافت، روبه‌رو شد. سپس بحران جهانی ۱۹۲۹ به وجود آمد که باعث توقف جریان سرمایه و تسریع خروج سرمایه‌گذاران خارجی شد. این امر سیاست را علیه صنعتی‌سازی و اقدامات حمایت‌گرایانه به رهبری دولت سوق داد. تأسیس بانک مرکزی در سال ۱۹۳۰ و یک رژیم سهمیه‌ای وارداتی در سال ۱۹۳۱، ارز و تجارت بین‌المللی را کنترل کرد و صنعت صنایع زیرزمینی را از طوفان جهانی در امان نگاهداشت.

علیرغم بیطرفی ترکیه، اقتصاد آن در طول جنگ جهانی دوم در حدود

۶٫۴ درصد در سال کوچک شد. یک برنامه آزادسازی بدبینانه که توسط حزب دموکرات در دهه ۱۹۵۰ آغاز شد، کشور را با یک قانون کنترل‌کننده قیمت، محدودیت واردات، نرخ ارز چندسطحی و کسری بودجه و پرداخت‌های خارجی رها کرد. سقوط قیمت کالاها پس از جنگ کره و ناآرامی‌های سیاسی موجب بحران پرداخت، کمک مالی صندوق بین‌المللی پول در سال ۱۹۵۸ و کودتای کوتاه‌مدت در سال ۱۹۶۰ شد. ترکیه با در اختیار داشتن بازارهای مالی توسعه نیافته و شور و شوق کم برای خصوصی‌سازی شرکت‌های بخش دولتی، برای آزادسازی دهه ۱۹۵۰ آماده نبود، چرا که آن‌ها یک منبع مهم اشتغال و حمایت سیاسی بودند. پیامدهای فرصت از دست رفته سیاست دهه ۱۹۵۰ با شروع رکود جهانی دهه ۱۹۷۰ آشکار شد. مخارج خارجی ترکیه با افزایش قیمت نفت اوپک و سقوط درآمدهای صادراتی، منجر به ضربه دوجانبه‌ای شد که در نهایت منجر به بحران پرداخت‌ها ۱۹۷۷ را پدید آورد.

با وام کمکی صندوق بین‌المللی پول، و در میان ناآرامی‌های کودتای نظامی در سال ۱۹۸۰، راه اصلاحات سختی در پیش گرفته شد و اقتصاد جهانی در اوایل دهه ۱۹۸۰ وارد رکود شد. تغییر سیاست رادیکال به سوی رشد صادراتی به منظور افزایش درآمد ارز خارجی، تا پایان دهه‌ی ۱۹۸۰، صادرات را سه برابر کرد. اما اصلاحات دهه ۱۹۸۰، زخم‌های عمیق سیاسی ایجاد کرده و موسسات را تضعیف کرد. آزادی بخش بانکی قبل از تنظیمات قوی‌تر روی داد. تورم دو رقمی و افزایش بودجه و کسری حساب جاری منجر به وام دیگری از سوی صندوق بین‌المللی پول در سال ۱۹۹۹ شد. قبل از اینکه اقتصاد بتواند تثبیت شود، طراحی ضعیف ارز و انفجار حساب دات کام در ایالات متحده، منجر به خروج شدید سرمایه و بحران نقدینگی شد. این، همراه با بحران سیاسی در نوامبر ۲۰۰۰ و کاهش ارزش، موجب بحران گسترده بانکی شد. بازسازی بخش بانکی که پس از آن رخ داد، بدهی عمومی را دو برابر کرد و به ۸۰ درصد تولید ناخالص داخلی رساند.

بخش مالی بازسازی شده و خصوصی‌سازی در مقیاس وسیع،

سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را جذب و اقتصاد ترکیه را برای به دست آوردن شرایط مطلوب اقتصادی جهانی در دهه ۲۰۰۰، آماده کرد. کشور بازارهای صادراتی متنوعی را از اتحادیه‌ی اروپا تا کشورهای خلیج، روسیه و آسیای مرکزی شامل می‌شد. محرک صادرات به این مناطق توسط شرکت‌های تازه وارد آناتولی به رهبری حزب عدالت و توسعه^۱ که در انتخابات ۲۰۰۳ به قدرت رسید، هدایت شد.

عملکرد ترکیه در طول بحران جهانی ۲۰۰۸-۲۰۰۹، نقاط قوت و ضعف خود را نشان داد. پس از کاهش شدید ۵ درصدی تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۰۹، رشد اقتصادی ۸-۹ درصد تا سال ۲۰۱۰-۱۱، اقتصاد را به حالت اولیه بازگرداند. بخش بانکی با نظارت بهتر، نسبت بدهی دولتی کم و تنوع صادرات به بازارهای نوظهور، به انعطاف‌پذیری اقتصادی منجر شد. اگر چه رشد اقتصادی تعدیل شده بود، اما سیاست در جهت اعتبار خرده‌فروشی‌ها کم بود و کسری حساب جاری باقی مانده بود: به اضافه‌ی بازپرداخت بدهی، حدود ۲۵ درصد از تولید ناخالص داخلی را تشکیل می‌داد و اقتصاد را در مقابل شوک‌های بین‌المللی آسیب‌پذیر کرده بود. مضاف بر این، تورم بالا، رقابت را تضعیف می‌کرد. در طول سال‌های آینده، اقتصاد باید با افزایش نرخ بهره بین‌المللی و شوک ناگهانی توقف جریان سرمایه‌مواجه می‌شد. همچنین، تغییرات اجتماعی و سیاسی، ریسک‌های سیاسی داخلی را افزایش داده بود. دولت باید روی خطی بین فشارهای داخلی و جهانی، درگیری‌های خاورمیانه و موانع ساختاری مانند وابستگی به واردات انرژی بالا، حرکت می‌کرد.

1. Justice and Development Party (AKP)

۴. بحران‌های پرداخت: آسیب‌پذیری‌های کشوری

فصل پیش بر محرک‌های جهانی خارجی جریان‌های سرمایه بین مرزی و ریسک وام‌دهی بیش از اندازه متمرکز بود که این امر منجر به وقوع بحران‌های پرداخت می‌شود. در بخش یاد شده بر ویژگی‌های خاص بحران‌های اخیر و اهمیت چرخه‌های ردیابی اقتصاد جهانی به منظور مدیریت ریسک‌های کشوری تأکید شد. تمرکز این بخش، بر ریسک‌ها در سطح کشور- در نقطه دریافت جریان‌های سرمایه بین مرزی- است. این مسئله نیازمند آنالیز ویژگی‌های اقتصادی، سازمانی و سیاسی یک کشور است که آسیب‌پذیری آن در برابر شوک‌های جهانی و ریسک‌های استقراض بیش از اندازه را که می‌توانند به قابلیت کشور در عمل به تعهدات مالی خارجی صدمه وارد کنند، افزایش می‌دهند. این فصل نحوه شکل‌گیری آنالیز ریسک کشوری را نشان می‌دهد و ویژگی‌هایی را شناسایی می‌کند که باعث افزایش آسیب‌پذیری یک کشور در برابر شوک‌های خارجی می‌شوند. فصل ۵ به بررسی مبانی ساختاری یک اقتصاد و ریسک‌های ایجاد شده در داخل کشور می‌پردازد و فصل ۶ ریسک‌های سیاسی و جغرافیای سیاسی را مطالعه می‌کند.

یادگیری از بحران‌های مختلف

آنالیز و درک آسیب‌پذیری یا انعطاف‌پذیری یک کشور در برابر بحران‌های پرداخت در طول سال‌ها تغییر کرده است. این مسئله از تحول در اندازه و ترکیب جریان‌های سرمایه بین‌المللی، ویژگی‌های بحران‌های

جهان (فصل ۳) و درک فرآیند توسعه اقتصادی تبعیت کرده است. هر نوع وام‌دهی و استقراض بیش از حد نیز نوعاً تصورات غلط و نقاط ضعف خود را خواهد داشت.

اواخر قرن نوزدهم

تحلیل اولیه ریسک‌کشوری توسط بانک Credit Lyonnais در اواخر قرن نوزدهم بر ظرفیت تولید درآمد سرمایه‌گذاری و قابلیت خدمات بدهی حاکمیت با استفاده از روش ترازنامه‌ای متمرکز بود. تمرکز بر این مسئله هم بود که آیا استقراض برای سرمایه‌گذاری مولد مانند زیرساخت‌ها بوده یا به منظور تأمین مالی هزینه‌های جاری مانند هزینه جنگ صورت گرفته است؛ هزینه‌ای که عاملی برای ناتوانی در بازپرداخت بدهی‌ها تلقی می‌شد. این تحلیل نتوانست امواج مکرر وام‌دهی به امریکای لاتین و ناتوانی‌ها در بازپرداخت‌ها یا موج اعطای وام به روسیه در وقایع منتهی به انقلاب بلشویکی^۱ را تعدیل کند.

دوره بین‌دو جنگ و دوره بعد از جنگ جهانی دوم: مبانی و شکل‌گیری

استعمار زدایی از دهه ۱۹۳۰ به بعد، و پس از جنگ جهانی دوم، رشد اعتبارات چندجانبه و جریان‌های کمک رسمی منجر به بسط تحلیل برای گنجاندن مبانی اقتصاد و محرک‌های رشد و توسعه شدند. مقدمه‌ای بر ریسک‌کشوری در دهه ۱۹۶۰ نشان می‌دهد که:

برای این تحلیل هیچ‌گونه قاعده و فرمولی وجود ندارد... این تحلیل به میزان درک و برداشت تحلیل‌گر از فرآیند توسعه یک کشور بستگی دارد. بحران خدمات بدهی... اساس تعادل بحران پرداخت‌هاست که این به نوبه خود بحران توسعه است.

به‌طور خاص، شکاف منابع داخلی بین سپرده‌ها و سرمایه‌گذاری با عدم تعادل در موازنه پرداخت‌ها ارتباط داشت: خلاء ارز خارجی. تأمین مالی خارجی حلقه مفقوده در توسعه تلقی می‌شد که باید با کمک

1. Bolshevik revolution

دوجانبه دولت و مساعدت توسعه‌ای چندجانبه پوشش داده می‌شد. جریان‌های مالی خصوصی شکل تأمین مالی تجاری یا سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی عمدتاً توسط شرکت‌های چندملیتی امریکا و بریتانیا را به خود گرفته بود.

دغدغه مهم فرامرزی آن‌ها در دهه ۱۹۵۰ ریسک سیاسی در قالب ملی کردن و مصادره بود که در کشوری مانند کوبا وجود داشت. تمرکز بر ملی کردن و کشورهای در حال توسعه به جای کشورهای توسعه‌یافته بود؛ هر چند که کشورهای متعدد اروپایی همچنان از وجوه اضطراری صندوق بین‌المللی پول در دهه ۱۹۵۰ استفاده می‌کردند. این مسئله نقطه ضعفی در تحلیل ریسک کشوری بود که برای چند دهه تداوم داشت.

در دهه ۱۹۶۰، نابرابری‌های موجود در سطح جهان باعث بروز انتقادات شدید از نظریه‌های رشد نئوکلاسیک شد. برخی نظریه‌ها مانند «نظریه وابستگی»^۲ و «تبادل نابرابر»^۳ قیمت پایین کالا در برابر بهای تمام شده تولید را مقصر اصلی در نظر می‌گرفتند. به نظر می‌رسید که این مسئله به‌طور خاص اوضاع امریکای لاتین را توضیح می‌دهد. در آن منطقه، صنعتی شدن به رهبری دولت آغاز شد، اما به نظر می‌رسید این فرآیند تنها در سایه دیوار بلند تعرفه‌ها به سرانجام می‌رسد. این اقتصادها به‌شدت به اقتصادی واردکننده تبدیل شدند و صادرات عمدتاً به مواد خام محدود شد که در برابر نوسانات قیمت کالا آسیب‌پذیر بودند. خلاء خارجی رو به رشد با اعتبارات خارجی تأمین می‌شد که این موضوع باعث افزایش بدهی‌های خارجی می‌شد. از دهه ۱۹۷۰ به بعد، تأمین کنندگان اعتبار نیز شامل بانک‌های تجاری بودند که اساساً مازاد تولید نفت اوپک را بازیابی می‌کردند. این رونق وام‌دهی با تصورات غلطی مانند وام‌دهی به «کشورهای تولیدکننده نفت بسیار خوب بود» و اعطای ۲۱ میلیارد دلار وام در سال ۱۹۸۱ و قبل از وقوع بحران بدهی دهه ۱۹۸۰، به کشور مکزیک همراه بود. عدم تحمل این روش توسط وام‌گیرنده‌ها و وام‌دهنده‌ها زمانی آشکار شد

2. dependency theory

3. unequal exchange

که قیمت‌های بین‌المللی نفت و نرخ بهره در پایان دهه ۱۹۷۰ افزایش یافت و در نتیجه، مجموعه‌ای از ناتوانی‌ها در بازپرداخت بدهی‌ها به وجود آمدند که بحران بدهی‌های جهان سوم نام گرفت.

دهه ۱۹۸۰ و دهه ۱۹۹۰: رژیم‌های ارز در کانون توجه

حل بحران بدهی دهه ۱۹۸۰ تقریباً به مدت یک دهه طول کشید. با دسترسی اندک به بازارهای مالی بین‌المللی، بسیاری از کشورهای بدهکار نسبت به بازسازی عمیق ساختار، خصوصی‌سازی بخش دولتی ناکارآمد و تقویت موقعیت پرداخت‌های خارجی خود اقدام کردند. در دهه ۱۹۸۰، آزادسازی بازارهای مالی جهانی و در دهه ۱۹۹۰ بازتولید وام‌دهی بانک تجاری اتفاق افتادند. بنا بود که تحلیل ریسک کشوری بیشتر بر سیاست‌های اقتصادی، به ویژه عدم تطابق بین سیاست مالی داخلی و رژیم‌های ارزی که در آن زمان غالباً می‌خ‌کوب‌شده^۱ بود، تمرکز کند. بحران‌های ارزی دهه ۱۹۹۰ نه تنها در بازارهای نوظهور بلکه در اروپا (مطالعه موردی ۴،۱) آسیب‌پذیری قفل‌های ارزی را به حمله سوداگرانه آشکار کرد.

مطالعه موردی ۴،۱

بحران مکانیزم نرخ ارز اروپا

در جریان بحران مکانیزم نرخ ارز اروپا در بازه زمانی ۱۹۹۲-۱۹۹۳، بریتانیا، ایتالیا و اسپانیا قفل تثبیت نرخ مارک آلمان را باز کردند و از نظام پولی اتحادیه اروپا خارج شدند. این مورد نمونه‌ای مناسب از بحران ارزی ناشی از اختلافات موجود بین میانی یک اقتصاد و سیاست اقتصادی و ناسازگاری با شرکای تجاری عمده است.

در آن زمان، این کشورها مشکلات عمده‌ای در قبال سیاست‌های مالی خود یا رشد بسیار سریع اعتبار نداشته و دسترسی کاملی نیز به بازارهای

1. pegged

سرمایه بین‌المللی داشتند.

اما سرمایه‌گذاران ارزی به رهبری جورج سورس، یک فعال با نفوذ در کسب و کار، این قفل‌های ارزی را قابل تحمل تلقی نمی‌کردند. این مسئله تا حد زیادی به خاطر مشکلات مربوط به سیاست‌ها در خود کشورها نبود بلکه در عوض، به خاطر چارچوب منطقه‌ای و عدم سازگاری با سیاست پولی آلمان بود.

سیاست مالی سختگیرانه‌ای که بانک فدرال آلمان در دوران پس از فروپاشی دیوار برلین به منظور جبران سیاست‌های مالی انبساطی دولت دنبال می‌کرد، سیاست مناسبی برای سایر کشورهای عضو نظام پولی اروپا نبود.

این موضوع برای بریتانیا نیز که برای ترغیب به توسعه و کاهش میزان بالای بیکاری به سیاست پولی ساده‌تر نیاز داشت، صادق بود.

این اختلاف دوره‌ای و ساختاری بین نظام‌های اقتصادی اروپا بار دیگر در قالب بحران یورو ۲۰ سال بعد خود را نشان داد.

جریان‌های سرمایه به عنوان عوامل بروز بحران

بحران‌های دهه ۱۹۹۰ نشان دادند که بررسی مبانی زیر بنایی برای پیش‌بینی بحران آینده کافی نبوده است (مطالعه موردی ۴،۲). بروز تغییرات ناگهانی در ریسک‌پذیری بین‌المللی سرمایه‌گذاران می‌توانست باعث بروز بحرانی با عنوان بحران توقف ناگهانی شود. این بحران در ابتدا در قالب بحران نقدینگی ظاهر شد اما اگر این بحران به سرعت متوقف نمی‌شد، به بحران ناتوانی در بازپرداخت بدهی‌ها تبدیل می‌شد. حساب سرمایه تعادل پرداخت‌ها بیشتر مورد توجه قرار گرفت. مفهوم بحران نقدینگی باعث گسترش نقش صندوق بین‌المللی پول شد که قرار بود تسهیلات بزرگ نقدینگی-وام ضروری را تأمین کند و فرآیند ایجاد خطر اخلاقی را آغاز کرد (به عبارت دیگر، بانک‌های تجاری و دارندگان اوراق قرضه ریسک‌های بیشتری را در خصوص انتظار کمک‌های مالی شرکت‌های

چندملیتی پذیرفتند).

وقوع این بحران‌ها مشکل دیگری را آشکار کرد. در قرن بیستم، نقش بانک‌های مرکزی را به عنوان آخرین مرجع وام‌دهی تعداد دفعات بروز بحران‌های مالی داخلی کاهش داده بود، اما با آزادسازی بازار سرمایه بین‌المللی بانک‌های مرکزی با بحران‌هایی مواجه شدند که منشأ خارجی داشتند. دفاع از تثبیت نرخ ارز (با افزایش نرخ بهره) یا ثبات مالی داخلی و حمایت از بانک‌ها سیاست پیش رو بود. این ناتوانی سیاست در دستیابی همزمان به هر سه هدف بازارهای سرمایه آزاد، سیاست پولی مستقل و نرخ ارز تثبیت شده «سه گانه غیر ممکن» یا «معضل» نامیده شد.

همچنین، ملاحظه شد که بسیاری از بحران‌های بانکی یا مالی در پی دوره آزادسازی و حذف مقررات مالی رخ داده‌اند. نمونه‌هایی از این بحران‌ها در بازارهای توسعه‌یافته شامل بحران سپرده‌ها و وام ایالات متحده آمریکا در دهه ۱۹۸۰ و بحران بانکی کشورهای شمال اروپا در دهه ۱۹۹۰ هستند. بحران مکزیک در سال ۱۹۹۴ و بحران آسیا در سال ۱۹۹۷ خطرات آزادسازی حساب سرمایه تا قبل از تقویت مقررات بانکی و سایر نهادهای بازار را نشان داده‌اند. این تجربیات زمینه گنجاندن کامل توسعه سازمانی و توالی اصلاحات بازار در تحلیل ریسک‌کشوری را فراهم کردند و به عنوان ریسک اجرای آزادسازی پیش از تقویت سازمان تلقی می‌شدند.

مطالعه موردی ۴،۲

مکزیک سال ۱۹۹۴: بحران پیش‌بینی نشده در کشوری با عملکرد ممتاز

با توجه به بحران‌های دهه ۱۹۹۰ مکزیک و آسیا، گولرمو اورتیز، رئیس کل بانک مرکزی مکزیک، در یک سخنرانی در سال ۲۰۰۲ اذعان کرد که این کشورها «با بهترین عملکرد» تلقی می‌شدند و این بحران‌ها «پیش‌بینی نشده بودند». اما افزایش نرخ بهره توسط بانک مرکزی آمریکا در فوریه سال ۱۹۹۴ (که بدون وقفه با هفت جهش تا فوریه سال ۱۹۹۵ ادامه پیدا کرد) باعث شد تا جریان‌های سرمایه از بازارهای نوظهور خارج شوند. این

وضعیت نقاط آسیب‌پذیری مکزیکی از جمله کسری مداوم حساب جاری را آشکار کرد که تا حد زیادی توسط جریان‌های سرمایه تأمین مالی می‌شد. این وضعیت منجر به افزایش قیمت پزو شده بود و به این ترتیب، باعث فشار بر قفل ارزی شد. اما این موضوع با توجه به ذخائر نفتی مکزیکی و وجود این تصور غلط که «کسری‌های حساب جاری تنها در صورتی حائز اهمیت هستند که کسری‌های بخش عمومی را منعکس کنند»، نادیده گرفته شده بود. در ضمن، بازارها انتشار سرسام آور اوراق قرضه با پشتوانه پزو و اوراق کوتاه‌مدت دولت مکزیکی با شاخص دلار امریکا، را نادیده گرفتند. ترکیب این نقاط آسیب‌پذیر و افزایش نرخ بهره امریکا، ترور کاندیدای ریاست جمهوری مکزیکی و ناآرامی‌های منطقه چیاپاس^۱ مکزیکی بود که باعث بروز بحران توقف ناگهانی در مکزیکی شد.

علاوه بر آن، در حالی که ترازنامه بخش دولتی کانون توجه بود، مشخص شد که استقراض خارجی بخش خصوصی مشکلی است که با آزادسازی بازار مالی جهانی ترکیب شده است. این مورد در بحران آسیا نیز صادق بود. در این منطقه، استقراض ارز خارجی بخش خصوصی و حباب بازار املاک مربوطه نظام‌های اقتصادی منطقه را در معرض کاهش شدید قیمت ارز قرار داده بود که این موضوع در ماه جولای سال ۱۹۹۷ در تایلند خود را نشان داد. از این رو و در تحلیل ثبات بدهی یک کشور باید ساختار بدهی را نیز در نظر گرفت.

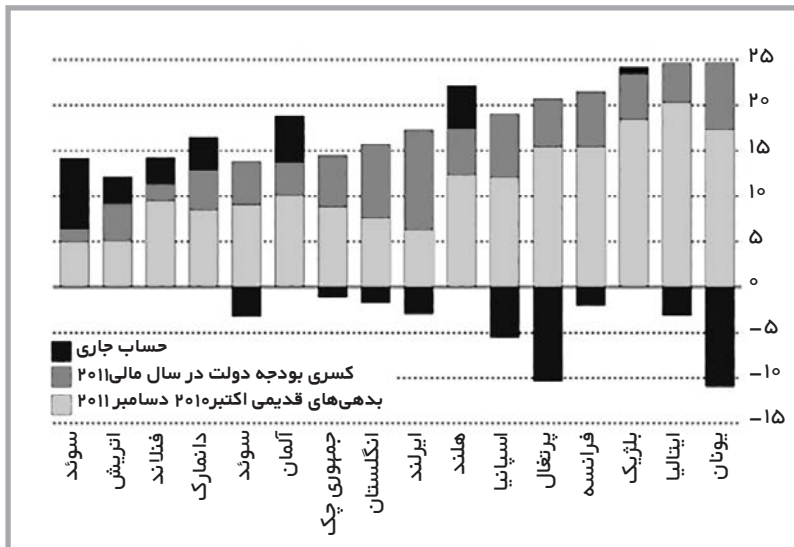
ریسک حکومتی در اقتصادهای توسعه یافته پس از بحران سال ۲۰۰۸

بحران سال ۲۰۰۸ باعث شد تا آسیب‌پذیری بازارهای توسعه یافته در برابر ریسک‌های نکول بار دیگر کانون توجه قرار گیرد. اغلب این بازارها رتبه AAA و فاقد ریسک خود در زمینه بدهی حاکمیتی و برخی از آن‌ها نیز در منطقه یورو وضعیت رتبه سرمایه‌گذاری خود را از دست دادند. بار دیگر،

1. Chiapas

تصورات غلط رایج آشکار شدند که به عنوان مثال می‌توان به ایده تعدیل بزرگ مراکز مالی ایالات متحده آمریکا و بریتانیا اشاره کرد. در منطقه یور و این باور که کسری حساب جاری در اتحاد ارزی حائز اهمیت نیست، با این واقعیت تغییر کرد که عامل مشترکی که نظام‌های اقتصادی مشکل‌دار منطقه یورو را از بقیه نظام‌ها متمایز می‌سازد، کسری بالا و تثبیت شده حساب جاری آن‌هاست. کمیسیون اتحادیه اروپا در حال حاضر به صورت منظم گزارش مکانیزم هشدار را به عنوان بخشی از رویه عدم توازن اقتصاد کلان سالانه تهیه می‌کند که پنج شاخص عدم تعادل خارجی و رقابت و شش شاخص دیگر مربوط به عدم تعادل داخلی در آن ردیابی می‌شوند. این بحران عامل ریسک دیگری را برجسته کرد: مالکیت بدهی. کشورهایمانند یونان دارای مالکیت خارجی بالای بدهی عمومی بیشتر در

شکل ۴/۱) ترازهای بودجه و حساب جاری اتحادیه اروپا و بدهی حکومتی در حال سررسید: پیش از بحران منطقه یورو
درصد از تولید ناخالص داخلی سال ۲۰۱۱



منبع: صندوق بین‌المللی پول، بانک اطلاعاتی چشم‌انداز اقتصادی جهان

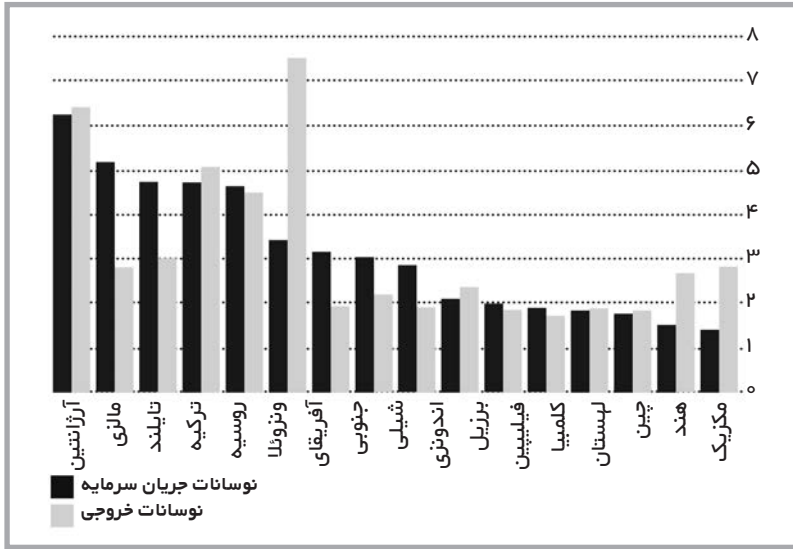
معرض تغییرات در ریسک پذیری بین المللی قرار می گرفتند، اما کشورهایی مانند بریتانیا، ایتالیا و ژاپن دارای مالکیت داخلی بالای بدهی عمومی در مقابل نوسانات مقاوم تر بودند (شکل ۴،۱).

علاوه بر آن، رفتار بانک های مرکزی پس از بحران سال ۲۰۰۸ باعث طرح سوالات جدیدی در خصوص سیاست اقتصادی شده است که شامل ریسک های تورمی احتمالی ناشی از سیاست تسهیل کمی (سیاست پولی مرسوم که در آن، بانک های مرکزی دارایی های مالی را از بانک های تجاری خریداری می کنند تا قیمت دارایی ها را تقویت کنند و پایه پولی را برای تحریک اقتصاد افزایش دهند) است. برنامه های گسترده خرید اوراق قرضه فدرال رزرو و بانک مرکزی اروپا و بانک مرکزی انگلستان خط حائل بین سیاست مالی و پولی را کم رنگ کرده است. بین سال ۲۰۰۷ و ژانویه سال ۲۰۱۲، ترازنامه های فدرال رزرو و بانک مرکزی انگلستان از حدود ۵ درصد تولید ناخالص داخلی به ۲۰ درصد افزایش یافت و ترازنامه بانک مرکزی اروپا از ۱۲ درصد به ۳۲ درصد افزایش یافت. تصور غلط دیگر این بود که چتر اتحادیه اروپا باعث کاهش ریسک های کشوری در زمینه انتظار اشتباه از انضباط سیاست و پشتیبانی از پرداخت های خارجی به واسطه انتقالات بودجه اتحادیه اروپا می شود. این مسئله باعث شد تا سازمان های رتبه دهی رتبه کشورهای اروپای شرقی و مرکزی را در زمانی که عضو اتحادیه اروپا می شوند، به رتبه سرمایه گذاری ارتقاء دهند و به این ترتیب، شکنندگی سازمانی آن ها را نادیده بگیرند. با این وجود، این منطقه یکی از مناطق تحت تأثیر شدید بحران سال ۲۰۰۸ بوده است تا جایی که برخی از کشورهای این منطقه از صندوق بین المللی پول و اتحادیه اروپا وام اضطراری درخواست کرده بودند. افزایش اعتبار مصرف بر حسب ارزش های خارجی نیز نشانه ای از این خود خشنودی بود. وام رهنی و سایر اعتبارات مصرف بر حسب فرانک سوییس و یورو در زمانی که بحران پرداخت مجارستان در سال ۲۰۰۹ از بین رفت، عامل اصلی ریسک در این کشور بودند.

اهمیت عوامل خارجی

شش سال پس از بحران سال ۲۰۰۸، با بهبود وضعیت نظام های

شکل ۴/۲) نوسانات جریان سرمایه و تولید، ۲۰۱۲-۲۰۰۰
رتبه‌بندی کشورها



منبع: صندوق بین‌المللی پول، چشم‌انداز اقتصادی جهان، ۲۰۱۴

اقتصادی توسعه‌یافته و دورنمای سختگیری در سیاست پولی تا حدودی بار دیگر بازارهای نوظهور مورد توجه قرار گرفتند. این دغدغه در مورد تأثیر سرمایه وجود داشت که سرمایه در بازارهای نوظهور متوقف و در عین حال، رکود بر روند رشد و توسعه در کشورهای توسعه‌یافته حاکم باشد و این نگرانی وجود دارد که این وضعیت بتواند باعث تضعیف روند رشد و توسعه یا حتی باعث بروز بحران جدیدی در بازارهای نوظهور شود. همان‌طور که صندوق بین‌المللی پول در چشم‌انداز اقتصادی جهانی خود در سال ۲۰۱۴ بیان کرده است، «عوامل خارجی باعث بروز نوسانات قابل توجه در رشد نظام‌های اقتصادی بازار نوظهور می‌شوند که این وضعیت عامل نیمی از تغییر در نرخ رشد آنهاست» (شکل ۴،۲). این تأکید مستقیم و قوی بر عوامل خارجی متفاوت از روش‌های پیشین است؛ هر چند که مطالعات و بررسی‌های صورت

گرفته در اواخر دهه ۱۹۹۰ (به عنوان مثال، مطالعات و بررسی‌هایی که توسط گیلرمو کالوو و پائول کراگمن انجام شدند) اهمیت آن‌ها را نشان می‌دهند (فصل ۸). احتمالاً محور کلی جریان اصلی بررسی و تفکر در مورد بحران‌های توسعه و پرداخت بر مدار نقاط ضعیف و شکننده در داخل کشور باشد. این مسئله ویژگی اصلی بحث‌های همیشگی در خصوص موفقیت نظام‌های اقتصادی آسیایی نسبت به نظام‌های اقتصادی کشورهای امریکای لاتین بود که بر اهمیت مشخصه‌های ملی مانند میراث فرهنگ‌های ضد اصلاح کنفوسیوس در برابر کاتولیک تأکید می‌کند. ممکن است پاکسازی اثر عوامل خارجی در بحران‌های پرداخت در گذشته امکان‌پذیر بوده باشد. اما با توجه به رشد حجم جریان‌های سرمایه بین‌المللی که در فصل ۳ شرح داده شده است، و با علم به عمق بازارهای سرمایه کشورهای در حال توسعه امروزی، دیگر نمی‌توان وجود این وضعیت دشوار را نادیده گرفت.

محور تحلیل ریسک کشوری غالباً حول ویژگی‌های داخلی کشور بوده است؛ هر چند که از زمان بحران‌های دهه ۱۹۹۰، اثرات مخرب مورد تأکید قرار گرفته و شاخص‌هایی در این زمینه وجود داشته‌اند که آسیب‌پذیری اقتصاد داخلی در برابر شوک‌های خارجی مورد استفاده در تحلیل را نشان می‌دهند. بحث و بررسی در مورد تضعیف برنامه خرید اوراق قرضه فدرال رزرو و نوسان جریان‌های سرمایه حاصل و همچنین تسری سیاست‌های اقتصادی نظام‌های اقتصادی مهم جهان به سایر مناطق جهان در حال حاضر به جریان اصلی و عنصر محوری مباحث مربوط به ریسک کشوری تبدیل شده‌اند (مطالعه موردی ۴،۳). این شناخت و تشخیص باعث شده است تا تحلیل متوازن‌تر از ریسک کشوری انجام شود و این تحلیل مبنایی برای گنجاندن عوامل خارجی/ فشار بیشتر و عوامل دوره‌ای در مدل رتبه‌بندی کشور باشد که در فصل ۸ پیشنهاد شده است.

عدم تعادل اقتصاد کلان

از این رو و به مرور زمان، با درس گرفتن از هر یک از بحران‌ها، چارچوبی برای بررسی و تفکر در مورد بحران کشوری، موازنه عوامل جهانی محرک

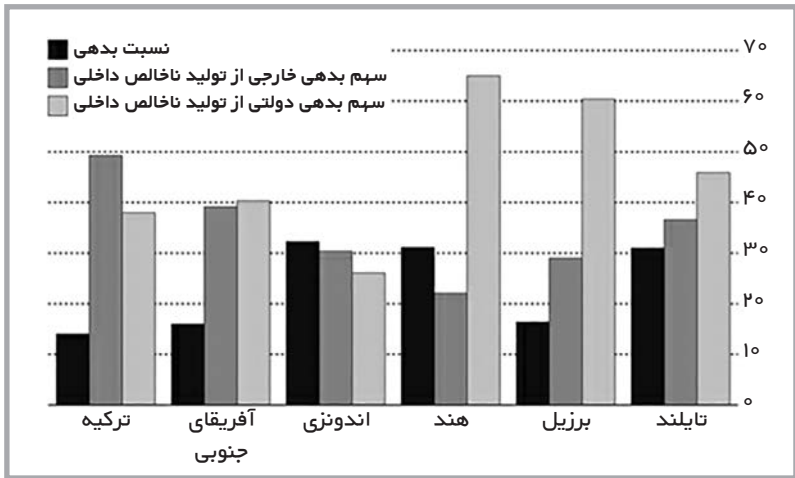
وام‌دهی بیش از اندازه با ویژگی‌های یک اقتصاد که آسیب‌پذیری در برابر شوک‌های جهانی را افزایش می‌دهند، به وجود آمده است. هرگز نمی‌توان شوک‌های اقتصادی خارجی وارده به نظام‌های اقتصادی ملی را به‌طور کامل جبران کرد، اما امکان مصون سازی در برابر آن‌ها- حداقل به صورت موقت- وجود دارد. همچنین این امکان برای کشورها وجود دارد که با مدیریت بهتر اقتصادهای خود و خروج از وضعیت‌های شکننده دوره‌های طولانی مدت آشنا شوند (بحث و بررسی بیشتر این نکات در فصل ۱۲ ارائه شده است). برعکس، کشورهایی که به لحاظ ساختاری عدم تعادل ریشه دار را تحمل می‌کنند،- در زمینه سپرده‌ها، پرداخت‌های خارجی یا بخش مالی- همچنان در برابر شوک‌های خارجی آسیب‌پذیر هستند. (موارد عدم تعادل در سپرده‌ها و در پرداخت‌های خارجی در این فصل و بخش مالی در فصل ۶ بحث و بررسی می‌شوند)

جدول ۱/۴) عوامل و شاخص‌های آسیب‌پذیری

عوامل آسیب‌پذیری	شاخص‌ها
عدم تعادل در پس‌انداز	• حجم پایین سپرده‌های ملی
	• کسری‌های مالی و/یا حساب جاری بومی
	• نسبت بالای بدهی دولتی و خارجی به تولید ناخالص داخلی
	• ترکیب بدهی خارجی مانند سررسید و مالکیت بدهی
عدم تعادل در پرداخت‌های خارجی	• تمرکز در صادرات و واردات
	• نسبت تعادل حساب جاری به تولید ناخالص داخلی
	• روندهای نرخ ارز
	• سهم پایین جریان‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی
	• الزامات پرداخت‌های خارجی/ درآمدهای ارزی و سایر نسبت‌های نقدینگی
• نسبت شاخص قیمت کالاهای صادراتی به وارداتی	
عدم تعادل در بخش مالی	• نسبت اعتبار به تولید ناخالص داخلی، رشد اعتبار، نسبت وام به سپرده، وام‌های غیر جاری
	• تمرکز دارایی
	• اندازه بخش بانکداری در سایه
	• افزایش نرخ بهره

شکل ۴/۳) عدم تعادل در پس انداز و بدهی

درصد، سال ۲۰۱۳



منبع: مؤسسه مالی بین المللی

عدم تعادل در پس انداز

هرگاه کشوری با بحران پرداخت یا ناتوانی در بازپرداخت بدهی ها مواجه شود، اولین گمانه زنی ها در این مورد کسری های مالی و یا حساب جاری مزمّن در این کشور هستند. تصحیح این عدم تعادل نیز اولین هدف سیاست های اقتصادی برای خروج از این بحران محسوب می شود. اما اساس بروز عدم تعادل یاد شده و دشواری در مهار آن ها با اتخاذ تدابیر سیاستی سریع عدم تعادل در سپرده ها است. کشوری که به لحاظ ساختاری از سطح پایین سپرده های ملی برخوردار است، به جریان های سرمایه خارجی متوسل می شود تا زمینه سرمایه گذاری و رشد و توسعه را فراهم کند. این مسئله، عامل ساختاری مهم است که باعث افزایش آسیب پذیری اقتصاد در برابر شوک های خارجی توقف ناگهانی می شود.

عدم تعادل در سپرده ها نه تنها باعث افزایش آسیب پذیری یک کشور می شود بلکه تا زمانی که جریان های سرمایه برقرار باشند، این عدم

تعداد در سپرده‌ها تأثیری تقویت‌کننده نیز دارد که باعث افزایش وابستگی به تأمین مالی خارجی می‌شود. کاهش مسلّم سپرده‌ها در طول زمان اغلب بیانگر دوره‌ای از وجود جریان‌های سرمایه است که باعث تحریک تقاضای داخلی شده و به این ترتیب، مصرف افزایش یافته و به تبع آن، میزان سپرده‌ها کاهش یافته است. نمونه‌ای از این وضعیت کاهش بلندمدت در نسبت سپرده‌های ملی در دهه گذشته در کشورهای برزیل و ترکیه است.

کسری در سپرده‌ها می‌تواند در بخش خصوصی، بخش دولتی یا در هر دو بخش اتفاق بیفتد. اگر این اتفاق در هر دو بخش رخ دهد، این احتمال وجود دارد که این کسری در قالب کسری مضاعف ماندگار در عدم تعادل مالی و حساب جاری منعکس شود. کسری‌های مالی با رشد بدهی‌های دولتی تأمین می‌شوند که بخشی از آن می‌تواند در قالب ارز خارجی باشد؛ مسئله‌ای که به عمق بازارهای سرمایه داخلی بستگی دارد. هزینه کردن با کسری به نوبه خود می‌تواند باعث تحریک تقاضای داخلی شود (که باز باعث کاهش سپرده‌ها می‌شود) که این اقدام می‌تواند با استقراض بخش خصوصی ترکیب شود تا واردات را تقویت کند و علاوه بر آن، کسری حساب جاری را افزایش داده و تقاضای اعتبار بانک‌ها را ترغیب می‌کند تا به جای جمع‌آوری تدریجی و کند سپرده‌های محلی به دنبال یافتن منابع مالی در بازارهای بین‌المللی باشند. بسته به میزان آن در آغاز کار، تنها نیم‌دهه از این الگو می‌تواند باعث افزایش بدهی‌های غیر قابل تحمل شود. در نتیجه، این نظام‌های اقتصادی همچنان با هر گونه شوک ناشی از تغییر عمده در احساسات جهانی و توقف ناگهانی جریان‌های سرمایه مواجه می‌شوند.

وجود نسبت‌های پایین سپرده نیز می‌تواند ناشی از نظام‌های اقتصادی با درآمد و بهره‌وری پایین باشد که احتمالاً بنگاه‌های کوچک که تا حدودی به خاطر عدم وجود اعتبار هرگز رشد واقعی را تجربه نمی‌کنند، در این اقتصادها حاکم هستند. بنابراین، وجود آن‌ها می‌تواند نشانه‌ای از بخش بانکی توسعه نیافته باشد. در بسیاری از کشورهای در حال توسعه که اطلاعات سپرده‌های آن‌ها قابل اطمینان نیستند، به نظر می‌رسد که عوامل سازمانی، مذهبی و فرهنگی نیز می‌توانند حائز اهمیت باشند. این

نظریه درآمد دائمی میلتن فریدمن است که معمولاً بیشترین مراجعه را در خصوص عوامل تعیین کننده سپرده‌ها به خود اختصاص می‌دهد: مردمی که به منظور کاهش مصرف در طول زندگی خود صرفه‌جویی می‌کنند، در زمانی که جوان هستند، خرج می‌کنند اما در میانسالی پس‌انداز می‌کنند تا در دوران بازنشستگی تأمین باشند. شواهدی وجود دارد که نرخ سپرده‌ها ناشی از ساختارهای جمعیتی و شهری است: افراد جوانتر کمتر و خانواده‌های روستایی بیشتر پس‌انداز می‌کنند. این مسئله به سادگی حاکی از این است که زمانی که کشوری با مشخصه جمعیتی جوانتر به صورت شهری در می‌آید، نرخ پس‌انداز در آن کاهش می‌یابد. این موضوع با پیشنهادی که در فصل ۳ ارائه شد، در ارتباط است. بر اساس پیشنهاد یاد شده، درک چرخه‌های جمعیتی در یک کشور و روندهای شهرنشینی آن امری حائز اهمیت است.

مطالعه موردی ۴،۳

بازارهای تضعیف‌شده و نوظهور: تکرار دوباره بحران سال ۱۹۹۴؟

از سال ۲۰۰۹، ارزها در کشورهای در حال توسعه دارای بازارهای سرمایه نسبتاً عمیق و آزاد به شدت در نوسان بوده‌اند.

نخست، ارزش ارزها افزایش یافت. با کاهش قیمت دلار با آغاز سیاست‌های تسهیل کمی فدرال رزر و رقابت در بازارهای نوظهور تضعیف شد و حجم کسری حساب جاری افزایش یافت. برزیل اولین کشوری بود که در سال ۲۰۱۰ به این وضعیت واکنش نشان داد. جیودو مانتگا، وزیر دارایی، ضمن انتقاد از بروز «جنگ‌های ارزی»، نسبت به اعمال کنترل‌های سرمایه‌ای بر جریان‌های ورود سرمایه کوتاه‌مدت اقدام کرد. بانک مرکزی ترکیه در مواجهه با کسری حساب جاری در سال ۲۰۱۱ نرخ بهره را کاهش داد تا ارزش لیر را تضعیف و صادرات را تقویت کند و از سیاست‌های احتیاطی کلان برای کاهش رشد اعتبار استفاده کرد. تا سال ۲۰۱۳، سیاستمداران اروپای شرقی از جانسوز پیشوینسکی در لهستان گرفته تا جیورجی ماتولسکی در مجارستان، نیز این کار را انجام می‌دادند. به محض این که

بانک مرکزی ژاپن طرح تسهیل کمی خود را آغاز کرد، الکسی یولیکایف، رئیس کل بانک مرکزی روسیه، اظهار داشت که جهان «در آستانه جنگ‌های ارزی» قرار گرفته است.

سپس، ارزش ارزها افت کرد. این فشارها با اعلام فدرال رزرو مبنی بر این که ممکن است نسبت به کاهش خریدهای اوراق قرضه خود اقدام کند، تا نیمه سال ۲۰۱۳ به شدت تغییر کرده بودند. ارزش ارزهای بازارهای نوظهور بلافاصله ۱۰-۲۰ درصد سقوط کرد. الکساندر تامبینی، رئیس کل بانک مرکزی برزیل، نسبت به «مکنده‌های افزایش نرخ بهره» و رفع بیشترین کنترل‌های سرمایه‌گذار داد. کشورهای اندونزی و هند نسبت به افزایش نرخ‌ها اقدام کردند تا جریان خروج سرمایه را کند کنند. رجب طیب اردوغان، نخست وزیر ترکیه، به شدت از «لابی نرخ بهره» در پی کاهش ارزش لیر انتقاد کرد. سیاست‌گذاران هندی خواستار «مداخله هماهنگ» از سوی ۱۲ نظام اقتصادی نوظهور بزرگ شدند. کریستین لاگارد، رئیس صندوق بین‌المللی پول، اظهار داشت که اقتصاد جهان در زمانی نیازمند «تقویت توان دفاعی خود» بود که بازارهای نوظهور بنا داشتند تا مشابه با کاری که در مورد ریسک بحران سال ۱۹۹۴ انجام دادند، در مورد ریسک بحران دیگر بازارهای نوظهور بحث کنند و این مسئله در زمانی رخ می‌داد که افزایش نرخ بهره در امریکا باعث وقوع بحران در آسیا و مکزیک شده بود.

و آنگاه، ارزش ارزها تا حدودی بهبود یافت. تصمیم فدرال رزرو امریکا در اکتبر سال ۲۰۱۳ مبنی بر به تأخیر انداختن کاهش نرخ بهره بار دیگر جریان‌های سرمایه را تغییر داد و با این تصمیم ارزش برخی از ارزهای موجود در بازارهای نوظهور بهبود یافت. بسیاری از بانک‌های مرکزی بازار نوظهور نیز نرخ بهره را افزایش دادند و کنترل‌های سرمایه‌ای بر جریان ورود سرمایه را حذف کردند. تسهیلات مبادلات ارزی در قالب اقدامات احتیاطی بحث و بررسی شدند.

هنوز به پایان نرسیده است

بازارهای نوظهور متعددی به عنوان آسیب پذیرترین ها شناسایی شده و گروهی با نام «۵ شکننده» معرفی شدند- برزیل، هند، اندونزی، آفریقای جنوبی و ترکیه- و این نگرانی وجود دارد که هر گونه ناتوانی در بازپرداخت بدهی ها در میان این بازارها تأثیر جهانی قابل توجهی داشته باشد. با این وجود، بعید است که بحران های سال های ۱۹۹۴-۱۹۹۷ با این همین روش تکرار شوند. انقباض سیاست پولی در ایالات متحده امریکا غیر منتظره یا ناگهانی نخواهد بود، بلکه در آن شرایط زمان لازم برای اتخاذ سیاست های کنشگرا فراهم است. این سیاست ها می توانند باعث تقویت توان دفاعی شده و انعطاف پذیری بیشتری را ایجاد کنند. بحران جهانی آینده متفاوت خواهد بود و احتمالاً از چین یا منطقه یورو سرچشمه می گیرد. اما این قسمت برای اولین بار ذهن ها را متوجه ریسک های پیش روی اقتصاد جهانی با نوسانات جریان سرمایه و نقش عوامل خارجی به عنوان محرک های این تغییرات شدید کرده است که از پتانسیل ایجاد بحران های مالی و پرداخت برخوردارند.

عدم تعادل در پرداخت های خارجی

وجود عدم تعادل در حساب جاری بیانگر نقاط قوت و ضعف اساسی اقتصاد است. وجود کسری ریشه دار حساب جاری و مازاد حساب جاری حالت های عدم تعادل ساختاری اساسی هستند. به عنوان مثال مازاد حساب جاری در چین و آلمان بیانگر وجود شرکت های بسیار رقابتی است، اما نشان دهنده سهم پایین مصرف نیز می باشد. مورد اخیر مشکلاتی را برای شرکای تجاری ایجاد می کند که این وضعیت در عدم تعادل در منطقه یورو و بحث های فراوان بر سر عدم تعادل جهانی بین چین و امریکا دیده می شود.

با این حال، برای این بحث و بررسی نقاط آسیب پذیر خارجی، کسری حساب جاری مورد توجه قرار می گیرد. اهمیت کسری حساب جاری به

عنوان شاخص آسیب‌پذیری بارها مورد اعتراض قرار گرفته است. اگر آن‌ها به صورت موقت باشند، می‌توانند به سادگی نشان‌دهنده جهش ناگهانی در رشد باشند و تا زمانی آن‌ها را می‌توان در مجموع تحمل کرد که سطح بدهی‌های خارجی پایین باشد. با این حال، کسری ریشه دار حساب جاری که در جنوب منطقه یورو دیده می‌شد و بیانگر دوره طولانی افول رقابت‌پذیری در سطح بین‌المللی بود، ممکن است به صورت قابل تحمل ظاهر شده باشد، اما زمانی که جریان‌های ورود سرمایه متوقف می‌شدند، دیگر خبری از این کسری‌ها نبود. کسری حساب جاری دائمی می‌تواند بدون کسری مالی وجود داشته باشد که این مورد در آسیا و در وقایع منتهی به بحران سال ۱۹۹۷ دیده می‌شد. حتی ممکن است تأمین مالی بودجه در حالت تعادل باشد. در این مورد، کسری شدید و فزاینده حساب جاری نشان از فقدان رقابت‌پذیری دارد و این که موقعیت مالی باید محکم باشد و مازاد اولیه به اندازه کافی بالا وجود داشته باشد (تعادل بودجه به استثنای پرداخت بهره بدهی دولتی) تا تقاضای داخلی تعدیل شود. بسیاری از دولت‌ها و سرمایه‌گذاران نتوانستند این موضوع را درک کنند. یا آن‌ها نتوانستند روی آن موضوع کار کنند؛ به ویژه در صورتی که موعد انتخابات فرا رسیده باشد.

عدم تعادل در حساب جاری می‌تواند در تجارت، خدمات یا سایر معاملات مالی (مشهود و انتقالی) به وجود آید. کسری تجاری می‌تواند نشانگر عدم وجود رقابت‌پذیری در صادرات به خاطر کاهش بهره‌وری یا وجود ارز با ارزشی بیش از حد واقعی آن باشد. یا کسری حساب جاری می‌تواند بیانگر برات وارداتی فراوان غیرقابل قبول به دلیل تقاضای بالای داخلی باشد. ممکن است عدم تعادل ساختاری مانند وابستگی به واردات بالای مواد غذایی یا انرژی وجود داشته باشد.

تعادل در خدمات می‌تواند باعث ایجاد عدم تعادل در حساب جاری شود و این در صورتی است که اقتصاد وابستگی شدید به بخش‌های خدماتی مبتنی بر تقاضای خارجی مانند بخش گردشگری داشته باشد. احتمالاً این نوع بخش‌ها بسیار نوسان‌پذیر و نسبت به شوک‌های سیاسی

داخلی و جهانی نسبتاً حساس باشند. به عنوان مثال در این زمینه می توان به کشور تونس اشاره کرد که در پی بروز ناآرامی های سال ۲۰۱۱ که به برکناری بن علی، رئیس جمهور این کشور، منجر شد، درآمدهای گردشگری خود را از دست داد.

عدم تعادل در حساب جاری همچنین می تواند ناشی از جریان های خروجی مالی سنگین بابت پرداخت سود در خارج از کشور، پرداخت بهره بدهی های خارجی یا حواله های کارگران یا سایر نقل و انتقالات باشد. اختلال در این جریان ها که به حجم آن ها یا میزان وابستگی اقتصاد به آن ها بستگی دارد، می تواند باعث افزایش ریسک های پرداخت شود. این مسئله در مشکلاتی که اقتصادهای امریکای جنوبی و حوزه کارائیب در پی کاهش حواله های کارگران مهاجر در امریکا و کاهش درآمدهای حاصل از صنعت گردشگری امریکا در جریان وقوع بحران اقتصادی در امریکا با آن مواجه شدند، مشهود بود.

تداوم ارزش بیش از حد واقعی ارز (در شرایط واقعی) پیش درآمدی بر وقوع بحران های ارز و پرداخت است. گاهی اوقات، تشخیص این که آیا قیمت ارز بیش از حد واقعی آن ارزیابی شده است، امری دشوار است. روش های مختلف نتایج مختلف در پی دارند. قیمت ارز در برخی روش ها در اثر تورم شریک تجاری (نرخ مؤثر واقعی ارز) کاهش می یابد و در سایر روش ها، کاهش قیمت ارز به دلیل هزینه کارگر یا شاخص های قیمت کالای مصرفی یا عمده فروشی اتفاق می افتد. بسته به نقطه شروع، این اقدامات هم می توانند منجر به نتایج مختلف شوند. ممکن است بحث و بررسی در این زمینه برای مدت طولانی ادامه داشته باشد. با این حال، زمانی که کسری حساب جاری همزمان با وخامت سایر شرایط اقتصادی به صورت مداوم افزایش یابد، تعدیل نرخ ارز در صورتی که قرار باشد ارز از هجوم سوداگرانه در امان بماند، امری اجتناب ناپذیر است. بسیاری از دولت های بازار نوظهور، به ویژه در آسیا، تا حدودی به منظور جلوگیری از مواجهه اجباری با ریسک ناشی از این هجوم و تا حدودی به منظور تقویت رشد صادرات تمایل به ارزهای ارزان داشته اند. از این رو و افزایش قیمت

بسیاری از ارزهای عمده بازار نوظهور به پشتوانه جریان‌های ورود سرمایه با کاهش قیمت دلار در سال ۲۰۰۹ هشداری برای بسیار از دولت‌ها بود که این وضعیت باعث تضعیف مدل رشد با سابقه طولانی می‌شود (مطالعه موردی ۴،۳).

نقاط آسیب‌پذیر ساختار تجارت

عدم تعادل در پرداخت‌های خارجی می‌تواند بیانگر وجود مشکلات اساسی در ساختار تجارت نیز باشد. تمرکز از سوی شریک تجاری منشأ عمده آسیب‌پذیری است. مطالعات آماری نشان می‌دهند که آسیب‌پذیری رشد در برابر رشد عمده شریک تجاری یکی از مهمترین عوامل خارجی است: رشد میان مدت ضریب همبستگی نزدیک به یک را نشان می‌دهد. نظام‌های اقتصادی دارای بازار داخلی کوچک و وابسته به رشد مبتنی بر صادرات در این ارتباط حساس‌تر هستند. نه تنها رشد بلکه تغییرات در نرخ ارز شریک تجاری نیز منتقل می‌شوند.

حدود یک سوم صادرات آرژانتین به بازار مرکوزر^۱، اتحادیه گمرکات امریکای جنوبی، وارد می‌شود که حجم زیادی از آن به برزیل می‌رود. بحران در اقتصاد برزیل و کاهش عظیم ارزش واقعی ارز در اواخر دهه ۱۹۹۰ در تضعیف قفل ارزی آرژانتین نقش داشت.

ترکیه در نیمی از صادرات خود به اتحادیه اروپا متکی است. بحران منطقه یورو و کاهش ارزش یورو در برابر دلار ضربه سنگینی به صادرات ترکیه وارد کرد. این ضربه نه تنها تقاضا برای کالای این کشور را تحت تأثیر قرار داد، بلکه باعث تضعیف رقابت‌پذیری آن نیز شد. ترکیه انرژی و مواد خام خود را بر حسب دلار وارد و محصولات تولیدی و خدمات خود را بر حسب یورو صادر می‌کند.

کشور مکزیک در زمانی که اقتصاد امریکا در اوایل دهه ۲۰۰۰ تضعیف شد، به اندازه دو برابر این وضعیت آسیب دید. این کشور نه تنها به امریکا با اقتصاد ضعیف صادرات انجام داد، بلکه سهم خود از بازار واردات

1. Mercosur

رقابتی چین و آسیای جنوب شرقی را از دست داد.

شوکه های مربوط به رابطه مبادله نیز وجود دارند که می توانند مثبت یا منفی باشند. این شوکه ها به تغییرات ناگهانی در قیمت صادرات یا واردات کلیدی اطلاق می شوند. شوکه های قیمتی می توانند ناشی از بروز تغییرات در تأمین کالا در سطح جهان به خاطر کشفیات جدید، کاهش منابع یا شرایط آب و هوایی باشند- برداشت نامناسب قهوه در برزیل بر قیمت قهوه در سطح جهان اثر خواهد گذاشت.

تکنولوژی های جدید می توانند بر روند تأمین و قیمت های جهانی کالاها اثر بگذارند. به عنوان مثال می توان به توسعه اخیر در میدان گاز شل اشاره کرد که برای اقتصاد امریکا اثر مثبت دارد و باعث کاهش وابستگی آن به واردات نفت می شود (و به تصحیح کسری حساب جاری این کشور کمک می کند) اما این اقدام اثرات استراتژیک ترکیبی برای بازار انرژی جهان دارد. شوکه های رابطه مبادله همچنین می توانند نشان دهنده تغییرات در تقاضای جهانی برای صادرات کالاهای کلیدی باشند.

تمرکز سنگین بر صادرات مواد خام باعث تشدید این آسیب پذیری می شود. کاهش قیمت نفت یکی از عواملی اساسی در فروپاشی اتحاد جماهیر شوروی سابق در سال ۱۹۸۹ و یک دهه بعد، عامل ناتوانی روسیه در بازپرداخت بدهی ها در سال ۱۹۹۸ بود. به استثنای استرالیا، کانادا یا نروژ، که دارای بخش های اصلی مجهز به تکنولوژی پیشرفته و دارای بهره وری بالا هستند، تمایل این ساختار اقتصادی به دائمی کردن این اتکای بیش از اندازه و دشوار کردن متنوع سازی اقتصادی است.

مطالعه موردی ۴،۴

شورای همکاری خلیج فارس: آسیب پذیری های متعدد

کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس تا حدودی در بحران مالی سال ۲۰۰۸ جهان از خود انعطاف نشان دادند. ذخائر ارزی که در جریان رونق قیمت نفت در دهه ۲۰۰۰ افزایش یافته بود، اغلب دولت های عضو

شورای همکاری خلیج فارس را قادر ساخت تا سیاست‌های مالی انبساطی اتخاذ و در نتیجه، زمینه را برای رشد در اقتصاد جهانی فراهم کنند. اما این بحران همچنین وابستگی‌های متعدد خارجی و آسیب‌پذیری‌های آن‌ها نسبت به شوک‌های جهانی را برجسته کرد. رکود جهانی سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۹ بر لزوم یکپارچگی منطقه‌ای بیشتر جهت ایجاد بازار داخلی به عنوان محافظ در برابر بروز نوسانات در تقاضای خارجی تأکید داشت.

شماری از اقتصادهای حوزه خلیج فارس، به ویژه اقتصاد دبی، حباب املاک را تجربه کردند که از اوایل سال ۲۰۰۸ و با جریان خروج سرمایه با کاهش قیمت‌ها مواجه شده بودند. درآمد حاصل از صادرات نفت با کاهش شدید قیمت نفت از ۱۴۰ دلار در هر بشکه به زیر ۴۰ دلار در هر بشکه در عرض فقط سه ماه تا دسامبر سال ۲۰۰۸ به شدت افت کرد. علیرغم مازاد فراوان تولید نفت، افزایش سریع استقراض خارجی توسط شرکت‌ها و بانک‌ها رخ داده بود که دوره‌های وام مورد اخیر (موعد سر رسید وام‌ها) کوتاه‌مدت بودند. بانک‌های سرمایه‌گذاری متعدد در کویت از بازپرداخت بدهی‌ها ناتوان ماندند و باید از نهادهای مالی در بحرین، کویت و دبی پشتیبانی مالی به عمل می‌آمد.

با توجه به کاهش ارزش دلار و تورم بالا در منطقه، ریسک‌هایی برای تحمل قفل‌های دلار وجود داشت. اندازه کوچک بازارهای منطقه (اندازه همه آن‌ها کمتر از ۵ میلیون است؛ به جز اندازه بازار عربستان سعودی که ۲۵ میلیون است) و سطح پایین یکپارچگی منطقه‌ای باعث شد تا تولید کنندگان نفت سازمان اوپک به تقاضای خارجی تکیه کنند. چون صادرات غیر نفتی در سایه رکود حاکم بر بازارهای صادرات نیز افت کرد، مشکلات موجود در اقتصاد واقعی باعث شد تا بازخورد منفی برای بخش مالی داشته باشند.

در پی اجرای پروژه‌های متنوع سازی به‌شدت سرمایه‌بر، شغل‌های اندکی برای کارگران داخلی ایجاد شد و در نتیجه، نرخ بیکاری جوانان افزایش یافت و زمینه بروز مشکلات سیاسی در آینده فراهم شد. علیرغم وجود انگیزه مالی، شاخص تولید ناخالص داخلی واقعی در کشورهای عضو

شورای همکاری خلیج فارس در سال ۲۰۰۹ را کد ماند و شاخص اسمی تولید ناخالص داخلی ترکیبی از ۱ تریلیون دلار در سال ۲۰۰۸ به حدود ۸۲۵ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۷ افت کرد.

بخش مالی در خط مقدم

رشد سریع (و بدهی محور) بخش مالی در دهه گذشته این بخش را در خط مقدم بحران جهانی قرار داده است. اعتبارات با نرخ سالانه بالای ۳۰-۴۰ درصد در مقطع زمانی ۲۰۰۷-۲۰۰۸ در امارات متحده عربی، عمان و بحرین و تا ۲۵ درصد در قطر رشد کرده بود و تمرکز دارایی های سیستم بانکی بر بخش های ساخت و ساز و املاک و مستغلات نشان از پدیدار شدن مشکلات داشت.

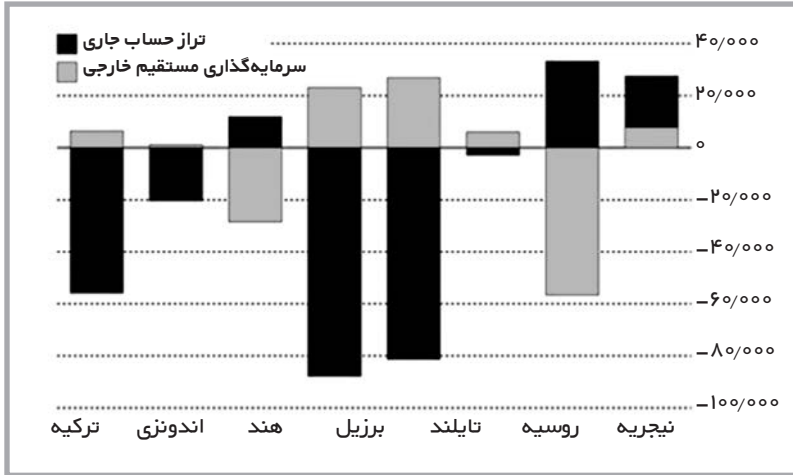
امارات متحده عربی به بدترین شکل خسارت دید و نهادهای مالی و دولتی دبی تا حد زیادی به واسطه استقراض بدهکار شدند. نسبت بدهی به شاخص تولید ناخالص داخلی دبی حدود ۱۲ درصد و خدمات بدهی در سال ۲۰۰۹ معادل ۲۹ درصد تولید ناخالص داخلی بود. قیمت املاک در زمانی که حساب املاک ترکید، ۵۰ درصد افت کرده بود. دبی به منظور تأمین کمک های مالی اضطراری مجبور شد به ابوظبی متوسل شود.

در کویت، نهادهای نظارتی رشد انفجاری شرکت های سرمایه گذاری را از دست داده بودند. خرده فروشی در محصولات پیچیده یکی دیگر از مشکلات بود. خسارت های وارده به بانک خلیج (فارس) (بزرگ ترین بانک کویت) در اکتبر سال ۲۰۰۸ در زمینه اوراق مشتقه ارزی وحشت و اضطراب ایجاد کرده بود و این وضعیت دولت کویت را بر آن داشت تا کلیه سپرده ها را تضمین کند و ۱,۴ میلیارد دلار سرمایه را تزریق کند تا مانع فرار سپرده ها شود.

با وجود چهار برابری دارایی بخش بانکی بحرین نسبت به تولید ناخالص داخلی این کشور، بر خورداری این کشور از ضربه گیر مالی محدود و تمرکز دارایی های مسموم، بحرین یکی از آسیب پذیرترین اقتصادها در

شکل ۴/۴) تراز حساب جاری و خالص سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی

میلیون دلار، ۲۰۱۳



منبع: صندوق بین‌المللی پول، بانک اطلاعاتی چشم‌انداز اقتصادی جهان

بحران جهانی اعتبار بود. دو بانک بزرگ ساحلی، بانک بین‌المللی خلیج^۱ و شرکت بانکداری عربی^۲، باید مجدداً سرمایه تأمین می‌کردند تا خسارت‌های تا بیش از ۱ میلیارد دلار را پوشش دهند.

ساختار جریان‌های سرمایه، بدهی و نقدینگی

کسری در حساب جاری در نهایت یا باید با ورود خالص جریان‌های سرمایه به حساب سرمایه یا با برداشت از ذخائر ارزی بانک مرکزی جبران شود. آسیب‌پذیری در برابر شوک‌های خارجی با توجه به ترکیب جریان‌های ورود سرمایه متفاوت است. از لحاظ جریان‌های سرمایه غیر بدهی ساز، سهم بیشتر جریان‌های سرمایه‌گذاری خارجی مستقیم برای

1. Gulf International Bank
2. Arab Banking Corporation

تأمین کسری حساب جاری ضربه گیر بزرگتری را در برابر شوک های جهانی ایجاد می کند (شکل ۴،۴). این بدین دلیل است که برخلاف جریان های سرمایه گذاری در سهام که به صورت ناگهانی می توانند از کشور خارج شوند، سرمایه گذاری مستقیم خارجی این چنین متحرک نیست. از لحاظ جریان های سرمایه گذاری در سهام، به نظر می رسد که سرمایه گذاران با درآمد ثابت یا با سرمایه گذاری در اوراق قرضه بی پروا تر باشند و به این ترتیب، اولین نشانه های وقوع مشکل به وجود می آیند. اما به نظر می رسد که سرمایه گذاران با سرمایه گذاری در سهام کمتر بی پروا عمل کنند. احتمالاً این مسئله بدین دلیل است که آن ها بیشتر با سرمایه گذاران سازمانی که دیدگاه بلندمدت تری دارند، مرتبط باشند. سوداگران ارز که به دنبال نرخ بهره بالاتر هستند و روی افزایش نرخ ارز شرط بندی می کنند - بازرگان انتقالی - تغییرپذیرترین افراد هستند و اغلب کنترل های سرمایه را که توسط دولت های ملی اعمال می شوند، هدف قرار می دهند.

در صورتی که پس اندازها و یا کسری در بودجه و حساب جاری با استقراض ارزی تأمین شده باشند، آسیب پذیری بیشتر افزایش می یابد. حجم بدهی خارجی نسبت به تولید ناخالص داخلی و پرداخت های خدمات بدهی نسبت به عایدات حاصل از صادرات دو شاخص کلاسیک در تحلیل ریسک کشوری هستند. اما تعیین قابلیت تاب آوری بدهی مشخص یا سطح خدمات بدهی هرگز آسان نیست. زئیر، اولین کشور ناتوان در بازپرداخت بدهی ها در جریان موج نکول در اواخر دهه ۱۹۷۰ تا اوایل دهه ۱۹۸۰، پرداخت بهره خود را در زمانی که نسبت خدمات بدهی این کشور صرفاً ۱۷ درصد بود، تعلیق کرد. همچنین ملاحظه شد که کشورهای امریکای لاتین بدهی و خدمات بدهی خود را که میزان آن به طور غیر منتظره ای پایین بود، نکول کردند. این موضوع این تصور کلی را رقم زد که برخی کشورها از سطح پایین تحمل بدهی برخوردار هستند.

در مقابل، کشورهای توسعه یافته بار بدهی های عمومی و خارجی با بیش از ۱۰۰ درصد تولید ناخالص داخلی را برای مدت طولانی به دوش

می‌کشند. ساختار بدهی، عمق بازارهای سرمایه داخلی، نقدینگی جهانی و ریسک‌پذیری بین‌المللی عوامل اصلی هستند که باید آن‌ها را در تشخیص این که آیا یک کشور بیش از حد استقراض دارد، در نظر گرفت. اما با توجه به نوسان در بازارهای جهانی و ارزها در چند دهه گذشته، قطعاً بهتر است که نوسانات کمتر بوده یا حداقل از روند نزولی برخوردار باشند. به نظر می‌رسد که اغلب بازارهای نوظهور قدیمی‌تر این موضوع را به خوبی درک کرده باشند. در طول دهه گذشته، دولت‌های بازارهای نوظهور میزان استقراض ارز خارجی خود را از ۳۰ درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۰۲ تقریباً نصف کرده‌اند و از این رو آسیب‌پذیری خود را در برابر شوک‌های خارجی کاهش داده‌اند. این مسئله تا حدودی نشان‌دهنده موضع مالی محتاطانه‌تر است اما نشان از توسعه بازارهای بدهی ارز داخلی هم دارد. اما کشورهای واقع در جنوب صحرای آفریقا که در چارچوب طرح کشورهای فقیر و به‌شدت بدهکار بانک جهانی از بخشودگی باز پرداخت بدهی بهره‌برده‌اند (فصل ۸)، به نظر می‌رسد که به سرعت و مجدداً نسبت به انباشت بدهی ارز خارجی اقدام کنند.

در حالی که بدهی خارجی حاکمیتی در بسیاری از بازارهای نوظهور کاهش یافته است، به نظر می‌رسد که نرخ پایین بهره در سطح بین‌المللی از زمان بحران سال ۲۰۰۸ بخش خصوصی به‌ویژه شرکت‌ها و بانک‌های کشورهای توسعه‌یافته را به استقراض ارز خارجی، ترغیب کرده باشد. ریسک جدید دیگر استقراض خارجی شرکت‌های چندملیتی بازار نوظهور به وسیله شعب خود در خارج از کشورها بوده که در تعریف بدهی خارجی نمی‌گنجد. بخش قابل توجهی از این بدهی نتیجه قرار گرفتن کوتاه‌مدت و فزاینده در معرض بحران توقف ناگهانی است. یا اگر نرخ بهره بین‌المللی افزایش یابد، وام‌ها با نرخ بهره بالاتر ارائه می‌شوند و در نتیجه، سیاهه خدمات بدهی افزایش می‌یابد. نقدینگی در این مقطع زمانی حائز اهمیت می‌شود و حجم (نقد شوندگی) ذخائر ارز خارجی نسبت به نیاز به تأمین مالی خارجی کوتاه‌مدت (کسری حساب جاری، پرداخت‌های اصلی بدهی‌های بلندمدت بعلاوه بدهی کوتاه‌مدت) به پارامتری کلیدی تبدیل می‌شود که نمونه آن

در سال ۱۹۹۴ در مکزیک و در سال ۱۹۹۷ در کره جنوبی دیده شد. بحران نقدینگی نه تنها بر اقتصادهای دارای کسری پس انداز و حساب جاری اثر می گذارد که نمونه آن در مورد کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس دیده شد، بلکه بحران نقدینگی و پرداخت می تواند بر اقتصادهای دارای مازاد بودجه و حساب جاری حتی در شرایطی که حاکمیت اعتبار دهنده بین المللی اصلی است، اثر بگذارد. در مورد امارات متحده عربی، این موضوع ناشی از ترکیبی از ریسک گریزی بالا و شوک های ناشی از بحران جهانی سال ۲۰۰۸، ترکیدن حساب املاک دبی، نهادهای شبه حکومتی بسیار بدهکار و ساختار باز پرداخت کوتاه مدت بدهی های آنها بوده است.

بنابراین، نقاط آسیب پذیر مالی وجود دارند. همان طور که در فصل ۳ بحث و بررسی شد، کانال اصلی انتقال شوک های خارجی بخش مالی است. یکپارچگی بخش مالی و ارتباطات مالی منطقه ای نزدیک شوک های مالی خارجی را منتقل می کنند. این وضعیت با کاهش ارزش ارز تشدید می شود و این در صورتی است که بخش بانکی داخلی بدهی ارز خارجی را افزایش داده باشد. بدهی های خارجی ممکن است به نوبه خود اعتبارات محلی و حساب های املاک را تغذیه کرده باشند. این موضوعات در فصل بعدی بیشتر بحث و بررسی می شوند.

۵. بحران‌های پرداخت: علل درون‌کشوری

فصل پیشین ویژگی‌های اقتصادی که آسیب‌پذیری خود را در برابر شوک‌های خارجی افزایش می‌دهد، برجسته کرد. اما حتی اگر عرصه جهانی بی‌خطر باشد، نقاط ضعف ساختاری اساسی یک اقتصاد در مرحله خاصی از توسعه یا اتخاذ سیاست نامناسب می‌تواند خطرات ناشی از بحران‌های بدهی تولید داخل کشور را ایجاد کنند. کشورهای مصر و آرژانتین نمونه‌هایی هستند که سیاست‌های آن‌ها گرایش به انجام چنین کاری دارند.

جان کاورلی که در دهه ۱۹۸۰ کتابی در مورد ریسک کشوری نوشته است، بر اهمیت تحلیل اساسی به جای ردیابی ساده نشانه‌های ریسک کشوری مانند کاهش ذخائر یا افزایش بدهی تأکید می‌کند. این موضوع در درک منشأهای مشکلات جاری از اهمیت خاصی برخوردار است و همچنین می‌تواند برای ارائه هشدارهای زود هنگام مؤثر واقع شود. وی در کتاب خود با عنوان تحلیل ریسک کشوری، کشورها را بر حسب «نوع ریسک کشوری» دسته‌بندی کرده است: کشورهای صنعتی پیشرفته، کشورهای صنعتی جدید، کشورهای صادرکننده مواد خام، کشورهای بسیار بدهکار (اشاره به گروه کشورها در زمان بندی دوباره بدهی بریدی در دهه ۱۹۸۰) و در نسخه ۱۹۹۰ این کتاب، وی کشورهای اروپای شرقی در حال گذار را اضافه کرده است. این فصل روشی مشابه را در بر می‌گیرد. اما این روش دارای انواع کلی‌تر و به روز شده مبتنی بر دیدگاه دگراندیشانه ریسک‌های کشوری در اقتصادهای با سطوح مختلف توسعه است. این روش از دیدگاه نئو ساختارگرایی توسعه با تأکید بر تغییرات ساختاری و نقش مؤسسات بهره‌می‌برد (فصل ۶). با توجه به رابطه نزدیک بین بحران‌های مالی و ناتوانی کشور در بازپرداخت بدهی‌ها، بخشی در ریسک‌های بخش مالی وجود دارد که شامل مطالعه موردی اصلاحات دشوار پیش روی چین است (مطالعه موردی ۵،۲). این فصل با «فهرست سرکش» سیاست‌هایی که باعث تضعیف توانایی پرداخت می‌شوند، به پایان می‌رسد. صرف نظر از این که تا چه اندازه منابع

در اختیار یک کشور قرار می گیرند یا تا چه اندازه اقتصاد جهانی مطلوب باشد، در نهایت این سیاست های اقتصادی و این که چگونه کشور به شرایط در حال تغییر داخلی و جهانی پاسخ می دهد، هستند که چشم اندازهای آن را تعیین می کنند. ساختار سازمانی و ریسک های سیاسی و جغرافیای سیاسی در فصل ۷ بحث و بررسی می شوند.

علل داخلی در ریسک کشوری

نوع شناسی ریسک ساختاری:

- اقتصادهای پیشرفته- بازگشت ریسک عدم توانایی در بازپرداخت بدهی ها، رشد ضعیف و چشمانداز پایه تورمزدایی.
- اقتصادهای در حال توسعه متنوع- تله درآمد متوسط، نوسان رشد
- اقتصادهای مبتنی بر منابع- تلاش بی وقفه برای اقتصاد متنوع
- بازارهای مرزی- در حاشیه اقتصاد جهانی
- اقتصادهای جزیره ای کوچک و مراکز مالی ساحلی- نه چندان آرام

جدول ۵/۱) شاخص های ریسک ساختاری

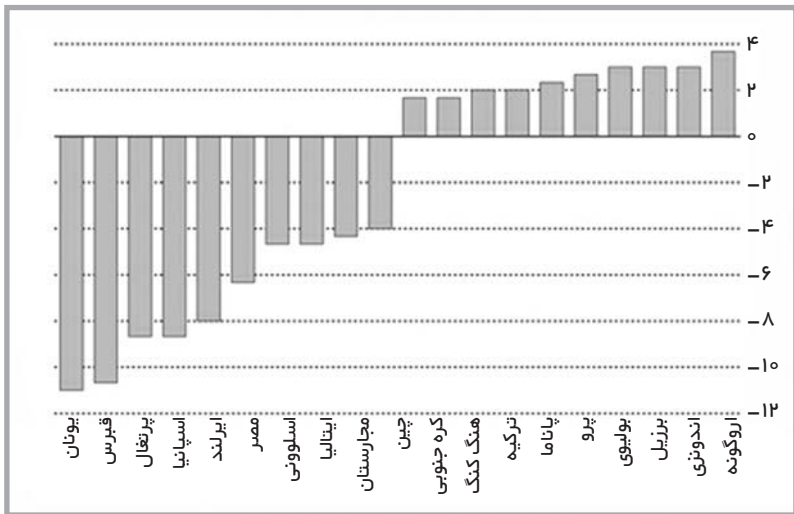
رشد تولید ناخالص داخلی (درصد)		سهم حساب جاری از تولید ناخالص داخلی (درصد)		سهم پس انداز از تولید ناخالص داخلی (درصد)			
۲۰۰۳-۱۹۹۴	۲۰۰۴-۲۰۱۳	۲۰۰۳-۱۹۹۴	۲۰۰۳-۲۰۱۳	۲۰۰۳-۱۹۹۴	۲۰۰۴-۲۰۱۳		
۲/۹	۱/۶	-۰/۳	-۰/۵	۷۴	۱۰۶	۲۲/۱	۲۰/۳
توسعه یافته							
۵/۳	۶/۲	-۰/۹	-۱/۲	۴۸	۳۹	۲۵/۹	۲۹/۷
متنوع							
۷/۲	۸/۶	۰/۹	۳/۳	۴۱	۳۵	۳۲/۳	۴۲/۲
- آسیا							
۳/۳	۳/۹	-۲/۷	-۵/۶	۵۵	۴۵	۱۸/۵	۱۶/۳
- اروپا							
۱/۱	۴/۶	۱/۶	۵/۲	۵۱	۳۱	۲۳/۸	۲۹/۳
منابع							
۴/۰	۵/۰	۲/۷	۱۱/۶	۵۹	۳۲	۲۷/۴	۳۹/۶
خاورمیانه و شمال آفریقا							
کشورهای مستقل							
۰/۸	۴/۷	۴/۳	۴/۷	۳۸	۱۴	۲۵/۶	۲۷/۸
مشترک المنافع							
۳/۹	۵/۶	-۲/۳	-۰/۸	۵۹	۳۴	۱۵/۲	۲۱/۰
خط مقدم							

اقتصادهای پیشرفته

این اقتصادها شامل اقتصادهای بالغ در اروپا، شمال آمریکا، ژاپن و استرالیا و سایر اقتصادها مانند کره جنوبی و سنگاپور هستند. وجود صنعت با ارزش افزوده بالا (حتی اگر سهم بخش تولید در چند دهه گذشته کاهش یافته باشد)، صنایع دانش بنیان، کشاورزی با بهره‌وری بالا و رواج و نفوذ خدمات در کشور از جمله مشخصه‌های این اقتصادها هستند. نهادهای سیاسی و اقتصادی این کشورها در طول چند صد سال گذشته آبدیده شده‌اند و آن‌ها کشورهایی دموکراتیک و نسبتاً با ثبات هستند. تا همین اواخر، بسیاری از این کشورها دارای رتبه AAA یا فاقد ریسک بوده‌اند. علیرغم این که از مجموعه‌ای از بحران‌های مالی، ارزی یا بانکی صدمه دیده‌اند، از دهه ۱۹۵۰، این اقتصادها توانسته‌اند از بروز بحران ناتوانی در بازپرداخت بدهی‌ها جلوگیری کنند و نیازمند کمک‌های مالی چندجانبه نبوده‌اند (به جز بریتانیا). دیدگاه رایج این بوده است که انعطاف‌پذیری کافی در نهادهای سیاسی و بازار و تصمیم‌گیری جهت مقابله پیش‌گیرانه با مشکلات وجود داشته است. با این حال، ریسک‌های کشوری در این اقتصادها از پایان دوره شکوفایی بعد از جنگ جهانی دوم در دهه ۱۹۷۰ افزایش یافته‌اند. در طول دهه گذشته، افزایش ریسک‌های کشوری در قالب افزایش حباب‌های اعتبار، بدهی‌های فزاینده بخش خصوصی، هزینه‌های مداخله نظامی و هزینه‌های بالای دولت نسبت به تولید ناخالص داخلی در رتبه‌بندی آن‌ها منعکس نشده‌اند. آن‌ها از بازارهای مالی عمیق برخوردارند، اما رشد آن‌ها بسیار زیاد بوده و بار مالی پیر شدن جمعیت را به دوش می‌کشند. مشکل دستمزدهای واقعی راکد و کسری گسترده در حساب جاری در آمریکا وجود داشته است. تنزل رتبه دیر هنگام حاکمیت به دنبال بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸ و کمک‌های مالی دولتی بانک‌های مهم و استراتژیک باعث افزایش بدهی‌های بخش دولتی تا حدی غیر قابل تحمل شده بود (جدول ۵،۱).

شکل ۵/۱) تغییر در رتبه بندی های حاکمیتی

ده مورد از بزرگترین تنزل رتبه ها و ارتقاها توسط سازمان های رتبه دهی فیچ، مودیز و اس اند پی ۳ در سال های ۲۰۱۳-۲۰۰۷



منبع: مجله فایننشیل تایمز، ۲۷ مارچ ۲۰۱۳

در منطقه یورو و قبرس، یونان، ایرلند، پرتغال و اسپانیا (برای بخش بانکی) نیازمند کمک های مالی بودند. بحران عدم تعادل در منطقه یورو و ترکیبی از عوامل تولید داخل از جمله ترکیدن حباب های املاک و بحران های بانکی (اسپانیا و ایرلند)، استقراض دولتی غیر قابل تحمل، فقدان رقابت پذیری و کسری های بزرگ حساب جاری را نشان داده است. در اواسط سال ۲۰۱۳، پنج سال پس از بحران، سازمان های رتبه دهی هنوز گزارش می دادند که رتبه های بازارهای توسعه یافته و نوظهور همچنان در جهت همگرایی هستند که این وضعیت عمدتاً به خاطر حرکت رو به پایین بازارهای توسعه یافته بود (شکل ۵، ۱).

1. Fitch
2. Moody's
3. S&P

اقتصادهای در حال توسعه متنوع

این دسته از اقتصادها مملو از کلمات مخفف است: BRIC، CIVETS، the Next-11، ۳G، باشگاه ۵ درصد و باشگاه ۷ درصد. همه این‌ها به بازارهای نوظهور با پتانسیل رشد سریع اما دارای نوسان بالای رشد اشاره دارند. این وضعیت نشان‌دهنده ریسک کشوری است. این اقتصادها شامل بزرگترین بازارهای نوظهور، برزیل، روسیه، هند و چین، و همچنین گروه وسیعی شامل مکزیک، اندونزی، تایلند، ترکیه و آفریقای جنوبی، هستند که به‌طور فزاینده‌ای به آن‌ها عنوان اقتصاد نوظهور پیشرفته اطلاق می‌شود. برخی از کشورهای اروپای شرقی هم هستند که عضو اتحادیه اروپا هستند. بازارهای نوظهور پیشرفته عموماً دارای اقتصاد متنوع با بخش صادرات پویا هستند و اغلب دارای بخش مالی باز با بازارهای سرمایه نسبتاً عمیق می‌باشند. به همین خاطر، آن‌ها مقصد بزرگ جریان‌های سرمایه بین‌المللی هستند. در نتیجه، مدیریت ریسک‌های ناشی از ائتلاف جهانی آن‌ها چالشی بزرگ محسوب می‌شود. جریان خروج سرمایه از بازارهای نوظهور از اواسط سال ۲۰۱۳ که با پیش‌بینی تشدید سیاست پولی امریکا رقم خورد، باعث کندی چشمگیر روند رشد شده است. این مسئله باعث ایجاد دسته دیگری با عنوان دسته شکننده ۵ شده است: برزیل، ایتالیا، اندونزی، آفریقای جنوبی و ترکیه. اما سایر اقتصادهای دارای مشکلات مشهودتر نیز می‌توانند اضافه شوند: آرژانتین، مصر، مجارستان، اوکراین و ونزوئلا.

پس از سپری شدن دوره بی‌ثباتی شدید در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰، بسیاری از کشورهای واقع در این گروه سیاست‌های احتیاطی را پیش گرفته‌اند. آن‌ها در دهه گذشته توانستند بر تورم بسیار شدید غلبه کنند و بدهی‌های عمومی را کاهش دهند (جدول ۵، ۱). این وضعیت فرصتی به آن‌ها می‌دهد تا سیاست‌های انبساطی ضد ادواری را در جریان بحران جهانی اتخاذ کنند که برخی از کشورها مانند کشورهای گروه «شککننده ۵» تلاش می‌کنند تا کنترل اوضاع را دوباره به دست بگیرند. نرخ بالای رشد اعتبارات موضوع قابل توجهی است؛ هر چند که در بسیاری از کشورها این

نرخ هنوز از اساس پایین است. ساختارهای بخش مالی از بسیار پیشرفته و رقابتی گرفته تا غالباً دولتی بسیار متغیر هستند (به بخش ریسک‌های مالی در ادامه مطلب مراجعه کنید). در ساختار اخیر، اعتبارات یا توسط بخش دولتی جذب می‌شوند یا به خواص محدود تخصیص می‌یابند. این اعتبارات کوتاه‌مدت و گران‌قیمت هستند. این مسئله سرمایه‌گذاران داخلی را تحت فشار قرار می‌دهد تا به استقراض ارز خارجی متوسل شوند و در نتیجه، بدهی‌های خارجی و ریسک‌های کاهش قیمت ارز افزایش یابند. سایر بازارهای نوظهور که به اقتصاد جهانی پیوسته‌اند، غالباً در قالب صادر کنندگان کالا در حال شکل دهی به پایه تولید با پتانسیل متنوع سازی و رشد بیشتر هستند. این کشورها شامل تونس، نیجریه، آرژانتین، بنگلادش، کلمبیا، مصر، غنا، کنیا، پر و فیلیپین و ویتنام هستند (این فهرست کامل نیست و فقط به منظور ارائه چند نمونه ارائه شده است). عوامل نرخ بالای رشد در دهه گذشته روندهای جهانی مطلوب، جمعیت‌شناسی مثبت، نرخ بالای شهرنشینی، افزایش طبقه متوسط و قدرت خرید و واقع شدن در کریدور تجاری یا بخشی از بلوک تجاری با رشد بالا بوده‌اند. اغلب، این اقتصادها به زنجیره تأمین جهانی وصل می‌شوند. توزیع درآمد نقطه قوت آن‌ها نیست. این یک شاخص کلیدی از ریسک کشوری بالاست و در این زمینه، مطالعات نشان می‌دهند که هر چه نابرابری درآمدی بالا باشد، احتمال وقوع مجدد بحران‌های بدهی و پرداخت بیشتر می‌شود.

کشور نیجریه نمونه خوبی از اقتصادی است که اغلب این پویایی مطلوب را دارد. برخلاف اقتصادهای حوزه خلیج فارس، این کشور بازار داخلی بزرگی دارد که از قابلیت استقرار صنایع خوردوسازی و کالاهای مصرفی در آن برخوردار است. صادرات غیر نفتی این کشور صرفاً ۵ درصد کل صادرات را تشکیل می‌دهند و افزایش ارزش پایدار نایرا در این کشور در شرایطی است که نرخ ارز از اوایل دهه ۲۰۰۰ تقریباً دو برابر شده است؛ موضوعی که باعث تضعیف رقابت‌پذیری می‌شود. از این رو و دورنمای آینده به عوامل سیاسی و سازمانی و سیاست‌های اقتصادی بستگی خواهد داشت. ریسک کشوری عمده در این دو گروه این است که نهادهای سیاسی و اقتصادی تلاش می‌کنند تا با

تغییر اجتماعی حاصل از رشد سریع همراه شوند. توسعه سازمانی شامل شفافیت و پایبندی به حاکمیت قانون در نهادهای قضایی و نظارتی، ویژگی ضعیف این کشورهاست. این شکنندگی سازمانی همچنان بزرگترین مانع در برابر اقتصادهای نوظهور پیشرفته است که بر دام درآمد متوسط غلبه می‌کنند؛ کاری که کره جنوبی انجام داده است. افزون بر آن، زمانی که روند رشد مانند سال ۲۰۱۳ کند می‌شود، نقاط ضعف اساسی ساختار آشکار می‌شوند که می‌توان به نرخ پایین پس‌انداز ملی و سطح پایین بهره‌وری در این مورد اشاره کرد. وجود این نقاط ضعف منجر به کسری‌های ماندگار و بزرگ در حساب جاری می‌شود (به بخش پس‌اندازها در بالا مراجعه شود). برخی از کشورها، اغلب کشورهای واقع در اروپای نوظهور، شاهد کاهش عجولانه نرخ پس‌انداز در دهه گذشته بوده‌اند که این مسئله در کسری بالای حساب جاری آن‌ها خود را نشان می‌دهد (جدول ۵،۱).

بی‌ثباتی سیاست اقتصادی ریسک مهم دیگری است (مطالعه موردی ۵،۳). زدودن میراث تاریخی توسعه عمدتاً دولت محور امری دشوار است (مطالعه موردی ۵،۱). اصلاحات ساختاری مانند خصوصی‌سازی و آزادسازی، غالباً تحت فشار بحران‌ها انجام شده‌اند. با پیشرفت اقتصاد و پیچیده‌تر شدن آن، روی آوردن به ابزارهای مناسب‌تر بازار به عنوان ابزارهای سیاست‌گذاری تا حدودی به دلیل مقاومت خواص صاحب منصب برای برداشتن برخی کنترل‌ها همچنان امری دشوار است. مقررات کسب و کار در جهت پیچیده شدن هستند و گرایش به ایجاد فساد وجود دارد. پاداش‌ها در این گروه از کشورها در بالاترین سطح اعطا می‌شوند و بزرگترین چالش برای مدیریت ریسک کشوری محسوب می‌شوند.

مطالعه موردی ۵،۱

مصر: بحران‌های مالی و بدهی و زیگزاگ‌های سیاستی

علیرغم اقتصاد متنوع و پتانسیل مصر برای رشد، این کشور با بحران‌های مالی و پرداخت دوره‌ای دست و پنجه نرم کرده است. در طول سال‌ها، این

کشور مجبور بوده که به تریق منابع مالی از خارج متوسل شود تا نارسایی های داخلی و بازپرداخت بدهی های خود را پوشش دهد:

دهه ۱۹۶۰: جایگزین کردن واردات دولتی با صنعتی سازی در دوره حکومت جمال عبدالناصر با حذف و یا ملی کردن سرمایه خصوصی همراه بود. این دوره با بحران تعادل در پرداخت ها و اولین موافقتنامه های متعدد صندوق بین المللی پول در سال ۱۹۶۴ که عقب نشینی از سوسیالیسم دولتی آغاز شد، به پایان رسید.

دهه ۱۹۷۰: سیاست گشایش و استقبال از بخش خصوصی انور سادات با اولین شکوفایی نفتی و وجوه ارسالی از سوی کارگرانی که در کشورهای حوزه خلیج کار می کردند، تقویت شد. سرمایه خصوصی با برقراری ارتباط با منابع مالی کشورهای حوزه خلیج فارس و اسلامی شکل گرفت. این دوره با وقوع جنگ سال ۱۹۷۳ پایان یافت که افزایش هزینه های دفاعی و بدهی های خارجی را در پی داشت. در سال ۱۹۷۶، برنامه ای در صندوق بین المللی پول به تصویب رسید. کاهش یارانه های مواد غذایی منجر به گسترش ناآرامی ها در سال ۱۹۷۷ شد و این وضعیت باعث لغو سیاست دیگری شد.

دهه ۱۹۸۰: حسنی مبارک با تأکید بر صنایع داخلی به سیاست های حمایت از تولید داخلی ناصری بازگشت. اما با سپری شدن دوران رونق نفت تا سال ۱۹۸۳، این استراتژی نشان داد که برای رشد و توسعه مناسب نیست. میزان کسری بودجه به ۱۰ درصد تولید ناخالص داخلی رسید و مجموع بدهی ها با میزان ۱۷۳ درصد تولید ناخالص داخلی به اوج رسید. در سال ۱۹۸۶، کشور مصر از پرداخت بدهی های خارجی خود ناتوان شد. در سال ۱۹۸۷، برنامه ای در صندوق بین المللی پول به تصویب رسید اما اجرا نشد.

۱۹۹۰-۲۰۰۳: بازگشت به بخش خصوصی که محرک رشد در مصر است. این کشور بابت حمایت از جنگ سال ۱۹۹۱ کویت و مداخله نظامی امریکا در عراق در سال ۲۰۰۳ مشمول بخشودگی گسترده بدهی خود شد و کمک های خارجی را دریافت کرد. این موضوع در کنار دو مورد کاهش ارزش پول به

کاهش موقت فشارهای مالی کمک کرد. اما اوضاع تأمین مالی بار دیگر به دلیل افزایش هزینه‌های امنیتی و رکود درآمدها وخیم شد. با وجود این که بودجه دستگاه امنیتی حسنی مبارک افزایش یافت، تخصیص بودجه به ارتش کاهش یافت. ارتش فعالیت‌های اقتصادی خود را افزایش داد تا نیازهای خود را رفع کند.

از سال ۲۰۰۴ به بعد: دولت نزیف مستقر شد و جمال، پسر حسنی مبارک، مسئول سیاست‌گذاری شد. در شرایط مطلوب جهانی، دومین دوره رونق نفت و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در حوزه خلیج فارس باعث شد تا شاخص تولید ناخالص داخلی رشد کند. بخش‌های پویا مانند ارتباطات، مالی، املاک و مستغلات، گردشگری، رسانه‌ها و حمل و نقل پا گرفتند. یارانه‌های سخاوتمندانه سوخت و همچنین سیمان، فولاد، محصولات شیمیایی و کود به نزدیکان حسنی مبارک اعطا شدند. روند سریع شهرنشینی، حجم بالای بیکاری جوانان و افزایش شمار افراد تحصیل کرده و وجود طبقه متوسط امیدوار به آینده باعث افزایش فشارهای سیاسی شدند. ارتش به‌شدت نگران برنامه خصوصی‌سازی حسنی مبارک شده بود.

دوره پس از سقوط حسنی مبارک: تقلای پیچیده بین بخش دولتی، ارتش و قسمت‌هایی از بخش خصوصی پس از سقوط حسنی مبارک ادامه یافت و ارتش رئیس‌جمهور محمد مرسی را سرنگون کرد. اما در حال حاضر، بخش خصوصی بین نزدیکان سابق حسنی مبارک، بنگاه‌های اسلامی وابسته به گروه اخوان المسلمین، بخش‌های صادراتی دارای رقابت محدود و فعالیت‌های اقتصادی ارتش تقسیم می‌شود. این احتمال وجود داشت که این بخش‌ها در پی کودتای جولای سال ۲۰۱۳ بیشتر توسعه یابند. کشور مصر با کمبود شدید آب، انرژی و گندم مواجه است. با قطبی شدن عمیق جمعیت، اوضاع این کشور به‌طور طبیعی همچنان بی‌ثبات است و این وضعیت تنها در سایه حمایت‌های مالی کشورهای خلیج فارس است که قابل تحمل می‌شود.

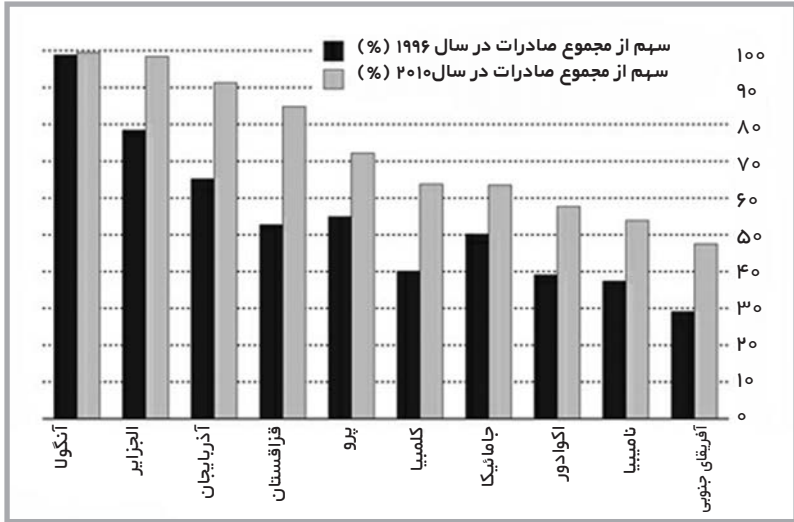
اقتصادهای مبتنی بر منابع

با وجود وابستگی شدید درآمدهای صادراتی و بودجه به تعداد محدودی از بخش های منابع، ریسک کشوری اصلی پیش روی این اقتصادها آسیب پذیری آنها در برابر کاهش منابع یا نوسانات قیمت کالاها در سطح بین المللی است. این اقتصادها مازاد مالی و حساب جاری را تولید می کنند اما به سرعت می توانند بدهی های خود را در زمانی که قیمت محصولات صادراتی آنها سقوط می کند، افزایش دهند. در زمانی که کاهش قیمت نفت در دهه ۱۹۸۰ با سرعت بدهی بخش دولتی را به بیش از ۱۰۰ درصد تولید ناخالص داخلی افزایش داد، این مورد برای کشور عربستان صادق بود (این مسئله تا حدودی به این خاطر بود که عربستان به عنوان تولیدکننده الکلنگی در اوپک عمل می کرد. البته، بعید است که این نقش تکرار شود).

ساختار اقتصادی این گونه اقتصادها غالباً دولتی (یا مبتنی بر خاندان سلطنتی) است. پرداخت یارانه های بالای انرژی و سایر یارانه ها مشخصه های این ساختار مالی هستند. به عنوان مثال، یارانه های انرژی قبل از کسر مالیات در خاورمیانه و شمال آفریقا نیمی از کل یارانه های انرژی جهان را تشکیل می داد و معادل ۸٫۵ درصد تولید ناخالص داخلی این منطقه بود. تکیه بر درآمدهای مالیاتی معمولاً به میزان حداقل است. در طول دهه گذشته، بسیاری از صادرکنندگان منابع صندوق های سرمایه ملی را تشکیل داده اند تا در زمانی که قیمت کالا سقوط می کند، سیاست ضد ادواری و تکیه گاهی موقت را برای اقتصاد فراهم کنند؛ تا حدی که ریسک ها را کاهش دهند. ریسک های کشوری را می توان با در پیش گرفتن سیاست هایی که با هدف متنوع سازی اقتصاد اتخاذ می شوند، نیز کاهش داد. اما هر چه میزان توسعه کمتر و هر چه بخش منابع در مراحل اولیه توسعه غالب تر باشد، این کار دشوارتر می شود. این مرحله ای است که کشور اندونزی در حال عبور از آن است. بیش از نیمی از صادرات کشور اندونزی که عمدتاً به کشور چین صورت می گیرد، مواد خام مانند سنگ آهن؛ ذغال سنگ،

شکل ۵/۲ (۷): میزان وابستگی به منابع در دهه ۲۰۰۰ افزایش یافته است.

۲۰۱۱-۵۰۰۰ دلار، برابری قدرت خرید، ۲۰۱۱



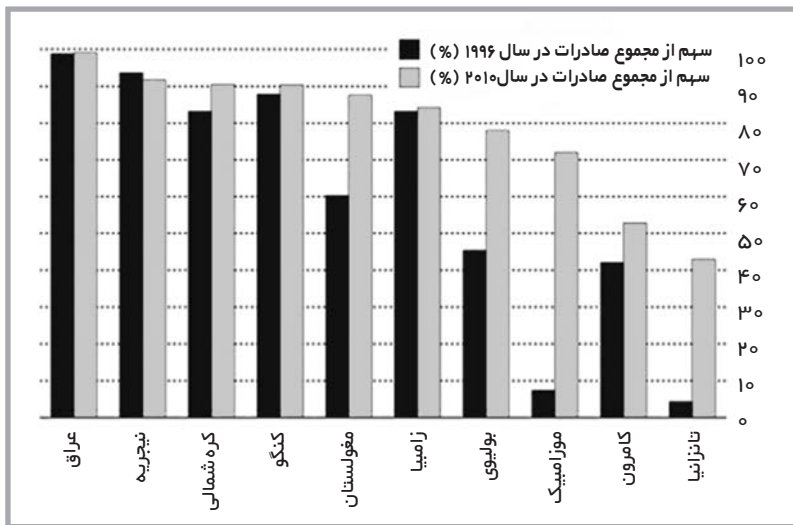
منبع: هاگلند، نعمت یا بلا؟ افزایش وابستگی به مواد معدنی در میان کشورهای با درآمد متوسط و پایین، مجله مدیریت سیاستی آکسفورد، ۲۰۱۱.

قهوه و روغن پالم هستند. کشور اندونزی باید زنجیره ارزش افزوده خود را بهبود بخشد تا اثرات رکود حاکم بر چین و کاهش قیمت‌های کالا را خنثی کند. اما وجود زیرساخت ضعیف و تحصیلات و مهارت‌های لازم برای صنایع تولیدی سد راه این فرآیند هستند.

بر اساس مطالعاتی که توسط اقتصاددانی به نام دان هاگلند در سال ۲۰۱۱ انجام شد، از میان ۱۶ کشور با درآمد پایین و متوسط که به عنوان کشورهای وابسته به مواد معدنی شناسایی شده‌اند (اگر صادرات مواد معدنی ۲۵ درصد یا درصد بیشتری از کل صادرات آن‌ها را تشکیل می‌داد)، یک سوم آن‌ها در برابر مشکل منابع آسیب‌پذیر تلقی می‌شدند- ریسک

شکل ۳/۵) اقتصادهای منکی به منابع با درآمد پایین: وابستگی شدید و فزاینده به منابع.

کمتر از ۵۰۰۰ دلار، برابری قدرت خرید، ۲۰۱۱



منبع: هاگلند، نعمت یا بلا؟ افزایش وابستگی به مواد معدنی در میان کشورهای با درآمد متوسط و پایین، مجله مدیریت سیاسی آکسفورد، ۲۰۱۱.

نوسانات شدید قیمت کالا می تواند بر توسعه آن ها اثر بگذارد. این وابستگی در تقریباً همه کشورها در طول دهه گذشته افزایش یافته است (شکل های ۵،۲ و ۵،۳). حتی اقتصاد روسیه که از مهارت و تکنولوژی برخوردار است، همچنان به شدت به منابع وابسته است و به این ترتیب، متنوع سازی و مدرن کردن این اقتصاد امری دشوار محسوب می شود (مطالعه موردی ۶،۴).

اغلب این منابع در مناطقی واقع هستند که عملیات جستجو در آن ها دشوار است یا در خشکی محصور هستند و هزینه بالای حمل و نقل از جمله معایب این منابع است. به عنوان مثال، کشور مغولستان که از ذخائر معدنی وسیع برخوردار است، تا زمانی که قیمت فلزات به اندازه کافی برای پوشش هزینه های اضافی حمل و نقل افزایش یافت، از تیررس نگاه سرمایه گذاران

بین‌المللی دور مانده بود. این موضوع در مورد کشوری جدید به نام سودان جنوبی نیز صادق است. این کشور دارای ذخائر نفتی است، اما در خشکی محصور و در زمینه شبکه خطوط لوله خود به دشمن خود، کشور سودان شمالی وابسته است. سیاست اقتصادی می‌تواند نامنظم و غیر قابل پیش‌بینی باشد. در امریکای لاتین، در کشورهایی مانند بولیوی، اکوادور و ونزوئلا که دارای ساختارهای دموکراتیک هستند، دولت‌های آن‌ها کوشیده‌اند تا مسئله فقر و نابرابری درآمدی را حل کنند اما سیاست‌های آن‌ها ناهماهنگ و تا حد زیادی ناکارآمد بوده‌اند. همان طور که در آرژانتین (مطالعه موردی ۵،۳) و ونزوئلا دیده می‌شود، این سیاست‌ها متکی به کمک‌های اجتماعی هستند که در کوتاه‌مدت باعث کاهش فشارهای سیاسی می‌شوند، اما با زمینه‌سازی برای تورم و تضعیف سرمایه‌گذاری صرفاً باعث افزایش این مشکلات در درازمدت می‌شوند. پس از دوره طولانی مدت کنترل‌های خنثی‌کننده بر قیمت‌ها و نرخ ارز، دولت‌های این دو کشور باید عملگرتر شوند و قوانین نرخ ارز و سایر نظارت‌های اجرایی را تسهیل کنند. کشور پرو مورد جالبی در این زمینه است: این کشور این مرحله عوام‌گرایانه افراطی را در دهه ۱۹۸۰ پشت سر گذاشته و به نظر می‌رسد که در دوران رونق کالا در دهه ۲۰۰۰ منابع خود را بهتر مدیریت کرده باشد.

بازارهای خط مقدم، کشورهای ناتوان در پرداخت سریالی و کشورهای با وضعیت شکننده

این کشورها شامل بسیاری از کشورهای در حال توسعه هستند که همچنان بر لبه اقتصاد جهانی قرار دارند، اما وابستگی به شرایط مالی جهانی همچنان می‌تواند جریان‌های برون مرزی را به سوی این کشورها جذب کند. اگر چه تمرکز زیاد روی مدیران ریسک کشوری صورت نمی‌گیرد، پروژه‌های با تأمین مالی از طریق ترکیبی از منابع مالی بخش خصوصی، خیریه و تأمین مالی چندجانبه ظاهر می‌شوند. این دسته شامل کشورهای جدیدی است که از دل تقسیمات قومی

کشورهای موجود به وجود آمده‌اند. برخی از این کشورها مانند آلبانی، ارمنستان، گرجستان و رواندا از تمایل به سرمایه‌گذاری بین‌المللی کافی برای انتشار اوراق قرضه دولتی در بازارهای بین‌المللی برخوردارند. سایر کشورها مانند آنگولا، موزامبیک و سیرالئون از ذخائر غنی برخوردار هستند اما اخیراً با خلاص شدن از شر جنگ‌های داخلی طولانی‌مدت با خطرات استقراض خارجی بیش از حد سریع مواجه هستند. تازه‌ترین کشورهایی که عضو سازمان ملل متحد شده‌اند، تیمور شرقی، کوزوو و سودان جنوبی هستند که به دنبال منابع مالی بیشتر در خاورمیانه هستند.

این کشورها از ریسک کشوری بالایی برخوردار هستند، زیرا آن‌ها یاد می‌گیرند که چگونه اقتصادهای خود را بدون گرفتار شدن در بدهی‌های غیر قابل تحمل و ناتوانی در بازپرداخت این بدهی‌ها اداره کنند. برخی از آن‌ها این وضعیت را مدیریت نمی‌کنند و به کشورهای ناتوان در پرداخت بدهی سریالی تبدیل می‌شوند که به عنوان مثال می‌توان به جمهوری دموکراتیک کنگو (جمهوری زئیر تا سال ۱۹۹۷) اشاره کرد که ۲۰ بار در فاصله زمانی ۱۹۷۶ تا ۲۰۱۰ ساختار بدهی دولتی خود را بازسازی کرده است.

چالش دیگر مدیریت ریسک کشوری عبارت است از کشورهایی که به استبداد خودخواسته وارد یا از آن خارج می‌شوند و یا زیر بار تحریم‌های بین‌المللی می‌روند و گاهی اوقات، عنوان کشورهای شکننده به آن‌ها اطلاق می‌شود- حدود ۵۰ کشور. در کشورهایی مانند کامبوج، اتیوپی و میانمار که به تازگی مجدداً به اقتصاد جهانی پیوسته‌اند، ریسک کشوری همچنان بالاست و این به خاطر شکنندگی نهادهای اقتصادی و سیاسی آن‌هاست. سایر کشورها مانند کوبا، بولیوی، ایران و زیمبابوه که قبلاً دارای اقتصاد نوید بخش بودند، دستخوش بحران سیاسی شده و به حاشیه اقتصاد جهانی رانده می‌شوند. دغدغه‌های حقوق بشری مانند مهاجرت گسترده و میراث اختلافات خشونت آمیز و شبکه‌های تروریستی غالباً مخوف از جمله مشخصه‌های کشورهای شکننده هستند.

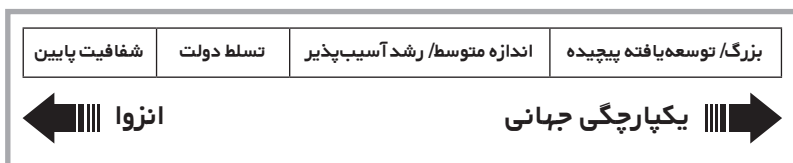
اقتصادهای جزیره‌ای کوچک و مراکز مالی ساحلی

بحران ارزی و بانکی غیر عادی در ایسلند- مقدمه اولیه بحران جهانی سال ۲۰۰۸- و کمک‌های مالی مستمر قبرس در سال ۲۰۱۳ ریسک‌های بالای کشوری در این اقتصادهای به ظاهر آرام را برجسته کرده‌اند. این دو موضوع ریسک‌های بخش مالی بیش از اندازه بزرگ و تحت نظارت ضعیف را نشان می‌دهند. به شرط رعایت انصاف در مورد قبرس، تأثیر شوک‌های یونان بر مشکلات این کشور افزوده است اما آسیب‌پذیری بالا در برابر شرایط و اوضاع در شرکای اقتصادی آن‌ها ویژگی اقتصادهای کوچک است. بر عکس، و با نشان دادن نقطه قوت چین در جریان بحران سال ۲۰۰۸، هنگ‌کنگ عملکردی صبورانه داشت که تحت انضباط سفت و سخت هیأت پولی این کشور به پشتوانه ذخائر ارز خارجی انبوه آن اداره می‌شد. اما حتی اگر چنین بوده باشد، کشور هنگ‌کنگ به سهم خود در معرض حملات سوداگرانه در زمینه ارز و ترکیدن حساب‌های بخش دارایی و املاک بوده است- این موضوع یادآوری این نکته است که بحران‌های مالی و پرداخت می‌توانند بر همه کشورهای اثر بگذارند. مشکلات مراکز مالی سواحل کارائیب که قبلاً تحت تأثیر مجموعه‌ای از طوفان‌های خسارت بار تضعیف شده بودند، بر اثر بحران جهانی افزایش یافته است. به عنوان مثال، کشور جامائیکا که ساختارهای بدهی خود را بارها بازسازی کرده بود، در سال ۲۰۱۳ کمک‌های مالی دریافت کرد. ریسک‌های بخش مالی که در ادامه بحث و بررسی شده‌اند، به صورت کامل در این دسته به کار می‌روند.

ریسک‌های بخش مالی

میزان متفاوت توسعه بخش مالی بر اساس اندازه و عمق آن نسبت به اقتصاد و ساختار آن مانند نقش بانک‌های دولتی بیانگر انواع مختلف ریسک کشوری و آسیب‌پذیری‌ها در برابر شوک‌های جهانی هستند. دسته‌های بخش بانکی و مالی که در شکل ۵,۴ نشان داده شده‌اند،

شکل ۴/۵) دسته‌های بخش بانکی و مالی



منبع: نویسنده

شماری از ویژگی‌های بارز و ریسک‌های کشوری مرتبط به آن‌ها را با پیشرفت روند توسعه برجسته می‌کنند. در واقعیت، کشورها نمی‌توانند به صورت واضح در این دسته‌ها قرار بگیرند و همپوشانی داشته باشند. این مسئله همچنین مزایا و ریسک‌های کشفیات جدید در بخش بانکی را که به واسطه بانکداری سیار و ظهور پول دیجیتال ظاهر می‌شوند، به حساب نمی‌آورد.

کوچک / فاقد شفافیت

این مورد در بسیاری از کشورهای در حال توسعه با درآمد پایین و دارای بخش کشاورزی معیشتی بزرگ صادق است. آن‌ها نوعاً دارای اقتصاد نقدی هستند. طلا و زمین ابزارهای سپرده ترجیحی در این نوع اقتصادها هستند. بخش بانکی در مناطق روستایی حضور حداقلی دارد؛ هر چند که تأمین مالی خرد و پول سیال از طریق هدایت وجوه به شرکت‌های کوچک به تغییر این وضعیت کمک می‌کنند. اعتبار بخش خصوصی کمتر از ۳۰ درصد تولید ناخالص داخلی است (که در سرتاسر این بخش به عنوان اعتبار خصوصی برای نهادهای غیر مالی تعریف شده است، میانگین، ۲۰۰۸-۲۰۱۰). اغلب این اقتصادها در جنوب صحرای آفریقا واقع هستند. در این منطقه، به عنوان مثال در کشور آنگولا، این نسبت ۱۵ درصد است. بخش بانکی عمدتاً دولتی است و در برابر شوک‌های جهانی نسبتاً محافظت شده است. ریسک‌ها در اینجا شفافیت ضعیف، سطح پایین واسطه‌گری مالی و اغلب سطح بالای کلاهبرداری و فساد هستند.

دولتی/ناکارآمد

این مشخصه شمار زیادی از کشورهای نوظهور است که نسبت اعتبار خصوصی به شاخص تولید ناخالص داخلی در آن‌ها از ۱۰۰ درصد در چین تا ۳۰ درصد در مصر تغییر می‌کند. به نظر می‌رسد که ساختارهای مالی بر اساس شاخص‌های استاندارد می‌توانند ریسک‌های پایین داشته باشند و می‌توانند مدت زمان طولانی دوام بیاورند. آن‌ها ممکن است حتی انعطاف‌پذیری قابل توجهی از خود نشان دهند چرا که مدل بانکی زیربنایی آن‌ها نسبتاً محافظه‌کارانه و دارای نسبت‌های اعتبار به سپرده پایین و اتکالی کم به تأمین مالی تأثیرگذار از سوی بانک‌های بین‌المللی است.

ریسک‌ها بیشتر در داخل این بخش‌های بانکی ایجاد می‌شوند. گزارش سال ۲۰۰۸ دولت هند در خصوص اصلاحات بخش مالی به صراحت از اتکالی بسیار شدید این کشور به انتقال اجباری بدهی‌های دولتی به مؤسسات مالی این کشور و لزوم آزاد کردن ترازنامه‌های آن‌ها سخن گفته است. دسترسی به اعتبارات به صورت سیاسی صورت می‌گیرد و محدود به حلقه محدود نهادها و وابستگان دولت می‌شود که اعتبارات یارانه‌ای را دریافت می‌کنند. تحقیقات سرجیو لازارانی و همکارانش در خصوص بانک‌های دولتی در برزیل (۲۰۰۲-۲۰۰۹) نشان می‌داد که اعتبارات به‌طور قابل ملاحظه‌ای به بنگاه‌های واقع در مناطقی که سیاستمداران دولت‌گرا در آن مناطق رقابت سیاسی داشتند ارائه می‌شد یا به بنگاه‌هایی تخصیص می‌یافت که کمک‌های مالی به کاندیداهای پیروز انتخابات اخیر ارائه می‌کردند.

بسیاری از نهادهای مالی ممکن است به صورت اثرگذار ورشکسته باشند و میزان بالای وام‌های غیر فعال را به نهادهای دولتی اعطا کرده باشند. اما این وضعیت می‌تواند برای مدت طولانی ناشناخته باقی بماند. اگر حاکمیت در موقعیت مالی قوی باشد، مانند موقعیت مالی چین، وام‌های غیر فعال به صورت دوره‌ای تأدیه می‌شوند و به شرکت مدیریت دارایی منتقل می‌شوند و به این ترتیب، ترازنامه‌های بانک برای دور دیگری از اعتبارات

یارانه‌ای تسویه می‌شوند.

این سیستم‌ها احتمالاً خودنگهدار بوده و به سختی اصلاح می‌شوند و میزان رقابت آن‌ها پایین است. با توجه به گزارش بانک جهانی، بخش‌های بانکی در خاورمیانه و شمال آفریقا نسبت به مناطق در حال توسعه دیگر دارای پایین‌ترین سطح رقابت هستند. بخش بانکی دبی نمونه‌ای از این بانک‌هاست. با وجود این که این بانک دارای نقاط قوت زیاد و عمیق است، و علیرغم فرآیند اهرم‌زدایی (کاهش بدهی‌ها) از زمان بحران املاک و بانکی در سال ۲۰۰۹، میزان اعتباردهی بانک‌های دبی به نهادهای محلی و نهادهای دولتی دیگر از دهه ۱۹۷۰ در بالاترین سطح بوده است (مطالعه موردی ۴،۴).

کنترل نرخ بهره معمولاً اقدامی محوری برای این مدل بوده و اختلاف زیادی بین نرخ بهره سپرده و وام‌دهی در این مدل وجود دارد. به این ترتیب، این امکان برای بانک‌ها فراهم می‌شود تا سود زیادی را کسب کنند. این وضعیت باعث ترغیب رشد بخش بانکی سایه می‌شود و به این ترتیب، آن‌ها پس‌اندازهای با نرخ برگشت بالاتر را جذب می‌کنند. مؤسسات بانکی سایه عمدتاً بدهکار هستند و تمرکز آن‌ها بر بخش‌هایی با رشد سریع مانند بخش املاک است که گاهی اوقات کالا را به عنوان وثیقه می‌پذیرند. اما آن‌طور که وضعیت در چین نشان می‌دهد (مطالعه موردی ۵،۲)، مدیریت آزادسازی و اصلاحات مالی پی در پی امری دشوار است.

مطالعه موردی ۵،۲

چین: ریسک‌های بخش مالی

در ۲۰ ژوئن ۲۰۱۳، نرخ استقراض شبانه در بازار بین بانکی چین رکورد بالای ۳۰ درصد را ثبت کرد. این وضعیت به بازارها شوک وارد کرد و باعث افزایش نگرانی‌ها درباره ریسک‌های نکول در بخش بانکی چین شد. این همچنین نشانگر نقطه تحول رونق اعتبارات غیر قابل تحمل چین است و مسائل وسیع‌تر، به ویژه بخش بانکی سایه، را مورد توجه قرار داده است.

رخدادهای مشابه که در دسامبر سال ۲۰۱۳ و ژانویه سال ۲۰۱۴ اتفاق افتادند، این بار با اولین نکول محصولات مدیریت‌داری در بخش بانکی سایه چین همراه شدند. اولین نکول اوراق قرضه شرکت محلی چین در ۷ مارس ۲۰۱۴ بود- عدم پرداخت بهره اوراق قرضه ۵ ساله به ارزش ۱ میلیارد یوانی که توسط شرکت دانش و تکنولوژی انرژی خورشیدی شانگهای چائوری منتشر شده بود. سپس، در تاریخ ۲۴ مارس اولین دور در یک بانک منطقه‌ای کوچک به نام بانک تجاری روستایی جیانگ‌سو شیانگ سر رسید که بانک مرکزی چین، بانک خلق چین را ملزم می‌کرد تا وارد عمل شود.

این باور در حد گسترده وجود داشت که بحران اعتباری ژوئن سال ۲۰۱۳ به عمد توسط بانک خلق چین و در قالب بخشی از سیاست‌های اهرم زدائی (کاهش بدهی) چین سازماندهی شده بود تا روند رشد فعالیت‌های سیستم بانکی سایه کاهش یابد. این رخداد به عنوان تغییر سیاست عمدتاً توسط بانک خلق چین تلقی می‌شود که استفاده بیشتر از ابزارها و انضباط بازار را تحمیل می‌کند. همین انگیزه عامل گسترش دادوستد اوراق قرضه یوان در نیمه مارس بود- هشدار مبنی بر این که ارزش یک سرمایه‌گذاری یک طرفه نبود. در واقع، ابزارهای سنتی سیاست اجرایی بانک خلق چین در مهار گسترش بیش از حد اعتبار برای دست‌یابی به موازنه مجدد اقتصادی به‌طور فزاینده‌ای ناکارآمد هستند. اما بعید است که گذار روان و آرام باشد. راهبری بازار اعتبارات چین از زمان بسته‌انگیزی ۴ تریلیون یوانی (۵۶۸ میلیارد دلار) در نوامبر سال ۲۰۰۸ دشوارتر شده است. متعاقباً، تأمین مالی اجتماعی (میزان کل اعتبار در چین شامل وام‌های بانکی، وام‌های سپرده، وام‌های شرافتی، پذیرش بانکی، تأمین مالی اوراق قرضه شرکتی خالص و سهام سرمایه‌گذاری غیر مالی) از ۱۲۹ درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۲۰۰۸ به ۱۹۵ درصد تولید ناخالص داخلی در پایان سه ماهه اول سال ۲۰۱۳ افزایش یافت و همچنین بر اساس گزارش صندوق بین‌المللی پول، سیستم بانکی سایه حدود ۳۰ درصد کل وام‌های بانکی تحت کنترل را به خود اختصاص می‌دهد. با وجود این که فعالیت‌های

سیستم بانکی سایه در چین دربرگیرنده محصولاتی با پیچیدگی کمتر است، تمرکز بر بخش املاک توری و استفاده از کالاهایی مانند مس در قالب وثیقه در پوشش محصولات مدیریت ثروت در بردارنده ریسک های فراوان، به ویژه ریسک های اخلاقی، هستند. بانک های تجاری به عنوان مجرای توزیع این محصولات مصون نیستند و هیچ یک از تجار کالا در سراسر جهان نگران میزان موجودی کالای خارج از دادوستد در چین نیستند.

ریشه مشکل، انحرافات بازار ناشی از انعطاف پذیری محدود چین و اصلاحات طولانی مدت و آزادسازی نرخ بهره است. گسترش سیستم بانکی سایه تا حد زیادی محصول جانبی فشار مالی ناشی از نرخ ثابت بهره در چین است. بانک خلق چین گام مهمی را در زمینه حذف نظارت ها بر نرخ وام دهی در اوت ۲۰۱۳ اتخاذ کرد، اما آزادسازی نرخ سپرده به تأخیر افتاده است تا زمانی که سیستم بیمه سپرده برقرار شود. ارتقاء ساختاری در نرخ سپرده که می تواند بر سودآوری بانک های بزرگ و شرکت های دولتی تأثیر بگذارد و به منابع مالی دولت محلی صدمه بزند، با مخالف تعداد زیادی از شخصیت های قدرتمند مواجه می شود. این مسئله بانک خلق چین را که به صورت سنتی اصلاح طلب ترین نهادهاست، در معرض مخالفت شدید کسانی قرار می دهد که از آمادگی لازم برای فدا شدن در مسیر رشد سریع تولید ناخالص داخلی چین برای اصلاحات مالی برخوردار نیستند.

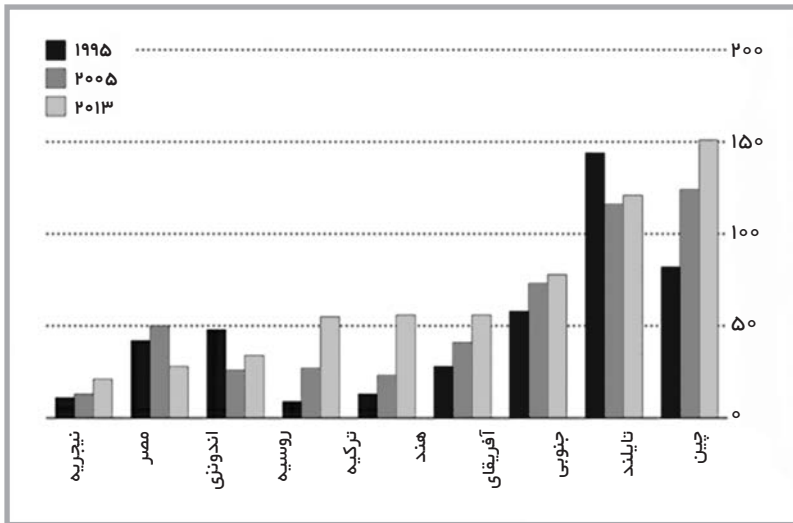
اندازه متوسط / آسیب پذیری های بالا

این مرحله مشخصه تعداد زیادی از بازارهای نوظهور بزرگتر است که بخش های بانکی خود را در دهه های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ خصوصی سازی کرده اند؛ هر چند که برخی از بزرگترین بانک ها ممکن است هنوز تحت مالکیت دولت باشند. عمق بخش بانکی همچنین گسترده است و نسبت های اعتبارات بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی از ۵۰-۸۰ درصد در برزیل، آفریقای جنوبی و ترکیه تا بیش از ۱۰۰ درصد در مالزی، کره جنوبی و تایلند تغییر می کند. این اقتصادها عموماً از پوشش جامع بیمه سپرده و مقررات

منطقه‌ی خوبی برخوردار هستند که در جریان بحران‌های بانکی متعدد آبدیده شده‌اند.

این بخش‌های مالی همچنین شامل تعدادی بازار سرمایه عمیق‌تر مانند بازارهای بزرگ پول و اوراق قرضه شرکتی و صنعت خدمات مالی رو به رشد هستند. با این حال، بازارهای مالی عمیق‌تر می‌توانند باعث افزایش نوسان و ریسک شوند، چرا که آن‌ها به مقصد جریان‌های سرمایه جهانی تبدیل می‌شوند. بررسی‌ها نشان می‌دهد که در حالی که بازارهای عمیق‌تر کالا و پول می‌توانند باعث افزایش انعطاف‌پذیری شوند، بازارهای بدهی عمیق‌تر مرتبط با نوسانات بالاتر هستند. عدم تطابق ارزی و سررسیده‌ها، موارد تمرکز و حسابداری خارج از ترازنامه همچنان ریسک‌های عمده در این بازارها به شمار می‌روند. بخش بانکی اغلب مجرای جریان‌های ورود سرمایه خارجی است که خوراک رونق اعتبارات داخلی را تأمین

شکل ۵/۵) اعتبارات بخش خصوصی به صورت درمدی از تولید ناخالص داخلی



منبع: صندوق بین‌المللی پول، بانک اطلاعاتی چشم‌انداز اقتصادی جهان

می‌کنند. از این رو و این سیستم‌ها آسیب‌پذیرترین سیستم در برابر توقف ناگهانی جریان‌های ورود سرمایه و نوسانات ارز هستند (که این مسئله به نوبه خود باعث افزایش‌های وام‌های غیر فعال می‌شود) و به این ترتیب، باعث تضعیف ترازنامه‌های بانکی می‌شوند و احتمالاً وارد چرخه‌ای نامطلوب از بحران بانکی، بحران حاکمیتی و نکول می‌شوند.

در جریان بحران مالی جهانی ۲۰۰۸-۲۰۰۹، رشد ۳۶ درصدی اعتبارات در بانک‌هایی مانند بانک توسعه برزیل و بانک توسعه چین باعث تقویت رشد به همراه جهش وام‌دهی ضد ادواری شد. این مسئله باعث تغییر روند موجود در اقتصادهای در حال توسعه با سهم رو به کاهش دولت (از کل دارایی‌ها) در بخش مالی از ۶۷ درصد در سال ۱۹۷۰ به ۲۲ درصد در سال ۲۰۰۷ شد؛ موضوعی که باعث افزایش نگرانی‌ها درباره کیفیت دارایی‌ها با توجه به رشد سریع ایجاد اعتبار طی چند سال می‌شود.

توسعه یافته / پیچیده

این گروه شامل بخش‌های بانکی است که نسبت اعتبارات بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی در آن‌ها در محدوده ۱۰۰-۲۰۰ درصد است. برخی از بخش‌های بانکی مشکل دار در قبرس، ایرلند و اسپانیا از نسبت بالای ۲۰۰ درصد برخوردار هستند. بسیاری از ریسک‌های فوق همچنین در بخش‌های مالی بازار توسعه یافته به کار می‌روند؛ حتی اگر اوراق قرضه متنوع و عمیق‌تر، بازارهای ارز خارجی و کالا، بازارهای سهام، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی و تخصص گسترده مدیریت وجوه زمینه بروز ریسک‌های متنوع‌تر را فراهم کنند. پیچیدگی و اندازه بخش مالی و تمرکز دارایی‌ها با وجود برخی مؤسسات بسیار بزرگ به عامل بروز ریسک بزرگ تبدیل شده‌اند. بانک‌های بسیار بزرگ در حال حاضر بزرگتر هستند و سیستم بانکی در ایالات متحده آمریکا نسبت به زمان قبل از بحران متمرکزتر است. کارکرد خود مولد بازارهای مالی نیز وجود دارد که به‌طور فزاینده‌ای از اقتصاد واقعی جدا می‌شوند. این نگرانی‌ها در اظهارات ناظر سابق بریتانیا، لرد ترنر، به چشم می‌خورند که در بریتانیا، صرفاً ۱۵

درصد کل جریان‌های مالی در عمل وارد پروژه‌های سرمایه‌گذاری می‌شوند. بقیه این جریان‌های مالی صرف کمک به تأمین مالی دارایی‌های شرکتی موجود، املاک و مستغلات یا مصرف تضمین نشده در بخش خصوصی می‌شود. اندازه و پایش فعالیت‌های سیستم بانکی سایه نگرانی عمده دیگر است. بر اساس گزارش نهاد اوراق بهادار و بازارهای مالی اروپا در سال ۲۰۱۴، بدهی سیستم بانکی سایه در ایالات متحده امریکا ۹۲ درصد کل بدهی بانکی امریکا در نیمه سال ۲۰۱۳ بوده است که از نقطه اوج ۱۶۹ درصد از میزان سه ماهه نخست سال ۲۰۰۸ کمتر است.

نقاط آسیب‌پذیر بازار مالی در بازارهای توسعه‌یافته تا بحران سال ۲۰۰۸ به‌طور کامل آشکار شده‌اند. این مسئله منجر به بروز موجی از وضع مقررات جدید می‌شود که این مقررات هم ریسک‌های خاص خود را به همراه دارند (فصل‌های ۹ و ۱۰). مسئله دیگر گسترش بی‌سابقه ترانزنامه بانک‌های مرکزی در نتیجه تسهیل کمی است که خط فاصل بین سیاست‌های مالی و پولی را از بین می‌برد. قبل از سال ۲۰۰۸، نقش بانک‌های مرکزی در اهداف استقلال بانک مرکزی و هدف‌گذاری تورم تعریف می‌شد. استقلال بانک‌های مرکزی در حال حاضر در وضعیت ریسک قرار دارد و هدف‌گذاری تورم نشان داده که به اندازه کافی نبوده است چرا که این نقش نتوانسته مشکل حباب‌های دارایی را حل کند.

ریسک‌های سیاست اقتصادی

در بخش قبل برخی نقاط ضعف ساختاری در اقتصاد که می‌توانند ناشی از بحران‌های پرداخت و ناتوانی در بازپرداخت بدهی‌ها باشند، مورد تأکید قرار گرفتند. سرانجام، این سیاست‌ها هستند که باعث بروز بحران پرداخت می‌شوند؛ حتی در زمانی که یک کشور از منابع انسانی و طبیعی برخوردار باشد. هنگام افزایش فشارهای سیاسی و اقتصادی (فصل ۶)، ناتوانی از اداره جنگ یا پرداخت بدهی‌ها، دولت طیفی از واکنش‌ها با سطوح مختلف ریسک را انتخاب می‌کنند. این واکنش‌ها شامل اتخاذ سیاست‌هایی مانند کنترل سرمایه می‌شود که باعث افزایش ریسک‌های انتقالی و

تبدیل پذیر شده و یا منجر به مصادره و ملی کردن دارایی‌ها یا لغو پروانه خواهد شد. (این ریسک‌های سیاسی کلاسیک و کاهش احتمالی آن‌ها در فصل‌های ۷ و ۱۱ بحث و بررسی می‌شوند). کمتر از این ریسک‌های سیاسی، گزینه‌های سیاستی هستند- یا «سیاست‌های سرکش» که این‌ها هم باعث افزایش عدم قطعیت سیاستی و ریسک‌های پرداخت می‌شوند. در دهه گذشته، کشور آرژانتین طیفی از این سیاست‌ها را تجربه کرده است (مطالعه موردی ۳، ۵).

حمایت از تولید داخلی

سیاستمداران ملی به‌طور فراگیر عوامل خارجی یا کشفیات جدید را که باعث بروز مشکلات در یک کشور می‌شوند، مورد انتقاد قرار می‌دهند. در کشورهایی که به لحاظ سیاسی اصلاحات دشوار را انجام می‌دهند، این عامل صندوق بین‌المللی پول است. در کشورهای اروپایی، عامل یاد شده بروکراسی بروکسل است. در آفریقا نیز این عامل سیاست جدید مستعمراتی چینی است. واگذار کردن این مسئولیت بر دوش یک کشور خارجی به‌طور فزاینده‌ای رایج شده است، زیرا شرایط اقتصادی رو به وخامت گراییده و مشروعیت سیاسی و حمایت داخلی از دولت‌های ملی ضعیف شده‌اند. لفاظی سیاسی صرف به سرعت می‌تواند به اتخاذ سیاست‌های نامناسب منجر شود. به عنوان مثال، تلاش مکرر کنگره آمریکا در زدن برچسب «عامل دستکاری در ارز» به کشور چین باعث شد تا مجموعه‌ای از تعرفه‌ها و سایر اقدامات در حمایت از تولید داخلی اتخاذ شوند. همان‌طور که قبلاً بحث و بررسی شد، در واقع، مدیریت سیاست‌های ملی در فضای جهانی یکپارچه و با وجود جریان‌های سرمایه بزرگ و متلاطم به امری دشوارتر تبدیل شده است. اثرات مخرب شوک‌های خارجی و اثرات سرریز و سرسخت سیاست‌های پولی و مالی اقتصاد بزرگ باعث افزایش ریسک‌های خارجی می‌شوند. معضلات سیاسی دشوار مانند رقابت‌پذیری خارجی در برابر هدف‌گذاری تورم یا سه گانه غیر ممکن نیز وجود دارند: تحقق همزمان سه هدف بازارهای سرمایه باز، استقلال پولی و ثبات نرخ ارز. گزینه آسان

در برابر این فشارها انتخاب شکل‌هایی از حمایت از تولید ملی در برابر مهاجرت، تجارت یا جریان‌های سرمایه است. این موضوع از زمان بحران ۲۰۰۸-۲۰۰۹ مشهودتر شده و می‌تواند وقفه‌ای در روند جهانی سازی به همراه داشته باشد. اما ریسکی وجود دارد که می‌تواند منجر به تجزیه بیشتر اقتصاد جهانی و بروز اختلافات بین‌المللی شود (فصل‌های ۸ و ۱۱).

ملی کردن منابع

دولت‌ها کمتر به مصادره یا ملی کردن دارایی‌ها متوسل می‌شوند و بیشتر شرایط سخت‌تر مورد درخواست سرمایه‌گذاران خارجی را انتخاب می‌کنند که گاهی اوقات، مصادره خزنده نامیده می‌شود. بهتر است که دولت‌ها با سرمایه‌گذاران خارجی بر سر شرایط دوباره مذاکره کنند. افزایش درآمدهای بودجه، در صورت استفاده کارآمد، باعث تقویت قابلیت حاکمیت در پرداخت‌ها می‌شود و در نتیجه، این افزایش درآمد به‌طور بالقوه برای کشور و سرمایه‌گذاران آن در درازمدت مثبت خواهد بود (فصل ۷). با توجه به قیمت‌های بالای کالا، بسیاری از دولت‌ها از جمله استرالیا، قزاقستان، مغولستان، بریتانیا و برخی کشورهای آفریقایی به دنبال اعمال مالیات‌های بیشتر یا مذاکره دوباره بر سر توافقنامه‌ها بوده‌اند تا از مزایای شرکت‌های معدنی در کشور خود بهره‌مند شوند. مشکل اینجاست که اگر این سیاست به یک روند سیاسی رایج تبدیل شود، در نهایت باعث سرخوردگی در سرمایه‌گذاران خارجی خواهد شد.

نقض سیاست دولت و ریسک نظارتی

نقض سیاست می‌تواند باعث بروز نگرانی در بازارها شود. این مسئله در حد خود نمی‌تواند از چنان اهمیتی برخوردار باشد که باعث بروز بحران شود، بلکه به همراه روند تضعیف‌کننده گسترده‌ای باعث خروج سرمایه خارجی می‌شود و به این ترتیب، مشکلات پرداخت را به همراه خواهد داشت. این مسئله می‌تواند اعمال جریمه یا مالیاتی سنگین یا ملی کردن در یک بخش برخوردار از حضور گسترده سرمایه خارجی یا تصمیم به

تغییر خصوصی سازی انجام شده باشد. به عنوان مثال، در ترکیه در دهه ۱۹۹۰، خصوصی سازی ها از سوی دولت این کشور توسط سیاستمداران چپ به چالش کشیده شد و دادگاه قانونی اساسی آن ها را لغو کرد. عدم قطعیت نظارتی ریسک سیاستی در همه کشورها وجود دارد. به عنوان مثال، در بریتانیا، وعده رهبر حزب کارگر، حزب مخالف اصلی، برای تثبیت قیمت ها باعث افزایش ریسک برای سرمایه گذاران خارجی در بخش های آب و انرژی شد. ریسک های نظارتی با پیچیدگی اغلب چارچوب های نظارتی ترکیب می شوند که معمولاً در طول زمان و با بهبود و اصلاح قوانین شکل گرفته اند. بسیاری از بخش هایی که در برابر ریسک های نظارتی آسیب پذیر هستند، دولتی هستند. حتی اگر آن ها خصوصی سازی شوند و برخی از شکل های ناظر مستقل را داشته باشند، ناظران نمی توانند کاملاً مستقل از دولت باشند. از این رو و درک و شناخت فشارهای سیاسی و برنامه های دولت برای این که قادر به شناسایی منشأ ریسک های نظارتی باشد، امری حائز اهمیت است.

مطالعه موردی ۵،۳

آرژانتین: نقاط قوت بنیادی، نقاط ضعف سیاسی

کشور آرژانتین سابقه طولانی در چرخه های رونق و کساد اقتصادی دارد که این وضعیت ریشه در اتخاذ پی در پی سیاست های متغیر دارد. منابع طبیعی غنی این کشور به همراه سرمایه انسانی، انگیزه های قوی برای سرمایه گذاران به حساب می آیند، اما سیاست های همواره متغیر این کشور و فضای بی ثبات سیاسی و گاهی اوقات اجتماعی این کشور باعث شده است تا کشور در سطح بالایی از ریسک ها قرار داشته باشد. در دهه گذشته به تنهایی در دولت های پی در پی کوچنر، نمونه های زیادی از سیاست های اقتصادی شکست خورده به چشم می خورند که بر اساس لفاظی های ایدئولوژیکی و اهداف سیاسی بلندمدت دنبال می شدند.

نستر کوچنر در سال ۲۰۰۳ و در زمانی که کشور یکی از بدترین بحران ها

را پشت سر گذاشته بود، به قدرت رسید. در پی خروج این کشور از نظام تثبیت نرخ ارز و ناتوانی در بازپرداخت بدهی ۸۲ میلیارد دلاری حکومتی که باعث شد اقتصاد تا ۱۰،۲ درصد سالانه کوچک شود، کشور فرصتی طلایی به دست آورد. شرایط خارجی تا حد زیادی به شکل حمایتی متحول شده بود و به این ترتیب، قیمت کالاها افزایش یافت، تقاضا برای صادرات آرژانتین رونق یافت و نرخ بهره بین‌المللی کاهش یافت. چرخه رشد قوی با کمک مازاد حساب جاری و مالی آغاز شد. ذخائر بین‌المللی با افزایش رقابت در صادرات در پی کاهش قیمت پزو افزایش یافت و به این ترتیب، این امکان برای کشور آرژانتین فراهم شد تا علیرغم عدم توافق با وام دهندگان بدهی نکول شده خود به رشد و توسعه دست یابد. با این حال، سیاست‌های دولت به تدریج باعث تضعیف فضای سرمایه‌گذاری شدند.

کوچنر با آزاد کردن تعرفه‌های ثابت خدمات عمومی که در جریان بحران به صورت موقت اعمال شده بود، مخالفت کرد. با تداوم افزایش قیمت‌های انرژی در سطح بین‌المللی، تعرفه‌های داخلی همچنان ثابت ماندند. سریع‌ترین تأثیر این وضعیت وخامت اوضاع محیط کسب و کار بود چرا که دولت نسبت به لغو قراردادهای امتیازاتی که قبلاً امضاء شده بودند، اقدام کرده بود. در نهایت، این سیاست به ریشه بحران انرژی که در حال حاضر کشور با آن مواجه است، تبدیل شد. از نظر تأمین، دولت نسبت به حذف مشوق‌های سرمایه‌گذاری و افزایش تولید به لحاظ تولید و ظرفیت توزیع اقدام کرد. در مورد گاز، تقاضا حتی سریع‌تر از اقتصاد رشد کرد چرا که سهم آن در ترکیب انرژی افزایش یافت. اثرات این وضعیت در اوایل زمستان سال ۲۰۰۴ و در زمانی که کاهش دما منجر به بروز اوج تقاضا برای گاز شد، خود را نشان داد. این گاز باید از طریق واردات تأمین می‌شد.

حفظ تعرفه‌های ثابت اقدامی عوام‌گرایانه بود که در تبلیغات انتخابات دولت به کار می‌آمد، اما در عین حال، بخش انرژی از عدم وجود سرمایه‌گذاری عظیم مورد نیاز خود در مضیقه بود. در این بخش، ذخائر اثبات شده و تولید سقوط کرد و این وضعیت باعث شد تا کشور آرژانتین قرارداد بلندمدت صادرات گاز به شیلی را لغو و به این ترتیب، رابطه این

کشور با کشور همسایه خود آسیب ببیند و در نهایت، شیلی به واردات گاز از کشور بولیوی متوسل شود. تولید برق اغلب مستلزم استفاده از نفت سیاه یا گاز مایع طبیعی گرانتر و همچنین وارداتی است و کمبود انرژی آفت و بلای صنعت است. در نفت و گاز، مشوق های خصوصی سازی و سرمایه گذاری دهه ۱۹۹۰ برداشته شدند. شرکت انرژی اسپانیایی رپسول که سهام شرکت YPE، شرکت انرژی آرژانتین، را خریداری کرده بود، در ابتدا نسبت به فروش درصدی از سهام آن شرکت به یک شریک محلی اقدام کرد. در نهایت، این شرکت کل سهام شرکت YPE را در سال ۲۰۱۲ از دست داد چرا که دولت کریستینا کوچنر از شرکت رپسول بابت عدم سرمایه گذاری در این بخش انتقاد کرد. شکاف رو به رشد بین تأمین و تقاضای انرژی باعث شد تا کشور به وارده کننده محض تبدیل شده و این اقدام تأثیری منفی بر تعادل خارجی پرداخت ها و حساب های مالی بر جای گذاشت. سیاهه انرژی صعودی با آغاز تحولات خارجی عیله آرژانتین باعث حذف مازاد حساب جاری شد که قبلاً تاحدودی قدرتمند بود. حساب های مالی زیر بار یارانه های انرژی رو به رشد و افزایش مستمر هزینه کمک های رفاهی دست و پا می زنند.

در طول سال ها، دولت به جای تعدیل هزینه ها به استفاده از منابع متفاوت تأمین مالی روی آورده است. در اوایل سال ۲۰۰۹، تلاش برای افزایش مالیات بر صادرات محصولات کشاورزی باعث اعتصاب تولیدکننده ها شد و کشور را به بحران سیاسی نزدیک کرد. سال بعد، مقامات کشور به منبع جدید تأمین مالی از طریق ملی کردن صندوق های بازنشستگی خصوصی دست یافتند. اکنون، سیستم بازنشستگی دولتی انتقال خودکار بدهی و منابع مالی جدید را برای دولت تأمین می کند. اما این گزینه سیاستی به بازارهای سرمایه داخلی صدمه زد و آن ها را تضعیف کرد. گام بعدی مقامات کشور برای افزایش درآمدهای مالی ایجاد صندوق کاهش بدهی بود که این امکان را به دولت می داد تا از مازاد درآمد بانک مرکزی برای کاهش بدهی های خارجی استفاده کند. تغییر بیشتر در منشور بانک مرکزی باعث افزایش منابع مالی موجود در نهاد پولی شد و این اقدام در

عمل منجر به کسب درآمد برای جبران کسری مالی شد. با وجود این شرایط پولی و مالی بسیار ضعیف، تورم از کنترل خارج شد و نرخ تورم به مقدار برآورده شده ۲۰ درصد سالانه در سال ۲۰۰۷ و به بیش از ۴۰ درصد در سال ۲۰۱۴ رسید.

در خارج، محدودیت مازاد حساب جاری و افزایش کوچ سرمایه باعث کاهش ذخائر بین‌المللی و تضعیف پزو می‌شوند. به منظور کاهش روند واردات، دولت نسبت به افزایش موانع غیر تعرفه‌ای واردات اقدام و صادرکنندگان را ملزم کرد تا دلارهای دریافتی خود را به مهین برگردانند، سیستم تشریفات سنگین تأییدیه‌های واردات را ایجاد کرد و در نهایت نظارت‌های شدید بر ارز و سرمایه اعمال کرد. این اقدامات بازاری موازی را ایجاد کردند که پزو در این بازار گاهی اوقات با اختلاف بیش از ۱۰۰ درصد نسبت به نرخ رسمی دادوستد می‌شد. دولت با قطع ارتباط خود با صندوق بین‌المللی پول و سایر منابع مالی چندجانبه و با وجود تعطیلی بازارهای سرمایه بین‌المللی به خاطر عدم پذیرش اوراق قرضه تنها چند گزینه محدود را پیش روی خود دارد.

در چند ماه نخست سال ۲۰۱۴، تحولی در سیاست ارتودکس به وجود آمد؛ هر چند که همچنان در پوشش لفاظی‌های عوام‌گرایانه بود چرا که مقامات به کاهش غیر منتظره ارزش پزو متوسل شدند و تلاش کردند تا با باشگاه پاریس ارتباط حسنه برقرار کنند. محدودیت‌های خرید دلار به‌طور چشمگیری کاهش یافتند و سیستم بانکی بر کاهش موقعیت دلار متمرکز بود و در نتیجه، تأمین ارز معتبر افزایش یافت و نرخ رسمی تبدیل ارز تثبیت شد. اجازه داده شد تا نرخ بهره پزو افزایش یابد؛ هر چند که این نرخ در شرایط واقعی به صورت منفی باقی ماند. مقامات کشور با شرکت رپسول بر سر سهام ملی شده آن در شرکت YEP در راستای تلاش برای تشویق جریان‌های سرمایه جدید به توسعه ذخائر نفت و گاز Vaca Muerta که دومین ذخائر بزرگ جهان تصور می‌شود، به توافق پایایی رسیدند. در جبهه مالی، یارانه‌های تعرفه‌های خدمات عمومی کاهش یافتند و کرایه اتوبوس‌ها افزایش یافت. مذاکرات بر سر دستمزد سالانه دشوارهایی

را برای دولتی که می‌تواند از افزایش دستمزد جلوگیری کند تا تورم افسار گسیخته را پوشش دهد، به وجود آورد. تهدیدات ناشی از اعتصاب اتحادیه‌های متحد کشاورزی افزایش یافت. انتظار می‌رفت که جو سیاسی و اجتماعی در ماه‌های باقیمانده دولت کوچنر، به ویژه با توجه به افزایش فشارهای خارجی از ناتوانی دوم کشور در بازپرداخت بدهی‌های ملی در پایان جولای سال ۲۰۱۴، تا حد زیادی تحت تاثیر قرار گیرد.

موج تازه‌ای از خوش بینی در مورد چشم‌انداز آرژانتین در اوایل سال ۲۰۱۴ به خاطر اصلاحات چشمگیر در سیاست ارتودکس توسط دولت، برنامه ریزی مجدد برای توافق با باشگاه وام دهندگان دوجانبه پاریس در ماه می و انتظار تغییر رژیم در دسامبر سال ۲۰۱۵ به وجود آمد. با این حال، تا زمانی که زمینه مشترک بین احزاب در ارتباط با دیدگاه استراتژیک برای آینده وجود دارد، چشم‌انداز تغییرات در جهت‌گیری سیاست در هر دولت جدید همچنان محدودیتی عمده برای سرمایه‌گذاری خواهد بود.

سیاست‌های انبساطی پیش از انتخابات و کوتاه‌مدت بودن

تسهیل سیاست‌های مالی و پولی مربوط به دوران انتخابات با درجات مختلف در همه نظام‌های دموکراسی دیده می‌شود. انتخابات ریاست جمهوری سال ۲۰۱۲ فرانسه نمونه‌ای از این ریسک‌های سیاستی در اقتصادی پیشرفته با نهادهای بالغ بود. مصرف بودجه در زمانی که کسری بودجه و بدهی دولتی در سطح بالایی قرار دارند، می‌تواند باعث پیروزی در انتخابات شود اما ریسک‌های بلندمدت را افزایش می‌دهد. هزینه‌های انتخاباتی در صورتی مخاطره آمیز می‌شود که منابع مالی آن از طریق پیش‌پرداخت‌های بانک مرکزی یا دولتی تأمین شود که این امر به چاپ پول می‌رسد. در صورتی که این اقدام با نرخ پایین بهره ترکیب شود، این کار سوخت موتور تورم را فراهم می‌کند که اغلب با کنترل‌های قیمت از بین می‌رود. مثال‌های اخیر در این زمینه کشورهای آرژانتین، غنا و ونزوئلا هستند.

برخی از دولت‌ها در دوران قبل از انتخابات بیش از اندازه هزینه می‌کنند

و اقدام غیرمنتظره سخت‌گیری در سیاست مالی را انجام می‌دهند که این امر باعث توقف روند رشد می‌شود. آنگاه، این اقدام الگوی رشد تثبیت-توسعه را برای اقتصاد فراهم می‌کند که باعث نوسان و عدم قطعیت افزوده می‌شود. هزینه انتخابات که از محل صرفه‌جویی در صندوق ثروت مبتنی بر منابع تأمین می‌شود، خوشایندتر است. اما این کار می‌تواند باعث افزایش فشارهای تورمی شود و با از بین بردن ضربه‌گیر مالی، موجب تضعیف انعطاف‌پذیری اقتصاد در برابر شوک‌های خارجی شود. این الگوی سیاستی در پاسخ به اعتراضاتی که در سال ۲۰۱۱ و در پی وقوع تقلب در انتخابات پارلمان اتفاق افتادند، در روسیه دنبال می‌شد. این مدل همچنین توسط کشورهای پادشاهی حوزه خلیج فارس به کار گرفته شد تا مانع برپایی اعتراضات مردمی همانند اعتراضات در آفریقای شمالی در سال ۲۰۱۱ شود.

کوتاه‌مدت بودن سیاست در پاسخ به فشارهای سیاسی در اقتصادهای توسعه‌یافته کاملاً مشهود است. اصلاحات کوتاه‌مدت متعدد که دولت بریتانیا برای حل مشکل مسکن در لندن به کار گرفته است، نمونه خوبی در این زمینه است. دولت یا مجبور است نسبت به ساخت برج اقدام کند که غالباً خریداران آسیایی متمول را به خود جذب می‌کنند یا کمربند سبز را توسعه دهد که حوزه انتخابی حزب محافظه‌کار مخالف آن است. بنابراین، شماری از اقدامات ناکارآمد برای تسهیل استقراض اجرا شده‌اند که با افزایش بیشتر قیمت‌های خانه وضعیت را بدتر می‌کند.

یکی از خلاق‌ترین دولت‌ها در طرح اصلاحات کوتاه‌مدت دولت آرژانتین بوده که در این کشور، امکان بروز هرگونه خطای سیاستی احتمالی در این بخش وجود دارد: تثبیت تعرفه‌های خدمات عمومی که به صورت موقت به تعرفه‌های دائمی تبدیل شدند، انتقاد از کشورهای همسایه به خاطر مشکلات اقتصادی، ملی کردن سرمایه‌های مهم، افزایش مالیات بر صادرات، تقسیم صندوق‌های بازنشستگی خصوصی به صندوق عمومی و حساب‌های دولتی، کنترل قیمت‌ها، کنترل نرخ بهره، دستکاری در آمار تورم، چاپ پول در بانک مرکزی، افزایش تعرفه‌های واردات، ایجاد موانع تشریفاتی برای قابلیت تبدیل ارز خارجی و بازار سیاه

در ارز خارجی؛ صرف نظر از رابطه بد با رهبران چندجانبه و وام دهندگان بین‌المللی و غیره. (مطالعه موردی ۵,۳)

عدم هم راستایی سیاست با شرایط جهانی / منطقه‌ای

ریسک دیگر سیاست اقتصادی که امکان وجود آن هست، عدم سازگاری بین سیاست‌های داخلی و سیاست‌های شرکای تجاری عمده است. این سیاست یک سیاست سرکش مانند سیاست‌های فوق نیست بلکه شکست سیاست دولت در سازگاری با شرایط متغیر جهانی از طریق عدم درک یا به خاطر محدودیت‌های سیاسی و سازمانی است. این مسئله در بحران‌های مکانیزم اروپایی نرخ ارز در اوایل دهه ۱۹۹۰ و در زمانی دیده شد که سیاست‌های پولی بسته که از سوی آلمان و پس از وحدت اروپا دنبال می‌شدند، با نیاز ایتالیا، اسپانیا و بریتانیا به سیاست‌های پولی انبساطی‌تر مواجه شدند (مطالعه موردی ۴,۱). به همین ترتیب، در دهه‌های ۱۹۵۰ و ۱۹۶۰ که رشد جهانی در سطح بالا بود و قیمت‌های انرژی و نرخ بهره پایین بودند، بسیاری از کشورهای در حال توسعه سیاست صنعتی‌سازی را در پس تعرفه‌های محافظتی در پیش گرفتند. عدم رقابت این صنایع تا زمان بحران دهه ۱۹۷۰ و افزایش قیمت انرژی مشهود نبود. تنها کشورهایی که از قبل رشد صادرات محور را اولویت بندی کرده بودند، غالباً در آسیا، دهه ۱۹۷۰ را با موفقیت پشت سر گذاشتند. سایر کشورها مانند ترکیه که در پاسخ به تغییرات در شرایط جهانی فاقد انعطاف‌پذیری سیاستی بودند، دهه یاد شده را با بحران پرداخت‌ها به پایان بردند. به همین ترتیب، مدل رشد صادرات محور بازار نوظهور می‌تواند به‌طور طبیعی شکل گرفته باشد. بخش صادرات رقابتی هنوز هم حائز اهمیت است، اما روند کندتر رشد در اقتصادهای توسعه‌یافته نشان از مدل رشد جدید دارد که برای بازارهای نوظهور با اتکای بیشتر بر رشد تفضای داخلی مورد نیاز است.

۶. ریسک‌های سیاسی و جغرافیایی-سیاسی

پس از چند دهه آزادسازی و رقابت کشورها برای جذب سرمایه‌گذاران خارجی، گویی ریسک سیاسی کنار رفته بود. اما در پی بحران مالی جهانی، دوباره بازگشت. اکنون سرمایه‌گذاران فرامرزی با طیف وسیع‌تری از ریسک‌ها، نسبت به ریسک‌هایی که در دهه ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ دیده شد، مواجهند. ریسک‌های سیاسی کلاسیک - مصادره، سلب مالکیت، ملی‌سازی و محرومیت - هنوز هم وجود دارند (فصول ۷ و ۱۱ را ببینید). اما ریسک سیاسی فعلی پدیده‌ای پیچیده‌تر و چندبعدی است که تحلیل گسترده‌تر ریسک‌های سیاسی، نهادی و خط‌مشی را می‌طلبد که عملکرد مالی کشور را تضعیف کرده و تدوام‌پذیری سرمایه‌گذاری‌ها را نیز از بین می‌برند. گذشته از این، همانطور که در فصل ۳ توضیح داده شد، ریسک جغرافیایی-سیاسی به سبب شرایط بین‌المللی فعلی جهان افزایش یافته است.

پیش‌بینی ریسک سیاسی دشوار است. دارون آسموگلو و جیمز رابینسون در تحقیق‌شان راجع به توسعه نهادی تحت عنوان «چرا ملت‌ها با شکست مواجه می‌شوند؟» از «برهه‌های حساس» در تاریخ سخن به میان می‌آورند، یعنی زمانی که مسیر اجتماعی، سیاسی و نهادی کشوری متوقف شده و تغییر می‌یابد. حتی پیش‌بینی ریسک‌های جغرافیایی-سیاسی و استراتژیک دشوارتر است، زیرا به تدریج طی یک برهه طولانی ایجاد می‌شوند. بدین ترتیب، بازارهای مالی ریسک جغرافیایی-سیاسی را غالباً دستکم می‌گیرند. گرچه، در اغلب موارد، تنها پس از وقوع برهه حساس می‌توان آن را شناسایی نمود، تحلیل ریسک کشورها می‌تواند در شناسایی فشارهای

سیاسی‌ای که بتدریج با افزایش به وقفه سیاسی شدید و ریسک‌های‌شان می‌رسند سودمند باشد.

محوریت این فصل ساختارهای سیاسی و نهادی و رویدادهای اجتماعی است که بر ریسک تزلزل سیاسی می‌افزایند. بسیاری از سرویس‌های (تحلیل‌گر) ریسک سیاسی داده‌هایی در ارتباط با شاخص‌های تزلزل سیاسی دارند، از قبیل شمار حملات تروریستی، که رویدادهای اجتماعی پیچیده را به شکلی کمی توصیف می‌کنند. این اطلاعات برای مدل‌سازی ریسک سیاسی سودمندند (فصل ۸ را ببینید). اما در این فصل، هدف، نشان دادن نحوه شناسایی علل اصلی تزلزل سیاسی در سطح جهانی و کشوری است. فصل ۷ به ریسک‌های سیاسی معاملات در سطح خرد و فصل ۱۰ به عوامل کاهنده آن‌ها می‌پردازد.

ریسک جغرافیایی- سیاسی و تعارض نظامی

پیش‌بینی و مدیریت ریسک جغرافیایی- سیاسی در مقایسه با سایر ریسک‌ها دشوارتر است، زیرا عوامل محرک آن اغلب رویدادهای بلندمدت هستند که اگر چندین قرن به طول نیانجامند، دستکم به چندین دهه می‌کشند. افزون بر این، درگیری‌های ثابتی وجود دارد که ده‌ها سال آشوب به دنبال دارند و با راهکارهای دیپلماتیک مقابله می‌کنند، همانند درگیری اسرائیل و فلسطین یا وضعیت ناگورنو کاراباف یا کشمیر، اما خطراتی دارند که ممکن است شعله‌ور شوند. کره شمالی و تلاشی که برای ایجاد ظرفیت هسته‌ای خود انجام داد نمونه‌ای از ریسک‌های بلندمدت است. اما همانطور که این نمونه نشان می‌دهد (مطالعه موردی ۶.۱ را ببینید)، حتی اگر پیش‌بینی اتفاقات در غیرشفاف‌ترین رژیم، یعنی کره شمالی، غیرممکن باشد، امکان شناسایی برخی از الگوها و تجزیه و تحلیل رویدادهای اصلی، دستکم برای حذف سناریوهای اشتباه، وجود دارد.

سرافرازی قدرت‌ها، فروپاشی امپراتوری‌ها

همانطور که تیتراهای اخبار مارس تا ژوئن ۲۰۱۴ نشان می‌دهند،

ریسک جغرافیایی-سیاسی هنوز هم زنده و پابرجاست:

- «تنزل قدرت نظامی ناتو»، مجله وال استریت، ۲۵ مارس ۲۰۱۴
 - «عربستان سعودی به وضعیت آماده‌باش درآمد - کاخ سعود بیش از پیش در کشور خود سیاست سخت‌گیرانه در پیش گرفته و به کشورهای بیگانه تجاوز می‌کند»، فایننشیل تایمز، ۲۶ مارس ۲۰۱۴
 - «فیلیپین علیه چین طرح دعوی می‌کند»، مجله وال استریت، ۳۱ مارس ۲۰۱۴
 - «قیمت نفت درگیر قمار روسیه بر سر تحریم‌ها»، مجله وال استریت، ۵ آوریل ۲۰۱۴
- با این حال، بهره روزافزون از تحریم‌های اقتصادی ریسک خود را دارد، کما اینکه در بررسی‌های چگونگی و نوع تحریم‌هایی که پس از پیوستن «کریمه» به مستعمره روسیه بدون بی‌ثباتی اقتصاد جهانی براین کشور تحمیل شد نیز این امر مشهود است.
- یکی از خطرناک‌ترین ریسک‌های جغرافیایی-سیاسی امروزی افزایش تنش میان ژاپن، یک قدرت اقتصادی جا افتاده با محدودیت نظامی تاریخی، و چین به عنوان قدرتی رو به ترقی و همسایگانش بر سر حقوق مستعمره‌شان در دریاهای شرق و جنوب چین است. نحوه رفتار این کشورها، به‌خصوص چین و ژاپن، تعهدشان به نظام بین‌المللی قانون‌بنیان را آشکار می‌کند. رشد چشمگیر آسیا نیز به سرعت در حال افزایش تقاضای منابع طبیعی، از قبیل نفت، گاز، آب و مواد غذایی، است. این مسئله در حال ایجاد چرخه بی‌رحمانه‌ای از تنش بر سر منابع است که به‌طور بالقوه ریسک فجایع طبیعی را می‌افزاید.

مطالعه موردی ۶.۱

کره شمالی: مجهولات معلوم

در می ۲۰۱۰، مقاله «اکنونومیست» این نظریه را داد: «تنها مورد قابل پیش‌بینی در مورد رژیم «کیم» قابل پیش‌بینی نبودن آن است - دیدگاهی

که تنها در این عصر صحت دارد. با این حال، زمانی که به سختی می‌توان ماهیت دقیق و زمان‌بندی رفتار ناشایست کره شمالی را پیش‌گویی کرد، ظاهراً چارچوبی است که قابلیت پیش‌بینی آن با مجهولات معلوم «دونالد رامسفیلد» مطابقت دارد.

مقاله اکونومیست پس از غرق شدن رزم‌ناو کره جنوبی به دست کره شمالی پدیدار شد که خود این اتفاق غیرقابل پیش‌بینی بود، اما در دوره کلاسیک شرارت‌کاران به وقوع پیوست - یعنی مقارن با مانورهای نظامی سالیانه کره جنوبی و ایالات متحده که اجرای آن تا ماه آوریل که پانزدهمین سالگرد تولد کیم سونگ ادامه یافت.

در این بازه از سال ۲۰۱۲، کره شمالی آزمایش موشک دوربرد را به انجام رساند؛ سال ۲۰۱۳، سومین آزمایش هسته‌ای خود را به پایان رساند. در سال ۲۰۱۴، کره شمالی آزمایش‌های موشک کوتاه‌برد و میان‌بردش را انجام داد؛ و دو کشور کره شمالی و کره جنوبی در آب‌های مورد منزاعه‌شان، در خارج از ساحل غربی پنسیلوانیا، شلیک‌های توپ را رد و بدل کردند.

مشخصاً، در این میان نقشه‌ای به چشم می‌خورد، حتی اگر تعجب‌برانگیز باشد که قدرت‌نمایی کره شمالی در سال ۲۰۱۴ بطور ناگهانی در ۳۱ مارس، به‌خصوص پس از تهدید از طریق نوعی آزمایش هسته‌ای، متوقف شد. احتمالاً، دلیل این اتفاق فشار پکن بود که می‌تواند نوعی مقابله باشد - اما نمی‌توان تضمین کرد که این گونه باشد.

مسئله‌ای که در هفته‌های ابتدایی سال ۲۰۱۴ بیشتر مایه تعجب شد، خوش‌بینی سئول در مورد اتحاد مجدد تدریجی و صلح‌آمیزی بود که در پی تعهد رئیس‌جمهور وقت، پارک گون‌هه، به وقوع پیوست که زمینه این اتحاد را فراهم نمود. در دنیایی بی‌نقص، این اتفاق سناریوی بلندمدتی تلقی نمی‌شود. اما در شرایط ناتمام امروزی، وجود دیدگاهی کمتر خوش‌بینانه محتمل‌تر است. نوع فرآیندی که شاید این مسئله در بر داشته باشد با ۵ فاکتور سنجیده می‌شود:

کره شمالی هیچ نشانه‌ای از مهربانی نسبت به مهمان خود برای دست‌یابی به ظرفیت هسته‌ای نشان نمی‌دهد. مشخص نیست

که حتی اقدامات توأمان چین و ایالات متحده می‌تواند، دستکم از طریقی که ریسک بالای فروپاشی رژیم اغتشاشگر را به دنبال نداشته باشد، مانع از این اتفاق شود. حتی احتمال کمتری وجود دارد که کره شمالی هسته‌ای اقدام به واگذاری‌های لازم کند - و به آن پایبند باشد.

گذشته از این، حین اینکه کره شمالی برنامه‌های هسته‌ای و موشکاش را پیگیری می‌کند، در زمانی که ایالات متحده نسبت به اقدام مستقیم تمایلی ندارد، به جز مواردی که کره شمالی ابتدا آغازگر اتفاقات می‌شود، و همچنین زمانی که روابط میان کره جنوبی و ژاپن به مانع دیگری بر سر راه ادامه گفتگوها تبدیل می‌شود، چشم‌اندازهای دیپلماسی جدی خوشایند بنظر نمی‌آیند.

حتی اگر مذاکرات مجدد آغاز می‌شد، باور اینکه رهبران کره شمالی روندی را تا پایان دنبال می‌کنند که در آن بازنده قدرت تلقی می‌شوند، دشوار است، به‌خصوص اکنون که با ریسک تعهد به محاکمه و دادگاه کیفری بین‌المللی با آگاهی از گزارش جدید سازمان ملل متحد در مورد سوءاستفاده کره شمالی از حقوق بشر مواجهند.

در داخل، شواهد روشنی از کشمکش قدرت در بین سران قدرت دیده می‌شود، زیرا ظاهراً کیم جونگ‌اون قصد تحکیم پیوند خود با کشور را دارد. مشخص نیست که او برای اثبات رهبری قدرتمندش تا کجا پیش خواهد رفت، اما نمی‌توان هر پیش‌بینی غلط مرگبار را، چه در داخل یا در اقدام متجاوزانه این کشور به سمت کره جنوبی، انکار کرد.

گزارش‌ها نشان از افزایش ارتباط و آگاهی از «دنایای بیرون» در بین مردم «عادی» کره جنوبی دارند. با وجود سرکوبی شدید و قدرت آوازه‌گری دولت، شاید این مسئله، اگرچه به آرامی، ریسک شورشی پرتطرفدار را بیفزاید.

بنابراین، ظاهراً هر جنبشی در جهت اتحاد مجدد صلح‌آمیز بطور محتمل دیر یا زود مغلوب نوعی بحرانی متحول‌کننده یا هر بحران دیگری خواهد شد. متأسفانه، این خصوصیت مجهولات معلوم است که

زمان بندی شان معمولاً غیر قابل پیش بینی است.

فروپاشی امپراتوری ها و رژیم های استبدادی طولانی مدت نیز با ریسک جغرافیایی-سیاسی شدیدی همراه است. این مسئله در خلاء میان روسیه و ملل جدیدی که از دل اتحادیه جماهیر شوروی سابق پدید آمدند مشهود است. افزایش ریسک سیاسی که با این تغییرات و تغییر رژیم همراه است، می تواند به سرعت تبدیل به ریسک نکول شود. فروپاشی رژیم های کمونیستی در سال ۱۹۸۹ با چندین دوره تجدیدنظر در بلغارستان، لهستان، روسیه و جمهوری یوگسلاوی سابق توأم بوده است. لهستان ۱۴ دوره تجدیدنظر در شرایط وام را بین سال های ۱۹۸۱ و ۱۹۹۴ پشت سر گذاشت. اگر مصر درصدد حمایت مالی از رژیم های حاشیه خلیج (فارس) بر نمی آمد، سرنگونی رژیم مبارک در مصر در سال ۲۰۱۱ قطع به یقین - نه تنها در بدهی های خارجی، که در بدهی های سنگین تر داخلی نیز - منجر به نکول می شد.

درگیری های بلندمدت در خاورمیانه تا حدی بازتاب متلاشی شدن فرقه های نژادی و مذهبی در منطقه توسط فرانسه و انگلستان پس از فروپاشی امپراتوری عثمانی اند. تقسیم فرقه ای سنی و شیعه که نامی های داخلی رژیم های عربستان سعودی و ایران، و رقابتشان بر سر تسلط بر خلیج فارس به آن دامن می زد، بر این درگیری ها افزود. مداخلات بین المللی به سبب موقعیت استراتژیک منطقه در مسیرهای تجاری جهانی و منابع نفت منطقه این فشارها را تشدید کرد.

ریسک سیاسی در کشورهای استراتژیک

موقعیت استراتژیک بین المللی کشور می تواند عامل تعیین کننده اصلی ریسک سیاسی باشد. به احتمال قوی تر، آن کشورهایی که بین قدرت های بزرگ یا در مسیرهای تجاری استراتژیک قرار دارند به واسطه اثر توأم عوامل داخلی و بین المللی ناسازگار وارد درگیری های نظامی می شوند. نمونه

خوبی از آن‌ها افغانستان است که طی قرن‌ها هدف جنگ‌های بزرگ گوناگونی بود، چنان‌که کشورهای بجای مانده از بالکان تا بالتیک میان تنگنای اروپای غربی و روسیه قرار گرفته‌اند. به‌همین‌صورت، در اوکراین، که تنها از سال ۱۹۹۱ به استقلال رسید و فاقد ارتشی کارآمد بود، مداخلات اروپا و روسیه این کشور را تهدید به تقسیم شدن می‌کند (مطالعه موردی ۶.۲ را ببینید).

کشوری که به لحاظ استراتژیک کشور مهمی است، شبیه به کشوری با منابع غنی دیده می‌شود. جای بلای منابع، بلای کشوری استراتژیک وجود دارد. تا زمانی‌که پیش‌بینی احتمالی حمایت مالی بین‌المللی به سبب اهمیت استراتژیک آن مورد توجه قرار گیرد، ممکن است موقعیت پرداخت‌های مالی و خارجه یک کشور استراتژیک بطور قطعی ضعیف بنظر آید. بحران‌های مالی یکی پس از دیگری کشور اردن را با شکست روبرو کرد، اما از جانب ایالات متحده و کشورهای حاشیه خلیج فارس مساعدت‌های مالی دریافت کرد تا موقعیت خود را به عنوان کشوری هم‌مرز با اسرائیل حفظ کند. بحران‌های مالی مکرر مصر مغلوب چندین دوره بخشش بدهی بین‌المللی این کشور شد تا نقش استراتژیک خود را در منطقه پابرجا نگه دارد (مطالعه موردی ۵.۱ را ببینید). این پشتوانه‌های مالی بار بدهی را بطور کوتاه‌مدت از دوش کشور برداشتند، اما رفع مشکلات زیربنایی آن را به تعویق انداختند که این امر سبب انباشته شدن بدهی‌های غیرقابل تحمل شد. همچنین، این پشتوانه‌ها به چنگ طبقه حاکمه متصدی کشور و محفلی از شرکای تجاری هم‌رأی افتادند که با منابع یارانه‌ای و اعتبار بدست آمده از دولت می‌زیستند و در مقابل فشارهای رقابتی جهانی عادی نیز حفاظت می‌شدند. جای تعجب نیست که به جز در مورد صادرات نفت، خاورمیانه و آفریقای شمالی متفرق‌ترین منطقه در سطح جهانی‌اند؛ همچنین، در سطح منطقه نیز، به شکل خاصی غیریکپارچه‌اند، گرچه به تازگی تغییراتی در آن آغاز شده است.

جنگ‌ها و ریسک‌های نکول

تاریخ نشان می‌دهد که درگیری نظامی ارتباطی قوی با تجمع

بدهی های غیرقابل تحمل و نکول دارد. جنگ ها و درگیری های نظامی بطور مکرر یکی از ترکیب های رویدادهای اقتصادی و سیاسی همراه با نکول دیده می شوند. قرن نوزدهم پر از شرایط نکول بود که در پی جنگ ها اتفاق افتادند: مانند بحران های پس از جنگ ناپلئون، بحران سال ۱۸۵۷، اولین بحران جهانی که در پایان جنگ «جزیره کریمه» آغاز شد؛ بحران سال های ۱۸۶۴-۶۶ در پایان جنگ داخلی امریکا، و بحران هولناک سال ۱۹۰۷ پس از جنگ بوئر و جنگ روسیه و ژاپن (توأم با تبعات زلزله سان فرانسیسکو).

بسیاری از این شرایط با حباب های تجاری چشمگیری همراه بودند که وقتی جنگ پایان یافت منفجر شدند و به بحران های مالی و نکول انجامیدند. در قرن نوزدهم، در پی جنگ های آزادسازی ملی در امریکای لاتین نیز بحران های مالی و نکول به وقوع پیوست؛ و انقلاب های بولیوی در کلمبیا، اکوادور، مکزیک و ونزوئلا نیز تا شش دور شرایط نکول و با تجدیدنظر در شرایط وام را به همراه داشتند. در قرن بیستم، پس از وقوع دو جنگ جهانی و تحولات بزرگ رژیم، چند نکول بطور پیوسته اتفاق افتاد. شاید مورخین آینده به این موضوع پردازند که آیا بار مالی اردوهای نظامی در افغانستان و عراق، که بسیار طولانی تر از مدت برنامه ریزی شده طول کشیدند، می توانست تأثیری در بحران سال های ۲۰۰۸-۰۹ ایالات متحده و انگلستان داشته باشد یا خیر؟

مطالعه موردی ۶.۲

اوکراین: سناریوی بدترین وضعیت به سناریوی وضعیت مبنا تبدیل می شود

«منطقه الحاقی کریمه سناریوی بدترین وضعیت اوکراین است»، نقل از دونالد تاسک، نخست وزیر لهستان (رویترز، ۱۷ مارس ۲۰۱۴). این نقل قول آشکار می کند که حتی جناح اروپای شرقی حساس به روسیه اتحادیه اروپا انتظار نداشت که سناریوی بدترین وضعیت در اوکراین رقم خورد. اما همانطور که پیش تر بحث شد، ریسک های جغرافیایی-سیاسی در محیط بین المللی بیشتر شده اند، محیطی که در آن قدرت های قدیمی تر تمایلی

برای مقابله نظامی ندارند، در حالی که قدرتهای نوظهور در حال قدرت‌آزمایی‌اند. همانطور که در افغانستان، عراق، سوریه و اکنون اوکراین دیده می‌شود، اجتناب‌ناپذیر نیست که سناریوهای بدترین وضعیت به سناریوهای وضعیت مبنا تبدیل شوند، و در تحلیل ریسک‌کشوری باید این مسئله در نظر گرفته شود.

برخلاف خطابه شدیداً هشدارآمیز رهبران سیاسی، واکنش بازار به پیوستن جزیره کریمه (به اوکراین) سنجیده‌تر بود. وضعیت بازدهی اوراق قرضه حکومت اوکراین در پایان مارس ۲۰۱۴ بهبود یافت، یعنی زمانی که مساعده مالی صندوق بین‌المللی پول پذیرفته شد و وزیر مالی آلمان، وولفگانگ شوبل، مساعده مالی اروپا را وعده داد که اشتیاق پنهان آلمان برای جذب اوکراین به فضای اتحادیه اروپا را نشان می‌داد.

اما بعید بود که این توافق برای اوکراین پایان بازی باشد. با توجه به وضعیت اقتصاد اوکراین (که هیچ پولی در صندوق برای پرداخت حقوق مستمری‌بگیران نبود، ۴۰ درصد از دارایی بانک مربوط به وام‌های ناکارآمد بود، و منابع بنزین بدست آمده از روسیه کاهش دوره‌ای داشت) و سیاست شکست‌خورده‌اش، به جز افزایش فاصله دیپلماتیک بین روسیه با اتحادیه اروپا و ایالات متحده و گفتگوی جنگ سرد جدید که اشاره‌ای به آن‌ها نشد، هر سرمایه‌گذاری بلندمدتی در اوکراین (و روسیه) می‌توانست سناریوی بدترین وضعیت باشد.

محوریت استقلال اوکراین در سال ۱۹۹۱ قراردادی تلویحی با روسیه بود تا اجازه دهد طبقه قدرت حاکمه اوکراین شوروی سابق همچنان قدرتش را حفظ کند. از آن پس، با وجود انقلاب نارنجی سال ۲۰۰۴ و رژیم مصیب‌بار تیموشنکو-یاشچنکو در پی آن، استقلال اوکراین همچنان ضعیف باقی ماند. این موضوع توسط افسران ارشد ارتش اوکراین که مغلوب جناح روسی در رأس اعتراضات میدان شده بودند تماماً به تصویر کشیده شد و اغلب سیاستمداران غربی آن را دستکم گرفتند. پیوند اوکراین با روسیه تنها به شمار زیاد روسی‌های نژادپرست در این کشور محدود نمی‌شد. بلکه وابستگی‌های عمیق تاریخی، پیوندهای اقتصادی نزدیک و وابستگی شدید

اوکراین به بنزین بارانه‌ای روسیه را منعکس می‌کرد. تضادهای دائمی با روسیه بر سر قراردادهای قیمت بنزین، وضعیت مالی و خیم نفت و گاز و انباشته‌شدن همیشگی بدهی‌های معوقه بنزین به شرکت گازپروم همگی اقتدار سیاسی و موقعیت مالی ضعیف دولت‌های اوکراین را نشان می‌داد.

صرف‌نظر از سران قدرت، حوزه انرژی کانون توجه فساد سطح بالا باقی ماند که همین امر اقبال بهتری برای سیاستمداران و اعضای متحد حزب طرفدارشان رقم می‌زد.

اقتصاد اوکراین چندین سال رشد را مدتی پس از (رشد) قیمت کالاها در دهه ۲۰۰۰ مدیریت کرد، اما نتوانست کشور از شوک بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸ نجات دهد. دو توافقنامه آماده‌باش صندوق بین‌المللی پول به نجات اقتصاد کشور از نکول کمک کرد، اما تنها ثبات کوتاه‌مدتی را در کشور تأمین نمود. وام ۱۱ میلیارد SDR^۱ در نوامبر ۲۰۰۸ از طرف صندوق بین‌المللی پول به سبب اجرای ضعیف سیاست‌ها و ناقص رها کردن بازسازی صنعت بانکداری کشور لغو شد. همچنین، وام ۱۰ میلیارد SDR ژوئیه ۲۰۱۰ که به توافق رژیم یانکوویچ رسیده بود نیز به تعویق افتاد. تا اوایل سال ۲۰۱۳، وام دیگر صندوق بین‌المللی پول وارد جریان مذاکرات شد و دولت با تهدید به گرایش به سمت جناحی دیگر در جستجوی حمایت مالی روسیه و اتحادیه اروپا بر آمد. اما این بار، با توجه به سخت‌گیری اتحادیه اروپا و روسیه، این تاکتیک آغازگر مجموعه رویدادهایی شد که نه تنها سبب از بین رفتن «کریمه» می‌شد، بلکه ممکن بود مجدد کشور را به چند قسمت تقسیم کند. تا اواسط سال ۲۰۱۴ و علی‌رغم توافق‌نامه آماده‌باش ۱۰ میلیارد SDR صندوق بین‌المللی پول که در آوریل در شهر کیف (پایتخت اوکراین) مورد توافق ریاست جمهوری جدید گرفت، این ریسک‌ها هم‌چنان زیاد بودند.

پیش‌بینی جنگ‌ها یا تغییر رژیم یا زمانی که نزاع اجتماعی به جنگی

1. Special Drawing Right (SDR)

داخلی تبدیل می‌شود، تحلیل ریسک‌کشوری را وارد محدوده عدم اطمینان می‌کند. یکی از بزرگترین نکول‌ها در تاریخ مربوط به روسیه در سال ۱۹۱۸ در پی انقلاب بولشویک بود که غیرمنتظره اتفاق افتاد. اما ایان بریمر و پریستون کیت در تحقیق‌شان راجع به ریسک‌های سیاسی، تحت عنوان دم‌کلفت، اشاره دارند که «رویدادهای غیرمنتظره ویژه به‌ندرت رخ می‌دهند». آن‌ها با این موضوع که انقلاب سال ۱۹۱۷ روسیه رویدادی غیرمنتظره بود (رویدادی نادر با تبعات شدیدی که بصورت آماری قابل پیش‌بینی نیست) مخالف بودند و مدعی بودند که مردم بریتانیا می‌دانستند که آلمان‌ها از «بولشویکس» حمایت مالی می‌کنند و روس‌ها نیز می‌دانستند که «لنین» یک تهدید محسوب می‌شود. شرایط حاد اروپا در آن زمان، و به‌ویژه در روسیه که زیر نظر دولتی مشروط بود، سرخ‌های زیادی می‌داد. اما این امکان وجود دارد که با خودخشنودی که از خصوصیات طبقه قدرت حاکمه اروپا شناخته می‌شد - طبقه‌ای که تصور می‌کردند جنگ جهانی اول هرگز رخ نمی‌دهد - به این عقیده منجر شود که انقلاب بولشویک هرگز رخ نخواهد داد. تقریباً یک قرن بعد، روسیه در اوت ۱۹۹۸ با نکول مواجه شد. بستانکاران تا تابستان سال ۱۹۹۸ وام می‌دادند و آسیب‌پذیری نهادهای روسی را دستکم می‌گرفتند و با خودخشنودی تصور می‌کردند که ابرقدرت‌ها با نکول مواجه نمی‌شوند.

همین اتفاق در زمان سرنگونی حاکمین مستبد تونس، مصر و لیبی در سال ۲۰۱۱ که حاکمیتی طولانی‌مدت داشتند نیز رخ داد. تحلیل‌گران بسیاری می‌دانستند که این رژیم‌ها دوام ندارند. افزون بر این، معلوم شده بود که سرنگونی این رهبران احتمالاً خلاء قدرتی را ایجاد می‌کند که منجر به درگیری داخلی می‌شود. با این حال، از آنجایی که حاکمیت این رهبران مدتی طولانی به طول انجامید، پیش‌گویی زمان یا چگونگی سقوط این رژیم‌ها غیرممکن بود. پیش‌بینی زمانی که ریسک سیاسی تبدیل به ریسک نکول می‌شود نیز به همین اندازه دشوار و گاهی اتفاقی طولانی‌مدت است.

در دهه ۱۹۸۰، طی جنگ ایران و عراق، با توجه به درآمد فراوان عراق

از نفت و حمایت بین‌المللی وسیع کشورها از عراق، بستانکاران آن نمی‌توانستند رویدادهای سیاسی گوناگونی که نهایتاً به نکول و تجدید ساختار بدهی ۱۲۰ میلیارد دلاری دوره صدام می‌انجامید، پیش‌گویی کنند.

ردیابی روندهای اجتماعی و سیاسی

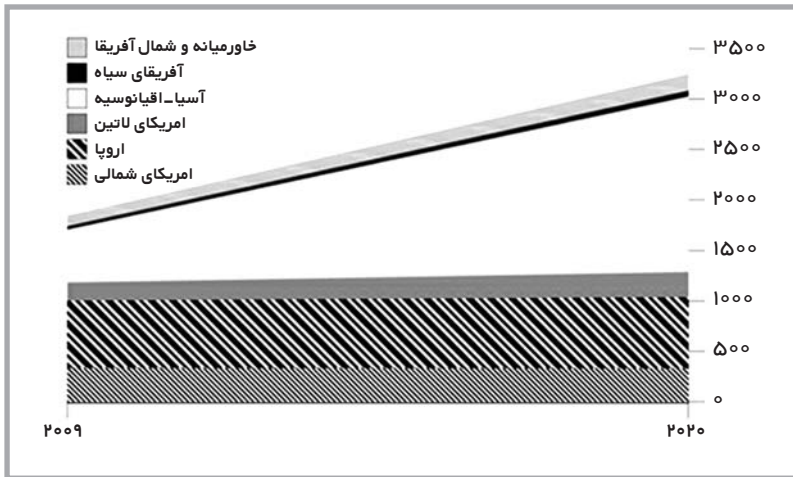
رویدادهای اجتماعی و سیاسی تدریجی‌ای نیز وجود دارند که، همانند رویدادهای جغرافیایی-سیاسی، اغلب تشخیص‌شان تا زمان برهه حساس دشوار است. به‌عنوان مثال، پیشرفت مردم شاغل و طبقات متوسط بریتانیا و افول طبقه اشراف بسیار آشکار شد و به دنبال ضربه خسارت‌بار جنگ جهانی اول پیامدهای حادّی در حوزه سیاست و خط مشی به همراه داشت. نمونه جدیدتری از تقسیمات جدید طبقه قدرت حاکمه در تایلند و ترکیه در حال وقوع است. در هر دو کشور، طبقات قدرت حاکمه شهری، تحصیل کرده و بروکراتیک اقتصادی متفاوت را پایه‌گذاری کردند که نقاط قوت زیادی داشت. اما جمعیت روستایی و مهاجرین شهری جدید را نادیده گرفتند و نتوانستند به نابرابری‌های درآمدی منطقه‌ای رسیدگی کنند. اکنون این طبقه توسط این نیروهای سیاسی جدید و تزلزل و خطرات سیاسی فزاینده‌ای به چالش کشیده می‌شوند. این نوع خطرات حاصل تحولات بلندمدت در آمارگیری، شهری‌سازی، توسعه اقتصادی و توسعه بشر و پیشرفت تدریجی عقاید سیاسی است. در این بخش، چند موضوع مشابه بررسی می‌شوند؛ برخی همانند پیدایش طبقه متوسط با بازارهای نوظهور ارتباط بیشتری دارند، اما برخی دیگر پدیده‌های جهانی‌اند.

پیدایش طبقه متوسط در کشورهای در حال توسعه

یکی از تحولات اجتماعی بزرگ طی دهه اخیر رشد اقتصادی سریع و شهری‌سازی در بازارهای نوظهور طبقه متوسط روبه‌ترقی بوده است (شکل ۶.۱ را ببینید). از گذشته، طبقه متوسط منشأ کارآفرینی و نوآوری تلقی می‌شد و ارزش تحصیلات، سخت‌کوشی و صرفه‌جویی از عوامل محرک اصلی پیشرفت اقتصادی بود. هنوز هم، جای پیشرفت وجود دارد، چرا که

شکل ۶/۱. طبقه متوسط نوظهور براساس منطقه

میلیون



منبع: فراس و گرتز، طبقه متوسط جدید جهانی، بروکینگز، ۲۰۱۰

طبقات متوسط در هند و چین، به ترتیب، تنها حدود ۵ و ۱۱ درصد از جمعیت را در بر می‌گیرند (براساس تعریف درآمد روزانه ۱۰-۱۰۰ دلاری). اما بطور کلی، حدود ۲۰۰ میلیون نفر بودند که هنوز هم تعداد زیادی محسوب می‌شود، و عادات مصرف گذشته ایشان کالاهای مصرفی بادوام و صنایع خودروسازی و همچنین گستره‌ای از بخش‌های خدماتی به سرعت مترقی را ایجاد و اقتصادشان را متحول کرد. با این حال، این ریسک وجود دارد که مسیر رشد، مسیری مستقیم نباشد و حتی ممکن است در صورتی که رشد متوقف یا توزیع درآمد در جامعه وخیم‌تر شود، روندی معکوس پیدا کند. به‌عنوان مثال، در اواسط دهه ۱۹۸۰، سرانه درآمد کره جنوبی و برزیل حدود ۶۰۰۰ دلار بود و طبقات متوسطشان به ترتیب ۳۸ و ۲۹ درصد از جامعه را تشکیل می‌دادند. اما تا سال ۲۰۱۰، با روند مناسب توزیع درآمد و ساختار سیاسی اقتصاد منبع‌بنیان، طبقه متوسط برزیل تنها به ۳۸ درصد جمعیت رشد یافت، در حالی که در کره جنوبی تا ۹۴ درصد

جمعیت رسید.

امیال برآورده نشده و اضطراب‌های گوناگون این طبقه متوسط پیدایش یافته در ترقی ناگهانی اعتراضات در سرتاسر کشورهای برزیل، هند، روسیه، تایلند، ترکیه، اوکراین و ونزوئلا، و همچنین در بهار عرب، تأثیر گذاشت و احتمال می‌رود که این روند ادامه یابد (مطالعه موردی ۶.۳ را ببینید). برخی از این اعتراضات در مصر، لیبی، تونس و اوکراین با موفقیت به سرنگونی رهبران مستبد انجامید. با این حال، چنان که تاریخ نشان می‌دهد، فروپاشی رژیم‌های در حال سرنگونی خلائی سیاسی در بیداری پس از خود به جای می‌گذارند و ریسک فراوانی دارد - کما اینکه در مصر، لیبی و اوکراین به چشم می‌خورد.

مطالعه موردی ۶.۳

اعتراض طبقه متوسط نوظهور و افزایش نااطمینانی سیاسی

پیش‌بینی عوامل محرک موج اعتراضات طبقه متوسط در بازارهای نوظهور در چند سال اخیر غیرممکن بوده است. این اعتراضات از فداکاری دگه‌دار از جان گذاشته‌ای در تونس، افزایش کرایه حمل و نقل عمومی در برزیل و خشونت علیه زنان در هند گرفته تا تخریب پارکی در استانبول متغیر بودند. بافت سیاسی این اعتراضات غیرهمسان نیز متفاوت بود؛ برخی در انواع مختلف رژیم‌های مستبد رخ می‌دادند، برخی دیگر در دموکراسی‌های چندحزبی دیرینه؛ برخی تقسیمات روستایی/شهری را منعکس می‌کردند، همانند اعتراضات تایلند و ترکیه، و برخی دیگر، نظیر اعتراضات اوکراین، نوعی جهت‌گیری استراتژیک یا فرهنگی بودند.

ناهمسانی سیاسی یکی از جوانب موثر این اعتراضات بود که بر عدم اطمینان خط مشی می‌افزود. این مسئله در برزیل و هند که اعتراضاتشان به تقاضاهای خاصی مرتبط می‌شد، وجود نداشت. اما در اعتراضات وسیع‌تر، ملی‌گرایان افراطی به جمع لیبرال‌های ترکیه و اوکراین که متقاضی حقوق دموکراتیک بودند پیوستند؛ و فعالان حقوق زنان در مصر و تونس نیز

دوشادوش اسلام‌گرایان افراطی که امیال سیاسی متضادی داشتند ایستادند. ۵۰ سال قبل، اعتراضات انبوهی در این کشورها توسط اتحادیه‌های بخش عمومی یا طبقه قدرت حاکمه بروکراتیک، که احتمالاً عناصری از قوه نظامی را شامل می‌شد، رهبری گردید. دستور کار سیاست اقتصادی آن‌ها نسبتاً روشن بود: ملی‌گرایی صنعت، بانکداری و اصلاحات ارضی. اما امروزه، این سیاست‌ها یا نامعتبرند و یا دیگر مناسب نیستند. برخی از معترضین طبقه متوسط دستورکارهای مهم اعتراض در کشورهای توسعه‌یافته را بازگو می‌کنند. اما این اعتراضات تمایل جمعی را به بازارهای نوظهوری محدود کردند که در آن‌ها استانداردهای فعال تنها بخشی از استانداردهای جهان توسعه‌یافته بود. ظاهراً، در محل اعتراضات عقاید تحول‌آفرین بزرگ محدودی وجود داشت. از این نظر، افول ایدئولوژی بر عدم اطمینان سیاسی و خط مشی افزود.

ریسک چندپارگی ملی

یکی دیگر از رویدادهای سیاسی بلندمدت تضعیف نهادهای سکولار است. گرچه روابط متفاوتند، اما جدایی سیاست از دین در مکتب سکولار اصل پایه‌گذار کشورهای زیادی است که در دوره مبارزه با استعمار مستقل شدند. با این حال، تضعیف الگوی مدرن‌سازی، فروپاشی مکتب جایگزین سوسیالیست و فشارهای جهانی‌سازی همگی در احیای سیاست‌های مذهبی و هویت‌بنیان بومی شده موثر بودند.

این رویداد جهانی از ایالات متحده تا هند مشهود بود، اما به برجسته‌ترین شکل در خاورمیانه نمود پیدا کرد. جنبش‌های سیاسی الهام گرفته از اخوان المسلمین از ترکیه تا تونس سطوح متفاوت اسلامی‌سازی جامعه و فرهنگ را دنبال می‌کردند.

اما ظاهراً این جنبش‌ها هیچ گرایش اقتصادی سیاسی متمایزی ندارند. گذشته از این، مردم‌شان را به موقعیت‌های اقتصادی و سیاسی استراتژیک ترغیب می‌کنند. این تبلیغ منافع شخصی متأثر از مذهب در عرصه سیاسی،

توأم با دیدگاه اکثریت‌گرایی دموکراسی، به‌نظر خلایی در نهادهای سکولار و اصل حاکمیت قانون - که قبلاً در اثر روابط حمایتی عمیق تضعیف شده - ایجاد می‌کند و گرایشی به سمت قانون استبدادی بوجود می‌آورد.

افزایش آگاهی از تفاوت‌های مذهبی به سادگی به سایر تفاوت‌های نژادی یا فرهنگی تبدیل می‌شود. این اتفاق دوقطبی شدن سیاسی را عمیق و هویت ملی را تضعیف می‌کند و بطور بالقوه منجر به چندپارگی ملی می‌شود. این وضعیت در سرنوشت عراق و سوریه و تازه‌تر از همه، در اوکراین دیده شد (مطالعه موردی ۶.۲ را ببینید). حتی اگر کشور سالم بماند، تقسیمات اجتماعی، جغرافیایی-سیاسی و سیاسی غیرقابل‌تغییر شده و مشکلات طولانی‌تری را در پی خواهد داشت.

در رژیم‌های دموکراتیک، این اتفاق در بلا تکلیفی سیاسی و پارلمانی منعکس می‌شود. آژانس‌های رتبه‌بندی از ریسک بلا تکلیفی سیاسی به عنوان عاملی در رتبه‌بندی حاکمیت‌ها، همانند تایلند، یاد می‌کنند که در آن حتی پس از کودتای نظامی می ۲۰۱۴، «فیش» هشدار داده بود که مشکل بلندمدت اصلی این کشور توانایی غلبه بر شکاف‌های اجتماعی عمیق و تبدیل شدن به کشوری قابل‌اداره است. همانطور که در تایلند مشاهده شد، این فشارها می‌توانند یا منجر به کودتای نظامی شوند و یا رژیم حکفرما را به سمت سرکوبی بیشتر هدایت کنند. با ضعیف شدن حمایت داخلی، این رژیم‌های سرکوب‌کننده به رژیم‌های متخاصم‌تر در سطح بین‌المللی تبدیل می‌شوند. این امر بر ریسک جغرافیایی-سیاسی می‌افزاید، کما اینکه روسیه در اوکراین یا عربستان سعودی نیز پس از بهار عرب بوجود آمد.

نهادهای تکامل‌یافته در کشورهای توسعه‌یافته از این خطرات چندپارگی ملی و بلا تکلیفی سیاسی جلوگیری نکردند (در ادامه می‌بینید). با این حال، این فشارها همانطور که در بسیاری از بازارهای نوظهور دیده می‌شود، به جای اینکه به لحاظ نظامی مدیریت شوند، از لحاظ سیاسی مدیریت می‌شوند.

ریسک سیاسی و نهادها

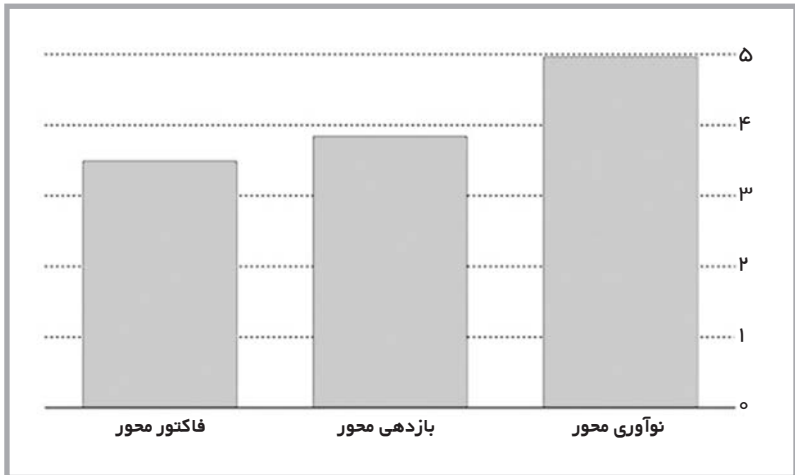
قدرت نهادی یکی از عناصر مهم ثبات سیاسی و اقتصادی است (گرچه مشخص نیست کدام یک اولی‌تر است). براساس مقاله مودیز، که قدیمی‌ترین پایگاه داده تاریخی را داراست، حدود یک سوم از نکول‌های حاکمان گذشته ارتباط مستقیمی با ضعف‌های نهادی و سیاسی‌شان داشته است که از تزلزل سیاسی گرفته تا مدیریت ضعیف بودجه، مشکلات حاکمیتی و بی‌رغبتی سیاسی به پرداخت دیون متفاوت بودند. از جمله این موارد می‌توان به نکول مغولستان در سال ۱۹۹۷ و کامرون در سال ۲۰۰۴ که به سبب مدیریت ضعیف بودجه نهادها و عدم قطعیت سیاسی رخ داد، همچنین، نکول ونزوئلا در سال ۱۹۹۸ که عمدتاً به علت تأخیر در پرداخت (دیون) به سبب مشکلات اداری اتفاق افتاد و نکول سال ۲۰۰۸ اکوادور اشاره کرد که تنها نتیجه بی‌رغبتی سیاسی به پرداخت دیون بود.

در بخش توسعه نهادی، این ریسک‌ها بررسی می‌شوند. این دسته‌بندی را نباید دسته‌بندی انحصاری تلقی کرد. شکل ۶.۲ رابطه بین قدرت نهادی کشورها و ساختار اقتصادی اولیه‌شان را، مشابه دسته‌بندی ساختاری بنیادی که در فصل ۵ معرفی شد، نشان می‌دهد: صنایع دانش‌بنیان پیشرفته (نوآوری محور)، صنایع دارای فعالیت‌های ناهمسان (بازدهی محور) و صنایع منبع‌بنیان (فاکتور محور). همانطور که توضیح داده شد، اقتصادهای منبع‌بنیان ساختارهای سیاسی و نهادی بازاری ضعیفی دارند؛ اما این موضوع نیز جالب توجه است که امتیازات اقتصادهای بازدهی محور نسبت به اقتصادهای فاکتور محور بهبود چندانی نداشته‌اند.

ریسک سیاسی در کشورهای دارای نهادهای سیاسی تکامل یافته

ریسک سیاسی در بین اجزای ریسک کشوری در یک اقتصاد توسعه یافته با نهادهای سیاسی تکامل یافته سطح بالایی ندارد. حفظ ریسک سیاسی در سطحی پایین انعطاف‌پذیری و اثربخشی نهادهای سیاسی، سیاستی و بازاری در واکنش به فشارهای داخلی و جهانی محسوب می‌شود. اما ریسک

شکل ۶/۲ بهبود تنوع بخشی اقتصادی به واسطه قدرت نهادی
امتیازات شاخص قدرت نهادی



منبع: مجمع جهانی اقتصاد، شاخص رقابت‌پذیری، ۲۰۱۳-۲۰۱۲

سیاسی همواره وجود دارد و ممکن است گاهی به‌شدت افزایش یابد. ریسک‌های سیاسی شامل ابهامات انتخاباتی، فروپاشی دولت‌ها، ناآرامی قشر کارگر، اعتراضات داخلی، حملات تروریستی، و منازعات مذهبی و نژادی‌اند که نمونه‌هایی از آن در ایرلند شمالی و درگیری شهر باسک در اسپانیا دیده شد.

در سال‌های اخیر، ریسک سیاسی بیشتر شده است. در ایالات متحده، بن‌بست سیاسی، تقسیم‌بندی غیرعادلانه، قدرت زیاد لابی‌گران واشنگتن و وضعیت وخیم توزیع درآمد نشان از افزایش ریسک‌های سیاسی دارد. در اتحادیه اروپا، نرخ بالای بیکاری جوانان و افزایش جریان‌ات سیاسی بیگانه‌هراسانه و وطن‌پرستانه ریسک سیاسی را می‌افزاید.

افزایش فشار استقلال‌گرایان در اروپا، همانند اسکاتلند، مناطق شمالی ایتالیا، یا سیلیسیا در لهستان، عنصر دیگر ریسک سیاسی است. با توجه به تکامل نهادهای سیاسی، حوزه سیاسی عمدتاً، گرچه نه همیشه، نقش واسطه این تعارضات را ایفا می‌کند. با این حال، بسته به اهمیت منطقه

- مانند کاتالونیا که به کارخانه اسپانیا معروف است - جنش‌های استقلال‌گرایان می‌تواند عدم اطمینان را افزایش و سرمایه‌گذاری در کشور را کاهش دهد و عواقب منفی بلندمدتی را بر جا گذارد.

این اتفاقات نشانه‌هایی از ضعف نهادها و از بین رفتن انعطاف‌پذیری و خلاقیت نیز هستند. با تنزل رتبه بدهی حاکمیتی ایالات متحده، موسسه S&P^۱ ناتوانی کنگره ایالات متحده را در مورد سیاست بودجه هشدار داد که سبب افزایش ریسک نکول بدهی حاکمیتی شده است. در اتحادیه اروپا، تصمیمات حساس ظاهراً به تکنوکرات‌ها سپرده می‌شوند و کمیسیون اروپا، صندوق بین‌المللی پول و بانک مرکزی اروپا از فرآیندهای سیاسی عادی دموکراتیک - به‌عنوان مثال، جایگزینی کاندیدهای انتخاب شده توسط دولت‌های تکنوکرات در ایتالیا و یونان برای پیگیری اصلاحات دشواری که تروییکا الزام کرده بود - فاصله می‌گیرند. راهکار نهایی حل بحران یورو نیاز به عمیق‌تر شدن اتحاد بخش سیاسی، مالی و بانکداری - و نهادهای جدید - دارد. اما وجه عمومی اروپا به مداخله کمتر بروکسل در امور ملی تمایل دارد.

علاوه بر این، تغییرات ناگهانی سیاست‌ها نیز ریسک‌هایی به دنبال دارند. نمونه‌ای از این موارد مالیات ۴۰ درصدی سود شرکت‌های استخراج معدن فعال در استرالیا بود. اگر این سیاست با همان شکلی که ابتدا در سال ۲۰۱۰ مطرح شده بود تصویب می‌شد، می‌توانست سرمایه‌گذاری در این حوزه را از بین ببرد و اثری منفی روی اقتصاد استرالیا بگذارد و احتمالاً منجر به تنزل رتبه اقتصادی آن شود. (طرح مالیات بر سودهای هنگفت حاصل از منابع تصویب نشد و به استعفای کوین راد انجامید. با این حال، پس از بحث عمومی گسترده، طرح مالیات بر اجاره منابع معدنی به تصویب رسید که به مالیات ۳۰ درصد بر سودهای بالا - سودهایی که از سقف معینی بالاتر بودند - تنها در معادن سنگ آهن و زغال سنگ محدود شد).

علاوه بر این، دوره‌هایی - برهه‌های حساسی در تاریخ - وجود دارد که پس از بحران‌های سیاسی و اقتصادی، به ناگهان تحولی اجتماعی رخ داده

1. Standard & Poor's

است. نمونه‌ای از این دوران دهه ۱۹۸۰ در انگلستان در دوران حاکمیت مارگارت تاچر بود که توازن نسبی قدرت شدیداً از صنایع و اصناف تجاری ملی شده به سمت سرمایه‌ها و بازارهای خصوصی گرایش پیدا کرد. پس از کمی درگیری، نهادها با انعطافی عادی و براساس سنت مدیریت، تحولات عظیم در کشور خود را با این وضع تطبیق دادند. نمونه‌ای دیگر تقسیم (کشوری) ناگهانی واتیکان و تأسیس کلیسای انگلستان در سال ۱۵۳۴ بود که امکان سلب مالکیت اراضی کلیسا را توسط پادشاه فراهم نمود و به دولت قدرت بخشید. تاریخچه مدیریت تحولات شدید در انگلستان می‌تواند نشان‌دهنده این باشد که عضویت آن در اتحادیه اروپا را نباید در نظر گرفت. درک تاریخچه تحولات اجتماعی و نهادی در کشور می‌تواند ریسک‌های آینده را آشکار کند.

نهادهای عقب‌مانده در توسعه اجتماعی و اقتصادی

ریسک سیاسی یکی از عناصر اصلی ریسک کشورهایی است که به تازگی مستقل شده‌اند، به سرعت روبه‌رشدند و ساختار نظامی‌شان دستخوش تغییرات سریعی شده است. توسعه نهادی ناگزیر از تحولات سریع اجتماعی و سیاسی عقب افتاده و بر تنش‌های سیاسی می‌افزاید. حتی اگر برخی نهادها صدها سال، یا نزدیک به این، موجودیتی ملی داشته باشند، ضعف‌های نهادی به سبب تکرر گسستگی‌های سیاسی، مانند اردوهای نظامی، انقلاب‌های اجتماعی یا جنگ‌های داخلی، ممکن است ماندگار شوند. ناامنی از خصوصیات طبقات قدرت حاکمه سیاسی و تجاری است، کما اینکه در فرار سرمایه، ناتوانی در برقراری سازش و واگذاری وظیفه کنترل کشور برای سازگاری با تغییرات مشهود است. بدین ترتیب، تنها راه تغییر مسیر ممانعت از شوک‌های سیاسی است. اما خود این مسئله مانع از پیشرفت تدریجی و تکامل نهادها می‌شود. بنابراین، اغلب این نهادها، به جای اینکه امکان پیشرفت تدریجی پیدا کرده و شرایط داخلی را منعکس کنند، پیوندی «از کل به جزء» دارند. بدین معنا که، برحسب تعریف، نهادها انعطاف‌ناپذیرند و به خوبی با تغییرات سازگار نمی‌شوند. شمار این گونه موارد به گونه‌ای

است که نمی‌توان به همه آن‌ها اشاره کرد، اما نمونه‌ای که به ذهن خطور می‌کند، ضعف نهادی اقتصادی و سیاسی کشورهای اروپای جنوبی، از پرتغال تا ترکیه است، که دورانی طولانی تحت حاکمیت نظامی بودند.

مطالعه موردی ۶.۴

مذاکرات مدرن‌سازی روسیه: دشواری‌های تنوع‌بخشی و اصلاحات نهادی

مذاکرات مدرن‌سازی روسیه که طی سال‌های ۲۰۰۸-۱۰ صورت گرفت دشواری‌های تنوع‌بخشی اقتصاد منبع‌بنیان و چالش‌های سیاسی و نهادی را، که این کشور با تغییر نظامش از شوروی سابق با آن‌ها مواجه شد، نشان می‌دهد. تولید ناخالص داخلی واقعی روسیه سال ۲۰۰۹ ۷.۹ درصد کاهش یافت که تضاد شدیدی با عملکرد سایر اقتصادهای نوظهور داشت. با وجود افت ۲۲۱ میلیارد دلاری ذخایر ارزی خارجه برای دفاع از ارز «روبل» و تأمین محرک مالی بزرگی حدود ۱۰ درصد تولید ناخالص داخلی، تولید ناخالص داخلی روسیه به شدت افت کرد و از ضعف اقتصاد این کشور پرده برداشت. کرملین در پاسخ به این اوضاع سیاست‌های نامسئولانه ایالات متحده را مقصر این اتفاق برشمرد. اما پس از سخنرانی‌ها، عملکرد مهلک روسیه آتش منازعه ملی شدیدی را بر سر موضوع مدرن‌سازی و تنوع‌بخشی اقتصاد روسیه روشن کرد.

همه برای مدرن‌سازی

دو سال پس از بحران سال ۲۰۰۸، سرانجام دولت روسیه دریافت که توسعه سازمان‌های دولتی به حد نهایی‌اش رسیده و فوراً باید جهت بهبود محیط تجاری اصلاحات نهادی صورت گیرد. نقش دولت در اقتصاد به مقدار تخمینی ۵۰ درصد تولید ناخالص داخلی رسید، زیرا دولت برای نجات بانک‌ها و شرکت‌های خودروسازی طی بحران ۲۰۰۸-۰۹ وارد عمل شد. طرح اولویت‌بندی اصلاحات جهت پاکسازی ارگان‌های قضایی و مجری قانون، رژیم مالیاتی و رژیم صدور روادید اعلام شد. ظاهراً همه ارگان‌ها بر

سر این موضوع توافق داشتند که مدرن‌سازی و تنوع‌بخشی یک ضرورت است. اما در مورد چگونگی اجرای آن مخالفت زیادی دیده می‌شد. آیا باید اجرای آن به رهبری دولت و با رویکرد از بالا به پایین صورت گیرد؟ یا بالعکس، امتیازات انحصاری منحل و با آزادی‌سازی اقتصادی و سیاسی همراه شود؟

«مدرن‌سازی استبدادی» توسط دولت و اعضای احزاب طرفدار حکومت

برنامه توسعه درازمدت تحت عنوان «روسیه ۲۰۲۰»، که در فوریه ۲۰۰۸ منتشر شد، از پیش هشدار داده بود که این فرآیند اساساً تحت رهبری دولت بوده است. ولادیسلاو سورکوف، معاون اول رییس جمهور وقت، دیمیتری مدودف، و به نقل از روزنامه «مسکو تایمز»، مولف ایده مدرن‌سازی استبدادی، مسئولیت رهبری اصلاحات را برعهده گرفت و طرح «دره سیلیکون روسیه» و «شهر نوآوری» را پیشنهاد داد (بدین ترتیب خاطرات تأسفبار تعطیلی شهرهای علم و فناوری شوروی در صربستان بازگشت). محوریت این استراتژی «از بالا به پایین» نیز اعضای احزاب طرفدار حکومت بودند. مظنونین همیشگی در مجمع مدرن‌سازی که در فوریه ۲۰۱۰ در تومسک تشکیل شد حضور یافتند: ویکتور وکسلبرگ (روسال)، میخائیل پروخروف (اونکسیم)، آناتولی چوبایس (روزنانو)، واگیت آلکپروف (لوک اویل) و همکاران.

...اما بدون مردم

این رویکرد از بالا به پایین با واکنش گسترده‌ای مواجه شد. میخائیل گورباچف از دولت پوتین به این جهت که قصد داشت «برنامه مدرن‌سازی خود را عملاً بدون مردم اجرا کند» انتقاد کرد. مدیر شرکتی کوچک از شرکت صنعتی نوسکی در سنت پترزبورگ در این مجمع به این مطلب اشاره کرد که ضرورت این کشور «مدرن‌سازی برخی از سیاست‌های بزرگ دولت» است و بر تعارض منافع اعضای احزاب طرفدار حکومت و طبقه قدرت حاکمه کرمیلین و منافع شرکت‌های مبتکر کوچک تأکید کرد. اصلاحات نهادی برای انحلال امتیازات انحصاری، تغییر فرهنگ جهت حمایت از شرکت‌های خصوصی،

و ایجاد میدان رقابتی هم‌سطح به واسطه پایبندی به اصل حاکمیت قانون که مانع از تصرف‌داری‌ها می‌شود الزامی بود. این جریان توسط ۲۰۰ نفر امضاءکننده، یا نزدیک به این، که بیشتر از حوزه فناوری اطلاعات بودند منعکس شد تا دادخواستی به حمایت از آلکسی ناولنی، نامزد شهرداری مسکو در سال ۲۰۱۳، تنظیم شود. «ما کارآفرینان اقتصاد دانش‌بنیانیم... اصل حاکمیت قانون، دادگاه‌های مستقل و انتخابات آزاد برای ما ارزش‌های انتزاعی نیستند، بلکه مهم‌ترین سازوکارند که رقابتی صادقانه را تضمین کرده و ما را در مقابل رفتار مستبدانه سازمان‌ها مصون نگاه می‌دارد».

آیا روسیه می‌توانست شبیه چین باشد؟

موفقیت چین در مدیریت مدرن‌سازی تحت رهبری دولت با رویکرد از بالا به پایین و فرآیند نوآوری احتمالاً در روسیه تکرار نمی‌شود، چرا که تفاوت‌های مهم بسیاری وجود دارد. یکی از این تفاوت‌ها این است که تجربه کمونیستی روسیه ۷۰ سال به طول انجامید؛ اما چین در این مورد تجربه کمتری داشت و مهارت‌های کارآفرینی نسل پیرتر کاملاً از بین نرفته بود. پس از اجرای اصلاحات بازار ابتدا در حوزه کشاورزی در دهه ۱۹۸۰، اکثریت شرکت‌های کوچک و متوسط توانستند در مناطق روستایی و شهری چین ظاهر شوند. برخی از محققین (مانند مارک‌هانسون از دانشگاه وارویک و دبین ما از مدرسه اقتصاد لندن) مدعی‌اند که استبداد متمرکز منطقه‌ای چین عنصر مهم موفقیت این کشور محسوب می‌شود. افزون بر این، دستمزدهای پایین و سیاست‌های راهبردی چین (طرفداری از ایالات متحده و عضویت زود هنگام در سازمان تجارت جهانی) حجم قابل‌ملاحظه‌ای از سرمایه‌گذاری‌های خارجی را به سمت این کشور جذب کرد. چین همچنین توانست از جمعیت گسترده یهودیان خود در پیشبرد نوآوری و جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بهره‌گیرد - عاملی که در روسیه برعکس عمل کرد.

"Brezhnevisation" اقتصاد روسیه

روسیه ظرفیت نوآوری خود را در دهه ۱۹۷۰ که اقتصاد شوروی به

اقتصادی انعطاف‌ناپذیر تبدیل شد از دست داد. طی ۲۰ سال پس از پایان دوران اتحادیه جماهیر شوروی که بسیاری از مغزهای تحقیق و توسعه از وطن خارج شدند، پیشرفت کمی در این کشور صورت گرفت. امروزه، نشانه‌هایی وجود دارد که ساختار سیاسی و اقتصادی روسیه ممکن است باری دیگر صلب شده و انعطافش را در نوآوری و بازگشت به دوره Brezhnevisation از دست دهد. اقتصاد روسیه در اواسط سال ۲۰۰۹ دچار رکود شد، اما رشد آن همچنان آسیب‌پذیر و گردش‌های سرمایه به خارج از کشور به شکلی بی‌رحمانه بالا بود. در حالی که این کشور بخش خصوصی ضعیفی دارد، اما بخش دولتی آن همچنان محرک اصلی داخلی ترقی در رشد محسوب می‌شود.

نتیجه‌گیری

دولت می‌تواند محرک نوآوری کشور باشد کما اینکه در اتحادیه جماهیر شوروی (در دهه‌های قبل)، ایالات متحده، اتحادیه اروپا، چین و بسیاری از کشورهای دیگر دیده شد. اما برای روسیه امروزی، به جز مواردی که با جریان اصلاحات از بالا به پایین توأم شده و این اقدامات را گسترش دهد، برنامه‌های نوآوری در اقتصاد همواره چندپاره و غیریکنواخت باقی ماندند. در صورتی که محیط سرمایه‌گذاری روسیه امکان بهبود داشت، جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌توانست به ترقی آن کمک کند. اما در سال ۲۰۱۴، در دوره پس از بحران اوکراین، با توجه به مسیر سیاست خارجه ولادیمیر پوتین و تحریم‌های اقتصادی بالقوه‌ای که اقتصاد روسیه با آن مواجه بود، به نظر می‌رسید که زمانش گذشته باشد. سیاست‌های روسیه به دنبال بهبود محیط تجاری، آزادسازی اقتصاد و جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی‌اند، و افزایش نوآوری و مدرن‌سازی بطور محتمل به تعویق خواهد افتاد و اقتصاد روسیه را حتی بیش از پیش به قیمت‌های نفت و منابع‌اش وابسته می‌کند.

ساختارهای سیاسی متفاوتند. اما حتی کشورهایی که دموکراسی اسمی دارند غالباً ویژگی‌های رژیم قبلی‌شان را، مانند شبکه‌های پشتیبانی گسترده و سرمایه‌دارانی هم‌رأی، با خود دارند. گاهی، تنها عنصر دموکراسی دوره‌ای است - انتخابات اساساً سازشی با آزادی‌های شخصی و سیاسی بسیار محدود. اغلب، نهادهایی که در تحولات واسطه می‌شوند، مانند نظام سیاسی معتقد به ائتلاف حزبی با حوزه قضایی نسبتاً مستقل که می‌تواند انعطاف‌پذیری را تأمین کند، یا آسیب‌پذیرند و یا معدوم. با این حال، سیاست می‌تواند اثربخشی زیادی داشته باشد، مشروط بر اینکه خدمات اجتماعی و بوروکراسی بسیار شایسته و پرنگیزه‌ای وجود داشته باشد چنان که در بسیاری از کشورهای آسیایی دیده شد. اما حتی پس از این، نبود استقلال نهادهای اصلی مانع این اثربخشی می‌شود.

ریسک‌های نهادی و بخش‌های دولتی بزرگ

بخش‌های دولتی بزرگ غالباً با حاکمیت و نهادهای بازاری ضعیف ارتباط دارند. دلایل مناسب بسیاری برای نقش‌آفرینی دولت در اقتصاد وجود دارد از جمله در کشورهای توسعه‌یافته که در آن‌ها حمایت‌های مالی دولت در تحقیقات بنیادی منبع نوآوری‌های فناورانه بزرگی شده است. دولت همچنین می‌تواند انگیزه مهمی برای رشد و توسعه در مراحل اولیه پیشرفت کشور باشد. اغلب به این جهت که ممکن است طبقه سوداگر بومی که سرمایه و مهارت‌های کافی دارند، وجود نداشته باشد. یا در صورتی که وجود دارد، در حوزه کشاورزی باشد. یا ممکن است از کشور خارج شده باشند، همانند انقلاب‌های باتیستی در مصر و سوریه در دهه ۱۹۵۰. یا همانند کشورهای شوروی سابق، چین و ویتنام، ممکن است کشور دوره‌ای طولانی از تحولات سوسیالیستی را پشت سر گذاشته باشد که در آن اموال خصوصی توقیف شده باشند. در پی این شرایط، مفهوم دولت توسعه‌خواه از پایان جنگ جهانی دوم تا دهه ۱۹۸۰ که ویژگی‌های منفی‌اش برجسته‌تر شد، به‌شدت مورد حمایت قرار گرفت. این ویژگی‌ها شامل حاکمیت ضعیف، بهره‌جویی وسیع در قسمتی از بخش خصوصی نوظهور، صنایع

دولتی ناکارآمد و ناپایدار و سیاستمدارانی که به واسطه رشوه‌خواری و حمایت جایگاه شغلی‌شان را حفظ کردند.

در کشورهای در حال توسعه سرشار از منابع، ساختارهای سیاسی نوظهور اغلب طرفدار حکومت و قدرت‌طلب هستند. اقتدار و نفوذ دولت بر پایه کنترل منابع حیاتی یا تصرف‌شان توسط طبقه قدرت حاکمه محدود استوار است، چنان که رژیم پوتین در روسیه یا خانواده‌های سلطنتی کشورهای حاشیه خلیج فارس نیز این‌گونه بودند. این مسئله تسلط دولت بر اقتصاد را جاودانه کرده، بر فساد و عدم شفافیت دامن زده و ریسک‌های کشوری را می‌افزاید. فساد شدید و اصل حاکمیت قانون ضعیف می‌تواند سرمایه‌گذاری در کشور را محدود کند. انگیزه اولیه سرمایه‌گذاران خارجی برای سرمایه‌گذاری در ازبکستان، کشوری غنی به لحاظ منابع فرهنگی و طبیعی، به سبب فساد و تدابیر سیاسی مستبدانه رژیم اسلام کریموف به سرعت فروکش کرد.

ممانعت از فساد ممکن است دشوار باشد. در چین، پرونده‌های فساد معمولاً در حوزه رسانه پدیدار می‌شوند، و ارگان‌های این کشور بازجویی‌های عمومی متعددی را طی سال‌های اخیر پیگیری کرده‌اند. اما این فساد سطح‌پایین روزمره است که تأمین رفاه اجتماعی یا آموزش را تحت‌الشعاع قرار می‌دهد و خطراتش مشروعیت دستگاه حزب-دولت را می‌فرساید. برای رسیدگی به هر سطح از فساد، اصلاحات عمده در حوزه قضایی برای وضع اصل حاکمیت قانون ضروری است، این مسئله نفوذ حزب حاکم را به چالش می‌کشد و به اصلاحات سیاسی عمیق نیاز دارد.

گذشته از این، ریسک سیاسی به قوت خود باقی می‌ماند. ناآرامی سیاسی نیز اغلب با ترکیب سرکوبی و اعانه‌های دولتی تأمین می‌شود. بودجه دولت معمولاً وابستگی ناچیزی به درآمدهای مالیاتی دارد. بنابراین، دولت‌ها برای جهش به سمت شفافیت بیشتر یا تبدیل شدن به دولت نماینده قانون با فشار مردمی کمی مواجه‌اند. تعجب‌آور نیست که ترکمنستان، کشوری که مالک بخشی از بزرگترین ذخایر گازی دنیاست، یکی از غیرشفاف‌ترین رژیم‌ها باشد. این رژیم‌ها نیز نماینده ریسک‌های زیاد

جانشینی رهبری‌اند - فرآیندی که هر چه رژیم طولانی‌تر شود، غیرقابل‌پیش‌بینی‌تر و درهم‌گسیخته‌تر می‌شود.

زمانی‌که بخش دولتی بزرگی (توأم با امتیازهای انحصاری خصوصی یا انحصارهای چندجانبه در بخش‌های اصلی تحت مالکیت هم‌پیمانان خود قرار گیرد) تحکیم شود، حرکت به سمت اقتصادی رقابتی‌تر و پویاتر دشوارتر می‌شود. (این بدین معنا نیست که مالکیت عمومی یا نقش دولت در اقتصاد همواره مسئله نامطلوبی است، بلکه در اینجا منظور اهمیت کلی دولت در اقتصاد است).

سیاست مصر مسیر پریچ‌وخمی را تا خصوصی‌سازی طی کرد و دشواری این مسیر را به اثبات رساند (مطالعه موردی ۵.۱ را ببینید). حتی اگر معقول باشد، به‌عنوان مثال در اقتصاد کشورهای نفت‌خیز حاشیه خلیج فارس نیز که تحت تسلط بخش عمومی هستند، مشکلات بهره‌وری درازمدت و اشتغال‌پیش خواهد آمد. ساختارهای محدود طبقه قدرت حاکمه که حول کنترل منابع عمومی شکل می‌گیرند نیز تمایل به جنگ‌های داخلی دارند و ممکن است بطور ناگهانی، چنان‌که در لیبی دیده شد، دچار سقوط شوند.

اجتناب از قضاوت‌های ضمنی بر مبنای ارزش‌های شخصی در تحلیل ریسک سیاسی

تحلیل ریسک سیاسی اغلب به سبب قضاوت‌های ضمنی بر مبنای ارزش شخصی کیفیت مطلوبی ندارد. همچنین، اکنون یک سوگیری واقعی داخلی وجود دارد که آژانس‌های ارزیابی، از ایالات متحده تا چین، از این طریق کشورهای را که در آن‌ها محور ارزیابی‌های سوگیری‌های بالاترند ارزیابی کنند. اما روش بررسی ریسک کشوری باید این معیارهای برگزیده را مشخص کند. تحلیل ریسک سیاسی نباید به فعالیتی تبدیل شود که ویژگی‌های سیاسی کشورهای توسعه‌یافته را در نظر گرفته و سایر کشورهای جهان را براساس چگونگی ارتباط با آن‌ها رتبه‌بندی کند. برای آنکه یک تحلیل موثر واقع گردد، باید اساس آن، بسته به نقطه شروع و خصوصیات ویژه کشور و محیط جهانی، درک این موضوع باشد که ممکن است توسعه سیاسی و اقتصادی راه‌های متفاوتی داشته باشد.

تردید نیست که ریسک سیاسی در دموکراسی‌های پردرآمد پایین‌تر

است. اما همانطور که در بالا گفته شد، هنوز هم ریسک سیاسی وجود دارد و گاهی در ایجاد بحران‌های مالی، چنان که در بحران بدهی حاکمیتی منطقه یورو مشاهده شد، به ریسکی تعیین کننده تبدیل می‌شود. در سوی دیگر این طیف، ریسک سیاسی در رژیم‌های استبدادی، به خصوص اگر نابرابری درآمدی زیادی داشته باشند، سطح بالایی دارد.

چنین رژیم‌هایی نهادهای سیاسی ضعیفی دارند که طبقات قدرت حاکمه موجود را محاصره کرده و قوم‌پرستی و سرمایه‌داری رفاقتی را تشدید می‌کنند. اگر استبداد از بین برود، سیاست غیرقابل پیش‌بینی و مستعد سرنگونی شدیدی خواهد بود. زمانی که چنین اتفاقی رخ می‌دهد، ممکن است هیچ‌جا نشین مشخصی نباشد که این شرایط به تزلزل سیاسی، خلاء قدرت و احتمالاً، جنگ داخلی می‌انجامد.

با این حال، تحت برخی شرایط، رژیم‌های استبدادی می‌توانند موقتاً سبب افزایش ترقی شوند؛ و در صورتی که معیاری از قدرت متمرکز بر ساختار سیاسی ناهمسان به همراه داشته باشد، می‌تواند ریسک سیاسی و سیاستی را کاهش دهد. نمونه‌هایی از این شرایط سال‌های ابتدایی رژیم‌های نارس‌سلطان نظربایف در قزاقستان و هیدر آلیف در آذربایجان بود. پس از تغییر آسیب‌زای حاکمیت شوروی، هم متمرکزسازی کافی قدرت دولت و هم ثبات سیاسی برای سرمایه‌گذاری تأمین شد تا کشور شاهد خیزی در بخش نفت و بهبود رشد باشد. در مصر، جمال عبدالناصر موفق به تحکیم دولت و اجرای مجموعه‌ای از اصلاحات ارضی شد که امکان افزایش ناگهانی رشد کشور در دهه ۱۹۶۰ را فراهم کرد. همچنین، زمانی که رژیم‌های استبدادی در حال کاهش کنترل و آزادسازی‌اند، احتمال افزایش ناگهانی رشد کشور وجود دارد، چنان که در عملکرد چین تحت حاکمیت دنگ ژیاوپینگ یا رشد سریع کره جنوبی در دهه ۱۹۸۰ تحت حاکمیت تک‌حزبی پارک چونگ هی دیده شد. بنابراین، تحلیل ریسک کشوری باید نه تنها بر مبنای تصویری ثابت از ساختار سیاسی رژیم، که بر پایه ریسک‌هایی باشد که در هر مرحله پدید می‌آیند.

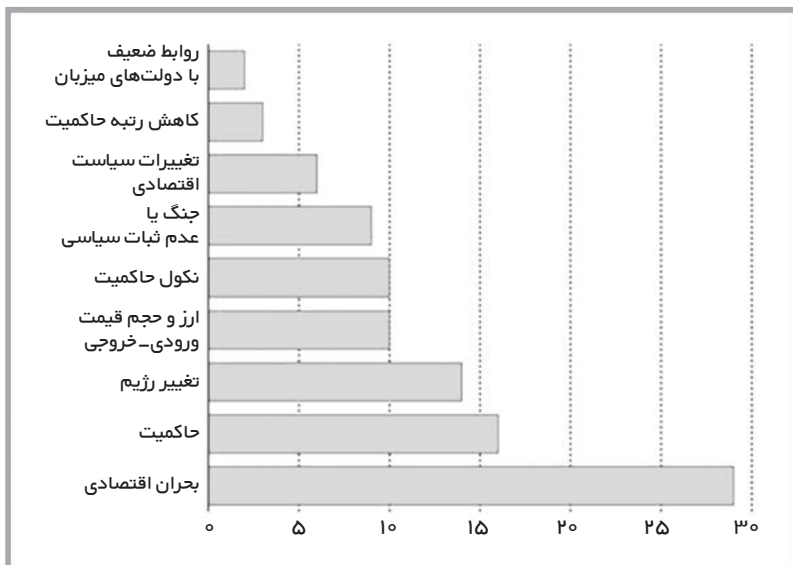
۷. شناسایی ریسک کشوری در سطح معاملات

فصول قبل به دنبال شناسایی علل ریسک کشوری در سطح جهانی و ملی بودند و رویکردی «از بالا به پایین» را اتخاذ کردند. این فصل نشان می‌دهد که چطور این ریسک‌های سطح بالای کشوری به ریسک‌هایی موثر بر معاملات فرامرزی تبدیل می‌شوند. محوریت این فصل ریسک‌های مالی ناشی از امکان فنی سرمایه‌گذاری داخلی یا معاملات مالی نیست؛ بلکه تمرکز روی وظیفه تحلیل‌گران اعتبار است. در این فصل، هدف نشان دادن ریسک‌های کشوری است که ممکن است روی معامله اثر منفی یا مثبتی داشته باشند. تحقق این هدف ضروری است، چرا که از تحلیل ریسک برای سازمان‌دهی معاملاتی استفاده می‌شود که می‌تواند مانع از عوامل شناسایی ریسک شوند.

در سطح خرد، چه ریسک‌های کشوری در معاملات نهفته است؟ تعجب‌آور نیست که این ریسک‌ها بازتابی از ریسک بالا به پایین هستند. با این حال، هر معامله‌ای بسته به خصوصیات ویژه آن مانند حوزه صنعتی، کالا، مالکیت، مکان جغرافیایی و نوع محصول مالی، به شکل متفاوتی به ریسک‌های اقتصادی و سیاسی حساسیت نشان می‌دهد. در سطح وسیع، ریسک‌ها عبارتند از: انتقال و تبدیل؛ نرخ تبدیل و نرخ بهره؛ اقتصاد کلان و تغییرپذیری رشد؛ سیاست اقتصادی؛ عدم اطمینان نظارتی؛ حوزه‌محور؛ سیاسی؛ قضایی.

معاملات فرامرزی می‌توانند انواع بسیاری داشته باشد از کاملاً مالی، مانند مشتقات یا دارایی‌های به شکل سهم یا اوراق قرضه، تا سرمایه

شکل ۷/۱. عوامل ریسک در موارد نقض رویدادهای قرارداد درصد



منبع: واحد اطلاعات اکونومیست - آژانس تضمین سرمایه‌گذاری چندجانبه، بررسی ریسک سیاسی، ۲۰۱۳

تجاری و سرمایه‌گذاری مستقیم که در آن دارایی‌های حقیقی دخالت دارند. سرمایه‌گذاری‌های کاملاً مالی یا دارایی‌هایی به شکل سهم یا اوراق قرضه عمدتاً تحت تأثیر بی‌ثباتی اقتصاد کلان، سیاست و ریسک‌های انتقال و تبدیل قرار می‌گیرند. این موضوع حتی برای معاملات‌های مشتقه که ریسک‌های طرف مقابل نیز در آن‌ها وجود دارد و بسته به کشور طرف مقابل ریسک‌های کشوری را نیز به همراه دارند، صدق می‌کند. اغلب سایر سرمایه‌یابی‌ها و سرمایه‌گذاری‌های فرامرزی به شکل وام، سرمایه تجاری، سرمایه پروژه و سرمایه‌گذاری مستقیم در برابر کلیه ریسک‌های نامبرده آسیب‌پذیرند. زیرا ممکن است روی عواید و هزینه پروژه تأثیرگذار باشند و توانایی پرداخت در سطح شرکتی را تضعیف کنند. حتی اگر توانایی نهادی برای پرداخت ضربه ببینند، ممکن است به سبب رویدادهای کشور

نتواند سود را بخشیده یا وام را مطابق با برنامه‌ریزی بازپرداخت کند. سرانجام ممکن است پروژه، سلب مالکیت یا ملی‌سازی شود.

ریسک‌های انتقالی و تبدیل‌پذیری

این ریسک‌ها زمانی پدید می‌آیند که یا نظام دولتی مانع از نقل و انتقالات ارز خارجی شود و یا به سبب کمبود ارز خارجی در اثر بحران تعمیم‌یافته پرداخت‌های خارجی بوجود آیند. نقل و انتقالات مسدودشده ممکن است پرداخت مبالغی مانند سود یا بازپرداخت وام کشورهای خارجی و مربوط به معامله خاصی باشند. ممکن است نهاد داخلی، مانند شرکت‌های تلفن همراه، کاملاً سودده باشند و عایده زیادی را برای پرداخت سود یا عمل به تعهدات وام کسب کنند، اما نمی‌توانند عواید ارز داخلی را برای ارسال به خارج از کشور تبدیل به ارز خارجی کند.

این ریسک بر کلیه معاملات‌های فرامرزی موثر است، گرچه خطوط سرمایه‌گذاری تجاری برای واردات کالاهای حیاتی اغلب حتی از زیر سخت‌گیرانه‌ترین تدابیر کنترلی فرار می‌کنند. در نتیجه، تحلیل آسیب‌پذیری اقتصاد در برابر بحران پرداخت وام و درک تمایل حاکمیت به اتخاذ تدابیر اقتصادی حامی صنایع داخلی، مانند تدابیر کنترل سرمایه، برای هر سرمایه‌گذار فرامرزی الزامی است.

همانند نکول حاکمیت، تدابیر کنترل سرمایه عمده‌فروشی‌ها در مورد گردش خارجی سرمایه محدود است و تنها تحت شرایط تنش اقتصادی و سیاسی شدید اجرا می‌شوند. به جز انسداد کامل انتقال و تبدیل، ممکن است سطوحی از تدابیر کنترلی در مورد تخصیص و انتقال ارز خارجی وجود داشته باشد. در کشورهایی مانند ونزوئلا، که در آن ارز خارجی بصورت اداری تخصیص می‌یابد، رژیم‌های ارزی تحت مدیریت شدید، یا در کشورهایی مانند چین که حساب سرمایه‌شان را کاملاً آزاد نکرده‌اند، تدابیر کنترلی انتخابی سرمایه وجود دارد. اطلاع از بازار ارز و رژیم ارزی حاکم بر پرداخت‌ها، ترخیص گمرک، توقیف و انتقال وجوه مبتنی بر ارز خارجی حائز اهمیت بوده و یکی از ابعاد مهم مولفه عملیاتی ریسک کشوری محسوب می‌شود.

پیش از بحران مالی جهانی ۲۰۰۸-۲۰۰۹، چندین آژانس ارزیابی اعلام کردند که این ریسک فروکش کرده است. همچنین، گفته شد که جهانی‌سازی و یکپارچه‌سازی بازار مالی، انسداد مسیر نقل و انتقال مالی و تبدیل ارز خارجی را برای دولت‌ها بسیار پرهزینه کرده است. با این حال، بی‌ثباتی ناشی از بحران و وقفه‌های ناگهانی و بازگشت مجدد گردش‌های مالی در برخی تدابیر کنترلی سرمایه - دستکم در مورد گردش داخلی برخی از انواع گردش‌های کوتاه‌مدت پورتفوی - سود دولت‌ها را مجدد بطور ناگهانی افزایش داد. برزیل به انواع تدابیر کنترلی، عمدتاً در بازارهای ارز، متوسل شد تا از سرعت گردش پول فعال جهت محدود کردن افزایش ارزش دارایی‌های واقعی در سال‌های ۲۰۱۱-۲۰۱۲ بکاهد. این مسئله و تمایل دولت به مداخله بیشتر در اقتصاد از زمان بحران می‌تواند نشان‌دهنده امکان بازگشت ریسک دولت‌های متوسل به اتخاذ تدابیر برجسته‌تر در کنترل سرمایه باشد.

ریسک‌های نرخ ارز، نرخ بهره و تمدید قراردادها

تغییرات غیرمنتظره در نرخ‌های ارز و نرخ‌های بهره جهانی می‌تواند روند بازپرداخت معاملات‌های فرامرزی ارز خارجی را مختل نماید. این تغییرات بر دو نوع‌اند: ریسک نرخ ارز معامله و ریسک عملیاتی. ریسک نرخ ارز معامله ریسکی است که در نتیجه تأثیرپذیری منفی ارزش گردش داخلی سرمایه به داخل کشور از تغییرات نرخ ارز ایجاد می‌شود. برای مثال، استهلاک ارز از ارزش دارایی‌ها به شکل سهام و اوراق قرضه در بازار سهام داخلی می‌کاهد، اگر قرار بر بازگشت آن‌ها برحسب نرخ ارز جدید بوده باشد. زیرا بحران ارز نیز بطور محتمل با افت شدیدی در بازار سهام مقارن خواهد بود که این اتفاق می‌تواند زیان بزرگی باشد. اگر ارز در زمان ورود ضعیف‌تر (کم‌ارزش‌تر) باشد، حتی اگر قیمت ارز داخلی در بازار سهام به قیمت پیش از بحران باز گردد، افت نرخ ارز همیشگی خواهد شد. حتی معاملات بازار مشتقات نیز آسیب‌پذیرند. در سال ۲۰۰۸، با تضعیف

ناگهانی رویه اندونزی، مشاجراتی حول مشتقات ارزی که بانک‌های بین‌المللی به شرکت‌های اندونزیایی فروخته بودند شکل گرفت و شرکت‌ها مدعی شدند که این مشتقات سهواً به فروش رسیده‌اند و بیش از آنکه قابل فهم باشد پیچیده‌اند؛ چندین مورد توسط دادگاه‌های اندونزی در سال ۲۰۰۹ لغو شد که به زیان بالا و تعطیلی بانک‌ها منجر گردید.

ریسک‌های عملیاتی نرخ ارز و نرخ بهره در سرمایه‌گذاری‌های مستقیم زمانی بوجود می‌آیند که عواید عملیاتی شرکت دستخوش تغییراتی غیرمنتظره در نرخ ارز و نرخ بهره شوند. تأثیر این تغییرات به متغیرهای متعددی از قبیل تغییرپذیری تقاضای محصول، تورم و ارز ورودی بستگی دارد. به‌عنوان مثال، بازپرداخت وام برحسب ارز خارجی از بانک بین‌المللی به اپراتور مخابراتی که درآمدش به ارز داخلی است، در معرض ریسک استهلاک ارز داخلی است.

ریسک‌های عملیاتی نرخ ارز برای یک سرمایه‌گذار خارجی که در یک بازار داخلی فعالیت می‌کند، حائز اهمیت است. در این مورد، ریسک کاهش ارزش پول یا افزایش نرخ بهره بانکی به تغییرپذیری تقاضای محصول بستگی دارد. اگر سرمایه‌گذار شرکت رنو باشد که خودروهای شهری را برای بازار داخلی تولید کرده، با اعتبار مصرف‌کننده خریداری شوند، تغییرات قیمتی و نرخ بهره و نیز ریسک بالا خواهد بود. روزنامه «فایننشیال تایمز» از افت ارزی ۲۴۲ میلیون یورویی رنو در نیمه اول سال ۲۰۱۳ خبر داد که تا حدی ناشی از تغییرات ارز پزوی آرژانتین است. اما اگر سرمایه‌گذار شرکت «پروکتوراندگمبل» یا «والمارت» باشد، که جزء صنایع ممتاز مواد غذایی و لوازم خانگی‌اند، ممکن است ریسک کمی وجود داشته باشد، زیرا تغییرات قیمتی کالاهای مصرفی اولیه محدود است و انعطاف‌پذیری بیشتری برای جبران هزینه‌های بالاتر منابع وارداتی دارند.

بالعکس، کاهش ارزش پول به نفع صادرکنندگان و سرمایه‌گذارانی است که محصول‌شان را برای بازار داخلی تولید نمی‌کنند. مثلاً، تولیدکنندگان خارجی پوشاک در بنگلادش از کاهش ارزش پول سود می‌برند، زیرا از هزینه‌های داخلی‌شان می‌کاهد و رقابت‌پذیری محصولات صادراتی را می‌افزاید. در این مورد یکی از مشکلات، افزایش غیرمنتظره ارزش ارز داخلی

است. با این حال، ارزی که در طی مدتی ارزش‌اش کاسته شود، اغلب با تورم مزمن همراه است و در نتیجه، در ارزیابی هزینه‌ها و سودهای کاهش ارزش پول باید جهش‌های واقعی نرخ ارز مد نظر قرار گیرد. نرخ‌های تبدیل ارز نیز برای سازندگان مهم است؛ به این ترتیب که اگر ارزش ارز داخلی برخلاف منابع وارداتی بالا رود، مثلاً قیمت نفت برحسب دلار، اما برعکس ارز در بازارهای صادراتی، مانند یور و پابین بیاید، سود می‌برند.

ریسک‌های کاهش ارزش نرخ ارز نیز در وام‌های تجاری فرامرزی برای شرکت‌های داخلی که به استقراض خارجی متوسل می‌شوند تا زمانی که از صادرات برپایه ارز خارجی سود کافی ببرند، تا حد زیادی کاهش پیدا می‌کند. اما این شرکت‌ها هنوز هم ریسک نرخ بهره دارند، زیرا کاهش ارزش پول ریسک‌گریزی کشور را تشدید کرده و نرخ بهره‌ای که وام‌ها بر مبنای آن تمدید می‌شوند بیشتر می‌شود. اگر این شرایط وخیم‌تر یا گردش داخلی مالی بین‌المللی دچار افت ناگهانی شود، ریسک تمدید مهلت پرداخت وام - یعنی ریسک عدم تجدید جریانات مالی تجاری کوتاه‌مدت و موارد مشابه - بیشتر می‌شود، زیرا در شرایط نرمالی قرار می‌گیرند. برای جلوگیری از چنین مشکلی، شرکت‌ها و بانک‌های داخلی بسیاری سرمایه‌شان را در خارج از کشور حفظ می‌کنند تا بتوانند برای جلوگیری از اختلال در ارز خارجی مورد نیاز از آن بهره‌گیرند.

همانطور که در فصول قبلی تأکید شد، با توجه به افزایش فراریت ارزها و وقوع منظم بحران‌های ارزی و توقف ناگهانی (قیمت‌ها)، مدیریت ریسک نرخ ارز باید بطور خودکار برای کلیه معاملات فرامرزی اعمال شود. خوشبختانه، ریسک ارز و نرخ بهره جزء پیشرفته‌ترین ابعاد مدیریت ریسک‌اند، و طرح‌های مقابله با ریسک و همچنین استراتژی‌های تولید و بازاریابی بسیاری برای کاهش این ریسک‌ها وجود دارد (فصل ۱۱ را ببینید).

نوسان اقتصاد کلان

رشد قدرتمند و پایدار و محیط سیاسی باثبات جزء مهم‌ترین فاکتورهای موثر در تعیین محل سرمایه‌گذاری‌اند. اما این هدف بر راحتی محقق نمی‌شود.

شود - شرکت‌های بین‌المللی و بستانکاران مالی پس از بحران ۲۰۰۸-۰۹ سرمایه‌گذاری هنگفتی برای رشد سریع بازارهای نوظهور کردند، اما از سال ۲۰۱۲ به بعد، این اقتصادها با رکود شدیدی مواجه شدند. سرمایه‌گذاری‌های وابسته به تقاضای داخلی و تولید بازار داخلی، مانند کالاهای مصرفی، بیش از همه در معرض ریسک‌های سیاسی و اقتصاد کلان هستند (مطالعه موردی ۷.۱ را ببینید).

مطالعه موردی ۷.۱

شرکت نستله به اشتباهاتش در فشار توسعه هند اعتراف می‌کند

داستان تجربه شرکت «نستله» در هند از اشتباهاتی پرده برمی‌دارد که از بزرگترین شرکت محصولات غذایی جهان که تجربه‌ای طولانی در سرمایه‌گذاری‌های فرامرزی دارد، بعید به نظر می‌رسد.

طی گزارشی از دهلی‌ن و ایمی‌کازمین، ریاست شعبه شرکت نستله در آسیا، اظهار داشت که شرکت «اشتباهاً روی تحریک بازار انبوه متمرکز شد، و بخش نوظهور ثروتمند را واقعاً نادیده گرفت». این اتفاق عملکرد عملیاتی نستله را از سال ۲۰۱۲، با سه مانع اقتصاد کلان در اقتصاد هند مواجه کرد: کاهش ارزش روپیه، کند شدن سرعت رشد و تورم.

ارزش روپیه با افزایش کسری بودجه حساب جاری هند کاسته شد که این عامل تورم را تشدید، منابع وارداتی را گران‌تر کرد و سبب افزایش هزینه‌ها شد.

کاهش سرعت رشد اقتصادی روی مصرف خانوارهای کم‌درآمد نیز تأثیر گذاشت - «شمار زیادی از مصرف‌کنندگان جدید و حساس به قیمت‌ها در حومه شهر جمع شدند» که نستله آن‌ها را هدف قرار داده بود. در سال‌های ۲۰۰۹-۱۱، رشد فروش نستله طی یک سال با افت شدیدی از ۲۰ درصد به ۹ درصد رسید. اکنون، این شرکت مجدداً به تأمین تقاضای به سرعت فزاینده محصولات ممتازش در کرانه بالای بازار رو آورده است «که بودجه خانوارهای آن مصونیت بیشتری در مقابل افزایش تورم و اقتصاد نامطمئن

دارند». با این حال، در این کرانه بازار، نستله با رقابت بیشتر شرکت‌های «فررو روچر» و «کادبوری» مقابله می‌کند. ناندکیشور این موضوع را این‌طور جمع‌بندی می‌کند: «این چالش در حال ایجاد تشکیلاتی است که بتواند حدود فعالیت شرکت‌ها را پس از بازار روستایی و ثروتمند مدیریت کند» و در بازاری کار کند که اختلاف شدید درآمدی از خصوصیات آن است.

منبع: فایننشیال تایمز، ۱۴ ژانویه ۲۰۱۴

به جز بحران کاملاً تکامل‌یافته پرداخت‌های مالی، سطوح متعددی از بی‌ثباتی‌های کلان دیده می‌شود که می‌توانند دوام تجاری سرمایه‌گذاری را تضعیف کرده و از پرداخت بدهی‌های ارز خارجی جلوگیری کنند. کاهش شدید رشد اقتصادی در اثر شوک خارجی، محدودیت ناگهانی سیاست پولی و مالی، یا شوک سیاسی که منجر به افت شدید سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی می‌شود می‌تواند از تقاضای داخلی و همچنین فروش و سود بکاهد. ممکن است آثار تورم بصورت دوره‌ای با بالا رفتن قیمت‌ها جبران‌شدنی باشد (در صورتی که کنترل قیمت وجود نداشته باشد)، اما اگر محصولی صادر شود، می‌تواند منجر به از بین رفتن رقابت‌پذیری آن محصول شده و یا حاشیه سود را به مرور تقلیل دهد. اگر تورم محدود نشود، ممکن است ثابت شده و به تزلزل اجتماعی و سیاسی منجر شود. سرانجام، سیاست‌های ضدتورمی باید با محدودیت شدید سیاست‌های پولی و یا مالی روبرو شوند که تقاضای مصرف‌کنندگان را تضعیف می‌کنند.

عدم قطعیت‌های مقرراتی و سیاسی

تغییرات نظارتی غیرمنتظره بیش از پیش به ریسک‌های خرد معمولی تبدیل می‌شوند که نیاز به پایش دارند. این نوع ریسک‌ها در صنایع فوق‌نظارتی، مانند تسهیلات عمومی، از جمله آب و برق، و حمل و نقل، که یارانه‌های دولتی به آن‌ها تعلق می‌گیرد، بیشترین حد خود را داراست. ممکن است موقعیت مالی رو به تنزل حاکمیت نیاز به کاهش در یارانه‌ها

داشته باشد و سرمایه‌گذار خارجی را درگیر چانه‌زنی‌هایی کند که به لحاظ سیاسی دشوارند. سرمایه‌گذاران خارجی به ندرت وارد این حوزه‌ها می‌شوند، مگر اینکه حاکمیت به آن‌ها تضمین بدهد، مثلاً در پروژه‌های نیرو و ضمانتنامه‌های دریافت یا پرداخت و قیمت‌های ثابت وجود دارد که قراردادهای خرید منابع نیرو نام دارند. حتی در این صورت، این حوزه‌ها یک میدان مین سیاسی محسوب می‌شوند.

اگر دولت تغییر کند، این احتمال وجود دارد که رژیم جدید برای حمایت از ضمانت‌های رژیم سابق آمادگی نداشته باشد. یا همانند پروژه «دابهل» (شکست مشهور سرمایه‌گذاری «ان‌ران»^۱ در حوزه نیروی هند)، درگیری می‌تواند بین دولت مرکزی، که آماده ارائه امتیازات انحصاری بسیاری برای جذب سرمایه‌گذاران خارجی در زیرساخت است، و دولت محلی باشد (مطالعه موردی ۱۱.۲ را ببینید). در مورد شرکت امریکایی AES، که مالکیت شرکت «تلاسی»، شرکت توزیع برق گرجستان، را بدست آورد، دولت گرجستان ضمانت‌های سفت‌وسختی را برای جبران اغلب ریسک‌ها و تضمین برگشت سرمایه بالا تخصیص داد. اما در فاصله کوتاهی شرکت AES تلاسی زیان کرد و بین مصرف‌کنندگان صنعتی که قبض برق‌شان رو به افزایش بود و تقاضای اداره مالیات این کشور برای دریافت مالیات‌های پرداخت‌نشده گرفتار شد.

مطالعه موردی ۷.۲

ضربه ثابت نگه داشتن قیمت دولتی خدمات عمومی در روسیه به تولید ناخالص داخلی

ثبات قیمتی خدمات عمومی روسیه یکی از نمونه‌های ریسک کشوری در حوزه حمل و نقل است. ولادیمیر یاکونین، مدیر عامل شرکت دولتی «راشین ریل‌ویز»، ثبات قیمتی که در دسامبر ۲۰۱۳ برای کرایه حمل و نقل ریلی وضع شده بود «تصمیم سیاسی کاملاً هیجانی» تلقی کرد.

ظاهراً، این تصمیم حتی تعجب نهادهای دولتی داخلی را برانگیخت و احتمال می‌رفت که جریان درآمدی را تحلیل برده و در برنامه‌های سرمایه‌گذاری اختلال ایجاد کند. در پسای این ثبات قیمتی، وقوع دوره‌ای و غیرقابل‌پیش‌بینی درگیری‌های قدرت سیاسی بین دولت و رؤسای شرکت‌های قدرتمند دولتی دیده می‌شد. در این مورد، ثبات قیمتی شرکت «راشین ریل‌ویز» و شرکت‌های گول‌پیکر نفت و گاز، روزن‌فیت و گازپرام، را نیز تحت تأثیر قرار داد. هر سه شرکت بدهی ارز خارجی بالایی دارند و در نتیجه وام‌دهندگان بین‌المللی‌شان را با این ریسک نظارتی مواجه می‌کنند.

منبع: فایننشیال تایمز، ۱۵ دسامبر ۲۰۱۳

سیاست اقتصادی ممکن است در پی تغییر رژیم دچار تحولی اساسی شود. حتی بدون تغییر رژیم، وضع مالیات، ممکن است سیاست‌های تجاری به‌شکلی اساسی محدود شوند، چرا که دولت‌ها تلاش می‌کنند تا موقعیت‌های مالی و پرداخت‌های خارجی کشور را تحکیم کنند. آزادسازی غیرمنتظره سیاست‌های تجاری که رقابت و ادارات را می‌افزاید، می‌تواند سبب افت ارزش سهام بازار داخلی شده و روی درآمدهای شرکت‌های فعلی اثر منفی بگذارد. بالعکس، محدودسازی سیاست‌های تجاری و افزایش تعرفه‌های گمرکی در مقابل رقابت خارجی مصونیت ایجاد کرده و هزینه‌های منابع وارداتی را افزایش می‌دهد.

وضع مالیات و جرایم نظارتی به یکی از ویژگی‌های رایج کسب‌وکارهای چندملیتی مواجه با ریسک تبدیل شده است. در ایالات متحده، جرایم سرپیچی بانک‌های خارجی از تحریم‌های ایرانی راه را برای پولشویی باز کرد، و با پس از بحران وام‌های درجه دو در سال ۲۰۰۸، تحت فشار سیاسی، موارد دیگری از نقض حاکمیت توسط قانون‌گذاران ایالات متحده بر این کشور تحمیل شد.

اضطراب عمومی در انگلستان در مورد طرح‌های لغو مالیات استارباکس و آمازون نمونه‌ای از دولت‌هایی است که برای بهبود موقعیت مالی‌شان نیاز

به افزایش درآمد مالیاتی داشتند. بازجویی‌های مالیاتی نیز می‌توانند ابزاری سیاسی باشند تا دولت‌ها از آن‌ها برای تضعیف نهادهای تجاری هدف‌گیری شده بهره‌گیرند، کما اینکه این موضوع به‌طور مکرر در روسیه اتفاق افتاد. این اتفاق به یکی از سیاست‌های غالب دولت در ترکیه مبدل شده است که در آن بازجویی‌های مالیاتی درآمدی بالغ بر ۱ درصد تولید ناخالص داخلی را در بر داشتند، از جمله بازجویی «منظم» وزارت فرانسه با پوشش ضعیفش در شرکت «کاک‌گروپ»^۱ برای جانبداری از تظاهرات پارک «گزی»^۲.

ریسک‌های مختص بخش‌ها

برخی از بخش‌ها حساسیت بیشتری به حباب‌های قیمت سهام و ریسک‌های سیاسی و اقتصادی دارند. به‌عنوان مثال:

— **بانکداری.** بخش بانکداری تا حد بسیار زیادی تحت تأثیر روندهای اقتصاد کلان است و در نتیجه، معاملات فرامرزی با بانک‌ها تقریباً هر ریسک‌کشوری قابل‌تصور را در بر می‌گیرند (فصل ۵ را ببینید). دو بخش بانکداری و مالی بیش از پیش تحت نظارت عالی قرار می‌گیرند. این امر سرمایه‌گذاران را در معرض ریسک‌های نظارتی قرار می‌دهد، چنان‌که بانک‌های بین‌المللی زیادی که در بازارهای فوق‌نظارتی اتحادیه اروپا، انگلستان و ایالات متحده فعال‌اند نیز با این ریسک‌ها مواجهند.

— **فناوری جدید.** بخش فناوری‌های جدید که به کانون توجه حباب‌های سرمایه‌گذاری تبدیل شده است، صنایع نساجی، راه‌آهن، شرکت‌های مبتنی بر اینترنت و وام‌های درجه دوم را شامل می‌شود (فصل ۳ را ببینید). براساس رویکرد پایین به بالا، مدیر ریسک‌کشوری باید از معاملات این حوزه‌های بسیار عمومی آگاه بوده و مشخص کند که آیا حباب کالایی - اعتبار یا بازار سهام - در کشور مقصد در حال شکل‌گیری

1. Koc Group
2. Gezi

است یا خیر.

■ **تناوبی.** در بخش‌های تناوبی مانند ملک، ساخت و ساز و صنایع سنگین مرتبط با آن، ریسک‌هایی وجود دارند که به وسیله چرخه‌های اعتبار و جمعیت‌شناسی تحریک می‌شوند. تجزیه و تحلیل جمعیت‌شناسی، شهرنشینی و روند اعتباری در یک کشور برای ارزیابی ریسک سرمایه‌گذاری ساخت یک واحد مسکونی یا تجاری ضروری است. بخش ملک و ساخت و ساز اغلب در معرض سیاست قرار می‌گیرند که نمونه بارز آن عدم شفافیت در فرآیندهای مناقصه‌ای بوده و ریسک بالای فساد را به دنبال دارد.

■ **روندهای قیمت کالاها.** چنانچه یک کشور برای کسب درآمد ارزی خارجی به چند کالای صادراتی وابسته باشد، در تجزیه و تحلیل ریسک آن، عنصر مهمی وجود دارد. سرمایه‌گذاری‌های فرامرزی و معاملات بخش‌های استخراج معدن و کشاورزی به این روندها حساس‌اند. همانطور که پیش‌تر در مثال اوج‌گیری چرخه قیمت کالا و تأثیر آن روی استخراج معدن استرالیا بحث شد، ریسک‌ها به بخش‌هایی محدود نمی‌شوند، بلکه در اقتصاد به سمت بخش‌های پشتیبان در حرکتند، از جمله تأمین‌کنندگان کالاها و ارائه‌کنندگان خدمات به شرکت‌های استخراج معدن. همچنین، بیکاری افزایش می‌یابد که بر اقتصاد منطقه‌ای در سطح وسیع‌تری تأثیر منفی خواهد گذاشت. روندهای تناوبی می‌توانند پیمان‌های موجود را به‌خصوص در سرمایه‌گذاری‌های درازمدت برهم بزنند و درگیری‌هایی بین دولت‌ها و سرمایه‌گذاران بر سر تغییر ضوابط پیمان به راه اندازند.

جدول ۱۷۰. حساسیت اقتصاد کلان بخش های صنعتی

حساسیت کم	حساسیت متوسط	حساسیت بالا
خدمات زیست محیطی	مخابرات	کاغذ، فلزات، استخراج معدن
بهداشت و درمان	فناوری و آی تی	کالاهای سرمایه ای
داروسازی	رسانه و نشر اطلاعات	خودروسازی
تسهیلات	مهندسی	خطوط هوایی، راه آهن،
تلویزیون کابلی	شرکت های ساختمانی	کشتیرانی
دفاع		مصالح ساختمانی
کالاهای مصرفی برنقدار		نفت و گاز
		مواد شیمیایی
		خرده فروشی
		کالاهای سفید

منبع: جانجوئین و بیلاردل و مبانى تحلیل اعتبار شرکت، مک گرو هیل ۲۰۰۵

ریسک های قضایی

ریسک هایی وجود دارد که به سبب محیط تجاری کشور پدید می آیند. این ریسک ها می توانند از نبود آگاهی نسبتاً بی خطر اما حیاتی، از رسوم و فرهنگ کشور در ارتباط با سرمایه گذاران تا مسائل غیر قابل کنترل تری که به سبب مقررات دست و پاگیر بوجود می آیند و از فساد تا ریسک های زیست محیطی و مسئولیتی متغیر باشند. نمونه خوبی از ریسک های فرهنگی و سلیقه ای ریسک دو خرده فروش جهانی، «کرفور^۱» و «تسکو^۲»، است که نتوانستند به اهمیت سلايق داخلی در بازارهای نوظهور پی ببرند و در نتیجه مجبور به عقب نشینی از بسیاری از حوزه های قضایی شدند. ریسک های حوزه قضایی اصل حاکمیت قانون و استقلال حوزه قضایی و ارگان های نظارتی را شامل می شود. شاخص انجام کار بانک جهانی کشورها را برحسب ۱۰ شاخص رتبه بندی می کند: سهولت راه اندازی کسب و کار؛ ثبت دارایی؛ رسیدگی به مجوزهای ساختمانی؛ تجارت فرامرزی؛ پرداخت مالیات؛ دسترسی به برق؛ دسترسی به اعتبار؛ حمایت از سرمایه گذاران؛ اجرای قراردادها؛ و رفع درماندگی.

1. Carrefour
2. Tesco

براساس پذیرش بانک جهانی، این اندیکاتورها به لحاظ حیطه عمل محدودند و شرایط تجاری گسترده‌تر شامل ارزیابی وسیع‌تر گمرکات و فرهنگ، کیفیت زیرساخت، شرایط بازار کار، نظام مالی، امنیت دارایی، ثبات اقتصاد کلان و قدرت نهادی عمومی را لحاظ نمی‌کنند. مؤسسات تجاری شاخصی حیاتی در ارزیابی ریسک‌های کشور یک پروژه‌اند، به‌خصوص اگر دچار اشتباه شوند و نیاز به اقدام قانونی باشد. نسبت ارزیابی، یا «زیان با فرض نکول»، پارامتر تعیین‌کننده در قیمت‌گذاری هر نوع سرمایه‌گذاری است.

شرایط کار یکی از عناصر اصلی حوزه قضایی و ریسک‌سیاسی است. با وجود جمعیت روستایی زیاد، کمبود کارگران ماهر در مناطق صنعتی ساحلی، باعث افزایش دستمزدها در چین شده است، و افزایش هزینه بسیاری از شرکت‌های بین‌المللی را وادار می‌کند تا در مورد تصمیمات مکان‌یابی‌شان در کشور تجدیدنظر کنند. ریسک‌های روابط کاری نه تنها در مرحله ایجاد و توسعه سرمایه‌گذاری‌های فرامرزی، بلکه زمانی که خروج سرمایه اتفاق می‌افتد نیز واردند. این ریسک بزرگی است که قیمت‌های کالا افت کند و منجر شود تا شرکت‌های بین‌المللی استخراج معدن برنامه‌های سرمایه‌گذاری‌شان را بازگردانند. در آفریقای جنوبی، کاهش معادن پلاتینیوم و ۱۴۰۰۰ معدن اضافی که در ابتدا توسط شرکت «آنگلو امریکن پلاتینیوم» تقاضا شد نیازمند مداخله دولت جهت رفع این مشکل بود؛ در زامبیا، مدیر عامل ودانتا، که تصمیم داشت ۷۰ درصد از نیروی انسانی‌اش در عملیات استخراج معدن مس کانکولا را کاهش دهد، پیش از اینکه گفتگوهای برای حل دوستانه‌تر این مشکل آغاز شود، مجبور به ترک کشور شد و دولت وی را تهدید به لغو پروانه استخراج معدن کرد.

در این مورد، دارایی‌های شرکت و پرسنل بین‌المللی‌اش ریسک‌های امنیتی محسوب می‌شوند. براساس پیمایش واحد اطلاعات اکونومیست - آژانس تضمین سرمایه‌گذاری چندجانبه در مورد شرکت‌های بین‌المللی در سال ۲۰۱۳، طی سه سال اخیر، ۲۰ درصد از زیان‌های مالی به اختلالات داخلی و ۶ درصد از آن به تروریسم مرتبط است.

زیرساخت ناکافی یکی از ریسک‌های اجرایی بزرگ محسوب می‌شود. این زیرساخت شامل زیرساخت نرم، یعنی سطح تحصیلات نیروی انسانی و تسهیلات سلامت، و همچنین زیرساخت سخت مانند جاده‌ها، بنادر، انرژی و مخابرات است که شرکت‌های استخراج معدن در موزامبیک با این ریسک مواجه بودند (مطالعه ۷.۳ را ببینید).

مطالعه موردی ۷.۳

مخاطرات استخراج معدن نوار مرزی؛ شرکت‌هایی که به ذخایر زغال‌سنگ موزامبیک هجوم آوردند با مشکلات لجستیکی عمده‌ای مواجهند

این داستان بر دشواری‌های نبود زیرساخت در کشور مرزی موزامبیک تأکید دارد که چند سال گذشته به عنوان بزرگترین شرکت مرزی استخراج معدن تبلیغ شده بود. در این داستان، به چالش‌های پیشروی شرکت‌های ریوتینت و برزیلز ویل، آنگلو امریکن و جیندال هند اشاره می‌شود. منابع (زغال سنگ سوخته) کشور موزامبیک در درون کشور در حوزه رودخانه «موآتایز» در استان تته قرار گرفته است. تنها یک خط راه‌آهن تک‌مسیره مربوط به دوران استعمار این کشور به بندر «بیرا»، ۶۰۰ کیلومتر دورتر، وجود دارد. این خط راه‌آهن برای تردد مسافری نیز استفاده شده و بصورت دوره‌ای هدف گروه‌های یاغی قرار می‌گیرد که از جنگ داخلی طولانی موزامبیک که سال ۱۹۹۲ پایان یافت به جا مانده‌اند. یکی دیگر از گزینه‌ها حمل زغال‌سنگ با کشتی از رودخانه «زامبزی»، هدایت از میان سدهای شنی پرخطر و فرار از گزند عده زیادی از کروکدیل‌ها است. در هر دو گزینه، حتی این امکان نبود که از راه دور حجم موردهدفی که قرار بود حمل شود به مقصد برسد.

در ریوتینت و مشکلات لجستیک صادرات زغال‌سنگ، برآوردهای بسیار خوش‌بینانه زغال‌سنگ سوخته قابل‌بازیابی در معدن بنگا و سقوط قیمت‌های کالا کاهش قیمت ۳ میلیارد دلاری دارایی‌های موزامبیک و ترک پروژه را رقم زدند. شرکت «برزیلز ویل» مجبور شد تا اهداف صادراتش را به سال ۲۰۱۷

موکول کند؛ اما همچنان ماند تا راه آهن ۹۰۰ کیلومتری اش را که از شمال از تته تا مالاوی ادامه داشت و به موزامبیک تا بندر آب‌های عمیق در حال احداث در ناکالا باز می‌گشت، بازسازی کند. شرکت «جیندال» نیز در حال حمل زغال‌سنگ با کامیون از فاصله تقریبی ۷۰۰ کیلومتر تا شهر بیرا است. در این میان، براساس گزارش‌ها، شرکت «آنگلو امریکن» از برنامه‌هایی خود برای تملیک عمده دارایی اش در «ریوویو»، یعنی پروژه زغال‌سنگ سوخته‌اش در تته، به مبلغ ۵۵۰ میلیون دلار داشت صرف نظر کرده است.

منبع: فایننشیال تایمز، ۱۱ سپتامبر ۲۰۱۳

فساد

از آنجایی که تحلیل ریسک کشوری محدوده‌اش را به ساختارهای نهادی گسترش داده است، ریسک‌های حاکمیت و محیط تجاری کانون توجه قرار گرفته‌اند. از دیدگاه مدیریت ریسک کشوری، اگر فساد توانایی شرکت در پرداخت (دیون) را به واسطه کاهش تدریجی سرمایه دولتی تضعیف کند، این یک مشکل محسوب می‌شود. با توجه به چارچوب نظارت بین‌المللی که اکنون برای پیشگیری از فساد وجود دارد، فساد برای سرمایه‌گذاران فرامرزی نیز نوعی ریسک اعتبار محسوب می‌شود.

فساد بازتاب نهادهای ضعیف است. فساد اغلب سوءاستفاده از قدرت بخش عمومی به نفع بخش خصوصی تعریف می‌شود که دلالت بر مداخله بخش عمومی یا نهاد سیاسی دارد. با این حال، مشخصاً در بین نهادهای خصوصی سراسر جهان قضاوت براساس فهرست طولانی ناکامی‌های حاکمیت شرکتی شناخته‌شده در کشورهای توسعه‌یافته و تلاش‌های اخیر برای دخالت در بازارهای لایبور^۱ است. روندهای فساد بخش عمومی با موشکافی رسانه‌ها و شفافیت بیشتری که خواسته مؤسسات دولتی در جهان توسعه‌یافته است محدود خواهد شد. فساد در خدمات دولتی و جانبداری سیاسی ارتباط بیشتری با کشورهای در حال توسعه که تحول اجتماعی‌شان

سریع، پیشرفت نهادی‌شان کند و آزادی رسانه‌های‌شان محدود است، دارد. هر چه اصل حاکمیت قانون، بازار و نهادهای سیاسی ضعیف‌تر شوند، ریسک‌های فساد، قوم‌پرستی و سرمایه‌داری رفاقتی بیشتر می‌شود.

معاملات فرامرزی در بخش‌هایی که تحت تسلط ساختارهای انحصاری یا انحصار چندجانبه‌اند و صدور مجوز دولت در آن‌ها الزامی است، مانند پروژه‌های استخراج معدن، دفاع، پروژه‌های ساختمانی یا زیرساختی بزرگ و بخش تسهیلات عمومی، بیشتر مستعد فسادند.

این امر علت اصلی «مجوز راج» در هندوستان پیش از آزادسازی آن در دهه ۱۹۹۰ بود (نظام اداری، مقررات و تبعیت از مقررات دست‌وپاگیری که برای راه‌اندازی کسب‌وکارها الزامی بود). کشورها یا مناطقی که فساد زیادی دارند غالباً آن را به محیط پیرامونی‌شان نیز سرایت می‌دهند. شبکه‌های قاچاق نیز در امتداد مسیر خود بر فساد دامن می‌زنند. تحریمات بین‌المللی تحمیل‌شده بر عراق تخم فساد جهانی را کاشت که به سازمان‌های متعدد امریکایی و اروپایی نیز نفوذ کرد. بطور مشابه، تحریم‌های ایران شبکه‌های قاچاقی را بوجود آورد که بنا به نقلی به «هالک‌بانک»، یکی از بزرگترین بانک‌های دولتی ترکیه، نیز کشیده شد.

اکنون، آزادسازی سرمایه توسط سازمان‌های چندجانبه بیش از پیش نیازمند تدابیری برای حاکمیت درست بر منابع مالی است. سیاست‌هایی که قوم‌پرستی و رفاقت‌گری را تشدید می‌کنند و یارانه‌های پنهانی را بوجود می‌آورند تحت نظارت‌اند - حتی اگر منافع سیاسی تثبیت‌شده مانع از تغییر عمده‌ای در آن‌ها شود. با این حال، یکی از مسائل این رویکرد این است که آنچه در فرهنگی فساد تلقی می‌شود، ممکن است در فرهنگی دیگر روشی مرسوم برای کسب‌وکار باشد. در نبود نهادهای قدرتمند، گاهی این شبکه‌های حمایتی‌اند که تا حدی اطمینان و امنیت کسب و کارهای محلی را تأمین می‌کنند. بنابراین، شاید تعیین مرز میان منطق و خلاف منطق با استفاده از استانداردهای حاکمیتی اقتصادهای توسعه‌یافته دشوار باشد.

ریسک‌های سیاسی

ملی‌سازی، سلب مالکیت و لغو مجوز از ریسک‌های سیاسی نهایی‌اند که در آن‌ها دارایی‌های مادی در معاملات فرامرزی دخالت دارند. دولت‌های ملی‌گرای افراطی، همانطور که در دهه قبل در آرژانتین، بولیوی، اکوادور و ونزوئلا دیده شد، اقدام به ملی‌سازی و سلب مالکیت آثار فزاینده اقتصادشان کردند. اما همانطور که رویداد «رورلک» در بولیوی نشان می‌دهد، این ریسک‌ها بطور غیرمنتظره پدیدار می‌شوند و به پیش از تدابیری باز می‌گردند که نشان دادند دولت در نهایت در کجا رهبری خواهد کرد (مطالعه موردی ۷.۴ را ببینید). درک نگرش‌های سیاسی نسبت به سرمایه‌گذاری خارجی در کشور حائز اهمیت است. قراردادهای سرمایه‌گذاری دوجانبه و چندجانبه‌ای که با آزادسازی تجارت و گردش‌های نقدی همراه بودند تکرار این قبیل اقدامات بی‌رحمانه را کاهش دادند. اما همانطور که در فصل ۶ اشاره شد، این ریسک‌های سیاسی بیش از پیش با گستره‌ای از سایر اقدامات تدریجی‌تر دولت همراه شدند.

مطالعه موردی ۷.۴

برنامه‌های شرکت رورلک^۱ برای تعقیب قانونی بولیوی

این رویداد یکی از نمونه‌هایی است که نشان می‌دهد چطور دارایی‌های یک شرکت نیرو در انگلستان، بنام رورلک، ملی‌سازی شد. جالب اینکه، این رویداد با وجودی اتفاق افتاد که سرمایه‌گذار با بخش نیروی کشور بولیوی آشنایی داشت، سال ۱۹۹۴ خصوصی‌سازی را به وی پیشنهاد داده و ریاست شرکت «امپرسا الکتریکا گوراجی» که یکی از بزرگترین شرکت‌های نیرو است، منصوب کرده بود. رورلک سهام اصلی این شرکت را در سال ۲۰۰۶ خرید.

این اتفاق زمان بدی رخ داد، زیرا آن سال «ایو مورالس» با برنامه افراطی‌اش به عنوان رئیس‌جمهور بولیوی انتخاب شد - او سال ۲۰۰۶

1. Rurelec

بخش نفت و گاز و سال ۲۰۰۸ اپراتور مخابرات (از شرکت مخابرات ایتالیا) را ملی‌سازی کرد. از جمله اهداف این برنامه، توسعه منابع برق به کلیه مناطق کشور، به‌خصوص به نواحی روستایی بود که نیمی از جمعیت هیچ دسترسی‌ای به برق نداشتند. دوام تجاری برق‌رسانی به روستاها، که همواره یک مشکل محسوب می‌شد، یکی از چالش‌های دشوار پیشروی شرکت‌های نیرو در بخش خصوصی بود.

قیمت سهام رورلک ریسک‌هایی را که این پیشرفت‌ها نشان می‌دادند منعکس نکرد و رشد آن تا سال ۲۰۰۸ ادامه یافت. عقب‌نشینی بولیوی از هیأت داوری بانک جهانی، مرکز بین‌المللی حل و فصل اختلافات سرمایه‌گذاری^۱، در سال ۲۰۰۷ نیز به نظر هشدار قابل توجهی به دنبال داشت. در آن زمان تصور این بود که عملیات موفقیت‌آمیز شرکت امپرسا الکتریکا گوراچی آن را در مقابل این اقدامات مصون نگه می‌دارد. با این حال، در اول می ۲۰۱۰، دولت بولیوی سه شرکت از بین بزرگترین تولیدکنندگان نیرو و از جمله سهام امپرسا الکتریکا گوراچی شرکت رورلک، را ملی‌سازی کرد و قیمت برق را تا ۵۰ الی ۶۰ درصد کاهش داد. سال ۲۰۱۲، پس از دو سال مذاکرات ناکام برای جبران مافات، شرکت رورلک به داوری بین‌المللی در دیوان دائمی داوری واقع در شهر هاگ متوسل شد. رورلک همچنان منتظر نتیجه است.

منبع: فایننشیال تایمز، ۳۱ مارس ۲۰۱۳

سلب مالکیت و ملی‌سازی

معاهدات سرمایه‌گذاری بین‌المللی و افزایش یکپارچگی جهانی زنجیره‌های تأمین تمایل به کاهش سلب مالکیت و ملی‌سازی دارایی‌ها داشتند. اما هنوز سلب مالکیت و ملی‌سازی صورت می‌گیرد. این سیاست‌ها به‌ندرت بطور غیرمنتظره تنظیم می‌شوند و در اغلب موارد قابل پیش‌بینی‌اند. جدیدترین آن‌ها تصرف دارایی‌های «رسیپول»، شرکت انرژی

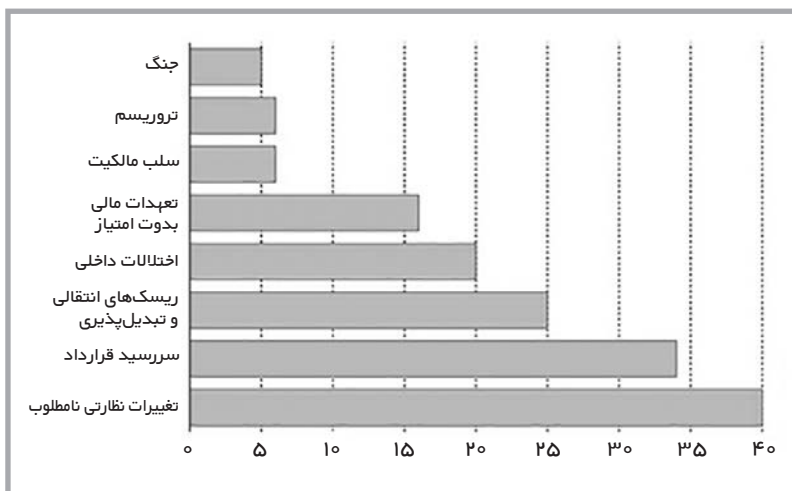
1. International Centre for the Settlement of Investment Disputes

اسپانیا، در سال ۲۰۱۲ توسط دولت آرژانتین بود. قطعاً جای تعجب نیست که قبل از این اتفاق اقدامات دیگری از جمله لغو مجوزهای میدان نفتی رسیپول توسط دولت‌های استانی صورت گرفته باشد. این اتفاق نمونه‌ای از سیاست‌های اقتصادی آرژانتین از زمان نکول وام دریافتی در سال ۲۰۰۲ است (مطالعه موردی ۵.۳ را ببینید).

ممکن است این سیاست‌ها فشارهای کوتاه‌مدت را بردارند، اما در نهایت به اقتصاد ملی ضربه می‌زنند. «هوگو چاوز» رئیس‌جمهور ونزوئلا نیز بخش نسبتاً عمده‌ای از تمامی بخش‌های اصلی صنعت را ملی کرد. اما حتی اگر تاکنون درآمدهای نفتی بسیار به دولت این اجازه را می‌داد تا از مشکلات پرداخت (دیون) جلوگیری کند، مانع از تورم تضعیف‌کننده، تکرار کاهش ارزش پول و کمبود منابع غذایی و کالاهای اصلی خانوارها نمی‌شد و اعتراضات مردمی وسیعی را به راه می‌انداخت.

شکل ۷/۲. زبان‌های مالی ناشی از ریسک‌های سیاسی

درصد از زبان کل، ۲۰۱۳-۲۰۱۰



منبع: سرمایه‌گذاری جهانی و ریسک سیاسی، آژانس تضمین سرمایه‌گذاری چندجانبه، گروه بانک جهانی، ۲۰۱۳

تغییر قرارداد

ریسک تغییر قرارداد در بخش‌های استخراجی صنعت که دولت در آن‌ها تلاش می‌کند تا درآمدهای بیشتری از سرمایه‌گذاران خارجی بدست آورد، بالاترین ریسک است. این ریسک، ریسک ملی‌گرایی منابع نامیده شده است، گرچه تفکیک لفاظی‌های ملی‌گرایانه افراطی و اقدامات دولت‌ها برای رفع نگرانی‌های قانونی حائز اهمیت است. مطالعه سال ۲۰۱۳ پایول استیونز و همکاران، تحت عنوان «درگیری و حضور مشترک در صنایع استخراجی»، از افزایش ده‌برابری شمار اختلافات داوری بین‌المللی برای نفت و گاز در سال‌های ۲۰۰۱-۱۰ (مرتبط با افزایش قیمت کالا) در مقایسه با دهه قبل و سه سلب مالکیت اخیر - سلب مالکیت رسپول در آرژانتین، ریو تینتو در گینه و شرکت «فرست کوانتوم مینرالز» در جمهوری دموکراتیک کنگو - خبر می‌دهد که مبلغی بالغ بر ۱۳ میلیارد دلار هزینه بر دوش سرمایه‌گذاران گذاشت. تیتز خبری مجله وال استریت (۲ ژانویه ۲۰۱۴) «افزایش ملی‌گرایی منابع و توسعه بخش انرژی» به توسعه تولید نفت و گاز در آفریقا اشاره دارد و یادآور این موضوع است که آفریقای جنوبی، موزامبیک، کنیا و تانزانیا و سایر کشورها در حال تدوین و تصویب قانونی برای تأیید در سال ۲۰۱۴ هستند که هدف آن افزایش نرخ مالیات بوده و به نهادهای دولتی این توانایی را خواهد داد تا در پروژه‌های جدید سهم بیشتری از سرمایه ببرند و سرمایه‌گذاری‌های اجتماعی و اهداف اشتغال‌زا را مطالبه کنند.

این ریسک نه تنها در بازارهای نوظهور، بلکه در اقتصادهای توسعه‌یافته نیز براساس پیمایش سالانه شرکت‌های استخراج معدن توسط مؤسسه فریزر وجود دارد، زیرا:

قرارداد مابین دولت و شرکت‌های استخراجی ذاتاً مستعد ریسک است. در اصل این مسئله نبود رابطه‌ای تجربی... جهت تعیین توزیع عادلانه درآمد بین دولت و شرکت‌ها دیده می‌شود.

یکی از دلایل دشواری تعیین این رابطه این است که رابطه بین دولت و سرمایه‌گذار خارجی در طی طول عمر پروژه تغییر می‌یابد. این اتفاق را

«منسوخ‌شدن سازوکار چانه‌زنی» نامیده‌اند. قدرت چانه‌زنی دولت پذیرنده سرمایه‌های زمانی بیشتر می‌شود که سرمایه‌گذار سرمایه‌اش را در کشور سرمایه‌گذاری کرده باشد. صرف‌نظر از نگرش‌های ایدئولوژیکی یا سیاسی، هر دو طرف سعی در بهره‌گیری از این تغییرات غیرمنتظره قدرت دارند. بنابراین، مذاکره مجدد برای عقد قرارداد در کلیه مراحل سرمایه‌گذاری در تمامی شرکت‌ها، صرف‌نظر از سطح پیشرفت، همچنان یکی از ریسک‌های دائمی است.

ممکن است پروژه‌های شناخته‌شده هدف درگیری‌های سیاسی و ریسک‌های‌شان قرار گیرند. ازجمله این پروژه‌ها می‌توان به پروژه‌های بخش حیاتی کشور، مانند سرمایه‌گذاری بزرگ در نیروگاه‌ها، پالایشگاه‌ها یا کارخانجات فولاد اشاره کرد که به ترتیب برای تولید برق، کاهش هزینه‌های واردات نفت پالایش‌شده یا تأمین هزاران فرصت شغلی ضروری‌اند. پروژه‌های شناخته‌شده مطابق با اهداف سیاسی دولت یکی از ویژگی‌های خوب معاملات محسوب می‌شوند، چرا که این معنا را می‌رسانند که دولت سعی دارد تا از اجرای آن‌ها مطمئن شود. اما این ریسک وجود دارد که هدف درگیری سیاسی شوند که حزب مخالف این درگیری سعی در جلوگیری از آن دارد. همچنین، ممکن است درگیری بین دولت مرکزی، که به سرمایه‌گذاری موفق و دیده‌شده‌ای نیاز دارد، و دولت محلی باشد که مشاوره‌ای در این مورد نداشته است و تلاش می‌کند تا از پروژه درآمد بیشتری کسب کند، چنان‌که در پروژه نیروی دابل‌هول در هندوستان نیز چنین اتفاقی رقم خورد (مطالعه موردی ۱۱.۲ را ببینید). همچنین، ممکن است با پروژه‌ای که دولت مرکزی آن را نادیده می‌گیرد مخالفت زیست‌محیطی داخلی وجود داشته باشد. بدیهی است که اگر اشتباهی پیش آید، به اشتباهی فاجعه‌آفرین و قابل توجه برای سرمایه‌گذار تبدیل می‌شود که احتمالاً سبب خواهد شد آن سرمایه‌گذار برای مدتی طولانی وارد کشور نشود.

همچنین، سرمایه‌گذاری‌هایی که با اشخاص مهم سیاسی، یا اشخاص دارای ریسک سیاسی ارتباط دارند، ریسک‌هایی به همراه دارند. قراردادهای

سیاسی سطح بالا می‌توانند پروژه‌های سرمایه‌گذاری را تسهیل کنند، و البته، اگر فسادهای ادعاشده علیه هر یک از اشخاص دارای ریسک سیاسی پدیدار شوند، می‌توانند به سادگی به منشأ ریسک اعتبار و تعهدات مالی تبدیل شوند. این همان ریسکی است که شرکت نفتی «تالو اوویل» زمانی که مجبور شد حفاری ساحل گینه را به تعویق بیندازد با آن مواجه شد، زیرا شریک آن، شرکت «داینامیکز» در هاستون، جهت بررسی نقض احتمالی قانون فساد تحت بازجویی قانون‌گذاران ایالات متحده قرار گرفت.

ممکن است در صورتی که قرارداد سطح‌بالای داخلی دولت را درگیر کند، سرمایه‌گذار خارجی با ریسک مواجه و مجبور شود تا با عجله کشور را ترک کند - که در رژیم‌های استبدادی آسیای مرکزی به کرات این امر اتفاق افتاده است.

مطالعه موردی ۷.۵

بانکیا ۸۰۰ مدیر خارجی را برکنار می‌کند

در یک گزارش خبری در ارتباط با برکناری مدیران در «بانکیا»، یکی از بزرگترین صندوق‌های پس‌انداز، یا «کاجاس»، منطقه‌ای در اسپانیا، ریسک معاملاتی که با اشخاص مهم سیاسی صورت می‌گیرند نشان داده شد. بانکیا با ادغام ۷ صندوق پس‌انداز تشکیل و در سال ۲۰۱۰ ملی شد. سپس، مجبور شد تا با آزادسازی مبلغ قابل توجهی بالغ بر ۲۵ میلیارد دلار به قید کفیل در سال ۲۰۱۲ مجدداً اقدام به سرمایه‌گذاری کند. به گزارش مادرید، مایلز جانسون اذغان داشت که پیش از نجاتش اکثریت اعضای هیأت مدیره، سیاستمداران سابق حزب توده حاکمه، یا اعضای خانواده‌شان، و یا رهبران اتحادیه بازرگانی بودند. این بانک نماد «مدیریت فوق‌سیاسی شده و غیرحرفه‌ای» صندوق‌های پس‌انداز اسپانیا بود که محوریت آن جانبداری سیاسی بود و در بخش املاک دارایی زیادی داشت. ناپایداری کل این جریان با انفجار حباب دارایی اسپانیا در داخل مواجه بود که تعداد

صندوق‌های پس‌انداز را از بیش از ۵۰ صندوق به کمتر از ۱۵ صندوق کاهش داد و در صنایع بسیاری خروج سرمایه را از کنترل درآورد.

منبع: فایننشیال تایمز، ۲۳ سپتامبر ۲۰۱۳

ریسک سیاسی تنها در بازارهای نوظهور وجود ندارد، بلکه برای سرمایه‌گذاران بین‌المللی در اقتصادهای توسعه‌یافته، به‌خصوص زمانی که وارد بخش‌های استراتژیک می‌شوند، یکی از مشکلات عمده بشمار می‌آید. حساسیت سیاسی ایالات متحده به سرمایه‌گذاری خارجی در صنایع کشتیرانی ساحلی، خطوط هوایی و ارتباطات همچنان زیاد است. این حساسیت در سال ۲۰۰۶ به تصویر کشیده شد، زمانی که مخالفت دوحزبی در کنگره شرکت «دوبی پورتس» را وادار کرد تا مالکیت شرکت «پی‌انداو» را، که یک شرکت کشتیرانی انگلیسی بود، بدست آورد تا کنترل عملیات بندر در چندین پایانه حمل بار و مسافربری در ساحل آتلانتیک را به شرکتی امریکایی بسپارد. این ریسکی نبود که تنها روی شرکت‌های چندملیتی کشوری توسعه‌یافته تأثیر گذارد. بانک‌ها و شرکت‌های چندملیتی بازارهای نوظهور به‌تازگی ریسک سیاسی را وارد استراتژی‌های مدیریتی خود می‌کنند و همچنان درس‌های دشواری تا پایان مسیر باقی‌مانده است که باید بیاموزند. یکی از این موارد شرکت مخابراتی «اوراسکام تلکام» بود که بزرگترین شبکه همراه الجزایر، بنام «دجزی»، را احداث نمود که در سال ۲۰۰۹ از طرف دولت با تقاضای پرداخت مالیات ۶۰۰ میلیون دلاری مواجه شد.

نتیجه‌گیری

همانطور که مثال‌های این فصل نشان داد، ریسک کشوری در کلیه معاملات فرامرزی بسیار است. بسیاری از آن‌ها شناخته‌شده و برخی، چنان‌که شرح درگیری‌های بوجود آمده بین دولت‌ها و شرکت‌های استخراج معدن نشان می‌دهند، جزء لاینفک کسب‌وکارند. سایر ریسک‌ها

ممکن است به علت نبود راستی‌آزمایی کافی، یا تصمیم‌گیری بسیار عجولانه سرمایه‌گذارانی پدید آیند که سعی دارند در بازار رقابتی ورود پیدا کنند. در عین حال، برخی دیگر از موارد ممکن است نشان از توازن نادرست ریسک و پاداش داشته باشند. اما به جزء موارد تقلب، که پیش‌بینی آن دشوار است، بسیاری از این ریسک‌ها قابل‌شناسایی و در سطوحی متفاوت قابل‌کاهش هستند (فصل ۱۱ را ببینید)

بخش دوم

مدلسازی، مدیریت و کاهش ریسک کشوری

۸. مدل‌ها و رتبه‌بندی‌های ریسک کشوری

بازارهای بدهی جهانی به تازگی به شکلی واضح چگونگی تحول شدید کشوری از وضعیت بدون ریسک به وضعیت پرریسک را یادآور شده‌اند... سرمایه‌گذاران در حال آگاه‌شدن از اهمیت ریسک ملی هستند... اما تعیین کمی ریسک مناسب همچنان دشوار است.

مؤسسه سرمایه‌گذاری بلک‌راک، ژوئن ۲۰۱۱

همانطور که در فصل ۱ اشاره شد، شکل‌گیری تئوری احتمال در بررسی و سنجش ریسک سودمند بود. تکنیک‌های ابداع‌شده هنوز هم زمینه را برای مدل‌های ریسک مورد استفاده در صنایع بیمه، مهندسی، استخراج انرژی هسته‌ای و نفت، از میان سایر صنایع، فراهم می‌کنند. اما پس از جنگ جهانی اول، بررسی علمی ریسک که حول قوانین احتمال شکل گرفت راهی برای درک واقع‌بینانه‌تر ضرورت مدیریت عدم قطعیت ایجاد کرد. به سبب دشواری وضع قوانین علمی برای مدل‌سازی مکانیزم‌های زیربنایی بازارهای اقتصادی و مالی، این اتفاق به طرز بخصوصی در اقتصاد رخ داد.

در فصول قبل، برخی از چالش‌های خاص ریسک کشوری، از جمله دشواری‌های پیش‌بینی «بحران آینده» یا پیش‌بینی ریسک‌های سیاسی و ژئواستراتژیک، نشان داده شد. اما نمی‌توان کمیت‌یابی و مدل‌سازی ریسک کشوری را کنار گذاشت. مثلی قدیمی وجود دارد که می‌گوید: «چیزی را که نمی‌توانید بسنجید، نمی‌توانید مدیریت کنید». در ادامه، روش‌های

مختلفی که برای سنجش و مدیریت ریسک‌کشوری ابداع شده‌اند ارزیابی خواهیم کرد و رویکردی عملی با بکارگیری مدل رتبه‌بندی ریسک‌کشوری پیشنهاد خواهد شد که یکی از مواد متعدد موجود در چارچوب مدیریت ریسک کلی است.

روش‌های ارزیابی ریسک‌کشوری

جای تعجب نیست که با توجه به پیچیدگی این موضوع، طیف وسیعی از روش‌های ارزیابی ریسک‌کشوری با سطح رسمیت متفاوت، که هر یک نقاط قوت و ضعف خود را دارند، وجود دارد.

رویکرد کیفی و قضاوت کارشناسی

در یک س و رویکرد مطلقاً کیفی با حداقل سطح رسمیت وجود دارد. محوریت ارزیابی‌های کشورهای، نظرات کارشناسی است. نظرات کارشناسی را می‌توان از ارائه‌دهندگان خارجی دریافت کرد یا ممکن است توسط تحلیل‌گران داخلی ارائه شوند و حتی می‌توان نظرات سفیران سابق را به آن‌ها افزود.

این رویکرد کاملاً مشروع است. متأسفانه، علی‌رغم ضرورت آن، برای مدیریت ریسک‌کشوری کافی نیست. گرچه، تخصص در زمینه ریسک‌کشوری ضروری است، اما بدون ساختار رسمی، به راحتی می‌توان نظر کارشناس را کنار گذاشت، چرا که ممکن است اغلب کارشناسان از بین افراد مطلع نباشند. همچنین، ممکن است این رویکرد سوگیری‌های غیرعینی ضمنی را لحاظ کرده و بدین طریق، مقایسه‌سازگار ریسک‌کشورهای مختلف را دشوار کند.

روش‌های کمی رسمی و جستجوی نظریه‌ای در ارتباط با ریسک‌کشوری

در سوی دیگر، رویکرد کمی رسمی با بکارگیری انواع مدل‌های آماری، اقتصادسنجی و ریاضیاتی قرار دارد. برخی از پرکاربردترین آن‌ها مدل‌های

تفکیک‌کننده یا مدل‌های لوجیت و پروبیت‌اند که شاخص‌هایی را برای پیش‌بینی بحران‌های پرداخت دیون مشخص می‌کنند. مدل‌های لوجیت و پروبیت، مدل‌های برگشت‌پذیری هستند که هرگاه متغیر وابسته دوتایی باشد استفاده می‌شوند. بنابراین، بطور خاص برای مدیریت ویژگی‌های دوتایی ریسک‌های نکول ملی (نکول یا عدم نکول) مناسبند، هرچند فرض بر این گذاشته می‌شود که احتمال نکول تابع توزیع نرمال است. روش‌های دیگری مثل مدل‌های مولفه‌های اصلی با کاهش تعداد شاخص‌ها این فرآیند را تسهیل می‌کنند.

برخی افراد این روش‌ها را «منسوخ‌شده» می‌دانند و بر ضرورت مدل‌سازی ریسک‌های غیرمستقیم، ریسک سرایت و ریسک عوامل خارجی تأکید دارند. لایورا کودرس، یکی از اقتصاددانان صندوق بین‌المللی پول که در کنفرانس ریسک‌کشوری صحبت می‌کرد، این‌طور جمع‌بندی کرد که خطوط مرزی جدید در مدل‌های ریسک‌کشوری از توزیع‌های t آماری نرمال تا تئوری‌های مقدار حدی ... و فراتر از آن «ادامه یافته‌اند. از بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸، مدل‌سازی احتمال نکول ملی به‌شکلی فزاینده مبانی کلان داخلی را با داده‌های بازار ترکیب کرده است که سعی دارد ارتباط بین نظام مالی و حاکمیت را درک کرده و این ارتباط را به حاکمیت‌های مختلف تعمیم دهد. کار دشوار مدل‌سازی آثار سرایت بر پایه تئوری شبکه یا نظریه آشوب صورت می‌گیرد. این نظریه یکی از رویکردهای ریاضیاتی پیچیده است که سیستم‌های دینامیکی را که حساسیت زیادی به شرایط اولیه دارند مدل می‌کند. با این حال، این جنبه پیش‌بینی بلندمدت‌تر با استفاده از چنین مدل‌هایی را غیرممکن می‌کند. علاوه بر این، مدل‌هایی وجود دارد که هدفشان کمیت‌یابی رویدادهای غیرمنتظره‌ای است که در کمترین توزیع‌های احتمال یافت می‌شوند. این مدل‌ها از تئوری مقدار حدی که بیمه‌گران از آن استفاده می‌کنند بهره می‌گیرند. محوریت این تئوری توزیع آماری رویدادهای حدی مانند زلزله است.

این فعالیت‌ها اغلب در مجامع دانشگاهی دیده می‌شوند که در آن‌ها

برای طرح تئوری جامع ریسک‌کشوری کشمکش‌ی قابل‌تحسین اما اغفال‌کننده صورت می‌گیرد.

کارهای تئوریک در این زمینه طی سال‌ها از تئوری‌های عمومی اعتبار‌اقتباس‌شده‌اند و این تئوری‌ها را با تئوری قرارداد، تئوری بازی یا تئوری اقتصاد اطلاعات ترکیب کرده‌اند. تئوری مالی پایه‌ای که در تحلیل ریسک اعتباری بکار می‌رود، اغلب برای ارزیابی توانایی پرداخت کشور استفاده می‌شود؛ می‌توان تمایل به پرداخت را با بکارگیری مدل حداکثرسازی رفاه هزینه‌ها و سودهای نکول تحلیل کرد. با افزایش دسترسی به داده‌های بازار اوراق قرضه برای بازارهای نوظهور، مطالعات از ترکیب تئوری‌های مالی و پورتفوی استفاده کردند. این تحلیل از روش‌های جدیدی بهره می‌گیرد که کلان‌داده و داده‌کاوی را بکار می‌گیرند، در نتیجه، محدودیت‌های نمونه‌های آماری کوچکی را که معمولاً با نکول‌های حاکمیت ارتباط دارند رفع می‌کند (براساس مطالعه بلومبرگ در سال ۲۰۱۳، در ۲۰۰ سال گذشته ۲۵۱ نکول ملی رخ داده است).

همه این تکنیک‌ها کاربرد مخصوص به خود را دارند. اما حتی مولفین بطور مشابه تصور می‌کنند که باید در مقابل هر گونه روابط سببی که ممکن است این مدل‌ها دلالت بر آن داشته باشند، اعلام سلب مسئولیت کنند و در مورد «فرضیات حماسی» که باید در نظر گرفت و اینکه «واحد تحلیل بطور ناگزیر کشورها هستند» هشدار داد.

در نتیجه، شناسایی متغیرهای خارجی بسیار دشوار است... تفسیر بسیاری از نتایج در منابع علمی به واسطه در نظر گرفتن آن‌ها به عنوان متغیرهای توضیحی در روابط تخمینی بسیاری از متغیرهای خارجی مبهم می‌شود.

علاوه بر این، از آنجایی که هیچ تئوری جامعی برای ریسک‌کشوری وجود ندارد، انتخاب متغیرهای توصیفی انتخابی ویژه باقی خواهد ماند و بسیاری از آن‌ها همبسته‌اند. علاوه بر این، پیش‌بینی قابلیت‌های این نوع مدل‌ها به واسطه استفاده از ضرایب ثابتی که طی دوره‌های طولانی‌مدت در گذشته بدست آمده‌اند، که شاهد تغییرات ساختاری شدیدی بوده‌اند، غیرممکن می‌شود. برخی از مدل‌ها سعی دارند تا با بکارگیری ضرایب

متغیر با زمان این مشکل را برطرف کنند، اما آن‌ها نیز باید از داده‌های تاریخی بدست آیند. بنابراین، حتی اگر مدل‌ها طوری پیش روند که در توضیح بحران‌های اخیر به برآزشی مناسب برسند، موانع زیادی دارند که مشکلاتی را برای پیش‌بینی موانع آینده بوجود می‌آورد، زیرا هر بحرانی متفاوت است. در مورد استفاده از قیمت‌گذاری بازار و گسترش نکول اعتبار در پیش‌بینی بحران‌ها، ممکن است بازارهای مالی زمانی را که شاخصی خارج از محدوده نرمال و برای اصلاح مناسب است نشان دهند (بازگشت به میانگین)، اما برای پیش‌بینی زمان‌بندی، نقطه آغازین یا شدت بحران‌ها هیچ راه بهتری وجود ندارد. گذشته از این، ریسک نکول معمولاً تنها یکی از فاکتورهای تعیین‌کننده گسترش نکول اعتبار است. بنابراین، اغلب کارهای مدل‌سازی کمی نتیجه‌گیری‌هایشان را اشاره به همبستگی و ضرورت انجام مطالعات بیشتر، محدود می‌کنند.

رویکردی متوسط: سنجش ریسک کشوری بطور نسبی

محدودیت‌های استفاده از مدل‌های اقتصادسنجی و ریاضیاتی برای دلالت بر علیت یا قابلیت پیش‌بینی، مدیران ریسک کشوری را به اتخاذ رویکردی عملی‌تر سوق داده است.

این رویکرد مستلزم کمیت‌یابی و سنجش ریسک کشوری بطور نسبی و سپس، کمیت‌یابی ریسک نکول ملی است. حتی اگر امکان پیش‌بینی بحران‌های پرداخت وجود نداشته باشد، معیار مخاطره‌آمیزی نسبی کشورها می‌تواند افزایش ریسک بحران پرداخت در زمانی معین و برای کشوری خاص نسبت به سایر کشورها را نشان دهد. این رویکرد بین تحلیل کیفی غیرعینی و تحلیل کاملاً کمی رسمی قرار می‌گیرد که نوعی قابلیت پیش‌بینی علمی را فرض می‌گیرد.

محوریت این کتاب رویکرد عملی متوسط است. همانطور که در فصول ۳ تا ۶ نشان داده شد، باید ترکیب‌های شرایط جهانی و ویژگی‌های اقتصادی، نهادی و سیاسی کشورها را، که ظاهراً با بحران‌های پرداخت در ارتباط هستند، شناسایی کرد. این کار مستلزم استفاده از چارچوبی کمی با

استفاده از مدل ارزیابی کشور است. مدل‌های ارزیابی اساساً از شاخص‌های چک‌لیست مرتبط با بحران پرداخت تشکیل می‌شوند که سپس برای سنجش آسیب‌پذیری کشور در برابر بحران‌ها نسبت به کشورهای دیگر کمیت‌یابی می‌شوند. مدل پیشنهادی به جهت تأکید آن روی مبانی - فاکتورهای سببی اصلی که می‌توانند منجر به بحران‌های پرداخت شوند - مدلی منسوخ‌شده است. اما از جهت تأکید و اهمیتی که به عوامل فشار خارجی و شاخص‌های چرخه‌ای داده است مدلی جدید محسوب می‌شود. در کنار قضاوت کارشناسی، این رویکرد با دیدگاه تاریخی و تمرکز روی تصویری بزرگ‌تر، که در فصل ۳ به آن اشاره شد، چارچوبی برای شکل‌دهی پورتفوی سرمایه‌گذاری بین‌المللی و مدیریت ریسک‌کشوری فراهم می‌کند.

شاخص‌های ریسک‌کشوری

سوال واضح بعدی این است که: شاخص‌های ریسک‌کشوری که باید در مدل ارزیابی لحاظ شوند کدامند؟ در طی سال‌ها، صدها شاخص مربوط به بحران‌های سیاسی و اقتصادی و نکول‌ها در تحلیل ریسک‌کشوری در نظر گرفته شده است. انتخاب شاخص‌ها در مدل‌های ریسک‌کشوری به تئوری اقتصادی و تکنیک‌های مدل‌سازی، دسترسی به داده‌ها و قدرت رایانش و همچنین، تجربه مدل‌سازان در آزمایش و اصلاح شاخص‌هایی که بنظر بهترین عملکرد را دارند، بستگی دارد. محدوده این تحلیل و شاخص‌ها نیز گسترده‌تر شد و از تمرکز محدود روی ترازنامه ملی در قرن نوزدهم و سپس کل کشور، به شناسایی فاکتورهای خارجی موثر در سطح جهانی توسعه یافته است.

ترازنامه حکومتی تا شاخص‌های توسعه

تا زمان ظهور اقتصاد توسعه، محوریت مدل‌سازی ریسک‌کشوری شاخص‌های خدمات وام‌کشور با استفاده از روش ترازنامه بود. استقلال کشورها در دهه‌های ۱۹۳۰ و ۱۹۴۰ علاقمندی به پیشرفت اقتصادی را افزایش داد. دسترسی گسترده‌تر به داده‌های اقتصاد کلان و توان رایانه‌ها

موج مدل‌سازی اقتصادی را با کمک تکنیک‌هایی که طی جنگ جهانی دوم ابداع شده بودند، تحریک کرد. تئوری‌های موثر، نظیر مدل خیزش والت روست و روی جمع‌آوری سرمایه و مراحل پیشرفت تأکید داشتند. مبانی ساختاری داخلی، به‌خصوص صنعتی‌سازی، شاخص‌های توانایی کشور در جلوگیری از بحران پرداخت تلقی می‌شدند که در آن زمان اغلب با آثار منفی شوک‌های قیمتی کالا در صادرات کشورهای در حال توسعه ارتباط داشت. در دهه ۱۹۶۰، کسری بودجه حساب جاری و مالی در مدل تحلیل دوشکافه هولیس چنری و مایکل برونو نشان داده شد.

مدل‌های بحران ارزی تا تعادل‌های چندگانه

خوش‌بینی پس از جنگ جهانی دوم که با سیاست‌های کینس و پیش‌بینی‌های اقتصادی همراه بود، با از هم‌پاشی نظام «برتون وودز» و بحران‌های اواسط دهه ۱۹۷۰ از بین رفت. با روآوری تئوری اقتصادی به پول‌گرایان و انتظارات منطقی، رویکرد نسبت به ریسک‌کشوری ابعاد بیشتری پیدا کرد. تورم و بحران‌های ارزشی به کانون توجه اصلی مدل‌های تجربی پس از بحران‌های بدهی امریکای لاتین در دهه ۱۹۸۰ تبدیل شد. این بحران‌های پرداخت با انحرافات ناشی از سیاست همراه بودند و شاخص‌های مدل ریسک‌کشوری این چشم‌اندازها را منعکس می‌کرد. دو اقتصاددان امریکایی، پایول کروگمن و لاری اوبستفیلد، ناسازگاری دولت علاقمند به اهرم پول رایج‌اش را، که بیش از پیش به سبب سیاست‌های مالی ضعیف و فشارهای تورمی ناپایدار می‌شد، مدل کردند. این مدل‌ها که مدل‌های نسل اول نامیده شدند، نتوانستند بحران‌های مکانیزم نرخ تبدیل مکزیک یا اروپا را در دهه ۱۹۹۰، که با تغییرات ناگهانی ریسک‌پذیری بین‌المللی و بازگشت گردش سرمایه آغاز شد، پیش‌بینی کنند.

این امر توجه را از حساب جاری به حساب سرمایه در مدل‌های نسل دوم معطوف کرد. این مدل‌ها گزینه‌های سیاسی بحران نقدینگی، مانند افزایش نرخ‌های تبدیل برای حمایت از نرخ تبدیل در متن حملات سوداگرانه

به اهرم‌های پولی (که هنوز هم رایج‌اند) را بررسی و سعی کردند تا ماهیت خودجوش این بحران‌ها را دریابند. ویژگی بحران‌های پرداخت دهه ۱۹۹۰ در آسیا و تغییر پس از آن در نرخ‌های تبدیل انعطاف‌پذیر به واسطه بازارهای نوظهور منجر به شکل‌گیری نسل سوم مدل‌ها شد.

این مدل‌ها به لحاظ کردن نقش سیستم‌های بانکداری و حاکمیت داخلی و سایر عوامل نهادی روی آورده‌اند. شاخص‌های بدهی‌های احتمالی خارج از بودجه و بدهی‌های بخش خصوصی نیز به مدل‌های ارزیابی اضافه شده‌اند.

علاوه بر این، اهمیت آثار سرایت مشخص شد و مطالعات روی کانال‌های انتقال و اهمیت تمایل بازار متمرکز شدند. اما این مسئله تا حد زیادی جای علل احتمالی پراکندگی بحران‌ها به بررسی وسعت‌شان محدود شد. آژانس‌های رتبه‌بندی که تنها دیرتر از موعد اقتصادهای بحران‌زده آسیا را تنزل رتبه دادند، پس از این مدل‌های‌شان را اصلاح کردند. شاخص‌های جدیدی نیز برای ردیابی آسیب‌پذیری کشور در مقابل بدهی‌های خارجی اضافه شد، مانند ذخایر ارز خارجی به بدهی کوتاه‌مدت، ذخایر به عرضه پول، یا ذخایر به شکاف سرمایه‌گذاری خارجی. اما چارچوب نظری همان بازارهای نوظهور و استقراض بیش از حد داخلی باقی ماند.

مدل‌های وقفه ناگهانی و عوامل فشار

مطالعات به تازگی روی جریان‌های سرمایه و نقدینگی بین‌المللی متمرکز شده‌اند: تشخیصی که یکپارچگی جهانی را افزود و آزادسازی بازار مالی ضعف‌های کشوری را پررنگ‌تر و شدیدتر کرد. اشاره شد که ترس مالی احتمالی که جریان‌های سرمایه‌ای فرّار کوتاه‌مدت ایجاد کردند می‌توانست منجر به تعادلی چندگانه شود که در آن کشوری - مانند برزیل در سال ۲۰۰۲ - که ممکن بود بسته به تمایل بازار به تعادلی ناپایدار برسد، یا می‌توانست به بهره‌برداری از وام‌های‌اش ادامه دهد یا وارد چرخه‌ای منفی شود که به سمت نکول پیش می‌رود. واژه «بحران وقفه ناگهانی سال ۱۹۹۸ توسط گوپلرمو کالو معرفی شد، کسی که با همکاری دیگر محققین

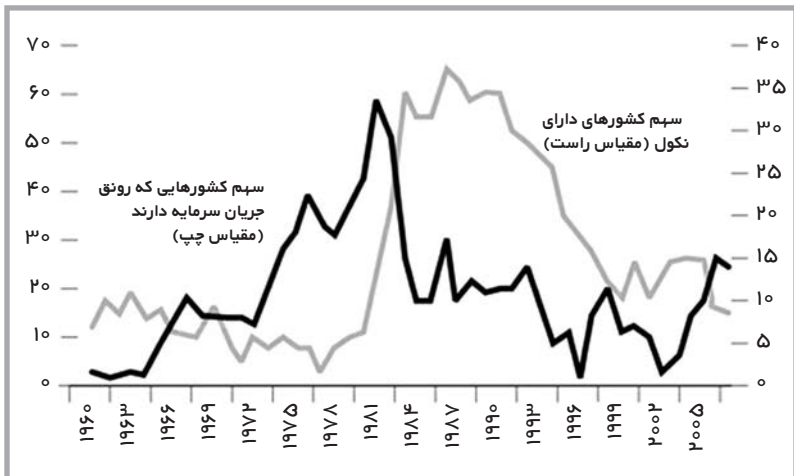
مطالعات اقتصادسنجی را به انجام رساند که نشان دادند «حدود ۵۰ درصد از تغییرات جریان‌های سرمایه‌ای خالص در امریکای لاتین ناشی از تغییرپذیری متغیرهای خارجی است».

اما عمده این نتایج نادیده گرفته شدند و تمرکز کلی بخش عمده‌ای از تحلیل ریسک کشوری روی بی‌توازی‌های داخلی ادامه یافت. کالوو یادآور شد که چطور پس از بحران مکزیکی در سال‌های ۱۹۹۴-۱۹۹۵، «بخش مالی، مخصوصاً بازارهای سرمایه مرکزی واقع در ایالات متحده و اروپا، جزء عوامل مظنون بحران نیامد» چرا که یکی از عوامل سببی احتمالی بسیاری از تحلیل‌های وام‌گیرندگان چندجانبه محسوب می‌شد.

اکنون، تنها به ارتباط علی بین شرایط مرکز جهانی بحران مالی و بحران پرداخت در جاهای دیگر به قدر لازم توجه می‌شود. بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸، بحران بدهی حاکمیتی منطقه یورو پس از آن، و تبعات احتمالی سیاست‌های محدودکننده فدرال رزرو ایالات متحده برای رشد بازار نوظهور تمرکز را روی نقش استقراض بیش از حد در علل نکول کشورها

شکل ۸/۱. رونق و رکود سرمایه

درصد



منبع: رایین‌هارت و رایین‌هارت، رونق جریان سرمایه: دیدگاه جامع گذشته و حال، سمینار بین‌المللی اقتصاد کلان NBER، ۲۰۰۸

می‌گذارند. مطالعات مختلف تفاوت‌های رشد بین اقتصادهای پیشرفته و توسعه‌یافته و نرخ بهره بین‌المللی پایین و قیمت بالای کالا را از عوامل تعیین‌کننده اصلی فاکتورهای فشار در رشد اعتبار جهانی پیش از بحران‌های مالی می‌دانند (شکل ۸.۱ را ببینید). سایر تحقیقات گذشته ارتباط بین موج نکول ملی در امریکای لاتین در قرن نوزدهم با انفجار حباب‌های اعتبار جهانی و فروپاشی نقدینگی بین‌المللی پس از آن در مراکز مالی ایالات متحده و اروپا را تأیید می‌کنند. مدل‌های وقفه‌ناگهانی از «اقتصاد کلان اقتصاد باز» بهره‌می‌گیرند و اثر تغییرات احتمالی روی جریان‌های سرمایه خارجی روی اقتصاد داخلی را مدل می‌کنند.

شاخص‌های چرخه‌ای

بحران ۲۰۰۸ نیز سبب تمرکز بیشتر روی فاکتورهای چرخه‌ای مدل‌ها نظیر چرخه سرمایه‌گذاری، چرخه اعتبار یا چرخه مسکن، به‌خصوص در بررسی بحران‌های مالی و پرداخت بازار توسعه‌یافته شد. آگاهی از بحران‌های اقتصاد جهانی و دیدگاه تاریخی گسترده‌تر می‌تواند با رفع گستره‌ای از گزینه‌های اشتباه به کاهش عدم قطعیت آینده کمک کند.

زیرا چرخه‌ها ویژگی‌های ثابتی دارند - نقطه حداقلی اولیه، توسعه جمععی، نقطه اوج، همگرایی جمععی و نقطه حداقلی پایانی. ردیابی چرخه‌های تجاری جهانی و شناسایی نقاط عطف‌شان می‌تواند با کاهش سطح عدم قطعیت به‌شکلی فزاینده دیدگاهی پیش‌بینی‌گرایانه برای مدل‌ها فراهم کند.

با این حال، این مسئله به هیچ وجه قابلیت پیش‌بینی را تضمین نمی‌کند: درست همانطور که هر بحرانی متفاوت است، همه چرخه‌ها نیز متفاوت و غیرقابل پیش‌بینی‌اند. همانطور که مایکل نیمیرا و فیلیپ کلین در کتابشان با نام «پیش‌بینی چرخه‌های مالی و اقتصادی» اشاره می‌کنند:

با هر احتمالی، چرخه تجاری... به پیشرفت تدریجی‌اش ادامه خواهد داد... نقش پیش‌بینی‌گر و تحلیل‌گر، بررسی فاکتورهای پایدار و تفکیک‌شان از فاکتورهای ناپایدار و درک روند پیشرفت این فاکتورهاست.

ساختار مدل رتبه‌بندی

مدل ارزیابی که در اینجا پیشنهاد شد به بررسی گستره وسیعی از شاخص‌ها که در یک مدل ارزیابی گنجانده شده است می‌پردازد. هدف ارائه چارچوبی پیشرو است که فاکتورهای خارجی موثر بر اعتبارمندی (یا شاخص‌های وام‌دهی بیش از حد) و بی‌توازی‌های داخلی و مبانی ساختاری مرتبط با وام‌دهی بیش از حد را با یکدیگر ادغام کند.

— در ادامه مسیر تحلیل در فصل قبلی، اولین گروه از شاخص‌ها فاکتورهای فشار خارجی را دنبال می‌کنند.

این شاخص‌ها شامل تناوب و بی‌توازی‌های مراکز مالی جهانی هستند که به لحاظ سیستماتیک حائز اهمیت‌اند.

— دومین گروه شامل شاخص‌های آسیب‌پذیری کشور در مقابل مدل‌های شوک‌های خارجی‌اند.

— عوامل فشار جریان سرمایه را تحریک می‌کند، اما مسیر حرکت آن‌ها به فاکتورهای فشار یا شرایط اقتصاد داخلی و سازمانی نزدیک است. از این رو، سومین مجموعه از شاخص‌ها، ویژگی‌های اقتصادی و سیاسی درون کشوری و یا مبانی‌ای را شامل می‌شود که توانایی‌های یک کشور را در پرداخت و یا تمایل به پرداخت مورد ارزیابی قرار می‌دهند.

بسیاری از شاخص‌های گروه دوم و سوم، در بسیاری از مدل‌های رتبه‌بندی کشوری یافت می‌شوند، اما شاخص‌هایی که در گروه اول قرار دارند - به استثنای نرخ بهره لایبور یا فدرال رزرو - معمولاً غایب هستند. با این حال، تمرکز این تجزیه و تحلیل روی نقاط ضعف داخلی باقی مانده است و حتی با متمرکز شدن روی شاخص آسیب‌پذیری، مشتقات خارجی جریان سرمایه از مدل‌ها خارج شده و تنها در بخشی از توضیحات متنی آمده‌اند. تازگی مدل ارزیابی‌ای که در اینجا پیشنهاد شد، تعدد و برون‌زا بودن شاخص‌های فاکتور فشار در مدل است. این ویژگی مدل این امکان را برای ارزیابی کشور فراهم می‌کند تا شرایط جهانی را، که بطور فزاینده‌ای در حال تغییر است، درست پیش از تأثیرگذاری شوک جهانی روی داده‌های

کشور منعکس کند. گذشته از این، می‌توان فاکتورهای چرخه‌ای را بصورت پادچرخه‌ای براساس تنزل رتبه کشور در مرحله حساب بحران اعتبار که در داده‌های رشد اعتبار جهانی دیده می‌شود ارزیابی کرد. در زیر دسته‌بندی گسترده این شاخص‌ها آمده است.

۱. عوامل فشار موثر بر شاخص‌های وام‌دهی بیش از حد و چرخه‌ای

- روندهای تغییرات در مراکز مالی جهانی (ایالات متحده، انگلستان، اتحادیه اروپا، چین و ژاپن)
- نرخ بهره بین‌المللی و نرخ‌های بین‌بانکی
- نرخ تبدیل بین‌المللی مرتبط با منطقه
- رشد اعتبار در اقتصادهایی که به لحاظ سیستماتیک مهم‌اند
- شاخص‌های نوسان بازار
- چرخه انتخاباتی
- نرخ تغییر قیمت‌های کالا و دارایی چرخه انتخاباتی
- شاخص‌های اصلی جهانی (سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۱)، شاخص‌های بالتیک^۲)

۲. آسیب‌پذیری‌های خارجی

- تمرکزهای تجارت، صادرات و واردات
- دسترسی به بازارهای سرمایه
- عدم تعادل سرمایه‌گذاری و پرداخت‌های خارجی
- عدم تعادل نرخ ارز
- شاخص‌های بدهی خارجی و نقدینگی

۳. دلایل اساسی استقراض

- اثربخشی سیاسی و حاکمیتی

1. OECD
2. Baltic Dry

- شاخص‌های پایداری سیاسی و حاکمیتی، بدهی‌های احتمالی
- ثبات پولی، رژیم ارز و وضعیت ارز
- ریسک‌های سیاستی اقتصاد
- ساختار اقتصادی
- رشد تولید ناخالص داخلی، نوسان و ساختار
- نقش اقتصادی دولت
- ساختار بخش مالی، اندازه نسبت به تولید ناخالص داخلی
- روندهای جمعیت‌شناختی
- روندهای رقابت‌پذیری و بهره‌وری
- ریسک سیاسی و نهادی
- ثبات سیاسی داخلی
- مواجهه با ریسک‌های منطقه‌ای یا ژئواستراتژیک
- ساختار نهادی
- زیرساخت و محیط تجاری

روش مدل‌سازی

مدل‌سازی ۴ مرحله دارد:

- تعیین شاخص‌های مورد استفاده براساس توضیحات زیر.
- تعیین حدود آستانه هر شاخص که بر همان اساس نشانگر سطح ریسک و امتیاز است.
- اختصاص اوزان منعکس‌کننده سطح اهمیت لحاظ شده به هر شاخص و گروهی از شاخص‌ها.
- اضافه کردن نمرات وزنی جهت بدست آوردن امتیاز کلی ریسک که کشورها را براساس ریسک‌های مرزی رتبه‌بندی کند. این امر می‌تواند مبنایی ترتیبی داشته باشد، در جایی که کشورها به آسانی در مقایسه با یکدیگر یا در شرایط مطلق رتبه‌بندی می‌شوند، جایی که نمرات رتبه‌بندی، منعکس‌کننده فاصله ریسک است.

ارتباط و اهمیت یک شاخص

کدام یک از این شاخص‌ها باید در مدل گنجانده شود؟ و چه وزنی در نمره کلی باید داشته باشند؟ با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون، می‌توان شاخص‌ها را در طول هر دوره زمانی و گروه‌های مختلف، برای ارزیابی اهمیت آن‌ها مورد آزمایش قرار داد. از این آزمون‌ها نیز می‌توان وزن‌هایی را بدست آورد. شبیه‌سازی شاخص‌ها اطلاعات ارزشمندی حاصل می‌کند. اما بسته به بازه زمانی و انتخاب کشورها، نتایج این آزمون‌ها نتایج متفاوتی را نشان خواهد داد. مطالعات تجربی بسیاری بر این موضوع دلالت دارند که کسری حساب جاری، یا مثلاً تورم، یا نسبت بدهی خارجی به تولید ناخالص داخلی، به لحاظ آماری معنادار نیستند. چه به لحاظ آماری معنادار باشند یا نباشند، مبنای تعیین شاخص‌هایی که باید در مدل ارزیابی باشند درک استقرایی ریسک‌کشوری است که پیش‌تر در فصول ۳ تا ۵ معرفی و در بالا توضیح داده شد. برای این منظور با نادیده گرفتن همبستگی اجتناب‌ناپذیر بین شاخص‌ها از رشته معمول اقتصادسنجی استفاده می‌شود.

برخی شاخص‌ها، مانند نرخ بهره فدرال، ممکن است پس از یک دهه به شاخصی معنادار تبدیل شوند. بنابراین، بسته به بازه زمانی، ممکن است این شاخص هیچ‌توان توضیحی نداشته باشد. پائولو مناس و نورل روبینی در تحقیق‌شان، «قواعد کلی بحران‌های بدهی حاکمیتی»، اهمیت ۵۰ شاخص را در بازه‌های ۲۰۰۲-۱۹۷۰ و ۲۰۰۲-۱۹۹۰ مقایسه کردند و دریافتند که بیشتر شاخص‌ها از ۱۰ شاخص ممتاز، که متشکل از نسبت به بدهی خارجی کل به تولید ناخالص داخلی و نسبت بدهی کوتاه‌مدت به تولید ناخالص داخلی، نسبت بدهی کوتاه‌مدت به ذخایر ارز خارجی (و انواع متعدد شاخص‌های مشابه) هستند، جزء ۱۰ شاخص ممتاز باقی ماندند؛ اما سایر شاخص‌ها، مثل موجودی حساب جاری به تولید ناخالص داخلی، ضوابط تغییرپذیری و آزادی تجارت، زمانی که در بازه زمانی ۲۰۰۰-۱۹۹۰ تحت آزمون قرار گرفتند اهمیت‌شان بسیار بیشتر شد که احتمالاً اثر افزایش آزادسازی و یکپارچگی جهانی بازارهای مالی را در قیاس با دهه‌های قبل‌تر نشان می‌دهد.

اهمیت شاخص‌ها به مرور زمان تغییر می‌کند. سرانه درآمد شاخصی

قوی برای تفکیک ریسک نکول بازارهای توسعه یافته و نوظهور است. اما پس از بحران‌های حوزه بانکداری و بدهی حاکمیتی در سال ۲۰۰۸ در جهان توسعه یافته و فشار سنگین بدهی دولت، مودیز تصمیم گرفت تا به تولید ناخالص داخلی که شاخص توانایی خروج کشور از تله بدهی است وزن بیشتری دهد. این امر جنبه مهم دیگری از چارچوب‌های کمی را نشان می‌دهد، یعنی ضرورت بازنگری منظم مدل.

کدامیک از این شاخص‌ها باید بسته به هدف اندازه‌گیری بکار روند (فصل ۲ را ببینید)؟ اگر هدف اندازه‌گیری ریسک‌های بحران پرداخت در سطح کشوری باشد، بسیاری از این شاخص‌ها ضروری‌اند. برای ریسک‌های ارزی، می‌توان از زیرمجموعه استفاده کرد. (برای مثال، واحد اطلاعات اکونومیست که ۶۰ شاخص در مدل ارزیابی کشورش دارد از این زیرمجموعه‌ها برای رتبه‌بندی ریسک ملی، ارزی و بخش بانکداری استفاده می‌کند.) برای ریسک نکول ملی، محوریت باید شاخص‌های ترازنامه ملی باشد.

در مورد ریسک‌های حوزه قضایی، انبوهی از فاکتورهای ریسک ساختاری، نهادی و سیاسی داخلی باید لحاظ شوند و شاخص‌های خارجی فاکتورهای فشار را می‌توان نادیده گرفت. برای ساخت هشدار اولیه کوتاه‌مدت، باید تمرکز روی داده‌های پرتکرار آسیب‌پذیری‌ها باشد. برای ارزیابی ریسک‌های کشوری درازمدت، شاخص‌های ساختاری و فاکتورهای نهایی که با گذشت زمان تغییرات کندی دارند باید محوریت مدل قرار گیرند.

یک شاخص برای همه کشور مناسب نیست

هیچ یک از این شاخص‌ها برای تمامی کشورهای جزء نمونه آماری مناسب نیستند. مدل باید با ساختار متفاوت و سطح توسعه اقتصاد کشورها تطبیق یابد. بسیاری از چارچوب‌های مدل سعی دارند با دو مدل (بیش از دو) تفاوت‌های ساختار اقتصادی را لحاظ کنند: یکی برای بازارهای نوظهور (با زیرمجموعه‌ای برای کشورهای آسیب‌پذیر) و دیگری برای بازارهای توسعه یافته (با زیرمجموعه‌ای برای منطقه یورو). مسئله‌ی دیگری که بیشتر توصیه می‌شود این است که رویکرد باید امدلی با انعطاف‌پذیری

ذاتی برای سازگاری با اوزان و حدود آستانه داشته باشیم تا سطوح متفاوت توسعه کشورها؛ سطح یکپارچگی جهانی یا دسترسی به بازارهای سرمایه؛ ارزش ذخیره بودن یا نبودن پول رایج آن کشور؛ ارزش یکپارچه بودن یا نبودن پول رایج آن کشور؛ و آمادگی یا عدم آمادگی دولت‌های گذشته آن کشور برای مقابله با نکل را لحاظ کند.

گذشته از این، وزن‌های شاخص‌های مختلف نظیر ریسک سیاسی می‌توانند عنصری تعاملی داشته باشند، یعنی زمانی که ریسک سیاسی از بین می‌رود، افزایش یابند. امتیاز تجمعی شاخص‌های حساسیت (آسیب‌پذیری) را می‌توان با فاکتورهای فشار خارجی نیز مرتبط دانست، به‌گونه‌ای که هر چه اقتصاد به شوک‌های خارجی آسیب‌پذیرتر و حساس‌تر می‌شود، وزنی که به فاکتورهای فشار خارجی داده می‌شود بیشتر است.

تعیین حدود آستانه

برای کشورهایی با سطح توسعه متفاوت حدود نهایی را چگونه باید تعیین کرد؟ تورم یا کسری حساب جاری یا نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در چه سطحی خطرناک است؟ ممکن است برخی از شاخص‌های قدیمی درماندگی نظیر نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی یا نسبت بدهی دولتی به تولید ناخالص داخلی، که در همه کشورها با حدود آستانه و وزن‌های مشابهی آزمایش شده‌اند، فاقد معناداری باشند. زیرا اقتصادهای توسعه‌یافته بازار بدهی عمیق‌تری دارند و ممکن است مدتی طولانی زیر بار بدهی زیاد باشند. این امر نشان می‌دهد که نه تنها سنجش متفاوت شاخص‌ها بسته به سطح توسعه اقتصاد ضروری است، بلکه تحمیل حدود آستانه متفاوت برای هشدار مشکلات پرداخت نیز الزامی است.

حدود آستانه با گذر زمان تغییر می‌کند. در دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰، تورم حاد به کرات دیده شد و اقتصادهای بسیاری چند سال تورمی بالاتر از ۲۰ درصد را تحمل کردند.

اما استقلال بیشتر بانک مرکزی و درک بهتر خطرات تورم از حدود

آستانه هشداردهنده خطر کاست. همین اتفاق برای نسبت بدهی دولتی به تولید ناخالص داخلی افتاد. نسبت ۶۰ درصد برای ریسک‌های زیاد در نظر گرفته شد، اما مطالعات برپایه بحران‌های اخیر نشان دادند که نسبت ۳۵ تا ۴۰ درصد نقطه برش بهتری است.

زمانی که ترکیبی از شاخص‌ها وجود دارند که از سطوح خطر فراتر می‌روند، حدود آستانه در هشداردهی بحران پرداخت یا نکول به حدود بحرانی تبدیل می‌شوند. مثلاً، شاخص کسری حساب جاری، ممکن است ظاهراً زیاد باشد، اما هنوز نشانه‌ای از بحران نداشته باشد. اما زمانی که کسری زیاد با سایر شاخص‌های داخلی مانند افزایش سریع بدهی کوتاه‌مدت نسبت به ذخیره ارز خارجی ترکیب می‌شود، به رشد اعتبار، کسری بودجه و روندهای نامساعد بازارهای جهانی سرعت بخشیده و به تهدیدی الزام‌آور برای پایدار وضعیت مالی تبدیل می‌شود.

سایر مسائل فنی

تنوع

عموماً، هر چه مدل متنوع‌تر باشد بهتر است، چون در جاهایی که رتبه به ناگهان افزایش یا کاهش می‌یابد، از اثرات پرتگاهی جلوگیری می‌کند. در این راستا، باید برای گروه‌های مختلف حدود آستانه برای شاخص‌های ارزیابی را تعریف کرد. این امر امکان ارزیابی کلی ریسک (مثلاً ۱ تا ۱۰۰) را برای امکان جابجایی بیشتر در هر دسته رتبه‌بندی (مثلاً AAA تا CCC) و نیز امکان تغییراتی را در ارزیابی فراهم می‌کند تا هشدار اولیه برای تغییرات قریب‌الوقوع در رتبه داده شود.

سطح، تأخیر، خالص، ناخالص، لگاریتم یا نوسان

مدل‌سازان باید انواع مختلفی از شاخص‌های پیشنهادی را انتخاب کنند: سطح، تأخیر، نرخ تغییر و شاخص‌هایی از این قبیل. عاملی که تأثیر بیشتری روی مدل اندازه‌گیری ریسک نکول ملی دارد، سطوح شاخص‌های مختلف مرتبط است. در صورتی که نرخ تغییر شاخص‌ها دنبال شود، مدل

عملکرد بهتری را برای هشدار اولیه بدست می‌آورد. ممکن است داده‌های موخر برای برخی شاخص‌ها نظیر نرخ بهره توان توضیحی بیشتری داشته باشند که در این صورت احتمالاً نفوذ در اقتصاد زمان‌بر است. علاوه بر این، تعاریف متفاوتند. برخی مدل‌ها از بدهی خارجی خالص استفاده می‌کنند که امتیاز سخاوتمندانه‌تری برای نسبت بدهی خارجی به تولید ناخالص داخلی ایجاد می‌کند، زیرا ذخیره ارزش خارجی بانک مرکزی و دارایی‌های مالی را از بدهی خارجی کل کسر می‌کند.

شاخص‌های کیفی

تنوع به‌خصوص برای آن دسته از شاخص‌های کیفی مهم است که بیشتر برای ارزیابی ریسک سیاسی و ساختار نهادی بکار می‌روند. شاخص‌های کیفی باید در کمترین مقدار خود حفظ شوند و راه‌های خلاقانه‌ای برای کمیت‌یابی آن‌ها یافت شود. برای مثال، می‌توان استقلال بانک مرکزی را بصورت کیفی ارزیابی کرد (امتیازها از بسیار مستقل تا وابسته متغیرند) یا می‌توان از تورم ۵ سال گذشته به عنوان متغیر نماینده بهره‌گرفت. در مورد حاکمیت و فساد، مدل‌های بسیاری از شاخص‌های معتبر بین‌المللی مثل شاخص شفافیت نهادی استفاده می‌کنند. علاوه بر این، سرویس‌های تخصصی نیز وجود دارند که داده‌های مربوط به آزادی مطبوعات یا ریسک امنیتی محل کارمندان را گردآوری می‌کنند. به‌همین ترتیب، شاخص‌های محیط کسب و کار و مالی می‌توانند از امتیازهای انجام کسب و کار بانک جهانی^۱ یا حدود آستانه‌ای که هیأت ثبات مالی^۲ تعیین نموده است بهره‌گیرند. با این حال، این شاخص‌ها حتماً باید به دقت استفاده شده و نباید مجوز نهایی تلقی شوند. در نتیجه، ممکن است مبنای آن‌ها امتیازات کیفی و غیرعینی باشد که راه را برای سوگیری‌های ضمنی باز می‌کنند (ادامه را ببینید). شاخص‌های کیفی، مخصوصاً شاخص‌های مربوط به ریسک سیاسی، باید داده‌های نشانگر تزلزل سیاسی، نظیر تعداد

1. Doing Business

2. Financial Stability Board (FSB)

روزهای اعتصاب یا تعداد حملات تروریستی، و داده‌های نشانگر تنزل اساسی محیط سیاسی، مانند وخیم شدن توزیع درآمد، رشد ناگهانی قیمت مواد غذایی یا بیکاری، را متعادل سازند.

عوامل تعدیل

مدل‌ها به عوامل تعدیل نیاز دارند (ضرایب افزایشی یا همپوشانی)، زیرا هیچ مدلی نمی‌تواند ویژگی‌های حاد هر کشور را لحاظ کند. ضرایب افزایشی برای ارزیابی داده‌های پرت در جاهایی که شرایط حاد مانع عملکرد عادی اقتصاد می‌شود به شکل خاصی کارایی دارند. این ضرایب دولت‌های آسیب‌پذیر یا کشورهایی با تحریمات بین‌المللی مواجهند، مانند ایران، نیز شامل می‌شوند. با این حال، ضرایب اصلاح باید در حداقل باقی بمانند و با بازرسی‌های شفاف منظم پیگیری شوند. استفاده بیش از اندازه از آن‌ها نشان از ضرورت ساخت مدلی جدید یا تحلیلی ضعیف دارد.

افق زمانی، واکنشی بودن مدل، هم‌چرخه‌ای بودن^۱

مدل چطور می‌تواند پیشرو باشد؟ اگر افق زمانی بیش از ۳ سال باشد، باید از روش تحلیل سناریو استفاده کرد.

مدل باید بهبود یا وخیم‌تر شدن شرایط را به قدری زود برای سرمایه‌گذاری در نهاد - بانک، شرکت یا مدیر مالی - هشدار دهد که زمان کافی برای اقدام وجود داشته باشد. بدین معنا که باید عنصری در مدل گنجانده شود که دستکم براساس پیش‌بینی‌های ۱۲ ماه آینده ارزیابی کند.

سوالی که در این مورد مطرح می‌شود این است که این مدل تا چه حد باید واکنشی باشد؟ در حالت ایده‌آل، رتبه کشور نباید تغییراتی چندانی داشته باشند. چندان مناسب نیست که رتبه کشوری ارتقا و اجازه داده شود تا چند تصمیم برای سرمایه‌گذاری اتخاذ و تنها چند ماه بعد، تنزل رتبه کند. مبنای هر ارتقای رتبه‌ای باید بهبودهای ساختاری بلندمدت پایدار در

فاکتورهای اقتصادی، سیاسی و نهادی و واکنشی اثبات‌شده به شوک‌های جهانی باشد. کاهش رتبه‌ها باید ساده‌تر اتفاق بیفتند. بدترین اتفاق این است که کشور بیش از اندازه دیر تنزل رتبه دهد. بنابراین، باید سوگیری محافظه‌کارانه در مدل‌ها لحاظ شود.

تنزل‌ها و ارتقاها اغلب به این جهت مورد نقد قرار می‌گیرند که در جهت چرخه تجاری‌اند. این مسئله پیچیده‌ای است، زیرا زمانی که چرخه سرمایه‌گذاری در مرحله رشد قرار دارد، رتبه کشور هم بهبود می‌یابد، چرا که داده‌هایی که محوریت مدل قرار می‌گیرند بهبود می‌یابند، و هر دو در فاز سقوط تجاری دچار تنزل می‌شوند. برای جلوگیری از این اتفاق آژانس‌های رتبه‌بندی متعددی ارزیابی را در طی چرخه تجاری انجام می‌دهند که به لحاظ نظری باید از سوگیری چرخه‌ای کشوری استفاده کند. با این حال، اگر کشوری به سمت نکول پیش برود، باعث تعدیل قابل‌توجهی در رتبه‌ها می‌شود (اثر پرتگاهی) و واکنشی افراطی را در بازارهای مالی پدید می‌آورد. به همین دلیل، تغییرات ارزیابی آژانس‌های رتبه‌بندی بیشتر به این جهت که نقش شاخص‌های گذشته‌نگر را دارند مورد نقد قرار می‌گیرند.

بنابراین، روش بهتر ارزیابی لحظه‌ای و سازمان‌دهی مدل با در نظر گیری شاخص‌های اصلی است تا مدلی پیشرو حاصل شود. این شاخص‌ها شامل شاخص‌های اولیه انواع بحران‌های مختلف هستند. برای مثال، بحران‌های ارزی اغلب کاهش ارزش ارز، و بحران‌های بانکداری نیز حباب اعتبار یا افت شدید در بازارهای ارز و سرمایه را به دنبال دارند. هشدار اولیه با لحاظ کردن فاکتورهایی نظیر شاخص‌های اصلی OECD که نقاط احتمالی تورم چرخه‌ای را نشان می‌دهند، بهبود پیدا می‌کند.

هدف ساختن مدلی است که پیش از رسیدن به نقطه اوج، رشد و یا نقطه عطف چرخه اعتبار، از تنزل رتبه خبر دهد و در نتیجه، از تمرکز و ریسک‌های بالایی که بخش «حباب‌دار» چرخه تجاری به همراه دارد جلوگیری کند. گرچه کار ساده‌ای نیست، اما با مدلی که در بالا پیشنهاد شد، شدنی است. شاخص‌های اصلی و تناوبی بطور محتمل داده‌های نرخ تغییر فاکتورهای

اقتصادی مختلف چرخه‌محور، مثل قیمت کالا، قیمت دارایی و رشد اعتبار را لحاظ می‌کنند. حدود آستانه این شاخص‌ها را می‌توان طوری تنظیم کرد که متناسب با چرخه تجاری کشور ارزیابی شوند.

مثلاً، هر چه نرخ رشد اعتبار (نسبت به رشد تولید ناخالص داخلی یا سایر نسبت‌های مستعد) بیشتر و زمان‌شان طولانی‌تر شود، اثر منفی‌شان روی امتیاز (ارزیابی) بیشتر خواهد شد.

مسئله‌ای که در این حالت پیش می‌آید این است که ممکن است مدل بیش از اندازه زود، از نقطه عطف خبر بدهد. اگر بحران موردانتظار به سبب تغییری غیرمنتظره در سیاست، مساعده مالی صندوق بین‌المللی پول، یا بهبود شرایط جهانی واقعیت پیدا نکند چه خواهد شد؟ اینجا همان جایی است که حتی بهترین مدل‌ها نیز جواب نمی‌دهند و باید زمان واکنش به هشدارها تصمیم‌مدیریتی اتخاذ شود.

قضایای ضمنی و باورهای غلط رایج

یکی از مسائل بدیهی این است که چک‌لیستی از پیش تعیین‌شده و شاخص‌هایی وجود دارد که ممکن است برخی از فاکتورهای تعیین‌کننده بحران آینده را نادیده بگیرند. مثلاً، پس از بحران سال ۲۰۰۸، مردم دریافتند که تنها توجه به نرخ بهره‌ای که بانک‌های مرکزی تعیین می‌کنند کافی نیست؛ بلکه باید نرخ بهره بین‌بانکی را نیز رهگیری کنند. به همین دلیل، مدل باید تنها به‌عنوان بخشی از اقدام مدیریت ریسک‌کشوری در نظر گرفته شود.

در انتخاب شاخص‌ها روندهای رایج در فلسفه اقتصاد و باورهای غلط مرسوم نیز مهم‌اند. همانطور که در فصل ۴ بحث شد، در دهه ۱۹۷۰، به اشتباه تصور می‌کردند که تولیدکنندگان نفت به ندرت همه ریسک‌های ملی را لحاظ می‌کنند. سرمایه‌گذاران و آژانس‌های رتبه‌بندی اثر خنثی‌کننده عضویت اقتصادهای اروپای شرقی در اتحادیه اروپا و عضویت اقتصادهای جنوبی منطقه یورو در اتحادیه پولی را دست‌بالا گرفتند. همچنین، بحران سال ۲۰۰۸ خطرات رواج عقایدی نظیر این عقیده که «این

دوران متفاوت است» نشان داد. در نتیجه، داشتن تردیدی بی‌خطر در مورد باورهای عامه اقتصادی در مدل‌سازی مفید و مدیریت ریسک‌کشوری ارزشمند است.

مسئله دیگر وجود قضاوت‌ها و سوگیری‌های غیرعینی و ضمنی در مورد کشورهاست که حتی در این مدل، می‌توانند با پاسخ به سوالات کیفی بطور پنهانی وارد مدل شوند. (در یکی از اسناد سال ۲۰۱۴، یونی‌کردیت، بانکی ایتالیایی، مدعی شد که ارزیابی فاکتورهای کیفی توسط آژانس‌های رتبه‌بندی ملی خطاهای بزرگی در رتبه‌بندی کشورهای پیرامون منطقه یورو وارد می‌کند.) سوگیری‌های خوش‌بینانه یا بدبینانه در مورد یک کشور یا منطقه جزء لاینفک این کار است. ایجاد بازرسی‌های فرامنطقه‌ای برای ارزیابی سوالات کیفی یا جابجایی تحلیل‌گران می‌تواند در این گونه پیش‌بینی‌ها کمک‌کننده باشد. در مورد قضاوت‌های سیاسی و ارزشی چطور؟ البته، در علوم اجتماعی داشتن موضعی کاملاً عینی و معقول غیرممکن است. مبنای رویکرد و سوالات ما، مقادیرمان است. اگر قضاوت‌های ارزشی وجود داشته باشد، مسئله چندان بحرانی نیست، مگر اینکه قضاوت‌ها ضمنی باشند -مانند زمانی که تبدیل به سوگیری می‌شوند.

در نتیجه، می‌توان گفت اگر همه این مسائل در مورد مدل‌ها وجود داشته باشند، چرا باید یک مدل ساخت؟

سه دلیل وجود دارد:

- اول اینکه، این کار فوق‌العاده آموزنده است، چرا که بحث و گفتگو مدیریت را نسبت به ریسک‌ها آگاه‌تر کرده و چارچوبی منسجم برای ارزیابی ریسک‌ها و فرصت‌ها ایجاد می‌کند.
- مورد دوم، و مهم‌تر از مورد قبل، این است که چارچوب روش‌شناختی اصولی برای تنظیم قضاوت‌های غیرعینی دلخواه در مورد ریسک‌کشوری و اطمینان از اینکه تصمیمات سرمایه‌گذاری تا جای ممکن از سوگیری‌های غیرعینی رها شده‌اند، ضروری است.
- سوم، باید به خاطر داشت که مدل رتبه‌بندی ریسک‌کشوری تنها جزئی از مجموعه ابزاری است که برای مدیریت ریسک‌کشوری لازم‌اند.

بعد از این چه خواهد شد؟

پس از ایجاد یک مدل رتبه‌بندی ریسک قابل قبول و ارائه ارزیابی‌ها، چه اتفاقی خواهد افتاد؟ هدف از این کار تهیه پورتفویی متنوع است که از تمرکز ریسک کشوری جلوگیری کند (به جز در مورد کشوری که در آن ادغام نهادهای تجاری وجود داشته و هیچ ریسک فرامرزی و به تبع آن هیچ ریسک کشوری وجود ندارد - فصل ۲ را ببینید). این کار مستلزم نگاهی رتبه‌های ملی به احتمالات نکول و تعیین حدود و سایر مقادیر کنترلی برای محدوده‌های ریسک کشوری است. در فصل ۱۰ به این بحث می‌پردازیم.

۹. کاهش ریسک کشوری: سطح جهانی

کاهش ریسک کشوری در سه سطح اتفاق می‌افتد: جهانی (سیاست‌های پیشگیری از بحران که سازمان‌های بین‌المللی و کشورها دنبال می‌کنند)؛ سازمانی (مدیریت ریسک در سطح خرد توسط سازمان‌های مالی و سایر سازمان‌ها)؛ و معامله. در سطح جهانی، تلاش‌های صورت گرفته برای مدیریت فشارهایی که ممکن است سبب وام‌دهی و استقراض بیش از حد شوند، شمار روزافزونی از سازمان‌های بین‌المللی را بوجود آورده که وظیفه‌شان افزایش نظارت، سرپرستی و هماهنگی بین‌المللی سیاست‌های ملی است. با این حال، همانطور که پیش‌تر اشاره شد، حتی اگر بتوان بطور موقت آن‌ها را به زمانی دیگر موکول کرد یا کاهش داد، بحران‌های پرداخت به وقوع خواهند پیوست. بدین ترتیب، در بخشی از این فصل به تسهیل بدهی و زمان‌بندی مجدد پس از وقوع بحران و نکول کشورها پرداخته می‌شود. نتیجه این تلاش‌ها نظام بین‌المللی پیچیده قانون‌مدار امروزی است که در هماهنگی سیاست جهانی در دوران پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ موفق بوده، اما به قیمت تأثیر فزاینده‌ای که روی حاکمیت ملی داشت که خودش می‌تواند ریسک‌های جدیدی را به وجود می‌آورد.

این فصل از کتاب بحث پرتکاپویی را دنبال می‌کند که طی آن پیشنهادهای عملی برای سنجش، مدیریت و کاهش ریسک کشوری ارائه می‌شود. با این حال، با توجه به تأکیدی که در فصول قبل روی فاکتورهای خارجی جهانی موثر بر بحران‌های پرداخت و نکول انجام شد، ارزیابی اقدامات متوقف‌کننده بحران در سطح بین‌المللی ضروری بنظر می‌رسد.

فصل ۱۰ به بحث کاهش ریسک در سطح شرکتی می‌پردازد و پیشنهادهایی در مورد ساختارهای بهترین روش مدیریت ریسک کشوری ارائه می‌کند، و در فصل ۱۱ تکنیک‌های کاهش ریسک برای معاملات فرامرزی معرفی می‌شوند.

پیشگیری از بحران، بازتنظیم و ریسک‌های عدم یکپارچگی بین‌المللی

یکی از عناصر اصلی پیشگیری از بحران‌های بین‌المللی سرپرستی و نظارت بین‌المللی بر اقتصاد جهانی است. نظارت در طی این سال‌ها دچار افت و نوسان شده و پس از بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸ نیز، کنترل‌های نظارتی افزایش محسوسی داشته‌اند. لیکن دستگاه‌های نظارتی تغییری نکردند و از رشد قابل‌ملاحظه فعالیت‌های مالی خارج از ترانزنامه جا ماندند.

این افزایش نظارت به دنبال روندهای فوق‌العاده ضدونقیض طی چند دهه اخیر رقم خورد. آزادسازی بازارهای مالی و تجارت در دهه ۱۹۸۰ با رشد فعالیت‌های بازتنظیمی همراه بود. موج فعلی نظارت بطور بالقوه در حال پراکنده‌سازی بازارهای جهانی است.

طی دوران جهانی‌سازی اول، نظام کلاسیک پولی طلا تا زمانی که دولت‌ها تصمیم به تبعیت از آن گرفتند، نقش نیروی نظارتی بین‌المللی را در سیاست‌های داخلی ایفا می‌کرد. پس از بحران‌ها، بانک‌های جهانی نظیر بانک مرکزی انگلستان یا بانک‌های بزرگ و قدرتمندی مثل جی‌پی‌مورگان بودند که نقش آخرین مرجع وام‌دهنده را ایفا می‌کردند. در قرن نوزدهم، قانون تجارت بین‌ایالتی امریکا مصوبه سال ۱۸۸۷ جهت نظارت بر صنعت راه‌آهن تصویب شد - که با توجه به میل ذاتی این کشور به تحریک بحران‌های اقتصادی جهانی انتخاب تعجب‌آوری نبود. بحران سال ۱۹۲۹ و افت نقدینگی پس از آن، ۱۲ کشور امریکای لاتین و ۹ کشور اروپایی را گرفتار نکول کامل یا ناقص کرد. موج فعالیت‌های بازتنظیمی پس از آن در دهه ۱۹۳۰ در سراسر اروپا ادامه یافت. در ایالات متحده، یکی از این موارد قانون گلس-استیگال بود که فعالیت‌های بانکداری تجاری و سرمایه‌گذاری را از هم جدا کرد.

در آن زمان موسسات بین‌المللی نمی‌توانستند آن سطح از بی‌نظمی اقتصادی بین‌المللی را مدیریت کنند. جامعه ملل نیز اختیار اقتصادی چندانی نداشت. بانک تسویه بین‌المللی، که سال ۱۹۳۰ تأسیس شد، تا پس از اتمام جنگ جهانی دوم بسیار ناکارآمد بود. کنفرانس پول و اقتصاد سال ۱۹۳۳ در لندن که به منظور هماهنگی سیاست‌ها برگزار شد، با بحث و مشاجره پایان یافت. رهبری سیاسی ضعیف و عمق بحران موجی از حمایت از تولیدات داخلی را به راه انداخت، زیرا مهم‌ترین نظام بین‌المللی، یعنی نظام پولی طلا، درهم ریخته بود. ساختارهای بین‌المللی جدیدالتأسیس پس از جنگ جهانی دوم، از دهه ۱۹۳۰ درس گرفتند. از جمله آن‌ها توافقنامه ارزی برتون وودز و شرکت‌های وابسته‌اش بود. به نقل از مورخ اقتصادی انگلیسی، روبرت اسکیدلسکی، هدف از این تلاش‌ها این بود که «اولین تلاش جدی در تاریخ باشند که به شکلی هوشیارانه برای تشکیل نظام پولی بین‌المللی صورت گرفتند که به نفع عموم عمل می‌کند». این نهادها در اقتصادی جهانی فعالیت می‌کردند که در آن نظام، سرمایه و سرمایه‌گذاری هنوز هم تحت نظارت و کنترل زیادی بود و جریان‌های مالی فرامرزی عمدتاً متشکل از مساعده‌ها، سرمایه‌گذاری‌های چندجانبه و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بودند. اما تجارت در حال آزادسازی بود.

بحران‌های دهه ۱۹۷۰ سیاست‌هایی را رقم زد که هدفشان مقررات‌زدایی و آزادسازی اقتصاد و بازار مالی جهانی بود. در ایالات متحده، سهم صنایع تحت نظارت از ۱۷ درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۱۹۷۷ به ۶ درصد در سال ۱۹۸۸ کاهش یافت. قانون گلس-استیگال سال ۱۹۹۹ لغو شد. در انگلستان، صنایع ملی‌شده زیادی خصوصی شد و اصلاحات مالی بیگ بنگ در سال ۱۹۸۶ نظام حاکمیتی قدیمی شهر لندن را برانداخت.

با این حال، دولت‌ها نیز خصوصی‌سازی و آزادسازی را با نظام‌های جدید بازتنظیم در آمیختند. هیأت‌های نظارتی برای پایش و کنترل صنایع خصوصی‌شده مخابرات، نیرو، آب، هوایی، حمل و نقل ریلی و صنایعی از این قبیل تشکیل شدند. در ایالات متحده، صنعت مخابرات در دهه ۱۹۹۰ تا حد زیادی مقررات‌زدایی شد، اما قانون مخابرات مصوبه سال ۱۹۹۶ موجب

بازتنظیم جدیدی شد. دو هفته پس از تصویب قانون بینگ بنگ در لندن قانون خدمات مالی^۱ به تصویب رسید که نظام نظارتی جدیدی را وارد این کشور کرد.

این ترکیب آزادسازی و بازتنظیم حوزه مالی بین‌المللی تا پس از بحران دهه ۱۹۸۰ با قراردادهای بازل (بازل ۱) در سال ۱۹۸۸، قوانین حسابداری جدید نظیر FAS-۱۵ در ایالات متحده و افزایش نقش سرپرستی صندوق بین‌المللی پول ادامه یافت. طولی نکشید که مشکلات آربیتراژ قانونی تحت قانون بازل ۱ به مجموعه بعدی قراردادهای بازل انجامید. قرارداد بازل ۲ در سال ۲۰۰۴ منتشر شد، اما حتی پیش از اجرای کامل ناکارآمدی‌های آن آشکار شد. پس از بحران مالی جهانی کار روی قرارداد بازل ۲ آغاز شد و همچنین در روند پیاده‌سازی پیش می‌رود (برای کسب اطلاعات بیشتر در مورد قراردادهای بازل فصل ۱۰ را ببینید).

یکی از قدرتمندترین آژانس‌های نظارتی جدید که پس از بحران ۲۰۰۸ متولد شد، شورای نظارت بر ثبات مالی^۲ ایالات متحده و اداره تحقیقات مالی^۳ آن بود که بخشی از قانون دادفرانک^۴ مصوبه سال ۲۰۱۰ است. قانون دادفرانک مهم‌ترین تغییر در نظارت مالی ایالات متحده پس از دهه ۱۹۳۰ محسوب می‌شود. شورای نظارت بر ثبات مالی و اداره تحقیقات مالی نه تنها قدرت نظارت بر تک تک مؤسسات مالی، بلکه حتی توانایی نظارت بر بازار گسترده‌تری که در آن فعال‌اند را نیز دارند. این اختیارات شامل اختیار جمع‌آوری اطلاعات، استفاده از احضاریه در صورت لزوم از هر بانک یا مؤسسه مالی غیربانکی و اختیارات قانونی برای وضع تدابیر اصلاحی مانند الزام مؤسسات مالی به کوچکتر شدن، کاهش پیچیدگی، کاهش بدهی کوتاه‌مدت یا تخصیص سرمایه بیشترند.

هیأت‌های بین‌المللی متعددی برای هماهنگی الزامات نظارتی و وضع استانداردهای بین‌المللی تشکیل شده‌اند. بحران آسیا در دهه ۱۹۹۰ سبب

1. Financial Services Act

2. Financial Stability Oversight Council

3. Office of Financial Research

4. Dodd-Frank

تشکیل چندین گروه ویژه تحت نظارت G۱۰، بانک تسویه بین‌المللی، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، مؤسسه مالی بین‌المللی و صندوق بین‌المللی پول شد تا روی الزامات نظارتی جهانی جدید مطالعه کرده و «معماری مالی جدیدی» را بنا کنند. از بحران جهانی، G۲۰ به مجمعی اصلی هماهنگی سیاسی بین‌المللی و اقدامات کاهش ریسک‌های «خارجی» تبدیل شد، هرچند، ظاهراً هماهنگی سیاسی بیشتر زمانی رخ می‌دهد که بحرانی از قبل بوجود آمده و به بهترین شکل به دنبال دفع بحرانی دیگر است. اکنون، سازمان‌های بین‌المللی متعددی وجود دارند که فعالیت‌های مساعدتی و هماهنگی را انجام می‌دهند.

از جمله بزرگترین آن‌ها:

- هیأت ثبات مالی^۵ که سال ۲۰۰۹ توسط گروه ویژه G۲۰ از طریق مجمع سابق ثبات مالی تشکیل شد و وظیفه تقویت هماهنگی میان دستگاه‌های نظارتی ملی و تدوین ۱۲ استاندارد مالی بین‌المللی را برعهده گرفت.
- مجمع مشترک شرکت‌های مختلط مالی^۶ که سازمان‌های بانکداری، بیمه و اوراق بهادار را گرد هم آورد (سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار یا ایوسکو^۷). بازوی بخش بانکداری کمیته بازل در نظارت بر بانکداری بود که سال ۱۹۷۴ تشکیل شد.
- هیأت استانداردهای حسابداری بین‌المللی^۸ مسئولیت استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی^۹ را برعهده دارد که در سال ۲۰۰۱ تأسیس شد. هیأت نظارت بر منافع دولتی^{۱۰} که ناظر بر فدراسیون بین‌المللی حسابداران^{۱۱} است در سال ۲۰۰۵ و پس از رسوایی شرکت‌های انرون، آرتور اندرسون، ورلدکام و پارمالات تشکیل شد.
- ریسک کشوری در مقابل افزایش نظارت مصونیت نداشت. انجمن اوراق

5. Financial Stability Board

6. The Joint Forum on Financial Conglomerates

7. International Organisation of Securities Commissions (IOSCO)

8. International Accounting Standards Board

9. International Financial Reporting Standards

10. Public Interest Oversight Board

11. International Federation of Accountants

بهادار و بازار اروپا^۱ در اتحادیه اروپا و بخش ۹۳۹۴ از قانون دادفرانک در ایالات متحده، مسئولیت نظارت و سرپرستی آژانس‌های رتبه‌بندی را برعهده دارند.

این انجمن یکی از سه نهاد سرپرست بخش مالی اروپا محسوب می‌شود. علاوه بر این، مقام بانکداری اروپا^۲ و مقام بیمه و مستمری شغلی اروپا^۳ نیز وجود دارند.

مضاف بر این، بسیاری از سازمان‌های استانداردگذاری نیز وجود دارند که صاحب صلاحیت قانونی‌اند. برای مثال، گروه ویژه اقدام مالی^۴ در ارتباط با پولشویی به دنبال واکنش بین‌المللی هماهنگی نسبت به سطح فزاینده سرمایه‌های نامشروع در نظام مالی جهانی بود و اختیار قرار دادن کشورها و مؤسسات مالی را در لیست سیاه داشت. توصیه‌نامه‌های این هیأت‌ها عموماً مستلزم نظارت بیشتری است، اما گاهی پیامدهای غیرمنتظره‌ای داشت. برخی دولت‌ها این معیارها را داوری می‌کردند و گاهی سیاست‌هایی که در لندن یا نیویورک شکل می‌گرفت در داکا و کابل جوابگو نبود و برخی مقررات نیز شبکه‌های غیررسمی را که در کشورهای در حال توسعه فعالیت داشتند، غیرقانونی می‌خواندند.

سال ۲۰۱۳، ۵ سال پس از بحران ۲۰۰۸، کریستین لاگارد، مدیر عامل صندوق بین‌المللی پول، وظیفه برقراری ثبات مالی را «مأموریتی اجرانشده» تلقی کرد و افزود که بخش مالی را «نه مانند آثار کاندینسکی یا پولاک، بلکه همانند آثار نقاشی مونه» می‌بیند. اما علاوه بر این، این ریسک نیز وجود دارد که نظارت بیش از اندازه انجام و دستورالعمل‌های مکرری صادر شود که در این صورت ریسک‌های جدیدی بوجود می‌آورد. الزامات سخت‌گیرانه بازل ۳ در مورد اهرم مالی و سرمایه و سایر مقرراتی که مدل‌های کسب و کار را محدود می‌کنند از قبل این نگرانی را بوجود آوردند که نظارت مالی بیش از حد تجویزی و پیچیده است. همچنین، این ریسک

1. European Securities and Markets Association

2. European Banking Authority

3. European Insurance and Occupational Pensions Authority

4. Financial Action Task Force (FATF)

نیز وجود دارد که اختلافات بسیار در نظارت‌های ملی قابل‌داوری بوده یا درگیری‌هایی را ایجاد کند که به عدم یکپارچگی مالی جهان منجر شود. در حالی که توافق کلی دلالت بر ضرورت ساده‌تر شدن، شفافیت و ریسک‌گریزی بیشتر بخش مالی دارد، قدرت و جنبش آثار پولوک به درک ریسک‌پذیری و مهارت‌های مبتکرانه‌ای که برای بخش پویای مالی نیاز است نزدیک‌ترند.

شاید روند تغییر کند. در اوایل سال ۲۰۱۴، ترس از بحران سال ۲۰۰۸ - اوراق بهادارسازی^۵ و مدل مبدأ و توزیع - بار دیگر در پاسخ به رشد بی‌هوده در بازارهای توسعه‌یافته تشدید شد. مجله اکونومیست در گزارشی نوشت: «نجات از مرگ: بازگشت اوراق بهادارسازی» که به اوراق بهادار با پشتوانه دارایی^۶، وام‌های با تعهد وثیقه و انواع دیگر بدهی‌های تجمیع‌شده با پشتوانه دارایی‌های بدون ریسک رتبه AAA یکبار منظور شده به عنوان وثیقه اشاره داشت.

نقش تکاملی صندوق بین‌المللی پول: چندجانبه‌گرایی در مقابل ناحیه‌گرایی

صندوق بین‌المللی پول در این اقدامات پیشگیری از بحران بین‌المللی نقش مهمی داشت، اما ظاهراً در حال کشمکش بود. این صندوق سال ۱۹۴۷ عملیاتی را آغاز کرد که وظیفه‌اش حفظ ثبات نرخ تبدیل در جهانی با نرخ تبدیل تقریباً ثابت و کنترل سرمایه بود. در ابتدا، عمدتاً کشورهای اروپایی از تسهیلات این صندوق استفاده می‌کردند. فرانسه اولین کشوری بود که از آن وام گرفت و در زمانی که طی بحران کانال سوئز در سال ۱۹۵۶ پوند انگلستان دستخوش حمله‌ای سوداگرانه شده بود به انگلستان وام داد، و جایگاه صندوق بین‌المللی پول را به عنوان وام‌دهنده بین‌المللی دوره‌ای تثبیت کرد. این صندوق در دهه ۱۹۷۰ از فروپاشی رژیم پولی بین‌المللی نجات یافت و مجدداً نقش خود را به عنوان مدیریت بحران بازآفرینی کرد. طی این سال‌های اولیه، وام‌دهی صندوق بین‌المللی پول در حین بحران

5. securitisation

6. asset-backed securities

صندوق مشترک طلا در اواسط دهه ۱۹۶۰ و شوک‌های قیمتی نفت در دهه ۱۹۷۰ به اوج خود رسید. وام‌ها مشروطیت‌های سیاسی محدودی داشتند و تنها به این منظور که بازپرداخت وام تضمین شود، سازمان‌دهی می‌شدند.

این روند در دهه ۱۹۸۰ اساساً تغییر کرد. آغاز بحران بدهی کشورهای در حال توسعه در دهه ۱۹۸۰ و درک اینکه بازارهای نوظهور از حدود اعتبار صندوق بین‌المللی پول استفاده می‌برند منجر به پیوند بیش از پیش سرمایه‌گذاری با اصلاحات سیاسی و تضمین تداوم‌پذیری وام تضمین شد. صندوق بین‌المللی پول مساعده‌های مالی بزرگی (مانند وام ۵۰ میلیارد دلاری که به مکزیک داد) به منظور پیشگیری از تبدیل بحران نقدینگی به بحران پرداخت بدهی اعطا و این امکان را پیدا کرد تا برای پرداخت دیون معوقه وام دهد (این زمانی بود که برزیل و آرژانتین در سال ۱۹۸۶-۱۹۸۷ پرداخت سود را متوقف کرده بودند). سال ۱۹۸۹، با سقوط دیوار برلین، جایگاه صندوق بین‌المللی پول به جایگاهی رسید که به تحول اقتصاد کشورهای شوروی سابق کمک کرد. تعداد کشورهای عضو صندوق به ۱۷۲ کشور رسید، پرسنل آن حدود ۳۰ درصد افزایش یافت و اوج پیشرفت این مؤسسه رقم خورد.

طی بحران آسیا در دهه ۱۹۹۰، بار دیگر پیشرفتی در نقش صندوق بین‌المللی پول ایجاد شد که شامل نظارت و پایش بهتر عملکرد کشورها بود. هدف طرح، وضع سیاست‌هایی برای جلوگیری از بحران مالی بازارهای نوظهور و پیشگیری از بحران در کشورهای پیرامونی تغییرپذیر در اثر ناپایداری مراکز مالی جهانی بود. بدین ترتیب، صندوق بین‌المللی پول از یک مؤسسه تأمین مالی به یکی از عوامل پیشگیری از بحران تغییر پیدا کرد.

اما شرایط وام اضطراری صندوق بین‌المللی پول در بحران آسیا از یک سو از منظر کند نمودن سرعت اصلاحات ساختاری و آزادسازی حساب‌داری و سرمایه و همچنین از سوی دیگر از جهت پیش‌بینی‌های بیش از اندازه خوش‌بینانه در مورد رشد مالی و توجه ناکافی به حساسیت‌های بخش بانکداری، مورد انتقاد قرار گرفت. این انتقادات منجر به اصلاح «راهنمای شرایط وام» صندوق بین‌المللی پول شد تا تمرکز خود را به

مناطق اصلی پایدارسازی اقتصاد کلان محدود کند. بحران آسیا این احساس را نیز به دنبال داشت که ایالات متحده و مؤسسات مالی آن از صندوق بین‌المللی پول «استفاده ابزاری» کرده‌اند. آسیایی‌ها با طرح پیشنهادی برای راه‌اندازی صندوق پول منطقه‌ای خود واکنش نشان دادند، اما این واکنش سریعاً توسط کسانی که تصور می‌کردند این اتفاق به‌شکلی خطرناک باعث واپاشی همکاری چندجانبه بین‌المللی می‌شود، سرکوب شد. صندوق بین‌المللی پول نیز به ایالات متحده که از خطری مرگبار اظهار نگرانی می‌کرد انتقاداتی داشت. میلتون فریدمن مدعی بود که نجات مکزیک در سال‌های ۱۹۹۵-۱۹۹۴ سبب ترویج وام‌های غیرمسئولانه و این باور شد که «هیچ صندوق بین‌المللی پول و هیچ بحرانی برای آسیای شرقی وجود نداشته است».

پس از بحران سال ۲۰۰۸، اقدامات با هدف کاهش بحران به بازارهای توسعه‌یافته معطوف شد. توصیه‌های سیاسی تغییری اساسی پیدا کرده و اجازه دادند تا از روش‌های انتخابی کنترل سرمایه که در دهه ۱۹۹۰ با آن‌ها مخالفت شده بود استفاده شود. برای مدیریت تقاضای سرمایه‌گذاری، ظرفیت وام‌دهی صندوق بین‌المللی پول تقریباً با سه برابر افزایش (مجدد بصورت موقت) به ۷۰۰ میلیارد دلار رسید. یکی از تسهیلات انعطاف‌پذیر و جدید حد اعتبار که با قابلیت بازپرداخت مبالغ بسیار زیاد رواج یافت، عدم وضع محدودیت شدید به سهمیه همانند گذشته بود.

اما این بار مبلغ وام تعیین‌شده برای اقتصادهای منطقه یورو در مجمع گروه ویژه G۲۰ با انتقاد مواجه شد و تقاضای تغییر در نمایندگی کشورها در هیأت‌های تصمیم‌گیری صندوق بین‌المللی پول را برای انعکاس بهتر اهمیت فزاینده بازارهای نوظهور در اقتصاد جهانی افزایش داد. همچنین، نظارت صندوق بین‌المللی پول پیش از بحران، به‌خصوص در بخش بانکداری منطقه یورو و و بازنگری‌های مکرر و زیاد در پیش‌بینی‌های رشد یونان نیز مورد انتقاد قرار گرفتند. مشاجرات در مورد ضرایب فزاینده مالی، سردرگمی‌هایی را که پیرامون سیاست‌های ریاضتی وجود دارد، آشکار کرد. ظاهراً برخی از آن‌ها تکرار اشتباهاتی بودند که پیش‌تر در بحران دهه

۱۹۹۰ آسیا دیده شده بود، اما موارد دیگر بطور کل برای عرصه اقتصاد صادق بودند. کسی به واقع اطلاعاتی در مورد چگونگی عملکرد سیاست‌های احتیاطی، ضرایب فزاینده مالی یا سیاست پولی در اقتصاد یکپارچه جهانی امروزی ندارد.

علاوه بر این، به نظر می‌رسد که حمایت صندوق بین‌المللی پول در تأمین زمان بیشتر تسهیل‌گر است، اما ممکن است همواره نکول را دفع نکند. گزارش سال ۲۰۱۴ مودیز نشان داد که نیمی از نکول‌های ملی طی سال‌های ۲۰۱۲-۱۹۸۳ به قبل از برنامه صندوق بین‌المللی پول طی دو سال قبل از نکول‌شان باز می‌گردد. همچنین، به نظر رفع بحران بدهی در نهایت نیازمند مداخله وزارت خزانه‌داری آمریکا (همانند مورد طرح بردی) و یا سایر دولت‌های بزرگ بستانکار است. این اتفاق در دهه ۱۹۸۰ که مداخله چند دبیر وزارت خزانه‌داری برای تدوین طرح بردی نیاز بود رخ داد که نهایتاً موجب رفع گرفتاری در بدهی‌ای شد که به مدت یک دهه به زیان بسیاری از کشورهای در حال توسعه بدهکار انجامید. سال ۱۹۹۷، برای این منظور به حمایت دوجانبه فدرال رزرو آمریکا، بانک مرکزی آلمان، بانک مرکزی انگلستان و بانک مرکزی ژاپن نیاز بود تا با فشار روی ۲۰۰ بانک بازرگانی یک قرارداد وام کوتاه‌مدت را با مبلغی اساسی که در کره جنوبی قابل پرداخت بود، تمدید کنند. (در همان موقع، در اواخر دسامبر ۱۹۹۷، تقریباً همه ذخایر ارز خارجی کره جنوبی خالی شد. بی‌شک این تجربه در افزایش محسوس ذخایر آسیای شرقی تأثیر داشت.)

صندوق بین‌المللی پول اکنون در دوره دیگری از بازنگری است و باید اصلاح شود. این موسسه تنها توسط ۴۵ کشور که در برتون وودز گرد هم آمدند تأسیس شد و اکنون، تعداد اعضای این موسسه به ۱۸۸ کشور رسیده است. بنیان‌گذاران سیستم برتون وودز تصور می‌کردند که جریان‌های سرمایه خصوصی هرگز آن جایگاه برجسته‌ای که در قرن نوزده و اوایل قرن بیستم داشتند دنبال نمی‌کنند. اما جریان‌های سرمایه خارجی از سطوح قرن نوزدهم همانند سهم تولید ناخالص داخلی جهانی در اواخر دهه ۱۹۹۰ فراتر رفتند. در ابتدا، صندوق بین‌المللی پول به منظور وام‌دهی به اعضای

که با مشکلات حساب جاری مواجه بودند و در آن جریان‌های سرمایه توسط تدابیر کنترل سرمایه مدیریت می‌شد، تأسیس گردید. این مطلب همچنین نشان می‌دهد که طرح پیشنهادی گروه G۲۰ در سال ۲۰۱۰ برای افزایش اختیار رأی‌دهی به اقتصادهای نوظهور بزرگتر همچون چین، مکزیک، کره جنوبی و ترکیه هنوز هم در انتظار تأیید کنگره امریکا بوده و بیشترین سهم رأی صندوق بین‌المللی پول ۱۶.۵ درصد بوده است.

اعتراضات امریکا روی مسائل قدیمی مخاطرات مرگبار متمرکز است، اما این نگرانی نیز وجود دارد که تغییر فرمول رأی‌دهی صندوق بین‌المللی پول، نفوذ کشورهای را که منافع اقتصادی و جغرافیایی-سیاسی متفاوتی نسبت به امریکا دارند بیافزاید.

رنج‌های صندوق بین‌المللی پول نشان از دشواری کنترل فراربت ناشی از جریان‌های سرمایه‌ای قابل توجه و بازگشت بحران‌های مالی در طی سه دهه گذشته دارد. اکنون، ما با شرایط ضدونقیضی مواجه هستیم که در آن شبکه‌های وسیع سازمان‌های بین‌المللی وجود دارند و تلاش‌هایی برای مدیریت و کاهش بحران‌های جهانی صورت می‌گیرد. همزمان با این، تردید عمومی بیشتری در مورد این تلاش‌ها، توأم با بی‌میلی رو به افزایش دولت‌های متعدد برای دست کشیدن از قدرت بیشتر دیده می‌شود. تضعیف مشروعیت صندوق بین‌المللی پول دولت‌های بسیاری را واداشت تا از بهره‌برداری کشورها از اعتبارات صندوق جلوگیری کرده یا آن را به تعویق بیاورند. این دولت‌ها شامل آنگولا، مصر، مجارستان، ترکیه، اوکراین و دیگر کشورها هستند که در عوض، وام‌های دوجانبه را از چین، روسیه یا رژیم‌های پیرامون خلیج فارس، که برای در دسترس قرار دادن سرمایه‌شان با منافع اقتصادی کمتر در قبال تابعیت سیاسی و استراتژیک بیشتر آمادگی دارند، مطالبه می‌کنند.

همگام با این روندها، نوعی اعمال عقیده شدید و روزافزون از سوی قدرت‌های بزرگ در مجامع بین‌المللی وجود دارد و برای تشکیل مجامع منطقه‌ای، هماهنگی و مدیریت امور بین‌المللی انجام می‌گیرد. این نیروهای متناقض بیش از هر جایی در منطقه یورو ظاهر می‌شوند. رفع بحران

منطقه یورو به تشکیل مکانیزم ثبات اروپا، که یک صندوق پول منطقه‌ای است، وابسته است - ایده‌ای که پیش‌تر، زمانی که در آسیا مورد بحث بود، رد شد. در آسیا، اکنون طرح چیانگ مای وجود دارد که در آن خطوط تبادل ارز میان کشورهای عضو صندوق برقرار می‌شود. گروه‌بندی‌های منطقه‌ای بسیاری نیز از جمله صندوق منطقه‌ای آندئان^۱، FLAR، جامعه کشورهای آفریقای غربی و صندوق پول عرب وجود دارد. این مجامع منطقه‌ای نوعی جلوه دشوار از مدیریت چندجانبه جهانی‌اند که مسیر را برای مؤسسات کوچکتر که ساده‌تر مدیریت می‌شوند هموار می‌کنند. اما این ریسک نیز وجود دارد که کلیه این روندها سبب ازهم‌گسیختگی نظام بین‌المللی چندجانبه شود.

تجدید ساختار بدهی: تقسیم فشار داوطلبانه در مقابل بازار محور

تجدید ساختار بدهی دومین بازوی اقدامات بین‌المللی حل بحران‌های پرداخت پس از وقوع بحران محسوب می‌شود. تجدید ساختار بدهی فرامرزی نکول‌شده از زمان انجام مداخلات سیاسی و یا نظامی دوران استعماری تا تسهیل بدهی هنگفت کشورهای آفریقای توسط باشگاه پاریس و تمرکز فعلی روی دخالت بخش خصوصی جهت دوری از مخاطرات مرگبار و نیز یافتن راهی سریع و قاعده‌مند برای تجدید ساختار بدهی‌های کشور تکامل یافت.

مطالعه موردی ۹.۱

یونان: تجدید ساختار بدهی تاریخی

تجدید ساختار بدهی یونان، که در سال ۲۰۱۱ مورد موافقت قرار گرفت و ۲۰۶ میلیارد یورو از بدهی دولت یونان را پوشش می‌داد، دومین تجدید ساختار بدهی تاریخی است. افت تخمینی ۷۴ درصدی خالص ارزش فعلی^۲

1. Andean

2. net present value

مورد موافقت ۸۴ درصد (۹۷ درصد با اعمال بندهای اقدام اصلاحی) از بستانکاران خصوصی قرار گرفت که برای تسهیل زودتر بدهی ۱۰۶ میلیارد یورویی یونان (۵۰ درصد تولید ناخالص داخلی یونان) در نظر گرفته شده بود. با این حال، به جهت پایین بودن مبلغ و پرداخت بسیار دیر مورد انتقاد قرار گرفت و یونان نیز به مساعده مالی دیگری ظرف ۶ ماه بعد از آن نیاز پیدا کرد. این اقدام دیر صورت گرفت، زیرا عهدنامه‌های منطقه یورو صریحاً مقرر کرده‌اند که هیچ عضوی از سوی سایر اعضای صندوق مساعده مالی دریافت نمی‌کند و یک سال به طول انجامید تا آنگلا مرکل، صدراعظم آلمان، و نیکولاس سارکوزی، رئیس جمهور وقت فرانسه، با روند قاعده‌مند حل مشکل بدهی یونان در اجلاس اکتبر ۲۰۱۰ در دیوویل موافقت کنند. این فرار از موقعیت سابق و اعلام نیاز بخش خصوصی به دریافت مساعده مالی اثری منفی روی بازارها گذاشت، و اوراق قرضه نه تنها در یونان، بلکه در سایر کشورهای بدهکار منطقه یورو نیز با ترس و اضطراب به فروش رسید. جای تناقض است که با وجود مبلغ بالای اولین مساعده مالی، به نظر عددی بیش از اندازه کم بود، زیرا رکود شدید اقتصاد یونان و مساعده‌های مالی دیگر این الزام را بوجود آورد تا این کشور با نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی که صندوق بین‌المللی پول در سال ۲۰۱۴ معادل ۱۷۴ درصد پیش‌بینی کرده بود، رها شود - که از سطحی که پیش از حذف بدهی داشت دور نبود. بدتر از این، تأثیر این بدهی روی بخش بانکداری قبرس بود که موجودی قابل توجهی از اوراق قرضه ملی یونان را در اختیار داشت؛ قبرس نیز سال ۲۰۱۳ به مساعده مالی نیاز پیدا کرد.

باشگاه پاریس^۳

باشگاه پاریس در سال ۱۹۵۶، سازمان بین‌المللی اصلی دخیل در تسهیل بدهی یونان بود. این سازمان، با حضور جمعی از بستانکاران دوجانبه رسمی، به دنبال یک سری از جلسات در پاریس جهت مذاکره راجع به نکول

آرژانتین پایه‌گذاری شد. در همان موعد، گردش‌های مالی به داخل کشورهای درحال توسعه عمدتاً شکل وام چندجانبه و مساعده‌های اعتباری دوجانبه را به خود گرفتند. دهه ۱۹۸۰، کشورهای که به لحاظ سیاسی استراتژیک محسوب می‌شدند، مانند مصر، اردن و پاکستان، از سوی باشگاه پاریس تسهیل بدهی زیادی دریافت کردند. همین منطق تسهیل بدهی را به کشورهای کمونیستی سابق رو به تغییر و کشورهای تحت تأثیر جنگ اول خلیج در دهه ۱۹۹۰ کشاند.

فعالیت‌های تسهیل بدهی باشگاه پاریس با طرح کشورهای فقیر با بدهی سنگین^۱ در سال ۱۹۸۸ برای رفع مشکل قفل شدن کشورهای فقیر در بدهی بیشتر توسعه یافت. این طرح با ضوابط تورنتو و پیشنهاد تسهیل بدهی ۳۳ درصد آغاز شد، اما پی بردن به این مطلب که ضوابط سخاوتمندانه‌تری برای کمک به نجات از تله بدهی برای حدود ۴۲ کشور، که بیشتر در آفریقای سیاه بودند، ضروری است، سبب کاهش ۲۰ درصدی بدهی‌ها براساس ضوابط قانون لایون مصوبه سال ۱۹۹۶ شد.

در نتیجه، باشگاه پاریس از زمان تشکیل، نه تنها اصل محوری خود را عدم مذاکره در مورد بدهی‌هایی که در گذشته تجدید قرارداد شده بودند قرار داد، بلکه فعالیت‌های خود را نیز از سازوکار جمع‌آوری بدهی به سازوکاری تحت کنترل بستانکار برای بخشودگی بدهی تکامل یافته‌تر کرد. تکامل فعالیت‌های باشگاه پاریس، باعث ایجاد تنش میان بستانکاران رسمی (و بستانکاران تحت حمایت مالی مالیات‌دهندگان) و بستانکاران خصوصی شد.

کمیته‌های دارنده اوراق قرضه و باشگاه لندن^۲

کمیته‌های اولیه دارنده اوراق قرضه در نیمه دوم قرن نوزدهم و طی نوسانات وام‌دهی و نکول بین‌المللی تشکیل شدند. شرکت دارندگان اوراق قرضه خارجی بریتانیا، تأسیس شده در سال ۱۸۶۸، و انجمن ملی دارندگان

1. heavily indebted poor countries
2. The London Club

اوراق بهادار فرانسه، تأسیس شده در سال ۱۸۹۸، به دنبال آن بودند که در زمان نکول و نیز برای کنترل واسطه‌های مالی اختیار مذاکراتی بیشتری به بستانکاران انگلیسی و فرانسوی بدهند. در دهه ۱۹۳۰، با سربار شدن مشکلات شخصی دولت‌های انگلستان و ایالات متحده، تلاش‌ها برای ایجاد هماهنگی بین‌المللی در تجدید ساختار بدهی ناکام ماند. در سال‌های اخیر، کمیته‌های دارنده اوراق قرضه گاه و بیگاه تشکیل می‌شدند، مانند کمیته جهانی دارندگان اوراق قرضه آرژانتین، هرچند این کمیته هیچ‌گاه توسط دولت آرژانتین به رسمیت شناخته نشد.

مجمع دیگر بستانکاران خصوصی، با نام باشگاه لندن، که در سال ۱۹۷۶ تأسیس شد، ابتدا برای تجدید ساختار وام‌های داده‌شده به کشور زئیر (کنگو) - اولین کشوری که پس از وام مساعدتی بانک بازرگانی بین‌المللی در دهه ۱۹۷۰ با نکول مواجه شد - وارد مذاکره شد کمیته مشورتی این بانک از جانب کلیه بانک‌های مرتبط وارد مذاکره شد. در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰، بیش از ۱۰۰ تجدید ساختار بدهی در زیر چتر مجمع باشگاه لندن صورت گرفت. بیشتر آن‌ها موفق بودند، گرچه برخی مانند تجدید ساختار بدهی که باید ۳۰۰۰۰ سند در ۸ مرکز مالی بین‌المللی به امضاء می‌رسید، مدتی طولانی به طول انجامیدند و فوق‌العاده پیچیده بودند.

رشد سریع جریان‌های سرمایه بین‌المللی بخش خصوصی برخلاف رکود نسبی وام‌های رسمی در دهه‌های اخیر توپ را وارد زمین بستانکاران خصوصی کرد تا تجدید ساختار نکول‌ها را بهتر مدیریت کنند. مساعده‌های مالی صندوق بین‌المللی پول در دهه ۱۹۹۰ بحث زیادی درباره مخاطره مرگباری که با برداشت مسئولیت بیشتر از دوش بستانکاران خصوصی بین‌المللی ایجاد می‌شد پدید آورد. گذشته از این، کاهش‌های قابل‌ملاحظه (بدهی) توسط بستانکاران دوجانبه رسمی فشار را روی بستانکاران خصوصی برای مساعده مالی یا تحمل مسئولیت‌های محوله بیشتر کرد. این برهه به زمان اصلی بحث در بحران ملی منطقه یورو تبدیل شد.

با این حال، بستانکاران بخش خصوصی جان سالم به در نبردند. از ۱۲۰ میلیارد دلار تجدید ساختار بدهی تجاری در سال‌های ۲۰۱۰-۱۹۹۸،

بزرگترین‌های آن‌ها تجدید ساختار بدهی روسیه (۳۱.۹ میلیارد دلار با زیان ۵۱.۸ درصد - یا کاهش NPV - در سال ۱۹۹۸)، آرژانتین (با ۴۳.۷ میلیارد دلار بدهی با زیان ۷۶.۸ درصد در سال ۲۰۰۱) و عراق (با ۱۷.۷ میلیارد دلار با زیان ۸۹.۴ درصد در سال ۲۰۰۵) بودند. زیان‌ها نیز تغییرات وسیعی داشتند که از ۹ تا ۱۱ درصد در تجدید ساختار بدهی شفعه‌ای^۱ اروگوئه با مبلغ ۳.۱ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۳، پاکستان در سال ۱۹۹۸ و جمهوری دومینیکن در سال ۲۰۰۴ تا بیش از ۷۰ درصد در تجدید ساختار بدهی آرژانتین، عراق و صربستان-مونتنگرو متغیر بودند. در این بین، تجدید ساختار بدهی یونان با مبلغ ۲۰۶ میلیارد دلار، که بزرگترین تجدید ساختار بدهی در تاریخ است، ۷۴ درصدی در ارزش خالص فعلی داشت (مطالعه موردی ۹.۱ را ببینید).

بازار داوطلب در مقابل تمدید قرارداد بدهی قانونی

این بررسی اجمالی گستره وسیعی از زیان‌های بستانکاران خصوصی در گذشته، و تجربه جدیدتر تسهیل بدهی یونان و سرنگونی تجدید ساختار بدهی آرژانتین، بر مشکلات متعدد روند اختیاری رفع بدهی حاکمیتی بازاربنیان تأکید دارد؛ روندی باتأخیر، پرهزینه، غیرقابل پیش‌بینی و نامنظم. راه‌های دیگر برای خودبخودی‌تر کردن تجدید ساختار بازاربنیان و تسهیل تحمیل زیان‌ها روی بخش خصوصی، مانند نوعی از COCOها (اوراق قابل تبدیل احتمالی یا بدهی قابل تبدیل به سرمایه در صورت وقوع رویداد اولیه از پیش تعیین‌شده)، بطور محتمل افزایش دادن ریسک‌های سرایت، افزایش گستره و عمق بحران است. بنابراین، به رژیم‌های قانون‌بنیان نیاز بوده تا خودکار و شفاف باشد و وابستگی به صندوق‌های رسمی و طرح دعوی قضایی از سوی بستانکاران چشم‌انتظار را به حداقل برساند.

پیشنهاد‌های اصلاح فرآیند تجدید ساختار بدهی برپایه هیأت‌های داوری با سطوح رسمیت مختلف یا بر مبنای چارچوبی قانونی‌اند. در این راستا، ایده آئین‌نامه ورشکستگی بین‌المللی براساس قوانین ورشکستگی شرکت‌ها یا شهرداری‌های ایالات متحده برای مدتی طولانی مورد بحث بوده است.

1. Pre-emptive

به تازگی، نسخه‌ای از آن برای منطقه یورو پیشنهاد شده که مکانیزم رفع بحران اروپا^۲ نام دارد. این آئین‌نامه چارچوبی کاملاً قانونی است که به لحاظ قانونی الزام‌آور و مستلزم تغییرات عهدنامه است. مکانیزم دیگری که کمی غیررسمی‌تر است، مکانیزم تجدید ساختار بدهی حاکمیتی صندوق بین‌المللی پول است که ابتدا در سال ۲۰۰۲ توسط آئی کروگر، زمانی که اولین قائم مقام مدیر عامل صندوق بین‌المللی پول بود، پیشنهاد شد و نهادهای قانونی فراملیتی را ملزم نکرد، بلکه در عوض تشکیل مجمعی را الزام‌آور کرد که به عنوان هیأت داورى عمل کرده و صندوق بین‌المللی پول سرمایه موقت را در اختیار آن بگذارد. هر دو مکانیزم به رأی‌گیری توسط اکثریت قریب به اتفاق بستانکاران براساس جمع کلیه مطالبات نیاز دارند. این بند نسبت به بندهای اقدام اصلاحی قدرت بیشتری داشت که رأی‌گیری را برای هر یک از دستگاه‌ها اجباری می‌کرد.

بحث راجع به تجدید ساختار بدهی و رفع بدهی هنوز در جریان خواهد بود و به عکس‌العمل سیاسی در نجات بانک‌های تحت حمایت مالی مالیات‌دهندگان در انگلستان و ایالات متحده و رکود عمیق اقتصادهای پیرامونی منطقه یورو از جمله قبرس، یونان، ایرلند و پرتغال می‌رسد که با مساعده‌های مالی‌شان کلید خورد. اما هیچ جنبشی در جهت نظام‌های قانونی رسمی تجدید ساختار بدهی یا تشکیل دادگاه ورشکستگی بین‌المللی صورت نگرفته است تا بسیاری از جوانب حاکمیت ملی را نقض کند. حتی اگر چنین اقدامی با پذیرش مواجه می‌شد، چطور می‌توانست به اجرا درآید؟

نتیجه‌گیری: به کدام حاکمیت؟

همکاری بین‌المللی می‌تواند کارساز باشد. اما برخی از موفق‌ترین نمونه‌هایش، نظیر مداخله توأمان ارزی توسط گروه G۷ برای حمایت از ارز یمن پس از زلزله و سونامی ژاپن در سال ۲۰۱۱، به جای اینکه مانع از بحران شود در قلب بحران رخ داد. اقدامات پیشگیری از بحران می‌توانند کارساز

باشند. اما ساختارها و مقررات وضع‌شده نیز می‌توانند ریسک‌های غیرمترقبه‌ای ایجاد کنند:

■ ریسک اینکه نظام قانون‌بنیان به نظامی بیش از حد پیچیده تبدیل شود. نظارت دخیل در نظام قانون‌بنیان بین‌المللی فعلی ممکن است بیش از حد پیچیده شود. برخی کارشناسان هشدار داده‌اند که نظام بین‌المللی قانون‌بنیان ممکن است، به‌خصوص در طی تحولات جهانی قدرت‌ها، دچار تزلزل شود. افزون بر این، حساسیت این نظام با سطح پیچیدگی قوانین و آشفتگی میان کشورها بر سر این که ممکن است قدرتی خاص از قوانین به نفع خود استفاده ابزاری کند افزایش می‌یابد. علاوه بر این، تردیدی فزاینده در مورد اثربخشی و تداوم قوانین و هیأت‌های نظارتی بین‌المللی وجود دارد. برخی از ناظرین اکنون عدم قطعیت، یا در عوض انعطاف‌پذیری، را تقویت می‌کنند که راه بهتری برای تطبیق عملکرد فوق‌منعطف بازارهای جهانی با برنامه‌کارهای مداخله‌گرانه قوانین و معاهدات تنظیم‌شده بر اساس چانه‌زنی بین‌دولتی است.

■ ریسک تکه‌تکه شدن اقتصاد جهانی به عنوان بخش‌های چندجانبه و جایگزین شدن آن با حوزه‌های منطقه‌ای. بخش‌های چندجانبه برای مقابله با تغییرات رادیکال در اقتصاد جهانی که در دهه ۱۹۴۰ ایجاد شده بود، نیاز به اصلاح داشت. موسسات قدیمی چندجانبه بر پایه مفهوم حاکمیت، مانند سازمان ملل متحد، سازمان تجارت جهانی و صندوق بین‌المللی پول، به نظر با وظایف خود در حال مبارزه بودند. آن‌ها با گروه‌های جدید منطقه‌ای یا مجزا مانند G۲۰ و بلوک‌های تجاری جدید در مرحله ساخت آسیا، که چین مرکز آن است، و در طول اقیانوس آرام^۱ و اقیانوس اطلس^۲ که ایالات متحده مرکزیت آن را دارد، جایگزین می‌شوند.

■ ریسک افزایش تأثیرگذاری روی حاکمیت ملی همانطور که در بحث راجع به ناحیه‌گرایی و تمدید قرارداد بدهی اشاره شد، ممکن است راهکارهای بالقوه اقتصاد جهانی را متلاشی کرده و تأثیر بیشتری روی حاکمیت ملی

1. the Trans-Pacific Partnership (TPP)

2. the Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP)

بگذارد. اما نسبت به قرن نوزدهم، این دوره از حیث حاکمیت ملی تقریباً به نظام‌های قانون‌بنیانی مقید است که نهادهای چندملیتی یا منطقه‌ای را تحمیل کرده‌اند، و نه دولت‌های استعماری. در حالی که مدیریت سیاسی و اقتصادی در سطح ملی بیش از قبل در حال مقیدتر شدن به یکپارچگی جهانی و جریان‌های سرمایه‌ای قابل‌ملاحظه بوده و اختیار و قدرت در سطح منطقه‌ای و جهانی در حال غصب شدن است.

محدودیت‌های رشد حاکمیت ملی، و مخالفت با آن‌ها، در اتحادیه اروپا بیش از هر جایی نمود پیدا کرده است. چارچوب اتحادیه بانکداری که در سال ۲۰۱۴ به توافق رسید، کنترل دول منطقه یورو را روی بخش بانکداری ملی ایشان بیشتر محدود می‌کند. حتی اگر کشورهای منطقه یورو از پیش زیان‌هنگفت خودمختاری در مدیریت اقتصاد خویش را می‌پذیرفتند، طرح‌های تسهیل بدهی یونان، ایرلند، پرتغال و قبرس این زیان را به سطوح جدیدی می‌رساند. تحقیقی توسط کمیته امور اقتصادی و پولی پارلمان اروپا در خصوص فعالیت‌های مجموعه سه‌گانه کمیسیون اروپا، صندوق بین‌المللی پول و بانک مرکزی اروپا به این نتیجه رسید که پارلمان‌های ملی اغلب از تساوی و عدالت خارج و طرز عملکرد این سه مانع از مالکیت ملی اصلاحات اقتصادی می‌شود.

این اتفاق چه پیامدهایی برای مدیریت ریسک کشوری دارد؟ فصل ۱ اشاره داشت که مدیریت ریسک کشوری تلاشی بود که با برقراری حاکمیت ملی با پا به عرصه گذاشتن ملل جدید طی روند مبارزه با استعمار پدید آمد. ظهور ملل جدید ادامه دارد و این بار با متلاشی شدن ملل قرن نوزده و بیست همراه است. همزمان با این، حاکمیت به لحاظ وسعت و فرارایت جریان‌های سرمایه جهانی محدود می‌شود و توسط نهادهای بسیاری که وظیفه پیشگیری از بحران و نظارت بر اقتصاد جهانی جهت مدیریت این فرارایت را برعهده دارند، برداشته خواهد شد. بنابراین، شاید روندهای اقتصاد جهانی، تصمیمات نهادهای بین‌المللی و منطقه‌ای و ریسک‌های جغرافیایی-سیاسی به عوامل تعیین‌کننده مهم ریسک کشوری تبدیل شوند و بیش از پیش کانون توجه تحلیل ریسک کشوری را به سطح بین‌المللی سوق دهند.

۱۰. ادغام ریسک کشوری در ساختارهای مدیریتی

درست همانطور که هیچ فرمول جادویی برای پیش‌بینی بحران‌های پرداخت و ریسک‌های سیاسی وجود ندارد، هیچ ساختار سازمانی سطح شرکتی نیز برای اطمینان از مدیریت مناسب ریسک کشوری وجود ندارد. ساختار با بهترین عملکرد به بخش، نوع کسب و کار فرامرزی و اندازه مؤسسه سرمایه‌گذار بستگی دارد. ممکن است ساختارهای غیررسمی برای شرکت‌ها و بانک‌های کوچکتر مناسب باشند، و سطح رسمیت نیز باید با اندازه سازمان افزایش پیدا کند.

با توجه به یکپارچگی دقیق اقتصاد جهان امروزی، ریسک کشوری نباید به عملی بی‌اثر، غیرمنعطف و سرسری تبدیل شود. اما انگیزه الزامات نظارتی مدیریت ریسک تنها چنین ریسکی را تهدید به تشدید می‌کند. بررسی‌های متعدد مدیران اجرایی کسب و کارها نشان می‌دهد که در شرکت‌های بسیاری، دلیل مدیریت ریسک الزامی بودن آن است. مدیریت ریسک موثر به جای قوانین سرسخت و تغییرناپذیر، به قوانینی منعطف نیاز دارد. ساختارهای درونی ریسک سازمانی باید منعطف باشند و بتوانند به ریسک‌هایی که در زمان‌ها و مکان‌های غیرمنتظره ایجاد می‌شوند واکنش نشان دهند. مهم‌تر از قوانین سرسخت، فرهنگ درونی سازمان است که برای آن حائز اهمیت است. احتمالاً، فرهنگی آزاد و قابل‌بحث با افرادی با طرز تفکر مستقل زودتر ریسک‌ها را نشان خواهد داد و به مدیریت زمانی برای واکنش می‌دهد.

در فصول قبل‌تر به شرح شکل‌گیری تاریخی مفهوم ریسک و مدیریت

آن پرداخته شد. مخصوصاً، مدیریت ریسک کشوری فرآیند سیستماتیک پرکاربردی است که پس از جنگ جهانی دوم ظاهر شد. شرکت‌های چندملیتی اولین شرکت‌هایی بودند که با این ریسک‌ها درگیر شدند، ریسک‌هایی که عمدتاً همانند ریسک‌های سیاسی‌ای دیده شده‌اند که ملی‌گرایی و سلب مالکیت دارایی‌های خارجی توسط کشورهای تازه استقلال‌یافته مسبب آن بوده است. سقوط نظام برتون وودز در دهه ۱۹۷۰ و تغییرپذیری قیمت ارز پس از آن سبب تمرکز تازه روی مدیریت معاملات مالی بین‌المللی شد، چرا که وزارت‌های خزانه‌داری درگیر ریسک‌های ارزی بودند. افزایش وام‌های بین‌المللی اعطایی از سوی بانک‌های بازرگانی در دهه ۱۹۷۰، و موج نکول‌های ملی در اوایل دهه ۱۹۸۰ تمرکز روی مدیریت ریسک کشوری در بخش مالی را شدت بخشید.

تقریباً در همان دوران، بطور عام، مدیریت ریسک از دسترسی گسترده‌تر و توان بیشتر رایانه‌ها، تکنیک‌های ریاضیاتی نظیر مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای^۱ و بازده سرمایه تعدیل‌شده با ریسک^۲ و نتایج حاصله جدید برای احاطه بر ریسک‌ها بهره‌مند شد. بخش‌های مدیریت ریسک از تیم‌های کوچک در مرز بخش مالی به جایگاه مرکزی جابجا شدند و نقش کنترل ریسک مستقلی را در بانک‌ها و شرکت‌ها ایفا کردند.

بحران‌های مکزیک، آسیا و روسیه در دهه ۱۹۹۰، از رسوایی شرکت‌های انرون، ورلدکام و آرتور اندرسن در اوایل سال ۲۰۰۰، و بررسی‌های گوناگون در بخش مالی پس از انفجارهای شرکت‌های دات‌کام، انگیزه فزاینده‌ای برای مدیریت ریسک ایجاد و عامل تحریک سیاسی را برای برخی از نظارت‌ها فراهم نمود. در ایالات متحده، از زمان تشکیل کمیسیون بورس و اوراق بهادار در دهه ۱۹۳۰، قانون ساربانس-اوکسلی^۳، که تصویب سال ۲۰۰۲ بود، مهم‌ترین اصلاحات حاکمیت شرکتی و مدیریت شناخته شد.

1. capital asset pricing model (CAPM)

2. risk adjusted return on capital

3. Sarbanes-Oxley Act

در حوزه مالی، افزایش نظارت از اواسط دهه ۱۹۸۰ به بعد نزدیک قراردادهای بازل طی چند مرحله صورت گرفت. نظارت پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ سرعت گرفته و مدیریت ریسک کشوری را در سطح شرکت محدود کرد. اکنون هیأت ثبات مالی (با نام سابق مجمع ثبات مالی) که سال ۲۰۰۹ توسط گروه ویژه G۲۰ تشکیل شد هماهنگی بین‌المللی مقررات نظارتی ملی را انجام می‌دهد. تمرکز این هیأت در انجام وظیفه‌اش روی کاهش مخاطرات مرگباری است که توسط ابرمؤسسات مالی با اهمیت سیستماتیک بوجود می‌آیند و در بین آن‌ها حدود ۳۰ بانک وجود دارد که اغلب بانک‌های سرمایه‌گذار امریکایی و اروپایی و تعداد محدودی بانک‌های چینی و ژاپنی هستند.

مقررات‌گذاری و سازمان داخلی ریسک کشوری در امور مالی

بازل ۱

نظارت و مدیریت ریسک در بخش مالی به واسطه قراردادهای بازل، که ابتدا در سال ۱۹۸۸ پیشنهاد شد، رسمی شد. کمیته بازل در سال ۱۹۷۴ تشکیل شد تا میدان رقابتی عادلانه‌ای برای مؤسسات مالی که در سطح بین‌المللی فعالیت داشتند فراهم شود. اما بحران مالی اوایل دهه ۱۹۸۰ کانون توجه این کمیته را از نظارت به پیشگیری از بحران تغییر داد. بازل ۱، که سال ۱۹۹۲ اجرایی شد، مفهوم دارایی‌های موزون به ریسک (اندازه‌گیری دارایی‌های بانک که برحسب ریسک وزن‌گذاری شده‌اند) را مطرح کرد تا حداقل سرمایه موردنیاز برای کنترل زیان‌های غیرمنتظره را بدون ایجاد مشکلات سیستمی گسترده‌تر محاسبه کند.

در صورتی که حاکمیت‌ها از اعضای سازمان توسعه و همکاری اقتصادی بودند، کم‌ریسک و دارای وزن صفر درصد فرض می‌شدند؛ در حالیکه، وزن سایر حاکمیت‌ها در مواجهه با ریسک باید ۱۰۰ درصد می‌بود. دسته اول شامل کشور مکزیک بود، زمانی که در آوریل ۱۹۹۴ به عضویت این سازمان درآمد، اولین کشور در حال توسعه‌ای بود که به این گروه پیوست و درست پیش از بحران مالی‌اش از ریسک نجات یافت.

بازل ۲

جدول ۱۰/۱. رتبه‌بندی‌های حاکمیتی و وزن‌های ریسک: رویکرد استاندارد شده

رتبه‌بندی اعتباری	AAA تا AA	A تا A+	BBB تا BBB+	B تا BB+	پایین‌تر از B-	رتبه‌بندی نشده
وزن ریسک %	۰	۲۰	۵۰	۱۰۰	۱۵۰	۱۰۰

منبع: بانک تسویه بین‌المللی

بحران‌های بدهی اواخر دهه ۱۹۹۰ به دور جدیدی از نظارت بنام بازل ۲ منجر و در سال ۲۰۰۴ اجرایی شد. بازل ۱ به این جهت با انتقاد مواجه شد که بیش از حد شماتیک بود و ریسک‌های متعددی با سطوح مختلف را کنار یکدیگر آورده بود. بازل ۲ به دنبال تمایز بیشتر بود و از رتبه‌های اعتباری برای تعیین وزن نتایج مالی استفاده کرد. بازل ۲ به بانک‌ها این امکان را داد تا از رتبه‌بندی‌های خارجی در دسترس عموم (روش استاندارد شده) یا از مدل‌های داخلی خود (روش داخلی پایه و پیشرفته مبتنی بر رتبه) برای محاسبه دارایی‌های موزون به ریسک و سرمایه کلی که باید برای تأمین نرخ مانع ۸ درصد برای نسبت سرمایه به دارایی کنار گذاشته شود استفاده کنند. جدول ۱۰.۱ وزن‌های استاندارد شده ریسک که بازل ۲ برای نهادهای ملی تعیین کرده است نشان می‌دهد که بازل ۳ تغییری در آن‌ها اعمال نکرد (همچنین، فرض شده است که نکول با فرض زیان^۱ برابر ۴۵ درصد و سررسید ۲.۵ سال است). بنا به صلاحدید سرپرست ملی بانک‌ها، این اجازه به آن‌ها داده شد تا به قانون‌گذار (حاکمیت) رتبه پایین‌تری تخصیص دهند. بازل ۲ نیز به معیارهای گسترده‌تری مانند دسترسی به ریسک‌های ارز خارجی (یعنی ریسک انتقال) اشاره داشت که باید در تخصیص رتبه‌های حاکمیت داخلی لحاظ شوند:

پیشرفت‌های اقتصادی و سیاسی در کشورهای تأیید شده باید تحت نظارت دائم قرار گیرد. در بعد سیاسی باید این احتمال لحاظ شود که ممکن است حاکمیت، توانایی یا تمایل بازپرداخت بدهی‌های اش را نداشته

1. loss given default

و یا به ارزش خارجی دسترسی ندارد.

کمی پس از آغاز بازل ۲، مشخص شد که آریترایژ قانونی حکفرمایی وجود دارد و طرح دارایی‌های موزون به ریسک اوراق بهادارسازی و سایر نوآوری‌هایی را که برای انتقال محدوده‌های پریسک به خارج از ترانزنامه برای کاهش سرمایه موردنیاز وجود دارد تشویق می‌کند.

قرارداد بازل ۲ نیز به این دلیل با انتقاد مواجه شد که هم جهت با چرخه تجاری بود و این احساس را ایجاد کرد که دارایی‌های موزون به ریسک صفر بدون ریسک‌اند و همچنین تمرکز پورترفوی در دارایی‌های موزون به ریسک مانند اوراق قرضه و رهن‌های دولتی را تشویق می‌کرد. علاوه بر این، این نگرانی نیز وجود داشت که دستگاه‌های نظارتی ملی مختلف تفسیر متفاوتی از این رهنمود داشته باشند - مثلاً، تعریف سخاوتمندانه‌تری از سرمایه دارند و در نتیجه، به بانک‌های مزیت رقابتی می‌دهند.

بازل ۳

این انتقادات دور جدیدی از اقدامات را، حتی پیش از اینکه بازل ۲ کاملاً به اجرا درآید، به دنبال داشت. از سال ۲۰۰۹ به بعد، پیشنهادهای جدیدی، با نام بازل ۳، با معرفی نسبت پوشش نقدینگی، جویای رفع این مشکلات شدند تا با تلاش از تجمع نسبت بدهی به دارایی خالص بیش از اندازه که در بحران سال ۲۰۰۸ دیده شد، و سرمایه‌های احتیاطی و همچنین تأمین ذخیره پویا برای کاهش حرکت در جهت تجاری جلوگیری کنند. تا اوایل سال ۲۰۱۴، اکثر حوزه‌های قضایی عضو کمیته بازل آخرین سری از قوانین سرمایه بازل ۳ را منتشر کرده بودند. با وجود تمدید ضرب‌الاجل اجرای قرارداد به تاریخ سال ۲۰۱۹ برای ورود تدریجی نقدینگی و سرمایه موردنیاز، ظاهراً اغلب بانک‌ها این اقدامات را زودتر از موعد به انجام رسانده بودند. این اتفاق سبب این نگرانی شد که مقررات در حال تضعیف توسعه اعتبار و خروج از بحران است. بازل ۳ هنوز هم در حال پیشرفت است. بحث‌ها در مورد چگونگی تقویت دستگاه‌های قانون‌گذار، اقداماتی که باید

در مورد حفظ مشوق‌های مالی صورت گیرد، چگونگی مدیریت مؤسسات مالی غیربانکی در بخش بانکداری فرعی و فرانهادها، هماهنگی رژیم‌های فرامرزی رفع بحران و اصلاحات بازارهای مشتقات ادامه دارد.

بازی ردوبدل کردن اشتباهات بر سر نظارت بر حدود خطر حاکمیتی

قیمت‌گذاری مجدد ریسک ملی در منطقه یورو از سال ۲۰۰۹ روی نظارت و سرپرستی ریسک ملی متمرکز شد و برخی از مشکلات این نوع نظارت را که بیش از پیش تجویزی بود آشکار کرد. در اوج بحران منطقه یورو و قراردادهای بازل به جهت تمرکز دارایی‌های ملی در ترازنامه‌های بانکی و مجاز شمردن تخصیص وزن ریسک صفر به حاکمیت‌های بالاتر به با انتقاد مواجه شدند. از آن پس، بازی ردوبدل کردن اشتباهات میان دستگاه‌های نظارتی مختلف و ریاست هیأت استانداردهای حسابداری بین‌المللی سر گرفت که این اتفاق را بزرگترین کلاهبرداری حسابداری در تاریخ نامیدند. مقامات بازل به نوبه خود دستگاه‌های نظارتی ملی و منطقه‌ای - اتحادیه اروپا - را مقصر می‌دانستند. آن‌ها انگشت اشاره را به سوی بخشنامه بروکسل می‌گرفتند که تخصیص وزن ریسک صفر به بدهی حاکمیتی اعضای اتحادیه اروپا را مجاز شمرده و اشاره کرده بود که آزمون‌های تنش بانک اروپا در سال ۲۰۱۱ نشان دادند که تنها ۳۶ بانک از بین ۹۰ بانک شرکت‌کننده مدل داخلی را برای رتبه‌بندی حاکمیت‌های‌شان اعمال می‌کرده‌اند.

این وضعیت در ایالات متحده، جایی که قراردادهای بازل ۲ هنوز کاملاً اجرایی نشده بود، وخامت بیشتری داشت. بخشنامه قدیمی بازل ۱ مربوط به تفکیک کشورهای عضو و غیرعضو سازمان همکاری و توسعه اقتصادی هنوز در موارد بسیاری کاربرد دارد. دستگاه‌های نظارتی ایالات متحده هیچ‌گاه با قراردادهای بازل موافق نبودند و بازل ۲ را تنها برای بانک‌های امریکایی که در سطح بین‌المللی فعالیت داشتند اعمال کردند. با توجه به توضیحاتی که بازرس حسابداری ارزی، جان د. هوواک، ارائه کرد، طرح مرتبط با نسبت سرمایه، همان اصل بنیادین قراردادهای بازل، از جانب

سرپرست‌های بانک‌ها نبود، بلکه از جانب قانون‌گذارانی ارائه شده بود که به ناپودی نسبتاً ناگهانی نظام بانکداری آمریکا در اواخر دهه ۱۹۷۰ واکنش نشان می‌دادند. از بین رفتن اعتماد به دارایی‌های موزون به ریسک سبب شد که به دنبال روشی اثربخش‌تر و ساده‌تر، یعنی نسبت بدهی به دارایی خالص یا اهرم مالی باشد که اکنون در ایالات متحده به شکلی سختگیرانه‌تر از اروپا در حال اجراست.

این اتفاق ضمنی، خطاهای عملیات نظارتی را با ریسک ملی مواجه کرد و نشان داد که تکثیر قوانین ملی و منطقه‌ای چگونه ریسک آربیتراژ قانونی را افزوده و منجر به عواقب غیرمنتظره می‌شود. افزون بر آن، این اتفاق بر این نگرانی صحنه گذاشت که بازل ۳ بیش از حد تجویزی بوده و در کنار مقررات ملی در مواقعی که ساده‌سازی الزامی است، سوگیری پیچیدگی را می‌افزاید. زمانی که نظارت پیچیده و تجویزی می‌شود، مدیران ریسک، به‌جای مدیریت ریسک‌های واقعی، روی ریسک عدم رعایت نظارت متمرکز می‌شوند. در این مورد بود که ژاکوآ دی لاروس، یکی از خردمندان حوزه مالی اتحادیه اروپا، اظهار داشت که: «پس از هر بحران مالی، نوعی تمایلی به بازتنظیم بیش از اندازه وجود دارد» و مدعی شد که اروپا برای بازگشت دوباره به روند رشد به «اقتصاد با پشتوانه مالی بازار» نیاز دارد.

مطالعه موردی ۱۰.۱

تنظیم‌گری موسسات رتبه‌بندی خارجی

در حالی که ریسک‌کشوری در مفهومی گسترده کانون توجه مشخص نظارت نبوده است، اما برخی از جوانب آن بیشتر زیر ذره‌بین قرار گرفته‌اند. یکی از این جوانب مسائل مرتبط با آژانس‌های رتبه‌بندی است. در ایالات متحده، عمده انتقادهای روی رتبه‌های بیش از اندازه خوش‌بینانه متمرکز است که به محصولات سازمان‌دهی دارای وام درجه دو اختصاص یافته‌اند. در اتحادیه اروپا، محوریت دغدغه‌ها تنزل رتبه بدهی‌های ملی از موعد گذشته و ناگهانی در اوج بحران بسیاری از اقتصادهای منطقه یورو از جمله یونان،

ایرلند، ایتالیا، پرتغال و اسپانیا است. این موضوع رسیدگی‌های قانونی را تسریع کرده است. اما این مشکلات به هیچ وجه مشکل جدید محسوب نمی‌شوند. مشابه این انتقادات در مورد آژانس‌های نظارتی اصلی در دهه ۱۹۹۰ دیده شد که بحران آسیا آغاز و چندین کشور آسیایی دچار تنزل چندپله‌ای ناگهانی رتبه سرمایه‌گذاری‌شان شدند.

در آن زمان، کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده و کمیته دستگاه‌های نظارتی اوراق بهادار اروپا^۱ در اتحادیه اروپا پس از فروپاشی شرکت انرون، که یک شرکت تولیدکننده منابع انرژی، کالا و خدمات درهاستون بود، در پی کلاهبرداری حسابداری وسیعی که شرکت حسابداری‌اش، یعنی آرتور اندرسن، را هم با تعطیلی مواجه کرد، تحقیقات را آغاز کرده بودند.

با این حال، این مسئله در دو عامل کاملاً متفاوت ریشه دارد. اولین فاکتور، مدل کسب و کار پرداخت‌های صادرکننده است که بزرگترین موسسات رتبه‌بندی را توصیف می‌کند. دومین فاکتور تقصیر موسسات رتبه‌بندی نیست، بلکه تقصیر دستگاه‌های نظارتی است که بیش از پیش رتبه‌ها را وارد نظارت کرده‌اند. اما این تمام داستان نیست: تعیین وضعیت سازمان رتبه‌بندی آماری معتبر ملی توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار در سال ۱۹۷۵ با ارائه صورت وضعیت آن سازمان برای تنها سه موسسه تا چند سال اخیر ساختاری انحصاری ایجاد کرد. در چندین سطح - اتحادیه اروپا، ایالات متحده، سازمان ملل متحد و گروه G۲۰ - تلاش‌هایی صورت گرفت تا این ساختار اصلاح شده و رسیدگی‌های قانونی جهت کاهش تعارض منافع بیشتر شود، فرآیند رتبه‌بندی مستقل شده، رقابت در این بخش افزایش و ماهیت تشکیلاتی نظارت روی رتبه‌بندی‌ها کاهش یابد. راهکار کاهش اعتماد بیش از اندازه به آژانس‌های رتبه‌بندی اعتبار با تشویق سازمان‌ها به رتبه‌بندی داخلی است. بنابراین، این روند به سمت

1. Committee of European Securities Regulators

استفاده بیشتر از تحلیل ریسک سرمایه‌گذاری‌ها و ابزارهای مالی، از جمله رتبه کشور و حاکمیت، در داخل شرکت‌ها پیش می‌رود.

قراردادهای بازل ریسک کشوری را بطور گسترده بررسی نکردند و تنها روی ریسک ملی متمرکز شدند و آن را تنها به عنوان نوعی دیگر از ریسک اعتبار، که در معرض کلیه الزامات متناسب با ریسک‌های اعتباری اصلی است، بررسی کردند. اما چارچوبی فراهم کردند تا ریسک کشوری را در مدیریت ریسک کلی وارد کنند. کاربرد مدل‌های ریسک داخلی و افزایش تنوع ارزیابی ریسک که جزء الزامات مقررات بازل‌اند روشی اصولی‌تر و مناسب‌تر برای مدیریت ریسک کشوری وضع می‌کنند. از این پس، در محاسباتی که مدیریت برای تأمین نسبت سرمایه به دارایی موردنیاز و محاسبات نرخ بازده معاملات استفاده می‌کند، ریسک کشوری با بکارگیری رتبه کشور به عنوان ورودی لحاظ می‌شود. بدین ترتیب، هر چه ریسک کشوری بالاتر باشد، نرخ بازده در معامله فرامرزی باید بیشتر شود تا بتوان سرمایه بیشتری را کنار گذاشت. افزون بر این، دستگاه‌های نظارتی ملی نظارت قانونی روی محدوده‌های خطر فرامرزی را افزایش داده‌اند. برای مثال، مقام خدمات مالی انگلستان^۱ (که پیش‌تر مقام نظارت احتیاطی^۲ نام داشت) نگهداری سوابق تاریخی را الزام‌آور کرد تا تأیید شود آیا ارزیابی ریسک کشوری پاسخگوی مناسبی برای رویدادهای سیاسی و اقتصادی بوده یا خیر؛ و در طی بحران بدهی حاکمیتی منطقه یور و محدوده‌های خطر کشور تحت رسیدگی قانونی بوده‌اند یا خیر.

مدیریت ریسک کشوری در شرکت‌های چندملیتی

مدیریت ریسک در سازمان‌های غیرمالی نیز همین روندها را دنبال کرده است. در ایالات متحده، عزم قانونی در مدیریت ریسک شرکت‌ها از قانون ساربانس-آکسلی مصوبه سال ۲۰۰۲ شکل گرفت که برای جلوگیری از عمده ریسک‌های کلاهبرداری، که بخش‌های حسابرسی داخلی گره‌های اصلی

1. Financial Services Authority

2. Prudential Regulation Authority

آن بودند، سطوح بالای افشاسازی را الزامی کرد. همچنین، سازمان‌های استانداردگذار بین‌المللی، نظیر مرکز پیگیری دارایی تروریست خارجی^۳ و برنامه شفافیت صنایع استخراجی^۴، ممنوعیت‌های قانونی را در کسب و کارهای فرامرزی گسترش دادند. ایده مدیریت ریسک سازمانی، جامع‌ترین چارچوب برای شرکت‌های چندملیتی است، گرچه گزارش‌ها نشان می‌دهند که کاربرد زیادی ندارد. مدیریت ریسک سازمانی، پوشش مدیریت و کاهش کلیه ریسک عملیاتی، آی‌تی و ایمنی محل کار تا ریسک‌های سیاسی و امنیتی و فجایع طبیعی را دنبال می‌کند. برای شرکت‌های چندملیتی، مدیریت ریسک کشوری - علاوه بر ریسک‌های مرسوم نظیر نرخ تبدیل و تغییرپذیری سیاسی و اقتصاد کلان - ریسک‌های تأمین‌کنندگان در فرآیند تولید جهانی را نیز در بر می‌گیرد.

نوع ریسکی که شرکت‌های چندملیتی با آن مواجه می‌شوند به مرور زمان تغییر کرده است. در دهه اخیر، تمرکز کمتری روی ریسک‌های سیاسی و بیشتر روی ریسک‌های زیست‌محیطی، حاکمیتی، عملیاتی و اعتباری بوده است. علاوه بر این، تقاضای فزاینده‌ای برای افزودن مسئولیت‌های اجتماعی به پورتفوی مدیریت ریسک، مخصوصاً در شرکت‌های استخراج معدن، وجود داشته است (مطالعه موردی ۱۱.۱ را ببینید). به دنبال فرونشینی ریسک‌های سیاسی سنتی نظیر ملی‌سازی و سلب مالکیت، ظاهراً ریسک‌های سیاسی بازگشته‌اند، اما این بار، نوع ریسک‌های ناشی از مذاکرات مجدد قانونی و پیمانی تغییر کرده است. افزون بر این، ریسک‌های تغییر رژیم (که در بهار عربی دیده شد) و ریسک‌های جغرافیایی-راهبردی (همانند اوکراین) ظاهراً رو به افزایش‌اند و ریسک کشوری تشدیدشده‌ای برای سرمایه‌گذاری‌های فرامرزی به دنبال خواهند داشت.

مدیریت ریسک کشوری برای سازمان‌های غیرمالی دو برهه متفاوت (اما مرتبط) دارد. اولین برهه مشابه برهه‌ای از مؤسسات مالی است که تصمیمات باید بر اساس کشور سرمایه‌گذار اتخاذ می‌شود. این کار با تحلیل جامع

3. Foreign Terrorist Asset Tracking Centre

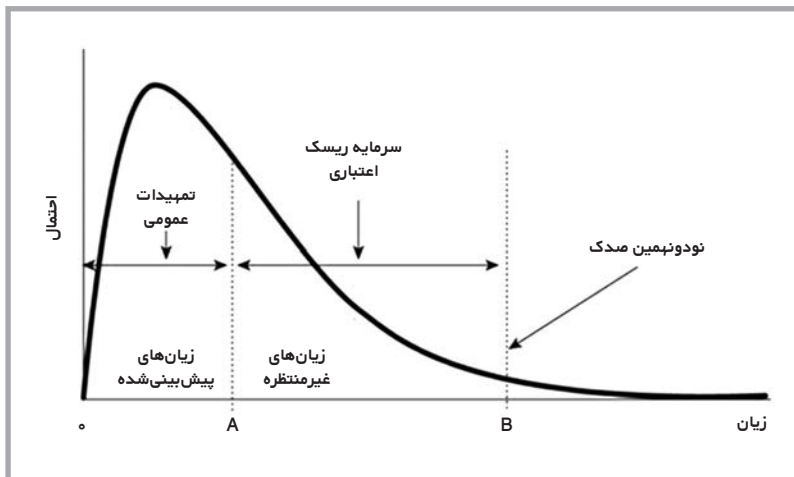
4. Executive Industries Transparency Initiative

ریسک کشوری که در فصول ۴ تا ۶ اشاره شد و احتمالاً با بکارگیری رتبه‌ها برای لحاظ صرف ریسک کشوری در محاسبات مختلف بودجه‌بندی سرمایه و گردش نقدی صورت می‌گیرد. دومین برهه مدیریت ریسک‌های کشوری شرکت تابعه بین‌المللی در ادامه مسیر است. پس از اینکه شرکت چندملیتی بسترسازی لازم را انجام داد، متعهد به پایبندی به آن می‌شود، گرچه طرح‌های سرمایه‌گذاری آتی ممکن است تا حدی تغییر کنند. بدین طریق، ریسک‌ها درونی‌سازی می‌شوند و ریسک‌های کشوری در مقایسه با معاملات فرامرزی از سوی نهادهای مالی از دیدگاه متفاوتی بررسی می‌شوند.

ابزارها: ساختارهای سازمانی پایه برای مدیریت ریسک کشوری

با اینکه می‌توان طرح‌های نظارتی را به این جهت که بیش از اندازه تجویزی‌اند مورد انتقاد قرار داد، رهنمودهای نمونه‌ای وجود دارند که فضای کافی برای اجرای یک طرح باقی می‌گذارند. یکی از آن‌ها اصول چارچوب ریسک‌پذیری موثر است که نوامبر ۲۰۱۳ به توافق رسید - یکی از ۱۲

شکل ۱۰/۱. زیان‌های پیش‌بینی‌شده و غیرمنتظره



منبع: نویسنده

استانداردی که هیئت ثبات مالی وضع کرد. این اصول ویژه مدیریت ریسک در سطح گسترده بوده و به قدری سطح بالا هستند که مطابق با ویژگی‌های خاص نهاد تجاری شکل می‌گیرند و مدل کسب و کار، منابع و تشکیلات آن نهاد را نیز لحاظ می‌کنند. این اصول برای عموم سازمان‌ها، از جمله نهادهای غیرمالی، نیز کاربرد دارند. همچنین، انعطاف کافی برای مدیریت محیط اقتصادی و قانونی متغیر را نیز دارند. بنابراین، بستر مفیدی برای سازمان‌دهی چارچوب مدیریت ریسک کشوری محسوب می‌شوند. عناصر اصلی آن‌ها عبارتند از:

- شرح حقیقی و صریح ریسک‌پذیری؛
- تعیین حدود ریسک مطابق با ریسک‌پذیری تعریف‌شده
- تعاریف روشنی از وظایف و مسئولیت‌های مدیریت هیأت مدیره و مدیریت ارشد

با این اصول گسترده، می‌توان پیشنهادهایی برای بهترین روش سازمان‌دهی مدیریت ریسک کشوری ارائه کرد. در حالی که برخی از جوانب فنی طرح‌های پیشنهادی عمدتاً برای مؤسسات مالی قابل اجرا هستند، ساختار گسترده‌تر مدیریت ریسک باید برای شرکت‌های چندملیتی نیز قابل اعمال باشد.

تعریف ریسک‌پذیری کشور

به‌طور واضح، می‌توان ریسک‌پذیری را حداکثر ریسکی تعریف کرد که نهاد تمایل به پذیرش یا خودداری از آن دارد. این توضیح باید برخی از ریسک‌ها را که تعیین کمی‌شان دشوارتر است، نظیر ریسک اعتباری و ریسک‌های ناشی از پولشویی، شامل شود.

تعریف ریسک‌پذیری باید با استراتژی کسب و کار و بطور کل با رتبه مورد نظر سازمان مطابقت داشته باشد. بطور ایده‌آل، در این توضیح باید به روابط کمی مانند ۱۰۰ میلیون دلار سرمایه یا ۲۰۰ میلیون دلار سود و آن مدیرانی که حاضرند برای دستیابی به استراتژی کسب و کار و رتبه هدفشان زیان کنند (و می‌توانند احتمالاً بدون به غارت رفتن دارایی‌شان با آن

زندگی کنند) توجه شود. منظور از زیان در اینجا زیان غیرمنتظره است، چرا که زیان موردانتظار پیش‌تر در قیمت‌گذاری معامله منعکس شده است. در شکل ۱۰.۱ زیان موردانتظار سطح زیر منحنی تا نقطه A روی محور X است. در نتیجه، می‌توان آن را حداکثر ریسک‌پذیری کشور در چارچوب حدود (ریسک) کشور تفسیر کرد.

تعریف ریسک‌پذیری باید با استراتژی کسب و کار مطابقت داشته باشد و شرایط عادی و پرتنش بازار و اقتصاد کلان را لحاظ کند. ممکن است چنین تعریفی به آزمون تنش سناریوهای مختلف جهانی بدترین وضعیت کسب و کار نیاز داشته باشد تا از عملکرد آن در محدوده ریسک‌پذیری تعریف‌شده اطمینان حاصل شود. مثلاً، اگر کسب و کار مربوط به کالا باشد، آزمون تنش باید برای افت ناگهانی قیمت‌های کالا که در بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸ دیده شد اجرا شود؛ اگر موقعیت پرریسکی برای بخش دارایی داشته باشد، باید قیمت‌های دارایی تحت آزمون تنش قرار گیرد؛ و اگر تمرکز زیادی در یک یا چند کشور وجود داشته باشد، باید شرایط مختلف بحران کلان مختص آن کشورها تحت آزمون تنش قرار گیرد.

حدود ریسک‌کشوری

گام بعدی تفسیر تعریف کلی ریسک‌پذیری جهت تعیین حدود ریسک‌کشوری برای کشورهای است که فعالیت‌ها یا سرمایه‌گذاری‌های مالی در آن‌ها صورت می‌گیرد. برای مدیریت ریسک‌کشوری، حدود قرار گرفتن در معرض خطر، می‌تواند کران بالایی برای محدوده خطر بیشینه کشور باشد. سپس می‌توان این حدود را به دسته‌های رشته کسب و کار، نهاد حقوقی و ریسک ویژه تفکیک کرد.

اینجا همان جایی است که رتبه‌های کشور که در فصل ۶ مطرح شد، به‌خصوص رتبه حاکمیت که به احتمال نکول نگاشت شد، بار دیگر بکار آیند. این وضعیت در مورد رتبه‌های حاکمیت مناسب است، چرا که نکول‌های ملی رویدادهایی متمایزند. (همچنین، همانطور که در

فصل ۱ توضیح داده شد، کشورها دچار نکول نمی‌شوند؛ بلکه این نهادهای وام‌گیرنده داخل کشور هستند که دچار نکول می‌شوند. این نهادها می‌توانند فوج عظیمی از وام‌گیرندگان را جدا از حاکمیت شامل شوند. اما حتی در بدترین نکول‌ها، نظیر نکول آرژانتین در سال ۲۰۰۱، مسیرهای سرمایه‌گذاری تجاری همچنان باز هستند. با این حال، بسته به مدل‌های آماری مورد استفاده، شاید تعداد نکول‌های ملی برای بدست آوردن احتمالات کافی نباشد، در نتیجه، مدل‌های زیادی از احتمال نکول اعتبار بانک‌ها به عنوان متغیر نماینده استفاده می‌کنند (با توجه به همبستگی نزدیک بین نکول‌های بخش بانکداری و حکومتی).

در یک نهاد مالی، می‌توان حدود (ریسک) کشور را با تابعی تعیین کرد که حداکثر ریسک‌پذیری، سرمایه اقتصادی کل و احتمال نکولی را که از رتبه حاکمیت برداشت می‌شود لحاظ کند. می‌توان حدود (ریسک) کشور را با بهره‌گیری از مدل‌های پیچیده بهینه‌سازی پورتفوی بدست آورد یا با معادله‌ای ساده تطبیق داد. در اینجا ارتباط تعیین‌کننده کالیبراسیون احتمال نکول حاکمیت با سرمایه است. اگر رتبه کشور بهتر شود، این حدود بالاتر می‌روند و زمانی که سرمایه بانک افزایش یابد حدود نیز افزایش می‌یابند و بالعکس. می‌توان این رابطه را برای سایر ملاحظات، از جمله اینکه کشور جزء کشورهای محوری است یا غیرمحوری، اصلاح کرد. می‌توان تابعی تعیین کرد تا حدود را، بطور نمایی برای کشورهایی که رتبه حاکمیت‌شان بالاتر از سطح ریسک معینی است، کاهش دهد. می‌توان حدود (ریسک) کشور را به سقف تولید ناخالص داخلی نیز محدود کرد، مثلاً محدوده خطر نباید از X درصد تولید ناخالص داخلی بیشتر شود. این روش برای کشورهایی مثل بوتسوانا یا قبرس مفید است که تولید ناخالص داخلی محدود اما رتبه بالایی دارند.

با این روش از تعیین حداکثر حدود (ریسک) کشور، یقیناً ارتباط مستقیمی بین تحلیل شرایط داخل کشور، استراتژی سرمایه‌گذاری پیشروی آن کشور و ظرفیت مالی نهادهای سرمایه‌گذار برقرار می‌شود.

اگر ریسک‌های کشوری رو به افزایش باشند، این مسئله در تقلیل رتبه ملی (حاکمیت) و احتمال نکول مربوطه منعکس می‌شود. بنابراین، حدود (ریسک) کشور کاهش می‌یابد و به کسب و کارها هشدار می‌دهد تا از معاملات جدید خودداری کرده و آگاهانه‌تر عمل کنند.

برای مثال، اگر حد اولیه کشور ۳۰۰ میلیون دلار بود و چندین معامله در کانالی که می‌توانست تمام آن را جذب کند وجود داشت، کاهش این حد به ۲۰۰ میلیون دلار کسب و کارها را وادار می‌کند تا تنها بهترین و کم‌ریسک‌ترین مورد را انتخاب کنند؛ هر چه رتبه کشوری پایین‌تر آید، ممکن است برخی از معاملات از بین برود، زیرا دیگر نمی‌توانند بازگشت سرمایه لازم را بدست آورند یا سرمایه هنگفتی را جذب کنند. اما اگر حد ۳۰۰ میلیون دلار قبلاً کاملاً استفاده شده باشد، حد پایین دلالت بر این دارد که کسب و کارها سعی دارند محدوده خطر فعلی را کاهش دهند.

می‌توان حدود (ریسک) کشور را با اختصاص سهم بیشتر حد کشوری به معاملات کم‌ریسک‌تر، نظیر سرمایه تجاری، یا برای حدود تالار معاملات در بازارهای نقدینگی تقسیم کرد (ریسک صادرکننده). تخصیص حدود مستلزم متعادل‌سازی بسیاری از منافع است. ممکن است این کار شامل مدیریت تعارضات بین خطوط تجاری مختلفی باشد که سهم بیشتری از حد (سرمایه) کشوری می‌خواهند.

مدیریت ریسک کشوری تنها به خودداری از ریسک نمی‌پردازد. این چارچوب باید به شناسایی و تشویق مدیریت کمک کند تا روی فرصت‌های موجود در کشورهای رو به پیشرفت متمرکز شود. در این مورد، حد کشور افزایش و حدود سررسید (حدود سررسید معاملات) کاهش می‌یابند تا امکان اعطای وام بلندمدت‌تر و سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها فراهم شود. همچنین، اگر کشور استراتژیک محسوب شود، ممکن است مدیریت ارشد تصمیم بگیرد تا از حد حاصل از مدل فراتر برود.

رتبه‌بندی حاکمیتی به عنوان حد بالا

قرارداد بازل ۱ قید کرده بود که رتبه حاکمیتی یک کشور بهترین

رتبه در آن کشور است. پس از قراردادهای بازل، در پیشنهادی که برای تفکیک بیشتر ریسک‌های نسبی داشتند، این الزام را حذف کردند. تشخیص این بود که برخی از نهادهای خصوصی مانند شرکت‌های چندملیتی و صادرکننده می‌توانند دسترسی بهتری به ارز خارجی داشته باشند. بدین ترتیب، در معرض ریسک‌های انتقالی و تبدیل‌پذیری نخواهند بود.

بسته به قوت این ویژگی، ممکن است برخی از کشورهای مقابل که رتبه بهتری نسبت به حاکمیت دارند، امکان تعدی از حد بالای حاکمیت را پیدا کنند. مدیریت‌کنندگان ریسک باید در بهره‌گیری از این گزینه ماسک باشند، شروط دشواری را دنبال کنند و چندین ویژگی از بین موارد زیر را در بر گیرند: سود ارز خارجی فرامرزی بالا (توأم با بدهی پایین ارز خارجی)، دارایی‌های فرامرزی نسبتاً نقدی؛ حد اعتبار تعهدشده از سوی بانک‌های بین‌المللی؛ سوابق پیگیری بازپرداخت بدهی طی بحران پرداخت ملی؛ و انتظارات تدابیر ترجیحی از حاکمیت.

در حالی که سازمان‌های غیرمالی می‌توانند از رتبه حاکمیت تعدی کنند، رتبه مؤسسات مالی باید با توجه به ارتباط نزدیک تاریخی بین بحران‌های ملی و بخش بانکداری، به رتبه حاکمیت محدود شود. از جمله موارد استثنای محدود می‌توان برخی از بانک‌های مرکزی و چندجانبه مانند بانک جهانی، بانک بازسازی و توسعه اروپا، بانک توسعه آسیا^۱ و دیگر بانک‌ها را نام برد که به دلیل موقعیت وام‌دهنده ممتاز و منابع مالی چندجانبه‌شان (فصل ۱۱ را ببینید) براساس قدرت ترازنامه‌شان و بدون توجه به کشوری که شعبه اصلی‌شان در آن قرار گرفته است، رتبه‌بندی می‌شوند. برای مثال، رتبه بانک توسعه آسیا، که شعبه اصلی آن در تونس است، تحت تأثیر زلزله سیاسی و اقتصادی پس از سرنگونی رژیم بن علی که منجر به افت رتبه سرمایه‌گذاری تونس شد، قرار نگرفت.

1. European Bank for Reconstruction and Development
2. Asian Development Bank

جدول ۱۰/۲. کنترل‌ها: حدود سررسید (سررسید وام)، فهرست تحت نظر، گزارش‌های حدود خطر، تعدی از حدود سررسید

چطور می‌توان حدود (ریسک) کشوری را تفکیک کرد	برخی از کنترل‌های مفید
حدود (ریسک) کشوری برای بانک‌ها اولیه (اعطای وام) پیش‌پرداخت (مشقات) صادرکننده (معامله) موجودی انبار حدود رشته کسب و کار	حدود سررسید گزارش‌های تعدی از حدود و سیاست تعدی دسته‌بندی فهرست تحت نظر: سبز: آلمان، چین، انگلستان کهربایی: آنگولا، تونس قرمز (حدود معلق): پاکستان، یونان

حدود سررسید

با فرض اینکه سیستم‌های مدیریت اطلاعاتی برای پیگیری محدوده‌های خطر فرامرزی وجود داشته و به قدر کافی قدرتمند باشند، سوال بعد نحوه کنترل محدوده خطر کشور است. علاوه بر حدود محدوده خطر کشور، تعیین حدود سررسید (سررسید معامله) برای نشان دادن میزان اطمینان تیم ریسک کشوری از چشم‌انداز زمانی دورنمای آن در کشور لازم است. اگر کشوری به نظر دورنمای سیاسی و رشدی با تداوم قابل قبول داشته باشد، می‌توان حدود سررسید بلندمدت‌تری را برای آن اعمال کرد. اگر وضعیت تغییرپذیر و غیر قابل پیش‌بینی باشد، ممکن است حدود سررسید برای معاملات جدید به ۱۲ ماه یا کمتر کاهش یابد.

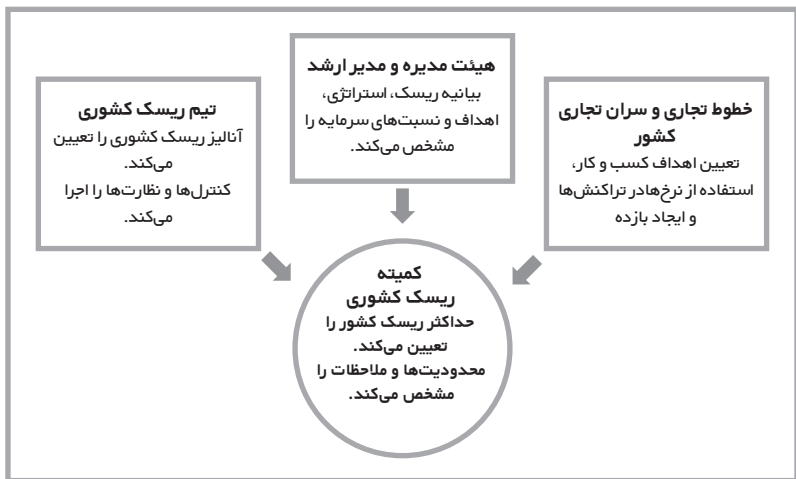
حد سررسید یک ابزار کنترلی قدرتمند محسوب می‌شود. با این حال، شمشیر دولبه است و می‌تواند تا حد زیادی نیز با چرخه تجاری هم‌جهت باشد. در حالی که از دید وام‌دهنده یا سرمایه‌گذار فردی کاهش حدود سررسید در مواقع بحرانی منطقی بنظر می‌آید، اما تنها شرایط را برای کشور یا نهاد وام‌گیرنده وخیم‌تر می‌کند، چرا که توانایی‌اش در پرداخت بدهی رو به کاهش است.

پس از تعیین محدوده خطر کشور و حدود سررسید، تکلیف بعدی اجرای سیستمی است که بررسی منظم حدود و محدوده‌های خطر را تضمین و نیز تعدی از حدود را کنترل کند.

فهرست تحت نظر

فهرست تحت نظر برای هشداردهی به کسب و کارها بکار می‌رود تا در کشوری که در فهرست تحت نظر است بدون سطوح مختلف تأییدیه - یعنی ارگان منصوب شده جهت بهره‌برداری از حدود (ریسک) کشور یا منع می‌شود یا معلق - موضع‌گیری جدید نکنند. مثلاً، کشوری مانند اوکراین تنزل رتبه پیدا کرده، مشمول کاهش حدود شده و در فهرست تحت نظر قرار دارد. معامله بزرگی که در حال انجام بوده در نهایت آماده تکمیل می‌شود، اما حد کشور برای پیشرفت آن کافی نیست. در این مورد، معامله باید به مدیریت سطح عالی ارجاع داده شود تا تصمیم نهایی اتخاذ گردد. اگر معامله پیش از کاهش حدود (ریسک) کشور به ثبت رسیده باشد، اما اکنون سبب تعدی از حد کاهش یافته شده باشد، ممکن است از مدیریت درخواست تعیین قرار ملاقات جدیدی برای وام‌گیرندگان یا شرکا شود. اگر موفقیتی حاصل نشود، احتمالاً تمهیداتی برای مقابله با زیان احتمالی اتخاذ می‌شود.

شکل ۱۰/۲. اجزای اصلی ماتریس مدیریت ریسک کشوری



موارد تعدی از حدود

گزارش‌های روازنه توسط سازمان‌های متعددی برای محدوده خطر کشور تهیه می‌شود. با موارد واقعی تعدی از حدود نباید مدارا شود - برای مثال مواقعی که معامله‌گر بدون کسب تأییدیه قبلی موضعی در کشور جزء فهرست تحت نظر اتخاذ می‌کند. اما گزارش‌های محدوده خطر می‌توانند بسیاری از موارد «نادرست» تعدی از حدود را حذف کنند. اگر فردی تعداد ارقام اعشار را اشتباه وارد کند، گزارش محدوده خطر این مورد را مشخص می‌کند. سایر مواردی که به کرات پیش می‌آیند عبارتند از: تبدیل نادرست ارز؛ عدم شبکه‌بندی معامله؛ ظاهر شدن محدوده خطر در کشوری نادرست؛ اشکالات رفع‌نشده در الگوریتم ضمانت. از آنجایی که پورتفوی کشور معمولاً به لحاظ ارقام موجود کوچکتر از پورتفوی ریسک اعتبار یا بازار است، موارد تعدی از حدود (ریسک) کشور راحت‌تر شناسایی می‌شوند. در گزارش‌های محدوده خطر کشور، کنترل نهایی محدوده خطر بین‌المللی کسب و کارها ارائه می‌شود.

استقلال عملکرد ریسک کشوری

وظایف و مسئولیت‌ها

از بحران سال ۲۰۰۸ به بعد، دستگاه‌های نظارتی بیشتر روی مداخله مدیران ارشد در مدیریت ریسک پافشاری می‌کردند، از این رو و باید کمیته‌های سطح بالایی تشکیل و گزارش‌هایی تنظیم شود. بحث‌های زیادی راجع به مسئولیت‌های هیأت مدیره، مدیر عامل، مدیر مالی، مدیر ریسک، حسابرس داخلی و مدیر کسب و کار صورت گرفته است.

فرآیندی هم‌زمان ریسک کشوری را تحت تأثیر قرار داده است. شبکه گزارش‌دهی نسبتاً یکنواختی که ریسک کشوری در آن مدیریت می‌شد تا جایی وسعت و عمق پیدا کرده که مدیریت ارشد و هیأت مدیره در آن نقش ایفا می‌کنند. نقش مهم آن‌ها اطمینان از وجود منابع کافی برای ساخت سیستم‌هایی است که محدوده‌های خطر کشور را به درستی گزارش کرده و می‌سنجند و اختیارات کافی را به نقش ریسک کشوری داده و از آن حمایت می‌کنند.

شکل ۱۰.۲ چارت سازمانی اجزای اصلی شبکه مدیریت ریسک کشوری را

نشان می‌دهد. علاوه بر مدیریت ارشد، شامل رؤسای مدیریت ریسک، مهم‌ترین اجزا در سمت کسب و کار مدیران شرکت‌های تابعه کشور و رؤسای سازمان‌های تجاری هستند. اما در سمت ریسک، مدیران ریسک کشوری و سایر رؤسای مدیریت ریسک از جمله ریسک قانونی، ریسک اعتبار و ریسک بازار، قرار دارند.

تعارضات مدیریتی

استقلال مدیران ریسک کشوری - مدیرانی که عملاً ریسک کشوری را تجزیه و تحلیل، کمیت‌یابی، مدل‌سازی، گزارش و کنترل می‌کنند - برای جلوگیری از تبدیل شیوه‌های مدیریت ریسک گسترده به عملی سرسری، برای عمل به قوانین الزامی است.

نوعی کمیته ریسک کشوری که مدیریت ارشد، تیم ریسک کشوری و گروه‌های ذی‌نفع فعالیت‌های تجاری را گرد هم آورد، حلقه ضروری این ساختار محسوب می‌شود.

تیم ریسک کشوری می‌تواند بسیاری از اعضای شبکه مدیریت ریسک را تحت فشار بگذارد. به‌عنوان مثال، ممکن است مدیران ریسک کشوری و تجاری قصد تقویت کشور را داشته باشند. هر چه رتبه کسب و کاری بالاتر باشد، به این معناست که می‌تواند به شکلی رقابتی‌تر معاملات خود را قیمت‌گذاری کند. ممکن است سطوحی که رتبه بهتری نسبت به مدیریت ارشد دارند، که این روش را راهی برای استفاده اقتصادی‌تر از سرمایه می‌بینند، تحت همین فشار باشند.

این درگیری‌های داخلی زمانی شدت می‌گیرد که کشور دچار تنزل رتبه می‌شود و باید محدوده ریسک کشوری کاهش یابد. اگر ریسک به حدود تعیین شده برسد، ممکن است برای حذف معاملات نیاز به تصمیماتی باشد. این وظیفه بطور ویژه جزء وظایف مدیران ارشد ریسک و کمیته ریسک کشوری است که جمعاً تیم ریسک کشوری را در مقابل این فشارها حفاظت کنند.

ممکن است کشمکش‌های میان تحلیل‌گران ریسک کشوری و مدیر ریسک تجاری که احساس می‌کنند کشورشان مستحق حدود بالاتری است وجود

داشته باشد. تحمل این کشمکش بطور خاص دشوار است، زیرا ممکن است مدیران ریسک کشوری ادعای نزدیکی بیشتر با سطوح پایین مدیریت داشته باشد و در نتیجه، کشور را بهتر از تحلیل‌گرانی بشناسند که ممکن است در نقطه دیگری از جهان فعالیت داشته و تنها سالی یکبار برای بازدید به کشور بیایند. اما عکس این موضوع بیشتر صادق است؛ ممکن است دید بدون وابستگی - که برای مشاهده واضح پیشرفت‌ها لازم است - برای افرادی که در سطح پایین قرار دارند، دشوار باشد. بدین معنا که، ریسک کشوری مدیرانی دارد که می‌توانند وخیم‌تر شدن شرایط را ببینند و جای تفکر مشتاقانه و صرفاً پافشاری روی آن، زودتر از موعد این شرایط را به مرکز مدیریت ریسک هشدار دهند.

در نتیجه، رهبرانی هستند که بازار را می‌شناسند و در مقابل حدود (ریسک) کشور یا اکراه تحلیل‌گران کشور برای تقویت کشور مقاومت می‌کنند. در اینجا، به سبب تفاوت افق زمانی که این دو جایگاه دارند، نوعی درگیری ذاتی بین آن‌ها وجود دارد: ۱۲ تا ۱۸ ماه برای تحلیل‌گران ریسک کشوری در مقایسه با ۱ هفته تا ۳ ماه برای معامله‌گران که پست‌های کوتاه‌مدتی دارند (در صورتی که طولانی‌تر شود، می‌توان پست آنان را ثابت فرض کرد). تا زمانی که بازار به قدر کافی نقدینگی داشته باشد، اغلب حتی اگر مدیران ریسک کشوری همچنان دیدی منفی به کشورشان داشته باشند، این پست‌های کوتاه‌مدت باید مجاز باشند. اما این احتمال وجود دارد که بازارها به ناگهان نقدینگی‌شان را از دست بدهند، در نتیجه، ممکن است درگیری‌ای به راه بیفتد که مدیریت آن دشوار بوده و هیچ پاسخ ساده‌ای برای آن وجود ندارد (مطالعه موردی ۱۰.۲ را ببینید).

مطالعه موردی ۱۰.۲

ریسک معامله‌گر در مقابل ریسک کشوری: ایسلند و مجارستان

ایسلند، اواسط سال ۲۰۰۸

اقتصاد ایسلند، که صاحب دارایی‌های سه بانک برتر به ارزش ۱۱ برابر تولید ناخالص داخلی و دارای حباب دارایی و اعتبار بزرگی است، قربانی اول بحران وام‌های درجه دوم ایالات متحده بود. تا پایان ژوئن ۲۰۰۸، کرونای

ایسلند تا ۳۶ درصد در قیاس با یورو که به قیمت ۱۲۵ کرونا مبادله می‌شد کاهش یافته بود، در حالیکه در ابتدای سال قیمت مبادله آن ۸۱ کرونا بود.

تالار معاملات درخواست تعیین حد ریسک کرده و مدعی بود که زمان خوبی برای موضع‌گیری است، زیرا این ارز از قبل دچار کاهش بهاء شده بود. در نتیجه، اساساً تنها جهش می‌توانست افزایش قیمت ارز باشد. همچنین، گفته شده بود که بودجه بازپرداخت‌های مقرری که باید سه بانک ایسلند که بدهی سنگینی داشتند (کوپشینگ، گلینتیر و لاندس بانکی) برای باقی سال پرداخت می‌کردند، تأمین شده است.

دفتر ریسک کشوری در ابتدا ایسلند را در فهرست قرمز تحت نظر قرار داده بود و پس از مباحثاتی، معاملات غیرمجاز اعلام شد. گرچه کسی نمی‌توانست شوک‌های بانکداری ایالات متحده و انگلستان را که در پاییز سال ۲۰۰۸ اتفاق افتاد پیش‌بینی کند، این منطق معمول تجارت به شدت پرسیک بود و وخیم شدن محیط جهانی را نادیده می‌گرفت.

مجارستان، ژانویه ۲۰۱۲

اقتصاد مجارستان که بدهی خارجی‌اش حدود ۱۵۰ درصد تولید ناخالص داخلی آن بود یکی از سخت‌ترین ضربات را از بحران مالی دید و سال ۲۰۰۹ و ۲۰۱۲ دچار رکود مزدوج شد. دولت تازه‌وارد فیدز که آوریل ۲۰۱۰ روی کار آمد، مذاکرات با صندوق بین‌المللی پول را تکرار نکرد و سیاست‌های غیرمعمولی را برگزید که از جمله آن‌ها ملی‌سازی مجدد صندوق‌های بازنشستگی خصوصی و وضع مالیات‌های فاقد عمومیت برای شرکت‌های بانکداری، مخابراتی، خرده‌فروش و انرژی بود. قانونی تصویب شد که استقلال بانک مرکزی را محدود کرد، و شورای مالی‌ای که برای سرپرستی سیاست‌های دولت تشکیل شده بود منحل شد. این آخرین شاهد برای اتحادیه اروپا بود، چرا که مجارستان از زمان پیشرفت آن تا عضویت در اتحادیه اروپا در سال ۲۰۰۴، زیر فشار روند کسر بودجه مفرطی بود. در ژانویه ۲۰۱۲، کمیسیون اروپا تهدید کرد که تخصیص بودجه اتحادیه اروپا به مجارستان را به حالت تعلیق در می‌آورد، مگر اینکه مجارستان سیاست‌های مالی خود را محدودتر کند. پس از این، قیمت پول رایج

مجارستان، فورینت، به ۳۲۰ فورینت به ازای هر یورو یعنی حدود ۲۰ درصد کمتر از قیمت ابتدای سال، افت کرد.

در آن زمان، معامله‌گران قصد موضع‌گیری برای ارز این کشور داشتند، با این شرط که مجارستان روابط خود را با کمیسیون اروپا سروسامان دهد. دفتر ریسک‌کشوری که از حساسیت‌های اقتصاد مجارستان (مانند ناسازگاری‌های وسیع ارزی) و تنش‌های منطقه یورو آگاه بود، با این موضع معامله‌گران مخالفت کرد. اما معامله‌گران اجازه پیدا کردند تا موضع‌گیری محدودی داشته باشند - و درست شرط‌گذاری کنند. تا ژوئن ۲۰۱۲، مجارستان از روند کسری بودجه مفرط خارج شد و به موضع مالی سفت‌وسختی روی آورد. این اتفاق، توأم با بهبود وضعیت ریسک‌پذیری جهانی و جریان‌های قوی سرمایه به داخل بازارهای نوظهور، تا اوت ۲۰۱۲ جایگاه پول رایج مجارستان تا ۲۷۷ فورینت در هر یورو رشد پیدا کرد. اما از منظر چشم‌انداز درازمدت‌تر، تیم ریسک‌کشوری نیز حرف درستی زد: خروج سرمایه از بازارهای نوظهور در سال ۲۰۱۳ ارزش فورینت را تا اوایل سال ۲۰۱۴ به ۳۰۷ فورینت در هر یورو بازگرداند.

تأسیس سازمان مدیران ریسک‌کشوری

با توجه به نکات فوق، خوب است که مدیران ریسک‌کشوری این سوال را بپرسند که: چطور اطمینان حاصل کنیم که دیگران از ما فرمان می‌برند؟ (این سوال در کارگاهی مرتبط با ریسک‌کشوری که توسط موسسه مالی بین‌المللی در نیویورک در سال ۲۰۱۳ تشکیل شد) مطرح گردید. علاوه بر تیم ریسک‌کشوری، منابع بسیار دیگری در شرکت‌هایی با فعالیت‌های بین‌المللی وجود دارند؛ تیم‌های محلی ریسک‌کشوری؛ رهبرانی که در این بازارها تخصص دارند؛ تیم خزانه‌داری که جهش‌های ارزی را دنبال و نقدینگی یا تضمین‌های وام را مدیریت می‌کند؛ شرکت‌های مالی؛ تیم‌های اعتبار که به بخش خصوصی رسیدگی می‌کنند، صرف‌نظر از مدیر ارشدی که به تازگی «بازدید فوق‌العاده‌ای از کشور داشته، با وزیر

مالی ملاقات کرده و بسیار تحت تأثیر قرار گرفته است» و منابعی از این قبیل. علاوه بر این، حجم زیادی اطلاعات و داده وجود دارد که بصورت برخط قابل دسترس‌اند. در این بازار اطلاعات پردازدهام، تأسیس سازمانی برای تیم ریسک کشوری ساده نیست. بدیهی است که تأسیس چنین سازمانی در انجام صحیح مدیریت ریسک به دفعات بیشتر سودمند است. اما با توجه به دشواری‌های پیش‌بینی رویدادهای کشور، راه‌های دیگری برای اطمینان از فرمان‌بری دیگران از مدیران ریسک کشوری وجود دارد. گذشته از مطالعه این کتاب و درک توصیه‌های اصلی آن، چند قاعده کلی داریم:

— استدلال مناسبی بیاورید و تجربه‌تان را بر مبنای آن استوار کنید؛ مدل‌ها را کمیت‌یابی کرده و بکار بگیرید، اما کاملاً براساس آن‌ها عمل نکنید؛

— اگر شرایط بیش از حد فرّار نیست، استدلال خود را کنار بگذارید یا از تحلیل سناریو استفاده کنید؛

— علاوه بر این، بهترین حدسی که دارید ارائه کنید؛

— فرآیند تجزیه و تحلیل، مدیریت و کنترل شفافی را برای ریسک‌های کشوری ایجاد کنید که مناسب سازمان باشد؛

— نحوه رویکرد به ریسک کشوری را به پرسنل‌تان بیامورید - مطالب را واضح و به کزّات انتقال دهید.

— گروه‌های ذی‌نفع را بیشتر درگیر کنید - مدیریت ارشد را دخالت دهید و خطوط ارتباطی مناسبی برقرار کنید.

— به قدر کافی ریسک‌ها را زود هشدار دهید، اما فقط همانند کاساندر^۱ نباشید - یعنی روی فرصت‌های سرمایه‌گذاری در کشورهایی که بحران‌شان پایان یافته تمرکز نکنید.

— از طریق روند تأیید معاملات با یافتن عوامل مناسب کاهنده ریسک، که در فصل ۱۰ به آن‌ها اشاره شد، به معاملات کشورهای پریسک کمک کنید.

چرا شما نمی‌توانید مدیریت ریسک کشوری را برون‌سپاری کنید

این فصل تصویری از چارچوبی نظارتی ارائه کرده که در آن تجربیات موفق برای ساختار سازمانی مدیریت ریسک کشوری آورده شده است. در طول دهه گذشته، عملکرد ریسک کشوری از یک روند نسبتاً ساده و غیر رسمی به یک رویه پیچیده‌تر و قانون‌محور تبدیل شده که موضوعات گسترده‌ای را تحت پوشش قرار می‌دهد. همانطور که در فصل ۲ مورد بررسی قرار گرفت، این امر تا حدودی در پاسخ به یکپارچگی و نوسان رو به رشد اقتصاد جهانی بوده، و بخش دیگر آن به دلیل افزایش الزامات قانونی است، چرا که دولت‌ها متوجه شده‌اند که باید به مشکلات حاکمیتی ورود پیدا کنند و بحران‌های مالی را در نظر بگیرند. این افزایش الزامات نظارتی، ریسک‌هایی را که در مدیریت ریسک کلی دیده شد وارد مدیریت ریسک کشوری می‌کنند. یکی از آن‌ها هم‌جهت بودن با چرخه تجاری است که مقررات پیرامون فرآیند مدیریت ریسک کشوری آن را تقویت می‌کند.

یکی دیگر از ریسک‌ها این است رعایت مقررات به جای آنکه به تلاشی خالصانه برای مدیریت ریسک‌های کشوری تبدیل شود، به عملی سرسری مبدل می‌شود. بدتر از این، وضعیتی است که رعایت مقررات به عملی در آربیتراژ قانونی تبدیل شود. این مسئله یکی از فاکتورهایی است که در بررسی خسارات جی‌پی مورگان در سال ۲۰۱۲، که بیش از ۶ میلیارد دلار بود، در مبادلات بسیار پیچیده بازار مشتقات مورد تأکید معامله‌گر لندنی با اسم مستعار لندن ویل بود. براساس گزارش کمیته فرعی مجلس سنای امریکا، یکی از عوامل تأثیرگذار استفاده بی‌ثمر از مدل‌های داخلی بانک‌ها و محاسبه ریسک به شکلی متفاوت برای کاهش دارایی‌های موزون به ریسک در ترازنامه است. اما طبق گفته جیمی دایمون، مدیر عامل جی‌پی مورگان، قبل از اینکه حادثه سال ۲۰۱۱ اتفاق بیفتد، بانک‌ها محاسبه‌گرانی برای محاسبه دارایی‌های موزون به ریسک داشتند که پرتکاپوتر از محاسبه‌گران جی‌پی مورگان عمل می‌کردند.

مدیریت ریسک کشوری نیازمند منابع، تخصص و سیستم‌های مدیریت

اطلاعات داخلی است که همه این‌ها هزینه‌بردارند. بنابراین، حسابداران این سوال را مطرح خواهند کرد که آیا می‌توان هر یک از این‌ها را برون‌سپاری کرد یا خیر؟ محدوده ریسک کشوری گسترش یافته و اکنون امکان برون‌سپاری نسبت به هر زمانی دشوارتر شده است. سابق بر این، برون‌سپاری بیشتر به ملی‌سازی و سلب مالکیت مرتبط می‌شد. سپس با فروپاشی نظام برتون وودز ریسک‌های ارزی وارد کار شدند. این ریسک‌ها به دنبال خود ضعف‌های نهادی و حاکمیتی را آوردند. سپس، مشاهده شد که جریان‌های سرمایه جهانی در حال غارت اقتصادهای ملی است و ریسک سرایت به ویژگی اصلی بحران‌های پرداخت تبدیل شده است. تجربه بحران مالی جهانی سال ۲۰۰۸، گسترش محصولات مالی فرامرزی و مقررات جدید کانون تمرکز ریسک کشوری را به فعالیت‌های عملیاتی نظیر نظام‌های پرداخت، ریسک اتاق‌های تهاتر، مدیریت امانات، تضمین‌ها و موجودی توسعه داد.

البته، همه سازمان‌ها در معرض تمامی این ریسک‌ها نبودند. در چنین وضعیتی، استفاده از سرویس‌دهندگان متخصص منطقی است - چه برای داده‌ها، برای مدل رتبه‌بندی کالبدی که می‌توان در داخل آن تغییراتی دلخواه اعمال کرد تا با کسب و کار مورد نظر تناسب داشته باشد، چه برای تحلیل ریسک سیاسی. برخی از ابعاد اطلاعاتی ریسک کشوری را می‌توان برون‌سپاری کرد. اما ابعادی که قابل برون‌سپاری نیستند فرهنگ داخلی، یکپارچگی حرفه‌ای، دانش انباشته و توجه به ریسک کشوری، و روش انعطاف‌پذیر بودن در مقابل چالش‌ها هستند. بنابراین، پاسخ خیر است، امکان برون‌سپاری مدیریت ریسک کشوری وجود ندارد. برون‌سپاری مدیریت ریسک کشوری خود یک فرآیند است که باید عمیقاً در شیوه کاری سازمان نهادینه شود.

۱۱. کاهش ریسک کشوری در سطح معاملات: دفاع نهایی

فصل ۶ نشان داد که چطور ریسک‌های کشوری موجود در معاملات شناسایی می‌شوند: از جمله ریسک‌های انتقال و تبدیل (ریسک کنترل‌های سرمایه) و ریسک‌های نرخ تبدیل و نرخ بهره؛ ریسک‌های اقتصاد کلان ناشی از تغییرات رشد اقتصادی؛ ریسک‌های مختص بخش‌های صنعتی؛ ریسک‌های سیاسی و سیاستی؛ ریسک‌های قضایی (ریسک‌های محیط کسب و کار و مدیریتی مختص کشور)؛ و ریسک اعتباری. این ریسک‌ها بازتاب شوک‌های خارجی جهانی و حساسیت‌های داخلی هستند.

در فرآیند مدیریت ریسک با یک ساختار مناسب، تحلیل ریسک کشوری که در بخش ۱ آمد و مدل‌های رتبه‌بندی، باید این ریسک‌ها را مشخص و در خصوص شرایط رو به وخامتی که مشکلات پرداخت را به دنبال خواهند داشت، هشدار دهند. مطابق توضیحات فصل قبل، ساختارهای مدیریت ریسک در سازمان باید به نوبه خود از پاسخ موثر و به‌موقع مدیریت اطمینان حاصل کنند. این الزام سبب تنزل سطح تصمیمات، کاهش حدود (ریسک) کشور، یا قرار گرفتن کشور در فهرست تحت نظر و به تعویق افتادن اجرای هر گونه معامله جدید می‌شود.

اما برای محدوده خطر فعلی کشور، از جمله دارایی‌های مادی، چه اتفاقی خواهد افتاد؟ فرآیند کاهش ریسک کشوری در سطح معاملات، که به پیش‌بینی و کاهش این ریسک‌ها می‌پردازد، آخرین زمان دفاع است. افزون بر این، این فرآیند تنها راه برای مدیریت شوک‌های غیرمنتظره ریسک تعقیبی، نوعی ریسک غیرمنتظره (مجهولات مجهول)، است.

هیچ روش واحدی برای کاهش تمام ریسک‌های کشوری معاملات وجود ندارد. همچنین، اغلب راه‌های کاهش ریسک (به جز تضمین‌های جامع اعتباری) تنها حفاظتی جزئی در مقابل برخی از جوانب ریسک کشوری فراهم می‌کنند - گرچه می‌توان با سازمان‌دهی سرمایه‌گذاری و ایجاد موانع ترکیبی از طریق بسیاری از ابزارهای متفاوت کاهش ریسک، کشور را در مقابل طیف وسیع‌تری از ریسک‌ها حفاظت کرد. اما حتی در این صورت، ریسک‌های باقیمانده‌ای وجود دارد که کاهش آن‌ها غیرممکن است. مطالعه موردی ۱۱.۳ در ارتباط با سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های مخابراتی سرمایه‌گذار در افغانستان و فلسطین نشان می‌دهد که چطور می‌توان از عوامل ترکیبی کاهنده ریسک برای ریسک‌زدایی معاملات موفق در حوزه‌های قضایی پریسک بهره گرفت.

بالعکس، پروژه نیروی داهپول در هند (مطالعه موردی ۱۱.۲) نشان می‌دهد که چطور با وجود شماری از راه‌های کاهش ریسک، شوک‌های وسیع‌تر ریسک سیاسی و جهانی قابلیت سوددهی پروژه سرمایه‌گذاری شناخته‌شده را دچار کاهش می‌کند. کاهش ریسک در معاملات نهایتاً به لحاظ زمان مدیریت بیشتر، یا فقط خرید بیمه، هزینه‌بر است. اما علاوه بر مزایای کاهش ریسک، بسیاری از این ساختارها می‌توانند به ساختار رتبه‌بندی ریسک بهتری برای معاملات تبدیل شوند (فصل ۸ را ببینید) و در نتیجه، سرمایه‌موردنیاز را کاهش دهند.

فرآیند

در نظر گرفتن عوامل کاهش ریسک در معامله فرآیندی چرخه‌ای است که نیاز به هماهنگی بین تیم‌های ریسک کشوری، ریسک اعتباری، ریسک عملیاتی، ریسک قانونی و ریسک تجاری دارد. این فرآیند بحث میان مدیران کسب و کار و ریسک می‌طلبد تا اطمینان حاصل کنند که مرحله آماده‌سازی معامله مکانیزم‌های دفاعی لازم برای مقابله با ریسک‌های کشوری بالقوه را ایجاد کرده و ریسک‌ها در قیمت‌گذاری آن منعکس می‌شوند. مسئولیت تیم مدیریت ریسک کشوری است که راه‌های کاهش

ریسک‌های کشوری را شناسایی و پیشنهاد کند و مسئولیت تیم کسب و کار هم مذاکره در مورد ضوابط آن است. افزون بر این، تیم‌های ریسک اعتبار، قانونی و عملیاتی باید مطمئن شوند که ساختارهای پیشنهادی با ساختار قانونی موثری در معاملات نهادینه می‌شوند. برخی از مراحل کلیدی این فرآیند چرخه‌ای در زیر آمده است.

کنترل ریسک‌های شهرت

- آیا نام کشور، نام سازمان، یا نام هیچ فردی در فهرست تحریم‌شدگان بین‌المللی آمده است؟
 - آیا کشور از فهرست تحریم‌شدگان کلیه سازمان‌ها نظیر گروه ویژه اقدام مالی خارج شده است؟ ایالات متحده فهرستی طولانی از کشورهای خاص و افراد تحریم‌شده را که اداره کنترل دارایی‌های خارجه منتشر کرده است در اختیار دارد (که به تازگی نیز در ژوئن ۲۰۱۴ در قالب ۵۹۲ صفحه منتشر شده است که رییس جمهور بلاروس، الکساندر لوکاشنک و نهادها و افراد ذی‌ربط ۷ صفحه از آن را به خود اختصاص داده‌اند). این مسئله به اقدامی بیش از پیش پیچیده تبدیل شده و نیازمند اقدامی قانونی است.
 - آیا افراد در معرض ریسک سیاسی هم نقش دارند؟ تیم «مشتری خود را بشناس»^۱ می‌تواند در پاسخ به این سوال کمک‌کننده باشد، برای تعیین ریسک‌هایی که ممکن است به سبب روابط سیاسی افراد بوجود آیند، تخصص تیم ریسک کشوری ضروری است.
- اگر ریسک‌های اعتباری وجود داشته باشد، احتمالاً پایان این توافق بوده و دیگر ادامه نخواهد یافت. اما ممکن است به این سادگی نباشد. مثلاً در بلاروس، اشخاص برجسته سیاسی و برخی از نهادهای دولتی از سوی اتحادیه اروپا تحریم شدند. اما هنوز اوراق قرضه ملی که در سال ۲۰۱۲ منتشر شدند تقاضای بین‌المللی کافی داشتند. اگر تیم کسب و کار روی ادامه مسیر اصرار داشته باشد، تصمیم نهایی در

1. Know your client (KYC)

مورد معامله باید به سطح کمیته اعتباری که مدیریت ارشد یکی از اعضای آن است، ارتقا یابد.

لحاظ کردن ریسک‌ها و آسیب‌پذیری‌های گسترده کشور

- کشور تا چه اندازه به شوک‌های جهانی مانند نوسانات قیمت کالا یا وقفه ناگهانی جریان سرمایه آسیب‌پذیر است؟
- آیا کشور به بازار صادرات عمده وابسته است (مثل مکزیک به ایالات متحده) یا روابط مالی نزدیکی با کشورهای دیگر دارد (مانند قبرس با یونان)؟
- کشور در چه برهه‌ای از چرخه اعتبار قرار دارد: آیا حباب اعتباری در حال تشکیل است یا انتخاباتی بسیار رقابتی در راه است؟ این دو فاکتور می‌توانند بر افزایش ریسک‌های بخش مالی و تشدید تغییرپذیری سیاست اقتصادی و نرخ‌های تبدیل دلالت داشته باشند.
- مذاکره با تحلیل‌گران اعتبار راجع به پارامترهای اصلی اعتبار در معامله
- ساختار هزینه تا چه اندازه به کاهش بهای ارز حساسیت دارد؟ اگر میزان واردات منابع زیاد باشد، در این صورت ساختار هزینه بسیار حساس خواهد بود.
- ریسک‌های حمل و نقل، زیرساخت و محیط زیست و ریسک‌های محیط کسب و کار که مختص کشورند.
- حساسیت‌های سیاسی - یارانه‌های دولتی، عدم ثابت نظارت، ریسک‌های مذاکره مجدد پیمان، ریسک‌های بخش اصلی و کارفرمایان. اگر معامله معامله‌ای عمومی در بخشی کلیدی باشد که مثلاً بسیاری از فرصت‌های شغلی مورنیاز را تأمین کند، در این صورت به هدف سیاسی حزب اپوزوسیون تبدیل می‌شود و به نوبه خود ریسک‌های اعتباری را به همراه دارد (مطالعه موردی ۲/۱۱ را ببینید).
- پس از شناسایی ریسک‌های کشوری ویژه مرتبط با معامله، باید راجع به عوامل احتمالی کاهش ریسک بحث کرد.

بازگشت به کسب و کار با ساختارهای پیشنهادی

ساختارهای کاهنده ریسک اغلب هزینه‌برند، اما تیم کسب و کار باید انگیزه‌ای برای در نظرگیری آن‌ها داشته باشد، چرا که اثر مثبتی روی رتبه‌بندی و سرمایه موردنیاز در معامله دارند.

توجه به سطح محدوده خطر تعیین شده برای کشور و بخش صنعتی

اگر حد ریسک کشوری کامل شود، احتمالاً کاهش سایر محدوده‌های خطر ضروری خواهد شد. تعیین نوع معاملاتی که ترکیب ریسک و پاداش بهینه در تشکیل پورتفوی سرمایه‌گذاری، نقش مدیران پورتفوی است و در این کتاب نمی‌گنجد.

اگر کل معامله در این محدوده (ریسک) نگنجد، ممکن است تیم کسب و کار مجبور شود تا سرمایه‌گذاران سهیم جدیدی را وارد معامله کرده و ریسک‌ها (و پاداش‌ها) را تقسیم کند. یکی دیگر از استراتژی‌های تقسیم وام، در نظرگیری مبلغ تضمین وامی کمتر از مبلغ وام یا سرمایه‌گذاری است. این تاکتیک تولید و توزیع اعتبار خوبی ندارد، زیرا، براساس مشاهدات، سرمایه‌گذاران را به اتخاذ ریسک‌های بیشتر تشویق کرده و با حصول اطمینان دستگاه‌های نظارتی از در نظر گرفتن حد پایین برای مبلغ معامله‌ای که باید در دفتر ثبت شود، آن را به یکی از اهداف رسیدگی این دستگاه‌ها تبدیل کرده است. اگر تیم کسب و کار به توزیع حجمی از معامله تمایل داشته باشد، تأیید آن در همان مرحله اول الزامی نخواهد بود.

تأیید یارد

گاهی بهترین عامل کاهنده ریسک، عدم پذیرش و رد معامله است، به شرط آنکه تعداد ریسک‌ها بیش از اندازه بوده و راه‌های کاهش ریسک کافی نباشند. نوع نامطلوب معامله این است که این گونه بنظر آید که احتمالاً باید از بیمه ریسک سیاسی استفاده کرد. علاوه بر این، این امکان وجود دارد که مدیران ریسک کشوری براساس تعهدشان معامله را رد کنند، و سپس آن را به سطح مدیریت ارشد انتقال دهند تا تصمیم نهایی در آنجا اتخاذ شود.

همچنین، یک راه فرار قانونی برای عدم تأیید معامله در وهله آخر نیز وجود دارد، حتی اگر قراردادهای امضاء شده و آن تغییری نامطلوب^۱ باشد. این ماده که در قراردادهای درج می‌شود، می‌تواند نوعی مصونیت در مقابل تغییرات شدید باشد، مثلاً در شرایطی که پروژه تأیید شده باشد، اما پیش از اینکه در نهایت اجرا یا به اتمام برسد، به شکلی کند شده باشد. گاهی تحقق معاملات زمان زیادی می‌برد، به خصوص در مراجع قضایی که گروه‌های ذی‌نفع و مقررات زیادی دارند، مانند اتحادیه اروپا. همچنین، ممکن است پروژه‌های زمان‌بر باشد، زیرا در حوزه قضایی‌ای قرار دارد که در آن هیچ دولت معتبری وجود نداشته و دستگاه حاکمیت نمی‌تواند تصمیمی اتخاذ کند، مثلاً در مصر پس از سقوط رژیم مبارک. بند «تغییر مغایر اسناد» بندی روشنی محسوب می‌شود که در شرایطی که تغییر مغایر اسناد وجود داشته یا رویداد غیرمترقبه شدیدی رخ داده باشد، مانع از ادامه اجباری روند معاملات توسط وام‌گیرنده، سرمایه‌گذار یا تحصیل‌کننده دارایی می‌شود. مسائل حقوقی بسیاری پیرامون جمله‌بندی این بندها و اجرای آن‌ها وجود دارد که در تأمین مصونیت نهایی سودمند بوده‌اند و نمی‌توان در اینجا به آن پرداخت.

راه‌های متداول کاهش ریسک کشوری

راه‌های متعددی برای کاهش ریسک کشوری در معاملات وجود دارد.

— **ساختاردهی.** این بخش همان جایی است که همه انواع ریسک‌ها شناسایی و تفکیک می‌شوند و راه کاهش ریسک مناسبی برای کاهش احتمالی آن پیدا می‌شود. با این حال، ممکن است ساختارهای پیچیده‌ای بدست آید که نیازمند سطوح متعدد اوراق بهادارسازی و توزیع ریسک‌هایی باشد که به بخش فرعی بانکداری ختم می‌شوند. یکی از شیوه‌های مناسب برای مدیران ریسک این است که نسبت به ساختارهایی مشکوک شوند که وعده رفع ریسک کشوری را می‌دهند. علاوه بر این، برخی ساختارها صرفاً پاداش را افزایش می‌دهند، اما

1. material adverse change (MAC)

تقلای کمی برای کاهش ریسک دارند. این یکی از موضوعات بزرگ بشمار می‌آید و کانون توجه اصول اولیه است.

■ خرید تأمین‌نامه یا بیمه ریسک‌های کشوری. تأمین‌نامه یا بیمه

ریسک‌های کشوری انواع متعددی دارد از جمله بیمه ریسک سیاسی که توسط بیمه‌گران خصوصی یا دولتی نظیر مؤسسات ضمانت اعتبار صادرات داده می‌شود، و تبادل‌های نکول اعتبار^۱ (قراردادی که غرامت خریدار آن وام ضمانت‌شده را در مواقع نکول وام می‌پردازد) یا سایر اوراق بهادار مشتقه. با این حال، خرید تأمین‌نامه از ریسک نکول، سلب مالکیت، لغو مجوز، و موارد مشابه، نمی‌کاهد - بلکه تنها در صورتی که چنین رویدادهای ریسکی رخ دهند، هزینه کاهش ریسک را کمتر می‌کند. در بحث تحلیل اعتبار نیز، احتمال نکول را نمی‌کاهد، بلکه زیان با فرض نکول را کاهش می‌دهد. در اینجا، از تبادل‌های نکول اعتبار و سایر اوراق بهادار مشتقه برای مصونیت در مقابل ریسک کشوری در سطح معاملات استفاده می‌شود. از این ابزارها نیز به شکلی موثر برای مدیریت پروفایل ریسک کل پورتفوی سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود که در آن موضعی درازمدت در کشور یا ارزی با موضع‌های کوتاه‌مدت قابل جبران است، طوری که ریسک محض به حداقل برسد. این وظیفه مدیران ریسک بازار است و در محدوده این کتاب نمی‌گنجد.

■ سرمایه‌گذاری مشترک. سرمایه‌گذاری مشترک با شرکت‌های

چندجانبه‌ای قابل‌انجام است که وضعیت وام‌گیرندگان بهتری دارند و یا آژانس‌های رسمی ضمانت اعتبار صادراتی که راه‌های ارزشمند دیگری برای کاهش ریسک دارند.

■ کاهش ریسک عملیاتی. کاهش ریسک عملیاتی بیشتر به کاهش

ریسک‌های کشوری در سرمایه‌گذاری‌های مستقیم مرتبط می‌شود و نیازمند کاهش ریسک عملیاتی برای تعهدات بلندمدت‌تر است. همانطور که پیش‌تر اشاره شد، پس از انجام سرمایه‌گذاری مادی در کشور خارجی، ریسک‌های کشوری درونی‌سازی شده و به بخشی از مدیریت

1. credit default swaps

روزمره شرکت داخلی تبدیل می‌شوند.

ساختارهای تعبیه‌شده در معاملات برای کاهش ریسک‌ها

تأمین سازمان یافته بودجه سرمایه‌گذاری‌های فرامرزی که پس از بحران بدهی حاکمیتی دهه ۱۹۸۰ در زمان دسترسی به بازارهای مالی صورت پذیرفت، تقریباً برای یک دهه که چندین بازار نوظهور مسدود شد.

حساب‌های پرداخت اصل و فرع فرامرزی

ریسک‌های پرداخت به سبب فرامرزی بودن معاملات بوجود می‌آیند. رایج‌ترین راه برای کاهش این ریسک‌ها، یافتن مبدایی برای بازپرداخت فرامرزی در خارج از کشور محل ریسک است. ریسک‌های بسیاری قابل کاهش‌اند از جمله ریسک انتقال و تبدیل، ریسک‌های نرخ تبدیل و ریسک‌های دیگری که به دسترسی به ارز خارجی برای بازپرداخت وام یا بازگشت سود مرتبط می‌شوند. اگر معامله در بخش صادرات باشد، می‌توان ریسک آن را کاهش داد. پرکاربردترین ساختار حساب فرامرزی سرویس اصل و فرع است که در آن سهم درآمدهای صادرات جهت استفاده در پرداخت اصل و فرع سپرده می‌شود. صادرکنندگان کالا و نفت اغلب از این نوع حساب‌ها استفاده می‌کنند. در اینجا، چیزی که باقی می‌ماند احتمال انتقال درآمدهای صادراتی یا وضع محدودیت‌هایی جهت بازگرداندن درآمدهای وارداتی برای صادرکنندگان بخش خصوصی است.

سطوح امنیت متفاوتی برای انواع حساب‌های پس‌انداز فرامرزی وجود دارد. حساب پس‌انداز اصل و فرع با جوهی که برای وام‌گیرندگان وثیقه گذاشته شده و نیز متعلق به مؤسسات عالی‌رتبه خارجی است، امن‌ترین حساب محسوب می‌شود.

تأمین سرمایه جریان آینده

اگر معامله در بخش صادرات نباشد و درآمد آن به پول رایج داخلی باشد، و در صورتی که دولت نیز مداخله کند، ممکن است سایر دریافتی‌های

فرامرزی به حساب پرداخت اصل و فرع هدایت شود. این روش تأمین سرمایه جریان آینده نام دارد که در آن می‌توان دریافتی‌های صادرات آتی را به بازپرداخت‌های پروژه‌های بدون درآمدهای صادراتی مرتبط کرد. به‌عنوان مثال، در کشوری که به بازارهای مالی دسترسی ندارد، با ایجاد ارتباط بین دریافتی‌های کارت اعتباری از پرداخت‌های گردشگری به حساب پرداخت اصل و فرعی که بطور ویژه برای بازپرداخت وام است، مثلاً وام ارتقای سیستم تصفیه آب شهری، می‌توان معامله‌ای را به انجام رساند. این دو تکنیک و فرامرزی کردن حساب‌های پرداخت اصل و فرع نیازمند ارزیابی قابلیت اطمینان رسیدن صادرات آینده و ارزیابی عدم انتقال سود صادرات توسط دولت به حسابی دیگر است. یکی از اولین نمونه‌های این ساختار در مکزیک بود، جایی که دولت در اوایل دهه ۱۹۹۰ با وثیقه گذاشتن عایدات حاصل از تماس‌های بین‌المللی شرکت مخابراتی دولتی «تلمکس» به بازارهای مالی بین‌المللی دسترسی پیدا کرد.

وثیقه و ضمانت‌ها

ساختار دیگری که به کاهش برخی از ریسک‌های بازپرداخت وام یا بازگرداندن سود به کشور مبدأ کمک می‌کند، داشتن وثیقه در مؤسسه‌ای عالی‌رتبه در خارج از کشور است. بانک‌های منطقه‌ای اغلب از این ساختار بهره می‌گیرند. وثیقه نزد بانک در کشوری که بخش بانکداری نسبتاً با ثباتی دارد، مثل کنیا، می‌تواند امکان تجارت و توسعه سایر جریان‌های مالی پروژه‌ها به کشورهای پرریسک‌تر واقع در آفریقای سیاه را، که کنیا با آن جریان‌های معاملاتی و سرمایه‌گذاری دارد مانند سودان جنوبی، فراهم کند. یکی از گزینه‌های مشابه، دستیابی به تأمین‌کنندگان یا شرکت‌های مادری است که در معامله نقش دارند تا بدین طریق ضمانت‌های پرداخت اصل و فرع فراهم شود. این روش در صورتی کارآمد است که شرکت مادر در کشور کم‌ریسک‌تری باشد. برای مثال، شرکتی مالزیایی که در میانمار هواپیما می‌سازد و مجوز بهره‌برداری دارد از شرکت مادری در مالزی جهت مداخله در شرایطی که بازپرداخت وام از پروژه میانمار متوقف شده باشد،

ضمانت می‌دهد. نمونه دیگر می‌تواند شرکت ساختمانی انگلیسی وام‌گیرنده‌ای باشد که برای توسعه پروژه‌هایش به آفریقا از شرکت مادر در انگلستان ضمانت تهیه می‌کند تا ریسک‌های پرداخت اصل و فرع پروژه‌های آفریقا را پوشش دهد.

علاوه بر این، ضمانت‌های ملی نیز وجود دارند که در آن‌ها دولت مرکزی پرداخت اصل و فرع وام یا سرمایه‌گذاری مربوط به نهادی نیمه‌دولتی یا دولتی فرعی، مانند صنایع ایالتی یا سازمان‌های محلی یا شهری، را ضمانت می‌کند.

تضمین‌های دولتی وجه‌الضمان مراجع قضایی مطلقاً به یکی از تصمیمات ریسک کشوری تبدیل شده‌اند که در آن قدرت پرداخت سرمایه‌های دولتی، بدهی‌های احتمالی آن، نگرش کلی و مسیر سیاست‌ها و سابقه عمل به تعهدات پرداخت بدهی‌های خارجی باید لحاظ شوند. اما حتی اگر کلیه این موارد نیز کنترل شوند، ممکن است شرایطی مانند تغییر رژیم پیش آید که در این زمان تضامین رژیم سابق نادیده گرفته شوند. این اتفاق در اواسط بحران آسیا و با فروپاشی رژیم سوهارتور در فیلیپین برای سرمایه‌گذاران بسیاری به وقوع پیوست. ضوابط سخاوتمندانه‌ای که این رژیم، که متأثر از فساد بود، برای سرمایه‌گذاران خارجی تعیین کرده بود، از سوی دولت تازه‌وارد بیش از اندازه مطلوب تلقی شد و برای تقویت حمایت سیاسی تصمیم به مذاکره مجدد گرفت.

ساختارهای دیگر

برای اصلاح شرایط مالی وام یا پروژه‌ای که با ارتقای اعتبار وضعیت پادشاه را بهبود می‌بخشد، ساختارهای دیگری وجود دارد، حتی اگر تأثیر چندان‌ی در کاهش ریسک نداشته باشند. در نتیجه، دقیقاً ساختارهای کاهنده ریسک محسوب نمی‌شوند، بلکه برای پروژه‌های برخی کشورها فرصت‌های مالی ایجاد می‌کنند و در صورت نبود چنین فرصت‌هایی با تعطیلی مواجه می‌شوند. بازپرداخت‌های ارزی دوبرابری دستکم بخشی از ریسک بازپرداخت را که به سبب مشکلات ارزی بوجود می‌آید از بین می‌برند - هرچند

تأثیری روی ریسک‌های انتقال و تبدیل ندارند. ممکن است این بازپرداخت‌ها به صورت بازپرداخت اصل بدهی به ارز خارجی و پرداخت سود آن به پول رایج داخلی باشد که این امکان را به بستانکار می‌دهد تا بطور بالقوه از نرخ‌های بهره بالاتر پول رایج داخلی بهره‌مند شود و پاداش بهتری از معامله کسب کند. علاوه بر این، گزینه‌های دیگری وجود دارد که می‌توان قیمت‌گذاری معامله را در آن‌ها اصلاح کرد یا سررسید آن را تغییر داد، زمان بازپرداخت را جلوتر انداخت و به رویداد خاصی مانند تغییر رتبه حاکمیت مرتبط ساخت. اما در این حالت، درست زمانی که شرایط بازپرداخت دشوارتر می‌شود، امکان بازپرداخت برای وام‌گیرنده نیز سخت‌تر می‌شود. این ساختار هم‌جهت با چرخه تجاری است و به تأیید معامله از طریق کمیته‌ها کمک می‌کند، اما در عمل، حمایت حقیقی محدودی دارد.

خرید تأمین‌نامه: ابزارهای انتقال ریسک

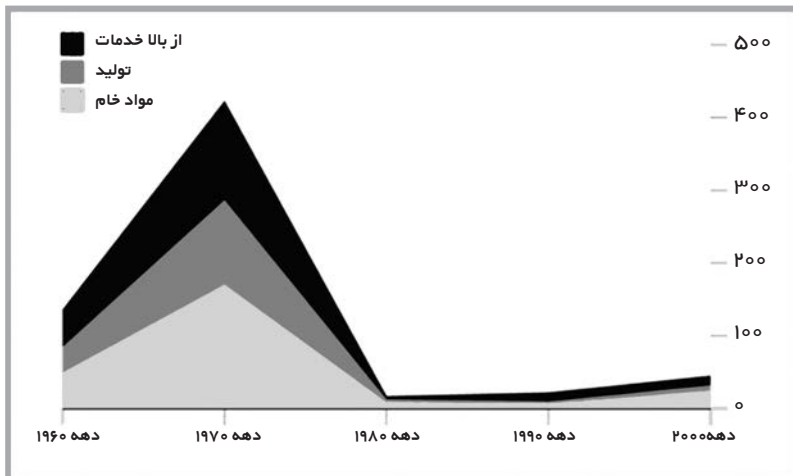
می‌توان ضمانت‌نامه‌های اعتباری را که کل پرداخت اصل و فرع در مواقع نکول را شامل شوند، خریداری کرد. این نوع ضمانت‌نامه‌ها اغلب برای پروژه‌های کشورهای عالی‌رتبه قابل‌دسترساند. در ادامه، محور بحث ضمانت‌نامه‌های جزئی رایج‌تر ویژه ریسک‌های سیاسی در گستره وسیعی از رتبه‌ها خواهد بود.

بیمه ریسک سیاسی

رایج‌ترین راه بیمه در مقابل ریسک کشوری استفاده از بیمه ریسک سیاسی بوده و طیفی از بیمه است که نوعی حفاظت را در برابر ریسک‌های غیرتجاری یا خسارات ناشی از رویدادهای خاص با ریسک سیاسی ایجاد می‌کند. این نوع بیمه توسط نهادهای بخش خصوصی یا دولتی ارائه می‌شود و شرکت‌هایی آن را خریداری می‌کنند که در تجارت بین‌المللی، سرمایه‌گذاری مستقیم یا وام‌های مالی مشارکت دارند. از جمله پیشرفت‌های محصولات بیمه‌ای جدیدتر می‌توان به بیمه سرمایه خصوصی فرامرزی اشاره کرد. در بیمه ریسک سیاسی، ریسک‌های سیاسی اقداماتی مستبدانه

شکل ۱۱/۱. روندهای تاریخی سلب مالکیت، برحسب بخش صنعتی

تعداد رویدادها



منبع: هاجزلر، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بر مبنای منبع و سلب مالکیت در اقتصادهای درحال توسعه، مقالات بحث اقتصادی، شماره ۱۰۱۲، دانشگاه اوتاگو و سپتامبر ۲۰۱۲

یا تبعیض‌آمیزند که از سوی دولت‌های مبدأ یا میزبان، گروه‌ها و یا افراد سیاسی اعمال شده و تأثیر مخربی روی جریان‌های مالی فرامرزی می‌گذارند. بخش عمده‌ای از بازار بیمه ریسک سیاسی از بیمه ریسک کشوری در معاملات تجاری کوتاه مدت و کم‌ارزش تشکیل می‌شود. بیمه مربوط به سرمایه‌گذاری‌های مستقیم و تأمین سرمایه فرامرزی پروژه‌ها یا وام‌های تجاری که مدت بیشتری به طول می‌انجامند (اغلب تا ۱۵ سال) در یک پروژه واحد ممکن است به ۸۰۰ میلیون دلار نیز برسد.

بیمه‌گران بخش دولتی بانک‌های توسعه چندجانبه و سازمان‌های بیمه وابسته‌شان مانند بانک جهانی یا بانک توسعه آسیا، و آژانس تضمین سرمایه‌گذاری چندجانبه را شامل می‌شوند. این سازمان‌ها معمولاً برای تضمین تقسیم ریسک با بخش خصوصی در پروژه‌هایی که اهداف توسعه‌ای خود را محقق می‌کنند، پوشش بیمه‌ای جزئی را عرضه می‌کنند. علاوه بر

این، سازمان‌های توسعه ملی مانند شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی برون‌مرزی^۱ ایالات متحده و KfW آلمان و آژانس‌های ضمانت اعتبارات صادرات ملی، نظیر سازمان ضمانت اعتبارات صادرات^۲ انگلستان و ساینشور^۳ چین و سازمان‌های دیگر وجود دارند که عضو اتحادیه برن هستند. این گروه از سازمان‌ها چه تأمین‌کننده و چه سرمایه‌گذار یا وام‌گیرنده باشند، برای حمایت از شرکت‌های ملی خود، پوشش‌های بیمه‌ای عرضه می‌کنند. از گذشته، بیمه‌گران بخش دولتی منبع اصلی بیمه ریسک سیاسی سرمایه‌گذاری‌های فرامرزی طولانی‌تر بودند، اما اکنون بیمه‌گران خصوصی بزرگ بسیاری، پوشش‌های بیمه‌ای بلندمدت‌تر عرضه می‌کنند. سرویس‌دهندگان پیشگام بخش خصوصی در زمینه بیمه، یا بیمه‌گران عرضه‌کننده بیمه ریسک سیاسی شامل سازمان AIG و زوریخ، که شعبه اصلی آن‌ها در ایالات متحده است، و سندیکای بیمه‌گران لیود در لندن می‌باشند. همچنین، بیمه‌گران بیمه اتکایی نیز هستند که بزرگترین‌شان شرکت بیمه اتکایی مونیخ آلمان، شرکت بیمه اتکایی سوئیس و شرکت بیمه اتکایی برکشایر هاتاوی یا جنرال آر ای در ایالات متحده‌اند.

بازار بیمه ریسک سیاسی از دهه ۱۹۷۰ به سرعت پیشرفت کرد، اما تا بحران سال ۲۰۰۸، این نوع بیمه تقاضای کمتری داشته است. علت این تقاضای کمتر تا حدی به این مسئله باز می‌گردد که بیمه‌گران همواره انتظارات بیمه‌شوندگان را برآورده نکرده‌اند، و البته به این جهت نیز هست که ریسک‌های سیاسی کلاسیک در قالب ملی‌سازی و سلب مالکیت، به جزء در چند کشور مانند ونزوئلا، چندان دیده نمی‌شدند. با این حال، از سال ۲۰۰۹، عرضه پوشش بیمه ریسک سیاسی سرعت یافت و از رشد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به داخل اقتصادهای در حال توسعه پیشی گرفت. سال ۲۰۱۲، اعضای اتحادیه برن ۱۰۰ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری را تحت پوشش بیمه قرار دادند که سه برابر سال ۲۰۰۵ بود.

1. Overseas Privates Investment Corporation

2. Export Credits Guarantee Department

3. Sinosure

جدول ۱۱/۱. مطالبات پرداخت شده اتحادیه برن در سال ۲۰۱۲

نوع بیمه	کشور	مبلغ، میلیون دلار
سرمایه‌گذاری	لیبی	۲۷
	ویتنام	۲۴
	برزیل	۱۰
اعتبار صادرات میان‌مدت و بلندمدت	ایران	۵۰۱
	لیبی	۴۵۷
	ایالات متحده آمریکا	۲۳۱
اعتبار صادرات کوتاه‌مدت	ایتالیا	۲۰۱
	ایالات متحده آمریکا	۱۶۷
	ایران	۱۱۱

منبع: اتحادیه برن

دلایل متعددی برای این امر وجود دارد. در سمت تقاضا، بی‌ثباتی در خاورمیانه، سلب مالکیت‌های شناخته شده در امریکای لاتین، مذاکره مجدد قرارداد در کشورهای صادرکننده منابع، و دلیل آخر از حیث ترتیب، استفاده از بیمه ریسک سیاسی برای کاهش محدودیت‌های سرمایه‌ای بستانکاران و سرمایه‌گذاران مالی بوده است. در سمت عرضه، عرضه محصولات بیمه‌ای جدید، تمدید زمان سررسید بیمه‌شونده و شرکت‌های جدیدالورود بخش خصوصی به بازار بیمه ریسک سیاسی ظرفیت این بازارها را افزایش داده است. داده‌های اتحادیه برن نشان می‌دهند که در سال ۲۰۱۲، اعضا جمعاً ۱.۸ تریلیون دلار، معادل ۱۰ درصد از ارزش معاملات بین‌المللی، دارایی بیمه‌شده داشتند. از سال ۲۰۰۸، بیمه‌گران اعتبار صادرات اتحادیه برن ۲۲ میلیارد دلار بابت پرداخت غرامت بیمه، از جمله بیمه ریسک‌های سیاسی و تجاری پرداختند. سال ۲۰۱۲، دو کشوری که بیش از همه مطالبات بیمه‌ای داشتند ایالات متحده و ایتالیا بودند (جدول ۱۱.۱ را ببینید).

گرچه جمله‌بندی قراردادهای بیمه باید به دقت موشکافی شود، اما اصولاً پوشش بیمه ریسک سیاسی می‌تواند فراگیر باشد. موارد تحت پوشش این بیمه شامل اقدامات سالب مالکیت، ریسک عدم تبدیل‌پذیری یا

انتقال‌پذیری ارز، خشونت سیاسی و نقض می‌باشند. جالب توجه است که از بین همه این موارد، پیمایش سرمایه‌گذاری جهانی و ریسک سیاسی آژانس تضمین سرمایه‌گذاری چندجانبه در سال ۲۰۱۳ در بین سرمایه‌گذاران نشان داد که «بیمه ریسک سیاسی در مورد ریسک خشونت سیاسی و سلب مالکیت اثربخشی بیشتر و در مورد نقض قرارداد و تغییرات نظارتی نامطلوب اثربخشی کمتری دارد».

اقدامات سالب مالکیت. اشکال اقدامات سالب مالکیت صادره، سلب مالکیت، ملی‌سازی و محرومیت (از حقوق) است که با عبارت اختصاری CEND^۱ نام‌گذاری شده است. سلب مالکیت نه تنها به تصرف کل دارایی‌ها، بلکه به سلب مالکیت غیرمستقیم (خزنده)، که ممکن است در آن سیاست‌هایی با انگیزه سیاسی با توانایی درآمدزایی سازمان مداخله داشته باشند، نیز اطلاق می‌شود. به‌عنوان مثال، سلب مالکیت ناوگان هوایی هواپیمایی کویت توسط عراق در طی حمله کویت در سال ۱۹۹۱ سبب شد تا مبلغ ۲۳۰ میلیون دلار ظرف مدت ۳۰ روز از جانب بیمه‌گر به دولت کویت که هواپیمایش را تحت پوشش بیمه ریسک سیاسی قرار داده بود، پرداخت شود. (بیمه‌گر توانست با تملک و فروش هواپیما پس از جنگ مبلغ پرداختی آن را تأمین کند) پوشش بیمه‌ای CEND بیمه‌شوندگان را در مقابل مشاجرات مالیاتی و بلوکه شدن حساب بانکی نیز مصون نگه می‌داشت، مشروط بر اینکه بتوانند ثابت کنند که این اتفاقات انگیزه‌ای سیاسی داشته است.

ریسک عدم تبدیل یا انتقال ریسک. کارگزاران معاملات مالی قیمت بالایی برای این نوع بیمه در نظر می‌گیرند، زیرا ممکن است مطالبات بیمه‌ای به دلایل متعددی پیش آیند. در حالی که، مسدودسازی فعال (حساب بانکی) توسط دولت و بانک مرکزی تبدیل‌کننده پول رایج داخلی به ارز خارجی یکی از رویدادهای بدیهی است و اغلب دیده نمی‌شود، مسدودسازی منفعل در قالب تأخیر به کزات رخ می‌دهد. اما این نوع اتفاقات مشمول این نوع بیمه نمی‌شوند. افزون بر این، بیمه شرایط سابق

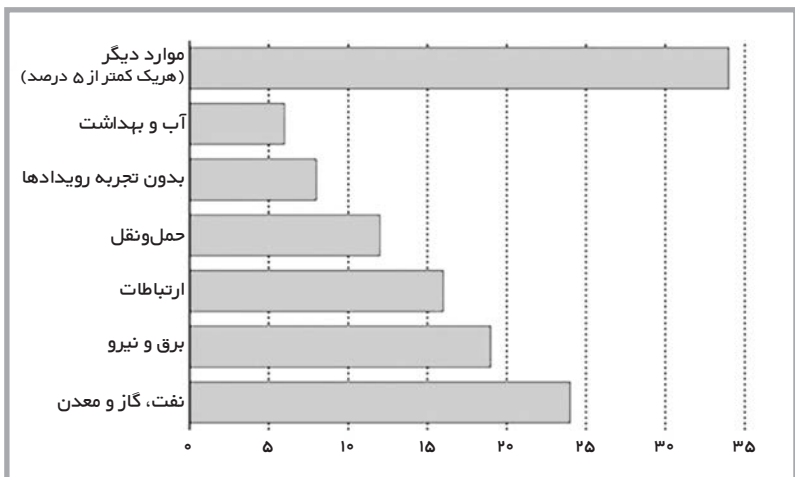
1. confiscation, expropriation, nationalization and deprivation

را شامل نمی‌شود. به‌عنوان مثال، سال ۲۰۱۲ به خوبی معلوم بود که پرداخت‌های شرکت نفتی دولتی مصر، EGPC، تأخیر زیادی داشته‌اند که از زمان سرنگونی دولت حسنی مبارک در سال ۲۰۱۱ و ادامه یافتن ابهامات سیاسی این تأخیر بیشتر نیز شد. بیمه ریسک سیاسی این موارد را برای هیچ سرمایه‌گذار یا وام‌گیرنده بین‌المللی در قبال EGPC پوشش نمی‌داد. علاوه بر همه این موارد، بیمه ریسک ناشی کاهش ارزش ارز را به جز مواردی که اقدامات کنترل سرمایه نیز برای ممانعت از انتقال ارز صورت گیرد، پوشش نمی‌دهد. این ریسک‌ها باید با بکارگیری ساختارهایی که در بالا اشاره شد (بخش «سازمان‌دهی معامله» را ببینید) یا وام‌های برحسب پول رایج داخلی و فرار از تبادلات ارز متقابل کاهش یابند، مشروط بر اینکه کشور بازارهای مالی و سرمایه توسعه‌یافته‌ای داشته باشد.

نقض قرارداد. این پوشش بیمه‌ای در مورد سرمایه‌گذاری‌ها یا پروژه‌هایی سودمند است که دولت میزبان شرایط قرارداد را تغییر می‌دهد. این پوشش بیمه‌ای را می‌توان به ریسک‌های قانونی نیز تعمیم داد. این

شکل ۱۱/۲. رویدادهای نقض قرارداد برحسب بخش صنعتی

تعداد رویدادها



منبع: هاجزلر، واحد اطلاعات اکونومیست - آژانس تضمین سرمایه‌گذاری چندجانبه، پیمایش ریسک سیاسی، ۲۰۱۳

نوع ریسک‌های کشوری معمولاً در پروژه‌های استخراج معدن، تسهیلات همگانی (به‌خصوص برق) و سایر سرمایه‌گذاری‌های زیرساخت دیده می‌شود (شکل ۱۱.۲ را ببینید). مطالبه بیمه در صورتی صورت می‌گیرد که دولت میزبان سرمایه‌گذار را از داوری منع کرده باشد، یا در صورتی که حکم داوری به نفع سرمایه‌گذار باشد، اما دولت میزبان اقدام به پرداخت نکند. با این حال، این پوشش بیمه‌ای پرهزینه است و ممکن است در این مورد که اقدام دولت انگیزه سیاسی داشته یا خیر، مخالفت‌هایی وجود داشته باشد. پوششی مشابه، با نام عدم امکان اجرای قرارداد (به دلیل حوادث غیرمترقبه)، بطور ویژه برای ریسک‌هایی قابل استفاده است که در قراردادهای تجاری-مالی با نهادهای دولتی بوجود می‌آیند. این عنوان فراگیر ریسک‌های تجاری متعددی، از ریسک عدم پرداخت تا لغو واردات یا صادرات، را شامل می‌شود.

تبادل‌های نکول اعتبار و مشتقات برای ممانعت از ریسک

تبادل نکول اعتبار نوع دیگری از بیمه است که محوریت آن نکول وام‌گیرنده‌ای خاص است. خریداران این نوع بیمه این امکان را بدست می‌آورند که تضمین را به مؤسسه‌ای بفروشند که در صورت نکول وام‌گیرنده از بیمه تبادل‌های نکول اعتبار استفاده کند. همانند بیمه ریسک سیاسی، بیمه تبادل‌های نکول اعتبار نیز احتمال نکول را نمی‌کاهد؛ بلکه تنها زیان با فرض نکول را کاهش دهد. قیمت این بیمه معادل اسپرد تبادل‌های نکول اعتبار است که بصورت درصد مبلغ موهومی بیمه‌شده بیان می‌شود.

بنابراین، برای تشخیص درک بازار از احتمال نکول وام‌گیرنده، اسپرد تبادل‌های نکول اعتبار به دقت پایش می‌شود. اما این بیمه بازارهای تبادل‌های نکول اعتبار با نقدینگی بالا را می‌پذیرد که ممکن است همواره برای وام‌گیرندگان بازارهای نوظهور این چنین نباشد. در اوج بحران سال ۲۰۰۸ و بحران جنوب منطقه یورو در سال ۲۰۱۰، اسپرد تبادل‌های نکول اعتبار به حدود بالایی رسید. کالبدشکافی‌ها نشان می‌دهند که هرچند فاکتورهای مشابهی تعیین‌کننده اسپرد اوراق قرضه دولتی و اسپرد تبادل‌های

نکول اعتبار هستند - مانند مبانی اقتصاد کلان، افت ریسک‌پذیری جهانی، ریسک‌های خارجی و نقدینگی - اسپرد تبادل‌های نکول اعتبار میل بیشتری به جهش اضافی داشته است.

تبادلات نکول اعتبار سودمندند، اما این نوع محصولات ممکن است حس امنیت کاذبی را به سرمایه‌گذاران بدهند که منجر به دست‌کم‌گیری ریسک شود. زیان‌های مربوط به تبادلات نکول اعتبار، علت مساعده مالی ۸۵ میلیارد دلاری دولت به AIG در سال ۲۰۰۸ بود، و این اتفاق در حالی رخ داد که با توجه به بازار تبادل‌های نکول اعتبار، وارن بوفه، از افراد با نفوذ در سرمایه‌گذاری امریکا، از «سلاح‌های کشتار جمعی مالی» خبر داد. بازار تبادل‌های نکول اعتبار در دهه گذشته رشد قارچ‌گونه‌ای داشتند و ارزش موهومی سالیانه تبادل‌های نکول اعتبار (ارزش اسمی، نه ارزش بازار) از مقدار بیشینه‌اش با ارزش ۵۸.۲ تریلیون دلار در سال ۲۰۰۷، در قیاس با ۶.۴ تریلیون دلار در سال ۲۰۰۴، پیشی گرفت. این اتفاق سوالاتی را بوجود آورد از جمله اینکه آیا در این بازار، تجارت‌های سوداگرانه، جای مصونیت واقعی در مقابل ریسک‌ها را اشغال کرده یا خیر؟ سال ۲۰۱۲، ناظرین مالی اروپا در زمانی که تبادل‌های نکول اعتبار ارتباطی با مالکیت تضمین اصلی پیدا نمی‌کرد، به منع فروش «بدون مصونیت» تبادل‌های نکول اعتبار رأی دادند. تبادل‌های نکول اعتبار دولتی نیز اغلب برای پوشش نکول نهادهای نیمه‌دولتی، بانک‌های دولتی یا سازمان‌های دولتی خریداری می‌شود.

اما این بیمه جهت پرداخت مطالبات، فرض می‌گیرد که دولت تا زمان نکول نهاد دولتی دچار نکول شده است، که الزاماً این گونه نیست. در صورتی که نهاد نیمه‌دولتی که دچار نکول شده بزرگترین بانک کشور یا یک شرکت ملی نفت باشد، فرض فوق می‌تواند انتظاری معقول باشد، اما اگر آن نهاد شرکت دولتی سیمان یا شرکتی مخابراتی باشد، انتظار معقولی نیست.

بسیاری از اوراق بهادار مشتقه دیگر نیز برای مصونیت در مقابل ریسک‌های خاص استفاده می‌شوند. بسیاری از این ریسک‌ها را می‌توان به معامله افزود تا مصونیتی در مقابل ریسک‌های غیرمنتظره نرخ تبدیل،

نرخ بهره و قیمت کالا ایجاد شود. از قراردادهای پیشرو و آتی معمولاً برای مصونیت در مقابل ریسک‌های ارز استفاده می‌شود. تعیین روزانه سود و زیان قرارداد آتی متناسب با ارزش بازار (ارزش‌گذاری دارای براساس قیمت روزانه بازار) مستلزم اصلاح حساب حاشیه وام‌گیرنده و افزایش موجودی حساب در صورت عدم مطابقت نرخ تبدیل با تمایل وام‌گیرنده است.

بنابراین، فرض اینکه بازاری با نقدشوندگی بالا وجود دارد که این اطلاعات را فراهم می‌کند، مانند مصونیت، می‌تواند به کاهش ریسک طرف مقابل نیز کمک کند. بکارگیری این ابزار مصون‌سازی در کشورهایی که نگران تغییرپذیری ارز بوده و یا تدابیر کنترل سرمایه یا محدودیت‌های دیگری دارند مجاز نیست. در این مورد، قراردادهای آتی غیرتحویلی^۱ برای مصونیت محدوددهای خطر پول رایج داخلی به کار می‌روند. این نوع مصونیت‌ها می‌توانند شرط پیش از انجام معامله باشند تا ثابت شود که وام‌گیرنده در مقابل ریسک‌ها مصونیت دارد و اوراق بهادار مشتقه تحت ضمانت انجمن مشتقات و اوراق بهادار بین‌المللی^۲ هستند. به‌عنوان مثال، اگر معامله وامی متعلق به یک شرکت هواپیمایی باشد، بخشی از شرط وام می‌تواند این باشد که وام‌گیرنده هزینه‌های سوخت خود را ضمانت می‌کند (بدین معنا که هزینه سوخت را در مقابل افزایش قیمت نفت بیمه می‌کند). همچنین، اگر در پروژه‌ای به قهوه‌سازی نیاز است، مصونیت قیمت کالا (برای بیمه کردن در برابر افت قیمت قهوه) می‌تواند به کاهش این ریسک‌ها کمک کند.

این روش‌های کاهش ریسک - بیمه ریسک سیاسی، تبادل‌های نکول اعتبار و قراردادهای آتی غیرتحویلی - اغلب بطور کلی ابزارهای انتقال ریسک نامیده می‌شوند. اساساً، این روش‌ها ریسک کشوری میزبان را به کشور بیمه‌گر یا کشوری که راهی برای مصونیت در مقابل ریسک ارائه می‌کند، انتقال می‌دهند. با توجه به مسائل اوراق بهادارسازی و مدل مبدأ و توزیع کسب و کار، از بحران سال ۲۰۰۸ انتقال ریسک به رویدادی بدنام

1. non-deliverable forwards

2. International Securities and Derivatives Association

تبدیل شده است. اما حتی قبل از بحران، استفاده از این گونه ابزارها برای کاهش ریسک محدودیت‌هایی داشت. در مورد بیمه ریسک سیاسی، هر چند به‌نظر پوشش بیمه‌ای جامعی است، اما دشواری‌های تعریف رویدادهای عامل ریسک مسائلی را برای مطالبات به دنبال دارد. به‌عنوان مثال، در مورد سلب مالکیت غیرمستقیم که در آن دولت سیاست‌های گوناگونی را اجرا می‌کند که قابلیت سوددهی پروژه را تضعیف می‌کند، اثبات اینکه این اقدام با انگیزه سیاسی همراه بوده یا سرمایه‌گذاری خاصی را هدف قرار داده کار دشواری است. گذشته از این، اگر وام‌گیرنده یا سرمایه‌گذار مطالبه‌ای کند، مجبور خواهد شد که دارایی‌اش را به بیمه‌گر بازگرداند.

هزینه بیمه ریسک سیاسی نیز اغلب کسب و کارها را دلسرد می‌کند، به‌خصوص اگر شرایط رو به وخامت در کشور نشان دهد که چنین راهی برای کاهش ریسک ضروری است.

در بازارهای تبادلات نکول اعتبار و قراردادهای آتی غیرتحویلی، چیرگی مبادلات سوداگرانه در آن خود یک مسئله است، همانطور که تثبیت بازار نیز (طوری که طرفین معامله نتوانند قیمت‌گذاری کنند) درست در زمان بحران مشکل‌ساز است. با وجود این ضعف‌ها، بیشتر مطالعات نشان می‌دهند که این بیمه‌ها جامعیت قابل توجهی به بسیاری از بازارهای دارایی داده، نقدینگی را بالا برده و تحریفات قیمت‌گذاری را کاهش می‌دهند. اغلب، به جز موارد عدم کفایت سیستم‌ها و کنترل‌های چارچوب مدیریت ریسک، این مسائل چیزی بیش از خود ابزار مصونیت نیستند. یکی از نمونه‌های کلاسیک آن معامله‌گری بنام نیک لیسون است که در بانک بارینگز سرمایه‌گذاری کرده بود. او مسئولیت معاملات را برعهده داشت، اما دفاتر ثبت معاملات خود را که زیان‌هایش را در آن پنهان کرده بود نیز نگهداری می‌کرد.

مشارکت چندجانبه

احتمال نکول یا مسائل بازپرداخت در معاملات قابل کاهش‌اند که مؤسسات اعتبار صادراتی یا بانک‌های سرمایه‌گذار چندجانبه در آن نوعی

مشارکت داشته باشند - و یا وام‌گیرنده مشترک داشته باشد. از بین بانک‌های سرمایه‌گذار چندجانبه می‌توان بانک جهانی یا بازوی بخش خصوصی آن، شرکت مالی بین‌المللی^۱ یا بانک‌های چندجانبه منطقه‌ای نظیر بانک بازسازی و توسعه اروپا، بانک توسعه آفریقا، بانک توسعه آسیا، مؤسسه توسعه آندئان و بانک توسعه بین‌الملیتی امریکا را نام برد. این بانک‌های چندجانبه و بیمه‌گران وابسته بخش دولتی‌شان اغلب اهرم مالی قوی‌تر و دولت‌های مرکزی میزبانی دارند که یک طرف قرارداد وام یا سرمایه‌گذاری‌اند. مواقع بروز مشکلات پرداخت که بستانکار ممتاز این نهادها ملزم به بازپرداخت وام (بدهی) است، کاهش ریسک کشوری را به دنبال دارد. دولت‌های میزبان در وام‌هایی که یک طرفشان بانک‌های چندجانبه است، کمتر تمایل به نکول دارند، زیرا عواقب زیان‌بار بزرگی برای دسترسی به بازارهای سرمایه دارد.

این بانک‌های چندجانبه در موارد تأخیر در سررسید پروژه‌های زیرساختی بلندمدت بخشی از وام را ضمانت می‌کنند. بانک‌های چندجانبه معمولاً این پروژه‌ها را به عنوان ضامن ثبت‌شده به همراه بیمه‌گران خصوصی سازمان‌دهی می‌کنند که به آن‌ها اجازه می‌دهد تا از حمایت چندجانبه بهره‌مند شوند. تأمین سرمایه بلندمدت زیرساخت‌ها یا پروژه‌ها اغلب به دو قسمت تقسیم می‌شود که وام A/B نامیده می‌شوند. وام A متشکل از وام‌گیرندگان چندجانبه و سایر وام‌گیرندگان رسمی دوجانبه و وام B دارای مشارکت بخش خصوصی، اما تحت حمایت طرح‌های کاهنده ریسک وام A است که معمولاً بیمه ریسک سیاسی بخش دولتی را شامل می‌شوند.

این نوع سرمایه‌گذاری مشترک اغلب تنها راه مشارکت دادن بخش خصوصی در تأمین سرمایه بلندمدت در کشورهای پریسک است. مشارکت سرمایه‌گذاران چندجانبه نه تنها تأمین اطلاعات و امکان تحلیل گسترده، بلکه سرپرستی پروژه و مدیریت مجموعه پرداخت‌های اصل و فرع را نیز تضمین می‌کند. در بخش مالی، چتر حمایتی بیمه ریسک سیاسی بخش دولتی و وضعیت وام‌گیرنده ممتاز به دنبال مشارکت چندجانبه می‌تواند به

1. International Finance Corporation

این معنا باشد که بستانکاران بخش خصوصی می‌توانند سرمایه کمتری را برای وام کنار بگذارند و این امکان را فراهم کنند تا پروژه به حدود نصاب مختلف نسبت ریسک به بازده داخلی برسد.

طرح‌های کاهش ریسک عملیاتی برای سرمایه‌گذاران مستقیم

کاهش ریسک در تصمیمات سرمایه‌گذاری مستقیم اغلب نیازمند تعهد بلندمدت و دارایی‌های مادی است که ریسک‌ها را درونی‌سازی کنند. این ریسک‌های بلندمدت‌تر با سازمان‌دهی کاهش ریسک حول ۴ گزینه مدیریت می‌شوند: جلوگیری، کاهش، انتقال و حفظ.

با تصمیم‌گیری برای عدم سرمایه‌گذاری، وام، ادغام یا هر روش دیگری می‌توان از ریسک جلوگیری کرد، زیرا این ریسک بیش از حد زیاد است (راهکار «نه گفتن»). از سوی دیگر، مدیریت می‌تواند ریسک را حفظ کند یا تصمیم به ادامه کار با وجود ریسک بگیرد، اما علاوه بر این می‌تواند تدابیری اتخاذ کند که به مصونیت سازمان وی کمک کند. این مسئله، بطور مثال، در شرکت‌های نفتی و سایر شرکت‌های صنایع استخراجی که اغلب باید در حوزه‌های قضایی بسیار ناپایدار فعالیت کنند، معمول است. یکی از نمونه‌های خوب آن شرکت زمپلاتس است (مطالعه موردی ۱۱.۱ را ببینید) که یکی از چند سرمایه‌گذاران بین‌المللی است که با وجود درگیری داخلی و بی‌نظمی‌های اقتصادی دهه قبل در زیمباوه باقی ماند. گذشته از این، استقرای برحسب پول رایج داخلی از سوی شرکت‌های تابعه یکی از راه‌های مهار تغییرپذیری نرخ تبدیل و نیز مصونیت در مقابل آن است.

بین این دو سرطیف، سرمایه‌گذاران می‌توانند برای کاهش یا انتقال ریسک‌ها تلاش کنند. لازمه انتقال ریسک بهره‌گیری از بیمه است (بالا را ببینید). اما تولیدکنندگان نیز می‌توانند برخی از ریسک‌ها را، بطور مثال، از طریق انتقال هزینه‌های بالاتر ناشی از کاهش قیمت ارز به واسطه قیمت‌های بالاتر، به مشتریان منتقل کنند. سرمایه‌گذاران مستقیم تاکتیک‌های دیگری دارند که می‌توانند از آن طریق ریسک‌ها را کاهش

دهند، مثلاً ورود تدریجی به بازار برای آشنایی اولیه، سرمایه‌گذاری‌های مشترک با شرکای داخلی، مشارکت در سازمان‌های اجتماعی محلی، برقراری روابط با اشخاص سیاسی محلی و ملی (هرچند این روش می‌تواند یک مسئولیت نیز باشد) و راه‌اندازی کارخانه یا فروشگاه‌های خرده‌فروش در مکان‌های متعدد. پیمایش سرمایه‌گذاری جهانی و ریسک سیاسی واحد اطلاعات اکونومیست - آژانس تضمین سرمایه‌گذاری چندجانبه در سال ۲۰۱۳ در مورد راه‌ها و سازوکارهای کاهش ریسک‌های سیاسی روش‌های ورود تدریجی به بازارها، بهره‌گیری از سرمایه‌گذاری‌های مشترک و تحلیل ریسک سیاسی/اقتصادی به عنوان سه روش ممتاز کاهش ریسک معمول یاد کرده است که حدود نیمی از شرکت‌کنندگان پیمایش از آن‌ها بهره‌گرفتند. تنها ۱۵ و ۱۲ درصد از شرکت‌کنندگان این پیمایش به ترتیب از بیمه ریسک سیاسی و تبادل‌های نکول اعتبار استفاده کردند.

مطالعه موردی ۱۱.۱

ایمپلاتس و زی‌مپلاتس: کنار آمدن با ریسک‌های سیاسی

شرکت ایمپلاتس (هلدینگ‌های امپالا پلاتینیوم)، که یک شرکت استخراج معدن و پالایشگر فلزات گروه پلاتین در آفریقای جنوبی است، و شرکت زی‌مپلاتس، پلاتین استحصالی دو مورد از بزرگترین رگه‌های معدن در دنیا را تولید می‌کنند که مجتمع بوشولد در آفریقای جنوبی و گریت دایک در زیمبابوه هستند. هر دو شرکت تاکتیک‌هایی برای کار تحت شرایط درگیری‌های داخلی شدید ابداع کرده‌اند.

سال ۲۰۱۳، گزارش سالانه یکپارچه ایمپلاتس در مورد ۱۰ ریسک استراتژیک، ۶ ریسک سیاسی و اقتصاد کلان را مشخص نمود. این ریسک‌ها شامل ریسک‌های عملیاتی معمول نظیر حساسیت به نوسانات قیمت جهانی فلزات گروه پلاتین، تغییرپذیری نرخ تبدیل راند به دلار و ناآرامی نیروی کارگر هستند. ریسک‌های سیاسی نظیر عدم قطعیت ریسک سیاسی و نظارتی و حفظ مجوز اجتماعی جهت فعالیت نیز جزء ریسک‌های

سیاسی‌اند که کاهش‌شان دشوارتر است. تدابیر اتخاذ شده جهت پاسخ به این ریسک براساس گزارش سالانه عبارتست از:

حفظ تماس منظم با مقامات دولتی، پیروی کامل از قانون و قوانین نظارتی در محیطی با پویایی همیشگی، سرمایه‌گذاری در طرح‌های توسعه جمعی و اجتماعی... حفظ روابط سالم و با نفع مشترک با جوامع و عموم مردم.

براساس قانون زمینباف، دولت امتیاز مالکیت سهم بزرگی از کلیه شرکت‌های استخراجی را به عنوان بخشی از فرآیند بومی‌سازی کشور بدست آورد. اما تاکتیک‌های مدیریتی که شرکت زمینبافس اتخاذ کرد از این حدود نیز فراتر رفتند که شامل پذیرش وظایفی بود که معمولاً توسط دولت پذیرفته می‌شدند، مانند جاده‌سازی و ساخت نیروگاه‌های برق. طرح‌های توسعه اجتماعی شامل سرمایه‌گذاری در زمینه سلامت، آموزش و مکان‌های اقامتی بود. دولت آفریقای جنوبی در سرتاسر کشور دستور داد تا کلیه معادن شریکی برای توانمندسازی سیاه اقتصادی^۱ داشته باشند و در فعالیت‌هایی که معمولاً از مسئولیت‌های دولت شهری محسوب می‌شوند، مشارکت کنند. شرکت بزرگی نظیر ایمپلاتس با شانه خالی کردن از زیر چنین وظایفی، ریسک از دست دادن پروانه استخراج معدن را پذیرفت؛ اما با تقبل این وظایف، خودش را در مقابل تهدیدهای دولتی مصون کرد، زیرا دولت از اعتمادش به این شرکت برای ارائه خدمات دولتی اولیه کاسته بود.

اما این استراتژی معایبی داشت که ضمن مدیریت برخی ریسک‌های سیاسی، ریسک‌های جدیدی بوجود می‌آورد. همانطور که اعتصاب گسترده‌ای که این بخش صنعت در آفریقای جنوبی را تحت تأثیر قرار داد نشان می‌دهد، سیاست‌های اجتماعی، حفاظتی در مقابل تعارضات روابط صنعتی ایجاد نمی‌کنند. افزون بر این، این انتظار در جامعه شروع به شکل‌گیری می‌کند که خدمات و زیرساخت اولیه‌ای که باید دولت عرضه کند توسط اشخاص حقوقی (شرکت‌ها) ارائه می‌شود. اکنون دولت، که اصولاً می‌تواند

1. Black Economic Empowerment

در انتخابات آینده اختیار حاکمیت را از آن بگیرند، مقصر مشکلات داخلی زیرساخت و ارائه خدمات نیست، بلکه مقصر آن‌ها اشخاص حقوقی‌اند. بنابراین، مردمی که از شرایط معیشتی‌شان احساس رضایت ندارند، تصمیم می‌گیرند تا با بستن راه ورود معدن نسبت به لابی کردن با سیاستمداران دور از دسترس به احتمال قوی‌تر، به خدمات بهتری دست یابند. به تازگی در آفریقای جنوبی، این نارضایتی سبب تعطیلی معادن و افزایش هزینه‌های عملیاتی شد.

نقاط قوت و ضعف برخی از اقدامات کاهش ریسک

در اینجا به برخی از نمونه‌های فرضی نقاط قوت و ضعف تدابیر کاهش ریسک اشاره خواهد شد.

وام ۵ ساله به یک شرکت بورسی اکتشاف و تولید نفت انگلیسی در قزاقستان

بخشی از وام باید با انتشار سهام جدید در لندن بازپرداخت می‌شد. این روش به نظر ساختار مناسبی برای حذف ریسک‌های کشوری است. انتشار سهام در انگلستان صورت می‌گیرد و از این طریق بازپرداخت وام انجام می‌شود. ریسکی که در اینجا وجود دارد این است که به سبب رویدادهای ناگوار قزاقستان یا رکود بازار سهام در انگلستان انتشار سهام قابل‌انجام نباشد. ممکن است انتشار سهم به زمان دیگری موکول شود یا محدوده انتشار سهم کوچکتر شود. در این صورت، قادر به پوشش وام نخواهد بود.

وام ۷ ساله به یک اپراتور فرودگاهی اسپانیایی برای فرودگاهی در مصر با

تضمین‌نامه‌های اصلی شرکت اسپانیایی

در سال ۲۰۱۰، کسی پیش‌بینی نمی‌کرد که رژیم حسنی مبارک در اوایل سال ۲۰۱۱ سقوط کند. تمام کاری که ارزیابی ریسک کشوری و سیاسی می‌توانست انجام دهد تأکید روی ریسک مخرب تغییر رژیم بود. همه می‌دانستند که حسنی مبارک بیمار است و تصمیم دارد پسری را که،

براساس گزارش‌ها نیروی نظامی مصر راضی به جانشینی‌اش نبود، داماد کند. در ارزیابی ریسک سیاسی نیز تأکید روی خلاء سیاسی احتمالی‌ای بود که با سرنگونی رژیم‌های استبدادی بلندمدت بوجود می‌آید. در نتیجه سیاست محتاطانه‌ای که مصر اتخاذ کرد، خرید بیمه ریسک سیاسی برای مصونیت در مقابل خشونت سیاسی، اقدامات سالب مالکیت و عدم تبدیل‌پذیری ارز برای چین رویدادی بود. تضمین‌نامه‌های اصلی شرکت ساختمانی اسپانیایی اطمینان‌خاطر چندانی برای مصر نداشت، زیرا در سال ۲۰۱۰، بحران ریسک ملی در منطقه یورو به اوج خود رسیده بود و ارزش دارایی‌های اسپانیا نیز در حال کاهش بود و شرکت‌های ساختمانی بسیاری را در معرض خطر قرار داد.

شرکت آسیایی تجهیزات ساختمانی فعال در چندین کشور آفریقایی

شرکت آسیایی تجهیزات ساختمانی سپرده‌هایی نزد شرکت تابعه بانک بستانکار در هنگ‌کنگ داشت و تیم تجاری آن اظهار داشتند که معاملات شرکت باید رتبه‌بندی آسیایی هنگ‌کنگ را داشته باشد. اما رتبه معامله، رتبه میانگین ترکیبی کشورهای آفریقایی‌ای شد که این شرکت با آن‌ها در تماس بود. به جز مواردی که شرکت ساختمانی آسیایی بتواند تضمین‌نامه‌های اصلی را ارائه کند، رتبه‌بندی معامله براساس کشور مبدأ غیرمنطقی است. این مطلب که شرکت ساختمانی در بانک بستانکار سپرده داشته است ارتباطی با بحث رتبه‌بندی ندارد، زیرا بانک هیچ دسترسی قانونی به سپرده‌ها نداشت.

استهلاک^۱ وام ۷ ساله تثبیت‌شده برای تبادل شناور با شرکت استخراج معدن در

بولیوی

این تبادل مربوط به بازپرداخت وام از سوی بانک چینی به شرکت بولیویایی به منظور افزایش سرمایه بود. علاوه بر این، یک قرارداد برداشت با شرکت چینی در زمینه فولاد منعقد شد که براساس آن،

1. amortising

شرکت بولیویایی باید مبلغ را در قبال فولاد تحویل شده در حسابی برون‌مرزی واریز می‌کند. ظاهراً، کل این فرآیند به‌شدت پیچیده بوده و به‌نظر تدبیر مناسبی برای کاهش ریسک می‌باشد. حساب برون‌مرزی، ریسک‌های ارزی را کاهش خواهد داد و قرارداد برداشت امنیت صادرات را نسبتاً بهبود خواهد بخشید. این تبادل ریسک، افزایش نرخ بهره برای وام‌گیرنده را می‌کاهد، زیرا نرخ‌های ثابت با نرخ‌های شناور تبادل می‌شوند. ریسک اصلی، ریسک سیاسی است مانند سلب مالکیت و ملی‌سازی توسط رژیم افراطی مورالس در بولیوی. بنابراین در این مورد، بیمه ریسک سیاسی که احتمالاً توسط شرکت سینسور ارائه می‌شود، گزینه سودمندی است. علاوه بر این، این ریسک نیز وجود دارد که اقتصاد کندروی چین و تقاضای روبه‌کاهش صنایع سنگین، به‌خصوص با توجه به سررسید طولانی‌مدت (۷ ساله) معامله، روی قرارداد برداشت تأثیر منفی بگذارد.

مطالعه موردی ۱۱.۲

ریسک‌های کشوری در تأمین مالی زیرساخت: پروژه برق دابهل^۱

این مطالعه موردی داستان چگونگی ورشکستگی یک پروژه شناخته‌شده را روایت می‌کند. زمانی که به تأمین سرمایه پروژه‌های فرامرزی فکر می‌کنیم، صحبت تولستوی در مورد «خانواده‌های راضی و ناراضی» به ذهن‌مان خطور می‌کند. همه پروژه‌های موفق از یک راه به موفقیت می‌رسند؛ اما پروژه‌های ناموفق در تمامی راه‌های دیگر دستیابی به موفقیت ناکام می‌مانند. از بین کلیه پروژه‌های شناخته‌شده مسئله‌دار سرمایه‌گذاری زیرساخت، نظیر تونل کانال (یوروتونل)، سیستم جاده و ریل غیرهم‌سطح بانکوک (BERTS) و خطوط لوله‌کشی چاد به کامرون، پروژه نیروگاه برق دابهل در مهاراشترای هند یکی از طولانی‌ترین و آموزنده‌ترین پروژه‌هایی است که بسیاری از ریسک‌های کشوری را به تصویر می‌کشد.

1. Dabhol

بازگشت دابهل در اخبار

ژانویه ۲۰۱۴، گزارش‌هایی از مشکلات مالی پروژه گاز و برق «رات‌ناگیر» (شرکت برق بازسازی شده دابهل) پس از توقف تولید برق در مارچ ۲۰۱۳ ارائه شد، زیرا تخصیص منابع گاز از سوی میدان‌های گازی شرکت «رلینس اینداستریز» در خلیج بنگال انجام نشده بود. از اکتبر ۲۰۱۳، دابهل مشکلاتی در بازپرداخت وام خود داشت که موجب افزایش ریسک‌های بخش بانکداری شد و براساس گزارش‌ها، ریسکی ۸۵۰۰ کرور روپیه‌ای (حدود ۱.۵ میلیارد دلار) برای کارخانه داشت. یکی از مشکلات مالی دابهل، عدم پرداخت صورتحساب‌ها از جانب شرکت توزیع برق استان ماهاراشترا (ماهادیس کام) بود.

مشکلات برق هند

مانع اصلی رشد اقتصادی هند، برق‌رسانی نامطمئن در این کشور بود؛ قطعی برق در ژوئیه ۲۰۱۲ در شمال هند بزرگترین مشکل شبکه توزیع برق این کشور بوده است. هند گرفتار مسائلی از جمله یارانه‌های موقتی، فرهنگ عدم پرداخت قبض نه فقط در اقشار فقیر، بلکه در شرکت‌های دولتی، و شمار زیاد سرقت و خسارات شبکه توزیع برق (حدود ۲۵ درصد در مقایسه با متوسط جهانی ۱۵ درصد) بود. در سمت تولید، مسائلی از جمله کمبود منابعی نظیر زغال سنگ (منبع اصلی تأمین برق که تحت کنترل انحصاری دولتی بود)، منابع گاز پیش‌بینی شده در خلیج بنگال، مخالفت طرفداران محیط زیست با بهره‌برداری از منابع هیدروالکتریک و روند رشد کند انرژی‌های هسته‌ای و تجدیدپذیر دیده می‌شد. به لحاظ نهادی، جنگ‌های بروکراتیک بر سر قلمرو میان وزارتخانه‌های متعددی که مسئولیت تأمین برق، زغال سنگ، نفت و گاز، و انرژی‌های هسته‌ای و تجدیدپذیر را برعهده داشتند، به سبب اختلافات بین سازمان‌های فدرال و ایالتی، به خصوص در شرایطی که احزاب مختلفی صاحب قدرت بودند، پیچیده‌تر می‌شدند.

تلاش برای اصلاح بخش نیروی هند در اوایل دهه ۱۹۹۰ آغاز شد تا

سرمایه‌گذاری داخلی خصوصی و خارجی جذب این بخش شود. اما رکود سیاسی و اختلافات بروکراتیک این کشور، و همچنین مشکلات دابهل، تغییر بزرگ را به تأخیر انداخت. در سال ۲۰۰۳، قانون برق به تصویب رسید و کمیسیون نظارتی مرکزی برق تشکیل شد. هدف آن، محدودسازی مصرف برق نهادهای دولتی با حذف انحصار دولتی انتقال و توزیع، و ایجاد بازار ملی نیرو با مجزاسازی بخش‌هایی بود که قبلاً در انحصار شرکت‌های برق دولتی بودند. گرچه، تولید برق به صورت خصوصی به سرعت رشد پیدا کرد، لیکن به علت مقاومت نهادهای دولتی، قانون پراکنده اجرا می‌شد. در نتیجه، عدم اطمینان نظارتی در همان حد بالا باقی ماند و سبب افت بیشتر سرمایه‌گذاری‌ها شد.

دابهل، زمین فوتبال سیاسی

دابهل در دهه ۱۹۹۰ توسط شرکت «انرون» به عنوان ریاست پروژه و شرکت «بکتل» و «جی‌ای» به عنوان پیمانکار تعیین شد و سرمایه اولیه‌ای بالغ بر ۲۷۹ میلیون دلار را برای این پروژه تأمین کردند. علاوه بر این، بانک آمریکا، شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی برون‌مرزی و بانک صادرات-واردات ایالات متحده، و همچنین بانک توسعه صنعت هند و سایر بانک‌های هندی مبلغ ۶۴۳ میلیون دلار به این پروژه وام‌دادند. این پروژه - با مدل قرارداد ساخت-مالکیت-بهره‌برداری^۱ با مدت اجاره ۲۰ ساله - در نهایت تکمیل شد و هنوز هم بزرگترین نیروگاه گازی با ظرفیت تولید برق ۱۹۶۷ مگاوات است. اما از همان ابتدای پروژه دابهل، مشکلات فراوانی این نیروگاه را محاصره کرد.

از جمله مشکلات اولیه آن، فرآیند غیرشفاف مناقصه‌ای بود که شرکت انرون طی آن برنده قرارداد شد. قرارداد خرید برق بدون شفاف‌سازی از سوی شرکت برق مرکزی به امضاء رسید و دولت هند توافق کرد که پیش از اعلام پروژه، ضمانت متقابل این پروژه را تقبل کند. قرارداد اولیه شامل یک قرارداد خرید با قیمت بالای ۷ سنت در کیلووات ساعت بود، اما

1. build-own-operate (BOO)

کمیته برق استان ماهاراشترا برق را تنها به قیمت ۳.۴ سنت در هر کیلووات ساعت به فروش رساند؛ علاوه بر این، تصور می‌شد که قرارداد «دریافت یا پرداخت» به واسطه جابجایی تولید ارزان‌تر برق با سوخت زغال سنگ در ساعات اوج مصرف هزینه‌های برق دولت را افزایش می‌دهد. در این میان، به مسائل زیست‌محیطی رسیدگی نشد. سال ۱۹۹۲، بانک جهانی این پروژه را به جهت وسعت و هزینه بسیار بالا مورد انتقاد قرار داد.

مسائل سیاسی نیز وجود داشتند. بهره‌برداری اولیه پروژه دابهول زمانی صورت گرفت که حزب کنگره در دهلی‌نو و ماهاراشترا قدرت را به دست گرفته بود. اما در سال ۱۹۹۵، حزب شیو سنا و باراتیا جاناتا برنده انتخابات استان ماهاراشترا شد؛ و دابهول کانون بحث‌های سیاسی کمپین انتخاباتی بود. سال ۱۹۹۶، پس از صرف هزینه‌ای ۳۰۰ میلیون دلاری، کمیسیون منصوب شده از جانب حزب باراتیا جاناتا فاز ۱ پروژه را متوقف کرد. شرکت انرون اقدامات داوری را در لندن آغاز نمود، اما در عین حال روی قیمت برقی که مجدد برای آن مذاکره شده بود سازش صورت گرفت. تا سال ۱۹۹۹، فاز ۱ عملیاتی شد و فاز ۲ تقریباً به اتمام رسید. در آن سال، حزب کنگره در ماهاراشترا دوباره به قدرت رسید که به قیمت افزایش ارزش پروژه دابهول تا ۲.۸ میلیارد دلار تمام شد و موضع حساسی نسبت به مذاکرات مجدد سابق حزب باراتیا جاناتا اتخاذ کرد. دابهول به جدالی قدرتمند میان احزاب سیاسی و سازمان‌های فدرال و ایالتی تبدیل شد.

محیط کلان نیز علیه این پروژه عمل می‌کرد. توافقنامه قیمت‌گذاری برق برحسب دلار، ریسک‌های ارزی را از شرکت انرون دور کرد و فشار را روی کمیته برق استان ماهاراشترا و دابهول گذاشت. اوج‌گیری قیمت‌های بین‌المللی نفت و گاز، قابلیت سوددهی تجاری دابهول را تضعیف کرد. تا سال ۲۰۰۱، کمیته برق استان ماهاراشترا در پرداخت‌هایش با نکول مواجه شد، پروژه دابهول تعطیل شد و مجدداً مذاکرات دیگری آغاز شد.

در همین زمان، شرکت انرون، که با مشکلات حاکمیت شرکتی و مالی در ایالات متحده روبرو بود، پروژه را واگذار و شرکت‌های جی‌ای، بکتل و شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی برون‌مرزی را به حال خود رها کرد تا

پیگیر دعوی قضایی طولانی مدتی با دولت هند شوند.

ان‌رون و سایر سرمایه‌گذارها می‌دانستند که دابهول پروژه پرریسکی است. هزینه کاهش برخی از این ریسک‌ها، تحت پوشش بیمه تجاری با مبلغ ۱۶۰ میلیون دلار و بیمه ریسک سیاسی با مبلغ ۲۳۱ میلیون دلار از سوی بانک صادرات-واردات و شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی برون‌مرزی قرار گرفت. مشاورین حقوقی قرارداد خرید برق را با تضمین‌نامه‌های دولتی و فدرال و برای هر داوری تنظیم کردند تا تحت قانون انگلستان باشد. اما برای طرفین درگیر، از جمله دولت هند، این پروژه شکستی بزرگ و پرهزینه محسوب می‌شود، چرا که ضوابط توافق‌شده واقعی نبودند. شرکت‌های ان‌رون، جی‌ای و بکتل بسیار پرتکاپو بودند و دولت هند برای جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ارزشمند به این بخش امتیازات بسیاری را در مناقصه خود اعطا کرد. شرکت ان‌رون قدرت فعالان محلی و نگاه موشکافانه سیاسی به این پروژه شناخته‌شده را دستکم گرفت. افزون بر این، قراردادهای حقوقی تنها در صورتی مناسب بودند که پایبندی به آن‌ها حفظ می‌شد، اما ان‌رون نمی‌توانست قدرت شرکت‌های برق استانی و اختلافات احتمالی با سازمان‌های فدرال را درک کند.

مطالعه موردی ۱۱.۳

کاهش ریسک‌های کشوری: روشن در افغانستان و واتانیا در فلسطین

معاملات دو شرکت مخابراتی که ممکن بود هرگز عملی نشوند

روشن نام برند شرکت توسعه مخابرات افغانستان است، سرویس‌دهنده پیشگام جی‌اس‌ام (سیستم جهانی ارتباطات موبایل) در افغانستان، که در سال ۲۰۰۳ پروانه ۱۵ ساله جی‌اس‌ام را دریافت کرد و اکنون ۶۵ درصد از جمعیت کل ۳۴ استان این کشور را پوشش مخابراتی می‌دهد. در سال ۲۰۰۶، و به‌منظور تأمین سرمایه فاز سوم طرح توسعه شبکه مخابراتی این شرکت وامی ۶۵ میلیون دلاری به آن اعطا شد. در این وام (ساختار A/B) بانک‌های چندجانبه، مؤسسات اعتبار صادرات و بانک تجاری بین‌المللی و

منطقه‌ای مشارکت داشتند. این اولین باری بود که در دوران پس از طالبان، سرمایه تجاری خصوصی برای پروژه‌های در افغانستان توسعه می‌یافت. شرکت مخابراتی واتانیای فلسطین دومین اپراتور جی‌اس‌ام در فلسطین است. این شرکت پروژه‌های ۲۸۵ میلیون دلاری داشت که هدف آن تأمین سرمایه راه‌اندازی و اجرای اولیه زیرساخت در منطقه بانک جهانی بود. ۷۰ درصد سرمایه توسط سهامدار اصلی شرکت با نام «قطر تلکام» و صندوق سرمایه‌گذاری فلسطین تأمین و ۳۰ درصد باقیمانده، بالغ بر ۸۵ میلیون دلار، وام ممتاز سندیکایی تحت مدیریت استاندارد بانک، شرکت تابعه لندن بانک منطقه‌ای آفریقایی در ژوهانسبورگ بود که سه بانک محلی بانک فلسطین، بانک تجاری فلسطین و بانک قدس را شامل می‌شد؛ شرکت «اریکسون کر دیت AB»، که بازوی اعتباری شرکت سازنده تجهیزات مخابراتی سوئد و شرکت مالی بین‌المللی IFC نیز در آن مشارکت داشتند. شرکت EKN، هیأت ضمانت اعتبار صادراتی و گارانت‌ک و که ضامن متخصص در سرمایه‌گذاری زیرساخت‌ها در کشورهای کم‌درآمد است، ضامن این وام بودند.

شاخص‌های ریسک کشوری

واتانیا

- پوشش ۱۰۰ درصدی بیمه ریسک سیاسی و پوشش جزئی بیمه بازرگانی از جانب شرکت EKN به مدت سه سال برای بخش تجاری
- حمایت چندجانبه با مشارکت IFC برای بخش ۳۰ میلیون دلاری و مدت قرارداد ۷ ساله
- بودجه ۳۰ میلیون دلاری بانک تجارت محلی با ضمانت شرکت گارانتکو با مدت قرارداد ۷ ساله
- اعتبار ۲۰ میلیون دلاری ۵ ساله تولیدکننده تجهیزات از جانب شرکت اریکسون با پوشش ۱۰۰ درصدی بیمه ریسک سیاسی و پوشش جزئی بیمه بازرگانی شرکت EKN
- تعهد سیاسی معتبر توسط سهامدار اصلی، شرکت کیوتل، شرکتی مجرب در سرمایه‌گذاری‌های پرریسک.

روشن

- حمایت چندجانبه - تسهیلات وام ۶ ساله ۳۰ میلیون دلاری بانک توسعه آسیا با پوشش ۱۰۰ درصدی بیمه ریسک سیاسی
 - تسهیلات تجاری ۳۰ میلیون دلاری (بانک توسعه آسیا به وام‌دهنده) از جانب بانک‌های تجاری بین‌المللی و منطقه‌ای - استاندارد بانک و بانک ملی پاکستان
 - تسهیلات وام ۶ ساله ۲۰ میلیون دلاری DFI (مؤسسات مالی توسعه) با بیمه ریسک سیاسی و پوشش ریسک تجاری از سوی شرکت پروپارکو (مؤسسه توسعه فرانسه)، DEG (آلمان) و FMO (هلند)
- این معاملات نمونه‌های خوبی از تأمین سرمایه ترکیبی دولتی-خصوصی برای پروژه‌های مناطق پرریسک محسوب می‌شوند، هرچند، بار بخش اعظمی از ریسک‌ها به واسطه ضمانت بر دوش مؤسسات بخش دولتی است. مداخله سرمایه تجاری خصوصی تنها با مجموعه گسترده‌ای از تدابیر کاهش ریسک کشوری، به‌خصوص در معامله واتانیا، ممکن شد. هر دو معامله با حساب پس‌انداز پرداخت اصل و فرع شکل گرفتند و هر دو مورد از حمایت عالی سیاسی بهره‌مند شدند.

ریسک‌های کشوری واتانیا

کلیه ریسک‌های کشوری این پروژه بسیار بدیهی بودند. فلسطین کشور مستقلی نبود که در سطح جهانی به رسمیت شناخته شده باشد. هیچ پول رایج ملی نداشت و پول رایج «شکل» اسرائیل، «دینار» اردن و دلار آمریکا در اقتصادش در حال گردش بود. موقعیت دولت فلسطین بنظر آسیب‌پذیر بود، و بین این دولت و حماس تفاوت‌های عمیقی دیده می‌شد.

ریسک‌های کشوری شامل کنترل پهنای باندهای شرکت‌های مخابراتی اسرائیلی و ریسک تحریم تجاری در واردات تجهیزات بود. شرکت مخابراتی دولتی «جوال» فلسطین بازار جی‌اس‌ام را تحت سلطه خود درآورده بود و شرکت‌های تازه‌وارد نیز با رقابت اپراتورهای مخابراتی اسرائیلی مواجه

می‌شدند. هیچ قانونی برای مخابرات وجود نداشت. هرچند، تسهیلات وام براساس قانون انگلستان داده می‌شد، تضامین تحت پوشش قانون محلی بودند. نظام حقوقی فلسطین ترکیب پیچیده‌ای از قوانین انگلستان، مصر، اردن و عثمانی بود که تاریخچه مستعمرات این کشور را نشان می‌داد.

مذاکرات پس از کنفرانس سرمایه‌گذاری فلسطین در مه ۲۰۰۸، که در «بیت لحم» برگزار شد، در فضای مثبتی آغاز گردید و سپس توافقنامه‌هایی بین سازمان‌های اسرائیلی و فلسطینی جهت جذب سرمایه‌گذاری خارجی بیشتر به فلسطین منعقد شد. مجوز خطوط تلفن واتانیا با پوشش بانک غرب که توسط اداره چهارگانه (ایالات متحده، اتحادیه اروپا، سازمان ملل و روسیه) ارائه شده بود، در طرح سرمایه‌گذاری اساسی صادر شد. در نتیجه، با وجود ریسک‌های سیاسی مشهود، این سرمایه‌گذاری از حمایت سیاسی عالی برخوردار شد.

آغاز حملات موشکی تلافی‌جویانه اسرائیل به نوار غزه در دسامبر ۲۰۰۸ تا ژانویه ۲۰۰۹ در شرف آغاز تسهیلات وام رقم خورد. اما به جهت تعهد بالای کشور فلسطین نسبت به این پروژه که یکی از بزرگترین و اولین سرمایه‌گذاری‌های بین‌المللی و خصوصی در فلسطین بشمار می‌آمد، اعطای وام کلید خورد. این تسهیلات کمک کرد تا تیم تسهیلات وام که سابقاً در پروژه روشن در افغانستان مشغول بودند، تجربه فعالیت در مناطق پرریسک را پیدا کنند. گذشته از این، سهامدار اصلی واتانیا، شرکت کیوتل، یکی از اپراتورهایی بود که تجربه کار در کشورهای نظیر کامبوج و لائوس را داشت. در پایان می‌توان گفت که این مشاجرات بر سر آزادسازی پهنای باند شبکه مخابراتی بود که بزرگترین مشکلات عملیاتی را بوجود آورد، نه موشک‌ها.

ریسک‌های کشوری روشن

از جمله ریسک‌های کشوری این پروژه ریسک‌های امنیتی حادی نظیر حملات طالبان به دکل‌های مخابراتی و پرسنل مهندسی بود. قانون مخابرات مصوبه سال ۲۰۰۵ که مصونیتی در مقابل سلب مالکیت ایجاد کرد و امکان

داوری بین‌المللی و رفع اختلافات با سرمایه‌گذاران خارجی را فراهم نمود، چارچوب قانونی خوبی را برقرار کرد. وزارت ارتباطات در تدوین چارچوب نظارتی که از آن طریق سرمایه‌گذاری‌های خصوصی داخلی و خارجی را جذب کرد موفق بود. همین قانون به شرکت «روشن» این توانایی را داد تا دوره‌های متعدد سرمایه‌گذاری بین‌المللی برای طرح‌های توسعه‌اش را راه‌اندازی کند که جدیدترین دور آن در سال ۲۰۱۳ بود. این پروژه از تعهد بلندمدت بانک توسعه آسیا به افغانستان و نیز تجربه صندوق توسعه اقتصادی آقاخان، سهامدار اصلی شرکت روشن، در مناطق پرریسک دیگر و همچنین از پیگیری مذاکرات ثبت‌شده با ارگان‌های دولتی از زمان دریافت پروانه جی‌اس‌ام در سال ۲۰۰۳ بهره‌مند شد. با این حال، هنوز هم ریسک‌های سیاسی متعددی وجود داشت. شرکت روشن به یکی از بزرگترین مالیات‌دهندگان دولت تبدیل شد و همین امر رسیدگی فزاینده ارگان‌ها را به سمت آن معطوف کرد. گزارش صندوق توسعه اقتصادی آقاخان به تمایلات مداخله‌گرایانه در بین سیاست‌گذاران سطح بالای افغانستان اشاره داشت که با اندکی بدگمانی به بخش خصوصی نگاه می‌کردند. شرکت روشن مجبور به مذاکره حول تقاضاهای ناگهانی (از جمله تلاش برای وضع مالیات پیش از امضای قرارداد تسهیلات سال ۲۰۰۶) از سوی سازمان نظارت بر مخابرات افغانستان (برای قیمتی پایین‌تر) و وزارت امور مالی (برای مالیات بیشتر) شد.

۱۲. نتیجه گیری:

چگونه از غافلگیری همیشگی رهایی یابیم

این کتاب با بررسی تاریخچه اجمالی ریسک و بهره‌گیری از مقاله پیتر برنشتاین با عنوان «علیه خدایان: داستان جالب ریسک» آغاز و در نهایت آن را با نقل قولی از فصل پایانی این کتاب به پایان می‌رسانیم: «در انتظار آشوب»

جنگ‌ها، کسادها، افت و خیزهای بازار سهام و کشتارهای نژادپرستانه می‌آیند و می‌روند، اما همواره این چنین به نظر می‌رسد که ورودی شگفت‌آور دارند. با این حال، با توجه به این مطلب، زمانی که تاریخچه وقایق را مطالعه می‌کنیم، مبدأ آشوب چنان بدیهی به نظر می‌آید که سخت درگیر درک این موضوع می‌شویم که مردم حاضر در صحنه چگونه به آنچه در انتظارشان بود، بی‌توجه بودند.

تحلیلی که در فصول قبل ارائه شد، باید دست‌کم به کاهش برخی از عناصر غافلگیرکننده ریسک کشوری کمک کند. در ادامه، خلاصه‌ای از نکات اصلی ارائه می‌شود.

دیدنی تاریخی داشته باشید

روی تصویر بزرگی متمرکز شوید و علل وام‌دهی و استقراض بیش از حد را بیابید. در این کتاب سعی شده تا هر موضوعی در متن تاریخی آن ارائه و از مفهوم مدیریت ریسک آغاز شده است. زمانی که انسان‌ها به این طرز

تفکر روی آوردند که کنترل زندگی‌شان را در دست دارند. مدیریت ریسک کشوری ظهور کشورهای مستقلی را بازگو کرد که در آن‌ها اقدامات دولت‌های ملی، سرمایه‌گذاران بین‌المللی را مجبور به مدیریت ریسک‌های فرامرزی‌شان می‌کرد.

در دهه‌های اخیر، آزادسازی بازارهای سرمایه و گسترش وسعت جریان‌های مالی در مورد اغلب اقتصادهای ملی به یکی از عوامل تحریک‌کننده مهم بحران‌های ارز، پرداخت، بانکداری و بدهی‌های ملی تبدیل شد. این شرایط تا حدود زیادی فرصت را برای راهکارهای سیاسی ملی کاهش داد. همه این شرایط مجموعه‌ای گسترده و پیچیده از مقررات و استانداردهای بین‌المللی را به همراه دارند که به محدودسازی حاکمیت کمک می‌کنند. بدین ترتیب، برای مدیریت ریسک کشوری، نه تنها باید به ریسک‌های کشوری داخلی که محرک استقراض بیش از حد هستند، بلکه باید ریسک‌های خارجی که به علت روندهای جهانی که محرک وام‌دهی بیش از حد مورد توجه قرار داد.

درگیر نشانگان^۱ «این بار متفاوت است» نشوید

ناتوانی بسیاری از سیاست‌گذاران و قانون‌گذاران در پیش‌بینی بحران مالی جهانی سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۹ بحث‌های فراوانی در چرایی ناکامی اقتصاددانان در پیش‌بینی آن برانگیخته است. پاسخ‌های متفاوت بسیاری داده شده که از آن جمله پاسخ آلن گرینسپین است که از سال ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۶ ریاست فدرال رزرو را برعهده داشت. او تصور می‌کرد تمرکزی روی رفتار بشر وجود نداشت. «اگر اقتصاددانان (بتوانند) روحیات حیوانی را در مدل‌های مان به شکلی بهتر بگنجانند، می‌توانیم دقت پیش‌بینی مان را بالا ببریم». ظاهراً این پاسخ کمی طفره رفتن از مسئولیت است. پاسخ واقع‌بینانه‌تر دیگر این است که اقتصاددانان و قانون‌گذاران حدود تکامل تدریجی نظام مالی و ظهور بانکداری فرعی را، که رشد زیاد بازار بازخريد و اوراق بهادارسازی را طی یک بازه ۳۰ ساله دربر داشت، کاملاً درک نکرده‌اند.

1. Syndrome

با این حال، در سطحی گسترده‌تر از این، این طور تشخیص می‌دهند که اقتصاد به علمی «بدون تاریخچه» مبدل شده است. نبود دیدی تاریخی بود که مردم را با این تفکر آرام کرد که «اعتدال بزرگ» دهه گذشته می‌تواند ادامه‌دار باشد. کنفرانس بانک مرکزی انگلستان در سال ۲۰۱۳ با عنوان «تدریس اقتصاد پس از بحران» به این نتیجه رسید که «آگاهی بیشتر از تاریخ اقتصاد و رویدادهای فعلی دنیای واقعی» ضروری است. (نظرسنجی‌ای که جامعه متخصصین اقتصاد بازرگانی در ژانویه ۲۰۱۳ انجام دادند مؤید این مطلب بود که تاریخچه مالی، موضوعی اساسی و مهم تلقی می‌شود، در حالی که ریاضیات پیشرفته اهمیت اندکی دارد.) دیگر اقتصاددانانی که با تاریخ‌شان آشنا بودند تصور می‌کردند که «این دوره متفاوت است» (وام گرفته از عنوان کتاب کارمن راین‌هارت و کنث روگوف). صندوق بین‌المللی پول، در مطالعه‌ای که استیجن کلاسنس و آیهان کوز در سال ۲۰۱۳ در مورد بحران‌های مالی داشتند، به این نتیجه رسید که:

با توجه به تشابهات، یقیناً می‌توان جلوی بحران را گرفت. در عین حال، به نظر می‌رسد این امر در گذشته کاری ناشدنی بوده است. این موضوع نشان می‌دهد که تحقیقات آینده باید خود را مهیا سازند تا بر این نشانگان (سندرم)، که «این دوره متفاوت است»، غلبه کنند.

شکل جدید ریسک‌های سیاسی و جغرافیایی - سیاسی را بشناسید

یکی از اقدامات در پاسخ به محدودسازی حیطه سیاست ملی مستقل، جستجوی هماهنگی بین‌المللی بیشتر بین سیاست‌ها از طریق مؤسسات مالی چندجانبه‌ای نظیر صندوق بین‌المللی پول، هیأت‌های استانداردگذاری مانند بانک تسویه بین‌المللی و هیأت ثبات مالی، و مجامع بین‌دولتی نظیر گروه ویژه G۲۰ بوده است. این‌ها بخشی از نظام چندجانبه‌اند که قدرت‌های بزرگ‌تر برای بهره‌گیری از آن به نفع خود رقابت کرده و ریسک‌های جدیدی را بوجود می‌آورد.

پاسخ دیگری برای افزایش منطقه‌گرایی، پراکندگی بالقوه اقتصاد جهانی

و نظام چندجانبه نیز وجود داشته است. اما یکی دیگر از پاسخ‌ها، البته نه پاسخ غالب، مربوط به روی آوردن سیاست‌ها به داخل، ورود سطوح و انواع مختلف حمایت‌های تدافعی از تولید داخلی است. این اتفاق پس از بحران سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۹ با افزایش مداخله دولت در اقتصاد به واسطه ملی‌گرایی‌های بانکی، دخالت در سیاست‌های صنعتی، مهاجرت و تدابیر کنترل سرمایه، و افزایش نظارت مالی و شرکتی بیشتر دیده شد. خود این مسئله ریسک‌های سیاسی را که تصور شده بود یک دهه قبل، یا مدتی نزدیک به این کاهش یافته است، افزایش داد. اما ریسک‌های سیاسی اکنون با اشکالی متفاوت بازگشته است.

سعی کنید مقدار ریسک‌ها را تعیین کنید، اما حدود مدل‌های اقتصادی و سیاسی را بدانید

این کتاب وانمود نمی‌کند که همه پاسخ‌ها را دارد. سابقاً دشواری پیش‌بینی بحران‌های پرداخت، صرف‌نظر از پیچیدگی مدل، محرز شده است. اما هم‌چنان کمیت‌یابی ریسک کشوری در نوعی مدل رسمی بکار خواهد آمد. حتی اگر قادر به پیش‌بینی آینده نباشید، مدل‌های رتبه‌بندی می‌توانند کشورهایی را که در برهه‌ای خاص بیشتر مستعد بحران بوده‌اند نشان دهد. این خصوصیت، توأم با درک بافت چرخه‌ای جهان و دیدگاه تاریخی، می‌تواند چارچوب سودمندی برای مدیریت ریسک‌ها و فرصت‌های فرامرزی باشد.

عوامل محرک ریسک‌های سیاسی و محرک‌های بالقوه فجایع طبیعی را شناسایی کنید

رفع ریسک‌های سیاسی، مانند ریسک‌های جغرافیایی-سیاسی، به این دلیل دشوار است که به مرور زمان به کندی پیش می‌روند. اما حتی ریسک‌های سیاسی حوادث غیرمترقبه مختلف منشأیی ندارند. اگر برای مشاهده آن‌ها آمادگی داشته باشید، علائم بسیاری وجود دارد که به شناسایی‌شان کمک می‌کند، کما اینکه مثال اوکراین نیز نشان داد (مطالعه

موردی را ببینید). اگر بتوان ریسک‌ها را شناسایی کرد، در نتیجه می‌توان تدابیری برای کاهش آن‌ها اتخاذ کرد.

نمونه این اتفاق حتی در مورد فجایع طبیعی نظیر حادثه نیروگاه هسته‌ای دای‌چی فوکوشیما در ژاپن به دنبال زمین‌لرزه و سونامی توهوگو در سال ۲۰۱۱ نیز رخ داد. تحقیق جداگانه این نتیجه را دربر برداشت که این تراژدی امن جلوه دادن بیش از اندازه نیروگاه‌های هسته‌ای ژاپن و عدم استقلال کمیته ایمنی هسته‌ای بود که با «تپکو»، شرکت انرژی هسته‌ای، و با رکودی که به واسطه شبکه گسترده منافع انرژی هسته‌ای ایجاد شده بود ارتباط تنگاتنگ ناسالمی داشت. حتی شرکت تپکو اعتراف کرد که این حادثه فاجعه‌ای انسانی بود.

بدانید که بحران‌های پرداخت و نکول‌ها همواره وجود دارند

بحران‌ها و نکول‌های پرداخت نه تنها به‌سختی پیش‌بینی می‌شوند، بلکه همواره وجود دارند. تلاش‌های بین‌المللی با هدف پیشگیری از بحران اغلب روی بازارهای نوظهور پیش از رکود جهانی در سال ۲۰۰۸ متمرکز بودند. محوریت ارائه مشاوره‌های سیاسی به بازارهای نوظهور، مدیریت تقاضای وام بین‌المللی بود و به تأثیر وام‌دهی بیش از حد از جانب سازمان‌های مالی جهانی - عوامل فشار - روی بحران‌های پرداخت توجه کمی شد. بحران بدهی کشورهای درحال توسعه در دهه ۱۹۸۰ سبب شد تا مقررات سخت‌گیرانه‌تری برای مدیریت تأمین وام‌های بین‌المللی اعمال شود و قوانین ریسک‌بنیان سرمایه بانک تسویه بین‌المللی سطح سرمایه‌ای را که بانک باید برای وام‌دهی به کشورهای غیرعضو در سازمان همکاری و توسعه اقتصادی داشته باشد، افزایش دهد. اما این اتفاق باعث شد تا ترازنامه‌های بانکی با اوراق قرضه دولتی اعضای سازمان همکاری و توسعه اقتصادی پر شود. از زمان بحران مالی جهانی سال‌های ۲۰۰۹-۲۰۰۸ و بحران‌های بدهی حاکمیتی منطقه یور و بحران‌های بازار توسعه‌یافته، بحران‌های اصلی محسوب می‌شدند. تلاش‌های بین‌المللی برای کاهش بحران‌ها شامل سیاست‌های ضداداری و سیاست‌های احتیاطی کلان برای کاهش حساسیت

به بحران؛ نقش بهبود یافته صندوق بین‌المللی پول؛ تغییرات ساختار مؤسسات چندجانبه برای بازنمایی گسترده‌تر ظهور بازارهای جدید؛ و تشکیل مجامع جدیدی نظیر گروه ویژه G۲۰ به منظور بحث و هماهنگی امیدوارانه سیاست‌های ملی بودند.

اما آیا همه این تلاش‌ها موثرند؟ سوال برانگیز بودن این تدابیر ضدبحران، به خصوص برای کاهش بحران مالی، یعنی هشدارهای رسمی، دلایل متعددی دارد:

تاریخ، هرگز تکرار نمی‌شود و هر بحرانی، منحصر به فرد است. بین سال‌های ۲۰۰۳ و ۲۰۰۸، بسیاری از اقتصاددانان گمان می‌کردند که اصلاح عدم تعادل کسری حساب رو به رشد ایالات متحده (عدم تعادل جهانی)، بزرگترین ریسک جهانی بوده است. تمهیدات بسیار اندکی در مورد ترازنامه‌های رو به انزوال بخش مالی، احتمال وجود ارتباط بین سیاست‌های پولی، عدم تعادل‌های جهانی و حباب‌های اعتباری و دارایی‌ها وجود داشت.

اخطارها نیز چندان کمکی نکردند. اغلب حباب‌های بخش اعتبارات، مسکن و دیگر حباب‌های دارایی به همراه رشد بدهی‌های ناپایدار تا مدت‌ها به قوت خود باقی ماندند. سوال اینجاست که چگونه باید آن را مدیریت و چه‌زمانی برای مداخله با آن اقدام کرد. یک روش، استفاده از هشدارهای رسمی است. اما این تدبیر به ندرت اثربخش است. چارلز کیندل برگر و روبرت آلیبر، در اثری تحت عنوان «جنون‌ها، ترس‌ها و سقوط‌ها»، به هشدار «شبه کاساندرایی» پائول واربرگ، عضو بنیان‌گذار نظام فدرال رزرو و اشاره می‌کنند که در فوریه ۱۹۲۹، که قیمت‌های سهام ایالات متحده بسیار بالا بود، زمانی که بازارها وقفه کوتاهی داشتند و مجدداً رشد آن‌ها تا پایان ماه اکتبر ادامه یافت. نمونه دیگر، رشد تسهیلات وام در دهه ۱۹۷۰ بود که با نکول‌های گسترده تا اوایل دهه ۱۹۸۰ خاتمه یافت. سال ۱۹۷۷، رؤسای بانک مرکزی G۱۰ از ۵۷ بانک بین‌المللی برای موافقت داوطلبانه جهت نظارت بر تصمیمات وام‌دهی بر مبنای چک‌لیست اعتبار وام‌گیرندگان دولتی دعوت به عمل آوردند. به آن‌ها گفته شده بود که کسب و کار خود فکر کنند و اینکه دولت‌ها با نکول مواجه نشوند.

دشواری‌های رهگیری پیشرفت‌های مالی و محدودسازی حباب‌های اعتبار. مطالعات بسیاری عدم امکان‌پذیری تقریبی بهره‌گیری از سیاست پولی برای کنترل رشد مالی را نشان می‌دهند. نوآوری مالی همواره می‌تواند جایگزین‌های جدیدی برای پول ایجاد کند که قابل ردیابی یا نظارت نباشند و در ترازنامه ثبت نشوند. برخی از ابزارها، نظیر تبدیل کردن به اوراق بهادار، که برای نهادهای مالی اختصاصی یکی از راه‌های کاهش ریسک محسوب می‌شود، می‌تواند ریسک سیستمی را افزایش دهد. تأثیر سیاست‌های مالی، پولی و احتیاطی کلان در محدودسازی حباب‌های اعتبار و اثربخشی مساعده‌های مالی چندجانبه هنوز به خوبی درک نشده است. ممکن است مساعده‌های مالی صندوق بین‌المللی پول مانع نکول نشوند، کما اینکه نمونه‌ای از آن در سال ۱۹۹۸ در روسیه اتفاق افتاد. زمانی که حباب منفجر می‌شود، بانک‌های مرکزی مجبور به اتخاذ تصمیمات کارشناسانه حساسی می‌شوند. تصمیمی که اتخاذ آن در اوج بحران مالی ایالات متحده شرکت لیمن برادرز^۱ را در سال ۲۰۰۸ به ورطه نابودی کشاند، از دید ثبات مالی تصمیم اشتباهی بود. استقلال بانک‌های مرکزی الزامی است، اما گاهی کافی نیست.

نبود اطلاعات، مشکل اصلی نیست. تحلیلگران، تنظیم‌کنندگان و تصمیم‌گیران هرگز داده‌های کافی ندارند، زیرا شاخص‌هایی که نیازمند رهگیری هستند - فعالیت‌ها و حاشیه‌های سود - همواره در حال تغییر و تکامل هستند. در حال حاضر داده‌های اقتصادی و مبانی سیاسی و شاخص‌های کلیدی بازار که برای مدیران ریسک کشوری ضروری است، کاملاً در دسترس عموم است. با این حال، در حوزه مالی، شرایط متناقضی وجود دارد، زیرا علی‌رغم اینکه با انقلاب فناوری اطلاعات، سرمایه‌گذاران بیش از هر زمان دیگری داده در اختیار دارند، اما میزان شفافیت در بازارها کمتر است.

کشورها می‌توانند از چرخه بدهی - نکول خارج شوند

اگر کار چندانی در مورد بحران‌های جهانی از دست‌تان بر نمی‌آید،

پیشگیری از بحران راهکار مطمئنی نیست و ممکن است نظارت اوضاع را وخیم‌تر کند، آیا در این وضعیت کشورها برای همیشه محکوم به تحمل بحران پرداخت هستند؟ پاسخ خیر است: کشورها می‌توانند با فراگیری نحوه مدیریت اقتصادشان از چرخه نکول بدهی - دستکم برای مدتی - دوری کنند.

مروری تاریخی بر بحران‌های مالی و بدهی نشان می‌دهد که احتمال نکول کشورهای جدیدتر بیشتر از کشورهای قدیمی است. زیرا، با گذشت زمان و در برهه‌های خاصی از تاریخ، کشورهای قدیمی‌تر راه مدیریت اقتصادشان را فرا گرفته‌اند. کارمن راین‌هارت و کنث روگوف با بررسی وقایع قرن هفدهم در کتاب خود با عنوان «دورانی متفاوت» به این بحث پرداختند که تشکیل نهادهای اقتصادی و سیاسی در ملل جدید که بتوانند بدون وابستگی بیش از حد به وام اقتصاد را هدایت کنند، کاری زمان‌بر است. آن‌ها مفهوم اقتصادهای ملی را مطرح کردند که با توسعه‌شان از چرخه نکول بدهی فارغ می‌شوند. نکول‌کنندگان متوالی اولیه در قرون ۱۴ تا ۱۸ و در دهه اولیه قرن نوزدهم، یا سال‌های نزدیک به این، فرانسه، اتریش و اسپانیا بودند. اما از حدود دهه ۱۸۲۰، هرچند اسپانیا و پرتغال بطور منظم در بدهی‌های‌شان نکول کردند، اما فرانسه و اتریش از این وضعیت رهایی یافته بودند و تنها یک بار با نکول مواجه شدند. در این میان، در قرن نوزدهم، تعداد نکول‌کنندگان متوالی به کشورهای تازه استقلال‌یافته‌ای نظیر کلمبیا، جمهوری دومینیک، یونان، مکزیک و ونزوئلا رسید.

ظاهراً، رهایی از بحران‌های مالی و بانکداری برگشت‌پذیر دشوارتر است. از میان ۶۶ کشور نمونه آماری، تنها اتریش، بلژیک، پرتغال و هلند موفق به رهایی یافتن از بحران‌های بانکداری سال‌های ۱۹۴۵ تا ۲۰۰۷ شدند. اما این مدت طولانی بدون بحران برای برخی از کشورهای این گروه برگزیده با بحران منطقه یورو پایان یافت که طی آن پرتغال مساعدت مالی دریافت کرد و بلژیک مجبور به نجات چندین بانک بزرگ شد.

بهره‌گیری گسترده از رتبه‌بندی‌های ملی نظمی را بر سیاست‌های ضد استقراض بیش از حد تحمیل کرد. اگرچه، آژانس‌های رتبه‌بندی با انتقادات

موجهی روبرو شدند (مطالعه موردی ۱۰.۱ را ببینید)، اکنون بسیاری از بازارهای نوظهور در رتبه‌بندی‌های ملی شرکت داده می‌شوند. این اتفاق دولت‌ها را نسبت به این مسئله آگاه‌تر کرد که معنای تنزل رتبه هزینه بالاتر استقراض و انتقاد عمومی بیشتر از سیاست‌های اقتصادی‌شان است. این اتفاق در سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۹ در روسیه رخ داد: با وجود تنزل شدید ذخایر ارز خارجی روسیه، باور عمومی بر این بود که دولت در مقابل تحمیل تدابیر کنترل سرمایه برای حفظ رتبه سرمایه‌گذاری کشور مقاومت کرده است.

سیاست‌ها می‌توانند در برابر شوک‌های جهانی بایستند در آستانه زیان جریان‌های سرمایه...

فصل ۵ در نهایت با این نتیجه‌گیری پایان یافت که سیاست‌ها تعیین‌کننده دورنمای کشورها هستند، و فهرستی از سیاست‌های فریبنده‌ای که توانایی کشورها را در پرداخت بدهی تضعیف می‌کند ارائه شد. بالعکس، کشورها می‌توانند مکانیزم‌های دفاعی‌شان را با انعطاف‌پذیری سیاسی جهت ارائه راهکارهای سیاسی و تولید نهادهای قدرتمند در مقابل شوک‌های خارجی تقویت کنند. بازارهای سرمایه عمیق، سطح بالای ذخایر ارز خارجی، ارزهای تغییرپذیر و بازارهای صادراتی متنوع نیز در این مسیر سودمندند. سایر سیاست‌هایی که می‌توانند از اقتصادهای ملی حمایت کرده و به کشورها در خروج از فهرست کشورهای آسیب‌پذیر کمک کنند عبارتند از (مطالعه موردی ۴.۳ در ارتباط با آثار کاهش سیاست‌های تسهیل کمی را ببینید):

— سازوکارهای داخلی برای انعطاف‌پذیری بیشتر. در مقابل تغییرپذیری جریان سرمایه در شیلی و مالزی، بخش خصوصی داخلی که دارایی‌های خارجی را جمع‌آوری کرده‌اند (صندوق‌های بازنشستگی در شیلی و شرکت‌های چندملیتی در مالزی) در دوران بحران آن‌ها را به کشور خود باز می‌گردانند و از این طریق جریان خروجی سرمایه خارجی را متعادل می‌کنند.

- **اعمال سیاست‌های خودتحریمی.** زمانی که قوانین مالی ضدادواری با شفافیت مالی و مؤسسات حسابرسی مستقل دولتی توأم می‌شوند، می‌توانند نظم را در دولت‌ها برقرار کنند.
- **صندوق‌های ضدادواری.** صادرکنندگان منابع عایدات صادرات را در طی سال‌های پیشرفت در صندوق‌های دولتی جمع‌آوری می‌کنند تا زمان افت قیمت کالا، تکیه‌گاه مالی داشته باشند.
- **حفظ فرصت‌ها برای مانور سیاسی.** کشورهایی با بازار داخلی بزرگ، نظیر چین و هند، در مقایسه با کشورهای مثل سنگاپور مصونیت بیشتری در مقابل شوک‌های جهانی دارند. اما اقتصادهای بزرگ‌تر باید برای واکنش به بحران‌های خارجی فضای سیاسی داشته باشند که با سیاست‌های مالی ضدادواری تأمین می‌شود. اگر شاخص‌های اعتبار به وضعیت هشدار برسند، این اقتصادها نمی‌توانند به تحریک رشد تقاضای داخلی اتکا کنند.

- **سیاست‌های احتیاطی کلان برای جلوگیری از تشکیل حساب‌های اعتبار.** این سیاست‌ها توسط اقتصادهای نوظهور بزرگ‌تری استفاده می‌شوند که ارزش پول رایج آن‌ها افزایش پیدا کرده، رشد صادراتشان بی‌ثبات شده و کسری حساب جاری‌شان در پی سیاست‌های تسهیل کمی کشورهای توسعه‌یافته افزایش یافته است.

...و در مؤسسات مالی بین‌المللی

تدابیر سیاسی فوق مشکلات اغلب اقتصادهای با بازار نوظهور را در آستانه زیان جریان‌های سرمایه رفع می‌کند. اما سیاست‌های مؤسسات مالی بین‌المللی و سایر اقتصادهای بزرگ به لحاظ استراتژیک، نظیر چین، باید بررسی شوند. برای اولین بار، تأثیر منفی احتمالی کاهش سیاست‌های تسهیل کمی بحثی بوجود آورد که بطور بالقوه سازنده بود. سیاست‌گذاران بازارهای نوظهور توجه بیشتر اقتصادهای راهبردی به تأثیر سیاست‌های‌شان روی سایر کشورها را الزام می‌کنند. آغازگر این سیاست، ریاست بانک

مرکزی هند، رافورام راجان بود که از سوءعملکرد فزاینده روش گروه ویژه G20 و نگرش اقتصادهای پیشرفته‌ای که تنها می‌گویند «ما کاری که باید انجام می‌دادیم انجام دادیم، اینک اصلاح کار با شما» انتقاد داشت. دیگران نیز به نظام فدرال رزرو توصیه می‌کنند که تأثیر خارجی اقدامات خود را تنها تا جایی که به اقتصاد ایالات متحده بازپس داده می‌شود در نظر بگیرند. بحران‌های مالی و اقتصادی در بازارهای خارجی می‌توانند به واسطه روابط تجاری و مالی، مشکلات را باز گردانند. سیاست‌گذاران بازارهای نوظهور با این توضیحات سعی ندارند از مسئولیتی که در قبال مشکلات کشورشان دارند شانه خالی کنند، بلکه در حقیقت روی پیوستگی اقتصاد جهانی و سهم بیشتری که اکنون بازارهای نوظهور دارند، تأکید می‌کنند.

از الزامات مقرراتی پیروی کنید، اما بدون کنترل سرسری: ریسک‌های زیربنایی نیازمند مدیریت را بررسی کنید

طی دهه قبل، به دنبال نکول روسیه در سال ۱۹۹۸، الکساندر لام فلوسی در کتابش با عنوان «بحران‌های مالی در بازارهای نوظهور» این سوال را مطرح کرد که آیا:

*تخریب در حوزه مالی به معنای ریسک بیشتری بی‌ثباتی
سیستمی نسبت به ریسکی است که لحاظ شده یا خیر؟ مثلاً
برای سازندگان محصولات مهندسی یا ریزتراشه‌ها. شاید کاملاً
همین‌گونه باشد. بنابراین...بازارهای مالی نباید به ابزارشان
واگذار شوند.*

هرچند، سعی برای نظارت و مدیریت بازارهای مالی استدلالی قوی محسوب می‌شود، اما چگونگی و زمان مداخله در دنیای مالی همواره رو به رشد جهان، همچنان یک چالش باقی خواهد ماند. برخی از قوانین نظارتی در جهت چرخه تجاری افزایش یافته‌اند. برخی دیگر بیش از اندازه پیچیده و تجویزی شده‌اند و نگرشی سطحی و خودخشنودانه نسبت به ریسک ایجاد کرده‌اند. نظارت می‌تواند حس امنیت کاذب را القا کند، مانند قراردادهای بازل که این اجازه را به بستانکاران داد تا محدوده‌های ریسک بزرگی برای

دولت‌های اروپای جنوبی ایجاد کنند که عواقبش در چند دهه بعد بسیار مشهود بود.

ساختارهای سازمانی مدیریت ریسک را انعطاف‌پذیر نگه دارید و از استقلال نقش ریسک‌کشوری محافظت کنید

تحلیل و مدیریت ریسک‌کشوری به مرور زمان پیشرفت کرد و از هر بحران تجربیاتی آموخت. اما آیا این پیشرفت سبب بهبود مدیریت ریسک‌کشوری شد؟ علاوه بر این، اگر بحران مختص حوزه مالی و اقتصاد بازار است، آیا مدیریت ریسک‌کشوری می‌تواند به جایی برسد؟ پاسخ هر دو سوال مثبت است، زیرا نه همه کشورها به یک اندازه به شوک‌های خارجی حساسند و نه به یک اندازه مستعد بحران‌های داخلی‌اند. بحران‌ها نیز در کشورهای مختلف به اشکال متفاوتی ظهور می‌کنند، گرچه الگوی مشابهی دارند. بنابراین، آگاهی از نوع بحران‌هایی که در حال تشکیل است، کشورهایی که مستعد بحرانند و نوع تحلیلی که برای مدیریت ریسک‌کشوری ضرورت دارد، حائز اهمیت است. یکی از مهم‌ترین مولفه‌های مدیریت ریسک‌کشوری شناسایی ریسک‌های معاملات است، اما ممکن است این ریسک نادیده گرفته شود، زیرا در ناحیه خاکستری بین دو بخش ریسک‌کشوری و ریسک اعتبار قرار می‌گیرد. کمک به این فرآیند ساختار مدیریت ریسک انعطاف‌پذیر محسوب می‌شود و مهم‌تر از همه، استقلال نقش مدیریت ریسک‌کشوری است که در فصل ۱۰ در این اجمالاً شرح داده شد.

فرمول‌های ساده‌ای وجود ندارد

این کتاب خلاصه‌ای از روش گام به گام تعریف، تحلیل، شناسایی، مدل‌سازی، کاهش و مدیریت ریسک‌کشوری را با سیری رفت و برگشتی در بین ۴ سطح متفاوت ارائه کرد: جهانی، کشوری، سازمانی و معاملاتی. تحلیل ریسک از یک چکیده و روش تئوریک وارد ریسک کلی و مدیریت عملی ریسک‌کشوری شد.

کتاب‌های زیادی در رابطه با ریسک کشوری وجود ندارد. برخی از کتب قدیمی‌تر تفکر معاصر را نشان می‌دهند - تحلیل خوب است، اما پس از مدت کوتاهی منسوخ می‌شود، زیرا کشورها و بحران‌ها ادامه دارند و محتوا و نوع‌شان تغییر می‌کنند. این کتاب سعی دارد تا با اتخاذ دیدگاهی تاریخی و نگرشی آینده‌نگرانه‌تر به سیر تکاملی احتمالی ریسک جهانی و کشوری، این مسئله را برطرف کند.

هیچ فرمول ساده‌ای برای مدیریت ریسک کشوری وجود ندارد: نه در سطح جهانی و کشوری که سیاست‌هایی جویای کاهش بحرانند؛ نه در سطح سازمانی که مدیریت ریسک می‌تواند به عملی سرسری تبدیل شود؛ و نه در سطح معامله که در آن هیچ تدبیر ساده‌ای برای کاهش ریسک‌های کشوری وجود ندارد.

زیرا ریسک کشوری بسته به نوع سرمایه‌گذاری و ماهیت سازمان، کشورهای هدف سرمایه‌گذاری و ویژگی‌های سابق اقتصاد جهانی متفاوت است. بنابراین، این کتاب را باید راهنمایی دانست که نشان می‌دهد چطور بهترین رویکرد را به ریسک کشوری داشته باشید و طوری آن را تعدیل کنید که برای اهداف مختلف در اعصار مختلف مناسب باشد.

A

A/B loans 218, 225	وام A/B
ability to pay 155, 184, 235	توانایی پرداخت
Abu Dhabi 74	ابوظبی
ADB (Asian Development Bank) 193,211, 217, 226, 228	بانک توسعه آسیا
adjustment factors 162	عوامل تعدیل
advanced economies, structural risk 79, 79, 80-1, 81	اقتصادهای پیشرفته، ریسک ساختاری
advanced emerging economies 81-2	اقتصادهای نوظهور پیشرفته
AES Corporation 131-2	شرکت AES
Afghanistan 14, 105, 107-8, 109, 109	افغانستان
Roshan telecoms project 203, 225, 226, 227-8	پروژه ارتباطات روشن
Africa 13, 96, 97, 140, 174, 209	آفریقا
defaults 1, 42	نکولها
African Development Bank 193, 217	بانک توسعه آفریقا
aid 58, 168	کمک
AIG 212, 215	سازمان AIG
Albania 88	آلبانی
Algeria 143	الجزایر
Aliber, Robert 41-2, 233	آیلبر، رابرت
Amazon 132-3	آمازون
Anglo American 135, 136	آنگلو امریکن
Angola 13, 88, 90, 174	آنگولا
Arab spring (2011) 1, 18, 46, 112, 113, 115, 188	بهار عربی
Argentina 46, 72, 78, 82, 100, 101, 171, 176	آرژانتین
debt restructuring 177	بازسازی بدهی

defaults 1, 11-12, 31, 34, 42, 98, 139, 175, 177, 191	نکول‌ها
income inequalities 87-8	نابرابری درآمد
nationalisations 18, 99, 100, 138, 139, 140	ملی‌شدن
Renault currency loss 128-9	افت ارزی رنو
"rogue policies" 96, 98-100	سیاست‌های فریبنده
Armenia 88	ارمنستان
Arrow, Kenneth 5	کنت آرو
Arthur Andersen 169, 182, 186	آرتور آندرسن
Asian countries 42, 52, 65, 102, 105, 121, 179	کشورهای آسیایی
Asian Development Bank see ADB	بانک توسعه آسیا ADB
Asian financial crisis (1990s) 1, 42, 43, 47, 61, 69, 169, 182, 186, 209	بحران مالی آسیا
housing bubble 51, 62, 152	حباب مسکن
IMF and 171-2	مندوق بین‌المللی پول
payments crisis (1997) 11, 25, 42, 61, 62, 70, 152, 173	بحران پرداخت
asset bubbles 95, 233	حباب دارایی
Atlantic Charter 1941 7	منشور آتلانتیک
Australia 6, 19, 28, 72-3, 97, 117	استرالیا
Austria 6, 55, 235	اتریش
Azerbaijan 124	آذربایجان
B	
Bahamas 32	باهاما
Bahrain 45, 73, 74	بحرین
bail-outs 35, 61, 73, 171, 234	کمک‌های مالی
banks 40, 41, 80, 142, 178, 235	بانک‌ها

Cyprus 80, 89, 175, 178, 180	قبرس
Greece 80, 175, 178	یونان
Ireland 80, 178, 180	ایرلند
Jamaica 89	جامائیکا
Mexico (1994) 43, 171, 172	مکزیک
Portugal 80, 178, 180, 235	کشور پرتغال
Russia 234	روسیه
Spain 80	اسپانیا
balance-of-payments crises 10, 24, 84	بحران‌های تعادل پرداخت
Balkans 108	بالکان‌ها
Baltic states 108	کشورهای بالتیک
Bangladesh 82, 129	بنگلادش
Bank of America 223-4	بانک آمریکا
Bank of England 34, 63, 167, 173, 230	بانک مرکزی انگلستان
Bank for International Settlements see BIS	بانک برای پرداخت‌های بین‌المللی
Bank of Japan 69, 81, 173	بانک ژاپن
Bankia 142	بانکیا
banking crises 24, 40-1, 41, 53, 80, 94, 229, 235	بحران بانکی
2008-09 158, 197, 235	بحران‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۹
early warnings 163	هشدارهای اولیه
euro zone 1, 36, 80	منطقه یورو
Iceland 24, 40-1, 89, 197-8	ایسلند
Nordic countries 45, 61	کشورهای شمال اروپا
and sovereign crises 193	و بحران‌های حاکم
Turkey 1, 56	ترکیه

banking sector 13, 68, 89-95, 90, 92-3, 114	بخش بانکی
China 90, 91, 92-3	چین
EU 179	اتحادیه اروپا
risks 27, 30, 133	خطرات، ریسک‌ها
US 95	ایالات متحده
banks 32, 40, 74, 95, 167, 191, 197	بانک‌ها
bail-outs 40, 41, 60-1, 80, 142, 178, 235	کمک‌های مالی
collapses 27, 41-2, 42, 73	فروپاشی‌ها
lending 59, 182	وام‌دادن
nationalisations 231	ملی‌شدن
see also Barings; JPMorgan	جی پی مورگان
Barings 217	بارینگ
Basel accords 19, 92, 182, 183-5, 185, 187, 238	موافقت‌نامه‌های بازل
Basel I (1988) 10, 168, 183, 192	بازل اول
Basel II (2004) 168, 183-4, 185	بازل دوم
Basel III 168, 170, 183, 184-5, 186	بازل سوم
Basque conflict 116	درگیری باسک
Bechtel 223, 224, 225	بکتل
Belarus 203-4	بلاروس
Belgium 235	بلژیک
Belize 14	بلیز
BERI (Business Environment Risk Intelligence) 9-10	سازمان اطلاعات ریسک محیط کسب و کار
Berlin Wall, fall of (1989) 60, 171	دیوار برلین، سقوط (۱۹۸۹)
Bernanke, Ben 47	برنانکه، بن
Berne Union 9, 211, 213	اتحادیه برن

Bernstein, Peter 3, 4, 29-30, 229	برنشتاین، پیتر
biases 161, 164	سوگیری‌ها
Big Bang financial reforms 168	اصلاحات مالی بیگ‌بنگ
big data 149	اطلاعات بزرگ
bilateral aid 58, 175	کمک دوجانبه
bilateral creditors 35, 174, 177	متقاضیان دوجانبه
BIS (Bank for International Settlements) 41, 167, 169, 231, 232	بانک تسویه بین‌المللی
black swan events 111, 149, 202, 232	رویدادهای غیرمنتظره
Bolivia 87, 89, 99, 138, 138-9, 222	بولیوی
Bolshevik revolution 58, 110	انقلاب بلشویک
bondholder committees 176	کمیته‌های بورسیه
Botswana 191	بوتسوانا
Brady Plan 10, 78, 173	طرح برادی
"brass-plate" incorporations 32	شرکت‌های پلاک برنجی
Brazil 11, 17, 46, 67, 72, 81, 93, 94, 105, 153, 213	برزیل
capital controls 127	کنترل سرمایه
currency problems 68, 69	مشکلات ارز
defaults 34	نکول‌ها
IMF support 42, 171	پشتیبانی صندوق بین‌المللی پول
middle class 112	طبقه متوسط
one of "Fragile 5" 28, 69, 82	گروه ۵ شکننده
politically allocated credit 91	اعتبار سیاسی اختصاص یافته
protest 112, 113, 114	اعتراض
breach of contract 19, 28, 126, 212, 213, 214-15, 214	نقض قرارداد
Bretton Woods institutions 9, 167, 173	مؤسسات برتون وودز

Bretton Woods system 37, 167, 173	سیستم برتون وودز
breakdown of 35, 37, 40, 50, 152, 182, 200	از هم پاشی
BRIC countries 81, 105	کشورهای BRIC
budget deficits 27, 75, 84	کسری بودجه
budget surpluses 76-7	مازاد بودجه
Buffet, Warren 215	بوفه ، وارن
Bulgaria 107	بلغارستان
Bundesbank 60, 173	بانک فدرال آلمان
business cycles 48-50, 49, 53, 154-5	چرخه‌های تجاری
business environment 134-6, 205	محیط تجاری
Business Environment Risk Intelligence see BERI	سازمان اطلاعات ریسک محیط کسب و کار
C	
Calverley, John 78	کاورلی ، جان
Calvo, Guillermo 65, 153	گیلمو کالوو
Cambodia 88, 227	کامبوج
Cameroon 14, 115	کامرون
Canada 6, 72-3	کانادا
capital controls 9, 11, 23, 37, 75, 95, 214, 231	کنترل سرمایه
Argentina 99	آرژانتین
Brazil 69	برزیل
Cyprus 14	قبرس
Russia and 235	روسیه و
selective 25, 127, 172	انتخابی
capital flows 10, 17, 23, 38-9, 42, 48, 54, 153, 229	جریان سرمایه

bonanzas and busts 41, 154, 154	رونق و رکود
as crisis triggers 60-1	به عنوان بحران باعث می‌شود
emerging markets 28, 37	بازارهای نوظهور
global 12-13, 17, 18, 35-6, 36, 173, 180, 200	جهانی
liberalisation 25, 41, 42, 44, 138, 236	آزادسازی
private sector 177	بخش خصوصی
size 6, 12-13, 15, 39, 65, 96, 173, 179, 229	اندازه
volatility 64, 69, 236	نوسان
capital markets 229, 235	بازارهای سرمایه
Caribbean 71, 89	کارائیب
Carrefour 134-5	کرفور
Catalonia 117	کاتالونیا
Cayman Islands 32	جزایر کیمن
CDS (credit default swaps) 207, 215-17, 219	تبادل‌های نکول اعتبار
Central Asia 56, 142	آسیای مرکزی
Central Bank of India 237	بانک مرکزی هند
central banks 62-3, 69, 163-4, 167, 173	بانک‌های مرکزی
independence 15, 26, 39, 47, 160, 161, 198	استقلال
role 42-3, 61, 95, 234	نقش
see also Bank of England; Bank of Japan; Bundesbank; Federal Reserve; PBoC	رجوع شود به بانک مرکزی انگلستان؛ بانک ژاپن بانک فدرال آلمان فدرال رزرو و بانک مردم چین
chaos theory 2, 5, 15, 149	نظریه‌ی آشفتگی
Chavez, Hugo 139	چاوز، هوگو
Chiang Mai initiative 174	طرح چیانگ مای

Chile 34, 98-9, 236	شیلی
China 13, 43, 69, 70, 81, 90, 120, 122, 179, 237	چین
banking sector 90, 91, 94	بخش بانکی
capital controls 127	کنترل سرمایه
corruption 122-3	فساد
domestic market 236	بازار داخلی
during 2008-09 crisis 89	در حین
exports to 86	صادرات
financial sector risks 2, 92-3	ریسک‌های بخش مالی
foreign-currency reserves 39	ذخایر ارز خارجی
growth 93	رشد
housing bubble 51	حباب مسکن
and Japan 105	و ژاپن
liberalisation 92-3	آزادسازی
loans from 173, 222	وام از
middle class 112	طبقه متوسط
modernisation 120, 121	نوسازی
neocolonialism 96	سیاست جدید مستعمراتی
and North Korea 106	و کره شمالی
opium wars 6-7	جنگ های اوپیوم
and Philippines 104	و فیلیپین
reforms 78, 91, 92-3	اصلاحات
rising power 17, 37, 81, 105, 173	قدرت افزایش
under Deng Xiaoping 124	تحت حاکمیت دنگ شیائوپینگ
slowdown 44, 86, 222	کند شدن

and US 14, 70, 72, 96, 120	و ایالات متحده
wages 135	دستمزد
Citibank 10	سیتی بانک
civil strife 28, 55, 135, 218-19	اختلافات مدنی
civil wars 88, 110, 118, 124, 136	جنگ‌های داخلی
Claessens, Stijn 40, 230-1	استیجن کلاسنس
climatic conditions 18, 72	شرایط آب و هوایی
co-financing 207, 218	مشارکت مالی
co-operation, international 178	همکاری، بین‌المللی
cold war, new 44, 109-10	جنگ سرد، جدید
collateral 209	وثیقه
Colombia 30, 34, 82, 109, 235	کلمبیا
colonial era 6-7, 38, 50, 174	دوران استعماری
Commerzbank 10	کامرز بانک
commodities 54, 72, 91, 92	کالاها
commodity prices 49-50, 49, 50-1, 72, 85, 86, 97, 98, 110, 163, 205	قیمت کالاها
booms 17, 109	رونق
collapses 14, 35, 46, 50, 55, 190	فروپاشی‌ها
cycles 27, 53, 134	چرخه
falling 135, 236	افت
rising 97, 98, 154	افزایش
vulnerability to shocks 204	آسیب‌پذیری ضربه
confiscation 103, 213	مصادره
conflicts 28, 38, 44, 89, 96, 220	درگیری
military 104, 105, 107-8	نظامی

over seabed rights 44, 105	حقوق دریایی
see also wars	رجوع به جنگ‌ها
contagion 15, 43-6, 65, 96, 148, 149, 152, 200	سرایت
Cyprus and Greece 45, 89, 175	قبرس و یونان
transmission channels 44-6, 77, 152-3	کانال‌های انتقال
contagion risk 11, 33	ریسک‌های سرایت
contract renegotiation 205, 212	بازپرداخت قرارداد
contractual disputes 18-19	اختلافات قراردادی
corporate governance 182, 200	حاکمیت شرکتی
corruption 46, 83, 90, 122-3, 125-6, 133, 137-8, 142, 143, 161	فساد
China 122-3	چین
Philippines 209	فیلیپین
Ukraine 110	اوکراین
Costa Rica 34	کاستاریکا
counter-cyclical policies 233, 236	سیاست‌های ضد تورمی
country limits 196-7, 197	محدودیت کشور
country risk 1-15, 23, 31, 78, 147, 239	ریسک کشور
assessment methodologies 148-51	روش‌های ارزیابی
components 24-9, 30, 127	اجزاء
defining 29-30, 238-9	تعریف کردن
indicators 151-5, 154	شاخص
limits 190-2, 193	محدودیت
modelling see models	مدلسازی
on a relative basis 150-1	رجوع به مدل‌ها بر اساس نسبی
theory of 149-50	تئوری- نظریه

see also country risk management; country risk mitigation	رجوع به ریسک مدیریت کشور کاهش ریسک کشور
country risk appetite 189-90, 190	ریسک اشتغال کشور
country risk function 195-201, 195, 238	ریسک عملکرد کشور
country risk management 29-30, 33, 163, 180, 181-2, 192, 229, 238-9	مدیریت ریسک کشور
Basel accords and 182, 187	موافقت‌نامه‌های بازل و
management function 195-201, 195, 197-8, 238	عملکرد مدیریت
multinationals 187-8	شرکت‌های چندملیتی
non-financial organisations 188	سازمان‌های غیر مالی
organisational structures for 29, 189-95, 190, 193	ساختار سازمانی برای
outsourcing 199-201	برون‌سپاری
using models for 5-6, 29, 164-5	استفاده از مدل‌ها برای
country risk mitigation 30, 238-9	کاهش خطر کشور
global level 166-80	سطح جهانی
mitigants 6, 199, 203, 206-7, 226	تسکین‌دهنده‌ها
transaction level 202-22	سطح معاملات
country risk-rating model 5-6, 30, 147, 151, 155-65	مدل رتبه‌بندی ریسک کشور
credit booms 47, 92, 93, 154, 233	رگوردهای اعتباری
credit bubbles 53-4, 77, 80, 154, 163, 204, 233-4, 236	حباب‌های اعتباری
Asia 42	آسیا
Iceland 197	ایسلند
US 14, 47	ایالات متحده
credit cycles 48-9, 133, 154, 204	دوره‌های اعتباری
credit default swaps see CDS	تبادل‌های نکول اعتبار

credit growth 47, 163	رشد اعتبار
Crédit Lyonnais 6, 58	بانک کردیت لیونایس
credit parameters 204-5	پارامترهای اعتبار
creeping expropriation 97, 217	کاهش سلب مالکیت
Crimea 105, 109, 110	جزیره کریمه
cronyism 84-5, 91, 108, 121, 124, 137-8	رفاقت‌گری
Cuba 7, 8, 9, 58, 89	کوبا
cultural factors 68, 114-15, 137	عوامل فرهنگی
currencies 24, 41-2, 68-9, 77, 163, 227, 235	ارزهای
floating 13-14, 43	شناور
overvalued 71, 163	ارزش بیش از حد
undervalued 71	کم ارزش
volatility 129, 182	نوسان
currency crises 12, 23-4, 41, 128, 129, 152, 163, 229	بحران ارز
1990s 59	دهه ۱۹۹۰
ERM 60	مدیریت ریسک کلی
Iceland 89	ایسلند
sudden stops and 40, 41, 129	توقف ناگهانی و
currency inconvertibility 212, 213-14, 221	عدم تعادل ارز
currency pegging 59, 60, 61, 73, 98, 152	خرج کردن پول
currency risks 159, 182, 210, 224	خطرات ارز
current-account balances 63, 67, 74-5, 75	مانده حساب جاری
bail-out 80, 89, 175, 178, 180	کمک مالی
current-account deficits 40-1, 66, 70-1, 74-5, 80, 83, 152, 158	کسری حساب جاری
US 14, 233	ایالات متحده

current-account surpluses 70, 76-7, 85, 98, 99	مازاد حساب جاری
cyclical factors 33, 53, 65, 156, 231	عوامل تورم
cyclical indicators 151, 154-5, 156	شاخص تورم
Cyprus 1, 14, 45, 94, 175, 191, 204	قبرس
D	
Dabhol power project (India) 16, 131, 141, 203, 222-5	پروژه برق دهبول (هند)
data 12, 14, 25, 149, 234	داده‌ها
data mining 15, 149	داده‌کاوی
debt 13, 62, 67, 76, 77, 160	بدهی
restructuring 78, 88, 89, 107, 174-8, 175, 180	بازسازی
debt crises 40, 42, 46, 48, 83, 152, 183	بحران بدهی
developing countries (1980s) 152, 171, 173, 207-8, 232	کشورهای در حال توسعه
see also sovereign debt crises	بحران بدهی‌های دولتی
debt loads, developed countries 76	بارهای بدهی، کشورهای توسعه‌یافته
debt repayments 23, 71, 75, 76, 126-7, 209	بازپرداخت بدهی
debt-default cycle 234-5	چرخه‌ی بدهی-نکول
debt-to-GDP ratios 74, 75-6, 175	نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی
decolonisation 7-8, 58, 114, 151, 180	تقلید کردن
default risk 108-11, 109-10	بحران‌های پرداخت
defaults 23, 24-5, 33, 38, 59, 80, 94, 232-4	نکول‌ها
19th century 1, 6, 34, 58, 154, 176, 235	قرن ۱۹
1980s 6, 42, 59, 182, 233	دهه ۱۹۸۰
country risk analysis and 5, 15-16	تجزیه و تحلیل ریسک کشور و
emerging markets 14	بازارهای نوظهور

excessive lending and 12	وام بیش از حد و
and financial crises 78	و بحران مالی
global financial centres and 153-4, 154	مراکز مالی جهانی و
housing cycles and 53	چرخه مسکن و
interest rate increases and 11	نرخ بهره افزایش می‌یابد و
measuring probability 148-9	اندازه‌گیری احتمالات
serial defaulters 88	پرداخت سریالی
wars and 28, 58, 108-11, 109-10	جنگ‌ها و
waves of 16, 48	امواج
see also under individual country names	رجوع به کشورهای فردی تحت عنوان
Democratic Republic of the Congo 88, 140	جمهوری دموکراتیک کنگو
demographic gift 52	هدیه جمعیتی
demographics 37, 47, 52, 53, 68, 82, 133	جمعیتی
changes 36, 112	تغییرات
Depression (1930s) 6, 34, 37	رکورد دهه ۱۹۳۰
deregulation 36, 61, 168	مقررات زدایی
derivatives 36, 40, 43, 45, 125, 182, 207, 216-17	مشتقات
market reforms 185	اصلاحات بازار
vulnerable transactions 128	معاملات آسیب‌پذیر
devaluation risks 9, 82, 214	خطرات کاهش ارزش
devaluations 56, 62, 84, 93-4, 100, 129, 139-40	ارزش گذاری
higher costs due to 27, 219	هزینه‌های بالا به علت
developed countries	کشورهای توسعه‌یافته
debt loads 76	بارهای بدهی
political institutions 116-18	موسسات سیاسی

sovereign risk 62-4, 63	ریسک حکومتی
developed markets 12, 15, 159, 233	بازارهای توسعه یافته
developing countries 68, 68-9, 170	کشورهای در حال توسعه
debt crises 171, 173, 207-8, 232	بحران بدهی
development 57, 58-9, 78, 112, 124, 151-2, 159, 160	توسعه
institutions and 118-22, 119-21	موسسات و
state-led 83, 122	ایالات متحده
direct investments 128-9	سرمایه‌گذاری مستقیم
direct investors 218-19, 219-20	سرمایه‌گذاران مستقیم
diversification 56, 85-7, 86-7, 94-5, 115-16, 116, 119, 235-6	تنوع
diversified developing economies, structural risk 79, 79, 81-3, 84-5	اقتصادهای در حال توسعه متنوع، ریسک ساختاری
Dodd-Frank Act 2010 168-9, 170	قانون داد فرانک
Doing Business index 135, 161	فهرست انجام کسب و کار
domestic demand 31, 67, 70, 102, 130, 131, 236	تقاضای داخلی
Dominican Republic 14, 177, 235	جمهوری دومینیکن
dotcom bubble 42, 50, 56, 133	حباب دات کام
dotcom crisis 50, 54, 56, 182	بحران دات کام
dual currency repayments 210	بازپرداخت دوگانه پول
Dubai 45, 73, 74, 76, 91	دبی
Dubai Ports 143	بنادر دبی
Dynamics 142	دینامیک
E	
early-warning function 15, 163	عملکرد هشدار اولیه
East and South China Seas 44, 105	دریاهای شرق و جنوب چین

East Timor 88	شرق تیمور
eastern Europe 11, 42, 63-4, 82,164	اروپای شرقی
EBRD (European Bank for Reconstruction and Development) 193, 217	بانک اروپایی برای بازسازی و توسعه
ECB (European Central Bank) 63, 117, 180	بانک مرکزی اروپا
ECGD (Export Credits Guarantee Department) 9, 211	بخش تأمین اعتبارات صادراتی
economic cycles 48	چرخه‌های اقتصادی
economic development 57, 151-2	توسعه اقتصادی
see also development	رجوع به توسعه
economic policies 12, 78-9, 83, 102, 125, 157, 204	سیاست‌های اقتصادی
risks 95-102, 98-100	خطرات
uncertainty 96, 113-14, 132-3	عدم اطمینان
economic risk 24, 28-9, 219	ریسک اقتصادی
economic structure 115-16, 116, 157	ساختار اقتصادی
ECRM (European Crisis Resolution Mechanism) 178	سازوکار حل بحران اروپا
Ecuador 34, 87, 109, 115, 138	اکوادور
EGSA (Empresa Electrica Guarachi) 138, 139	امپرسا الکتریکا گواراچی
Egypt 78, 82, 84-5, 90, 124, 175, 214, 221	مصر
Baathist revolution 122	انقلاب بعثی
fiscal crises 6, 84, 108	بحران مالی
overthrow of Mubarak 85, 107, 111, 206, 214, 221	سرنوشت مبارک
privatisation 85, 123	خصوصی‌سازی
protests 46, 85, 113, 114	تظاهرات
strategic role 108	نقش استراتژیک
Suez Canal crisis 8, 171	بحران کانال سوئز
El Salvador 34	السالوادور

elections 47, 70, 91, 98, 100-1, 121, 204, 224	انتخابات
elites 83, 108, 111-12, 114, 118, 122, 123, 124	نخبگان
Russia 120, 122	روسیه
Ukraine 110	اوکراین
emerging markets 1, 12, 13, 14, 17, 42, 54, 81-2, 232	بازارهای نوظهور
flexible exchange rates 152	نرخ ارز انعطاف پذیر
foreign-currency borrowing 76	قرض گرفتن ارز خارجی
growth 37-8, 50, 64, 81-2, 82, 153-4	رشد
and international financial centres 237	و مراکز مالی بین‌المللی
investment in 130	سرمایه‌گذاری در
middle class 46, 112-13, 113, 113-14	طبقه متوسط
models for 15, 159	مدل‌های
ratings 14, 235	رتبه‌بندی
slowdown 130	کاهش سرعت
sovereign wealth funds 36	صندوق‌های مستقل ثروت
vulnerabilities 28, 93-5, 94	آسیب‌پذیری‌ها
Empresa Electrica Guarachi see EGSA	امپرسا الکتریکا گواراچی
energy prices 102, 110	بهای انرژی
energy sector 85, 98, 100, 110, 223	بخش انرژی
Enlightenment 3-4, 7, 229	روشنگری
Enron 131, 169, 182, 186, 223, 224, 224-5	انرون
environmental risks 188, 205	خطرات زیست محیطی
ERM (enterprise risk management) 19, 188	مدیریت ریسک کلی
ERM (European exchange rate mechanism) 60, 102, 152	سازوکار نرخ ارز اروپا
ESM (European Stability Mechanism) 174	سازوکار ثبات اروپا

ESMA (European Securities and Markets Authority) 169-70, 170	اوراق بهادار اروپا و مقامات بازار
Ethiopia 30, 88	اتیوپی
EU 47, 63, 96, 121, 133, 206, 227	اتحادیه اروپا
east European economies 82, 164	اقتصاد شرق اروپا
emergency loans 63-4	وام‌های اضطراری
and Hungary 198	و مجارستان
monetary policies 37	سیاست‌های پولی
political risks 117	خطرات سیاسی
and rating agencies 186	و سازمان‌های رتبه‌بندی
sanctions 204	تحریم‌ها
sovereignty within 179-80	حاکمیت درون
Turkey and 56, 72	ترکیه و
UK membership 118	عضویت در انگلستان
and Ukraine 108, 109, 110	و اوکراین
see also euro zone	رجوع به منطقه یورو
euro zone 42, 43, 62, 69, 80-1, 159, 174, 198	منطقه یورو
crisis (2008-09) 36, 42, 44, 60, 72, 117, 172, 235	بحران
southern 15, 30, 70, 164, 215	جنوب
sovereign debt crisis 15, 43, 62, 80, 124, 153, 185, 187, 221, 232-3, 235	بحران بدهی‌های دولتی
sovereign risk 185, 187	ریسک حکومتی
sovereignty 179-80	حق حاکمیت
European Bank for Reconstruction and Development see EBRD	بانک اروپایی برای بازسازی و توسعه
European Central Bank see ECB	بانک مرکزی اروپا
European Commission 117, 180, 198	کمیسیون اروپایی
European Crisis Resolution Mechanism see ECRM	سازوکار حل بحران اروپا

European exchange rate mechanism see ERM	سازوکار نرخ ارز اروپا
European Securities and Markets Authority see ESMA	اروپایی اوراق بهادار و بازارهای مالی
European Stability Mechanism see ESM	سازوکار ثبات اروپا
Ex-im Bank (Export-Import Bank of the United States) 223-4, 225	صادرات و واردات بانک ایالات متحده
exchange rates 35, 72, 88, 205, 236	نرخ تبدیل
floating 4, 11, 39, 152	شناور
real 71, 83	واقعی
volatility 204, 219	نوسان
exchange-rate risk 24, 26-7, 28-9, 125, 128-9, 208	نرخ ارز
Export Credits Guarantee	گارانتی اعتبارات صادراتی
Department see ECGD	صادرات و واردات بانک متحده
Export-Import Bank of the United	صادرات و واردات بانک ایالات متحده
States see Ex-im Bank	ایالت‌ها
exposure limits 190-2, 193	محدودیت قرار گرفتن در معرض
expropriation 28, 95-6, 103, 138, 139-40, 211	سلب مالکیت
classic political risk 7-8, 58, 103, 181-2	ریسک سیاست کلاسیک
creeping 97, 217	کاهش
Cuba 9, 58	کوبا
mitigating risk of 213, 221, 222	کاهش ریسک
risk of 11, 18, 97, 188, 212	خطر
external factors 64-5, 71-3, 166	عوامل خارجی
external push factors 12, 15-16, 52, 65, 151, 154, 155, 156, 159, 232	عوامل فشار خارجی
external shocks 23, 25, 28, 43, 65-6, 68-9, 77, 96, 131, 156	شوک خارجی
cushioning against 13-14, 74-5, 75, 235-7	ایستادن در برابر
vulnerability to 57, 74-7, 153, 155, 159	آسیب‌پذیری

external vulnerabilities 156	آسیب‌پذیری های خارجی
extractive sector 140, 141, 205, 218-19, 219-20	بخش استخراج
extreme value theory 149	تنوری مقدار حدی
F	
FATF (Financial Action Task Force) 170, 203	گروه ویژه اقدام مالی
FDI (foreign direct investment) 6, 10-11, 37, 58, 97, 125-6, 168	سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی
by US 9, 37, 58	توسط ایالات متحده
cushion against global shocks 74-5, 75	در برابر شوک‌های جهانی ایستادن
in Egypt 84	در مصر
in India 225	در هند
in Russia 120, 121	در روسیه
Federal Reserve 50, 63, 68, 173, 230, 233, 237	فدرال رزرو
interest rates 11, 47, 61, 62, 156, 158	نرخ بهره
monetary policy 1, 12-13, 36, 44	سیاست پولی
tapering 44-5, 65, 69, 153	تضعیف شده
Financial Action Task Force see FATF	گروه ویژه اقدام مالی
financial centres, global 23, 34, 62, 153-4, 155, 232, 237	مراکز مالی جهانی
financial crises 12, 38-43, 40, 47, 78, 108-9, 173	بحران مالی
19th century 34	قرن ۱۹
1929 34-5, 167	۱۹۲۹
1970s 39, 102, 152, 168	دهه ۱۹۷۰
1994 39, 69	۱۹۹۴
Asian see Asian financial crisis (1990s)	آسیایی نگاهی به بحران مالی آسیا (۱۹۹۰س)
booms preceding 154, 154	رونق

each one different 2, 11, 57, 150, 155, 233, 238	هر یک متفاوت است
emerging markets 17, 42	بازارهای نوظهور
Nordic (1990s) 45	نوردیک دهه ۱۹۹۰
predicting 147, 150	پیش‌بینی
prevention 12, 18, 178	پیشگیری
Turkey 54-6	ترکیه
see also defaults; global financial crisis (2008-09)	بحران مالی جهانی ۲۰۰۸-۲۰۰۹
financial instability hypothesis 48-9	فرضیه بی‌ثباتی مالی
financial instruments 2, 10-12, 13, 36, 40, 43, 200, 234	ابزارهای مالی
financial markets 42, 80, 95, 127, 158	بازارهای مالی
liberalisation 39, 59, 61, 91, 158, 167, 168, 229	آزادسازی
financial sector 66, 74, 82, 89, 90	بخش مالی
integration 42, 45, 77, 127, 158	ادغام
risks 27, 89-95, 90, 92-3, 94, 204	خطرات، ریسک‌ها
Financial Services Act see FSA	قانون خدمات مالی
Financial Services Authority see FSA	مقامات خدمات مالی
Financial Stability Board see FSB	شورای مالی ثبات
Financial Stability Oversight Council see FSOB	شورای نظارت بر ثبات مالی
Finland 51	فنلاند
first world war 7, 8, 34, 55, 111	جنگ جهانی اول
fiscal deficits 66, 67, 70, 152	کسری بودجه
fiscal multipliers 172, 173	ضرایب مالی
fiscal policy 13, 48, 96, 101, 131, 152, 234	سیاست مالی
Hungary 198	مجارستان
and monetary policy 15, 63, 95	وسایست پولی

US 81	ایالات متحده
fiscal surpluses 85, 98	مازاد مالی
flexibility 159, 179, 181, 189, 235, 238	انعطاف‌پذیری
foreign currency 24, 184, 208	ارز خارجی
foreign-currency risks 183	ریسک ارز خارجی
foreign-currency borrowing 76, 77, 82	قرض گرفتن ارز خارجی
foreign-currency reserves 30, 39, 76, 89, 153, 173, 235	ذخایر ارز خارجی
foreign-debt-to-GDP ratio 158, 160	نسبت بدهی خارجی به تولید ناخالص داخلی
foreign direct investment see FDI	سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی
foreign investment, political attitudes to 138, 138-9, 143	سرمایه‌گذاری خارجی، نگرش‌های سیاسی
foreign payments imbalances 66, 70-3, 73-4	عدم تعادل پرداخت‌های خارجی
Foreign Terrorist Asset Tracking Centre see FTAT	مرکز پیگیری دارایی‌های تروریست خارجی
former Soviet Union 11, 107, 122, 171	اتحاد جماهیر شوروی سابق
former Yugoslav republics 107	جمهوری‌های یوگسلاوی سابق
"Fragile 5" countries 28, 69, 82	گروه ۵ شکننده
fragile states 88-9, 159, 162	کشورهای شکننده
fragmentation of global economy 18, 37, 38, 96, 170, 174, 179, 231	تقسیم اقتصاد جهانی
France 9, 35, 100, 107, 171, 175, 235	فرانسه
Friedmann, Milton 68, 172	فریدمن، میلتن
frontier markets 13, 79, 79, 88	بازارهای مرزی
FSA (Financial Services Act) 168	قانون خدمات مالی
FSA (Financial Services Authority) 187	اداره خدمات مالی
FSB (Financial Stability Board) 161, 169, 182, 189, 231	شورای مالی ثبات
FSOC (Financial Stability Oversight Council) 168-9	شورای نظارت بر ثبات مالی
FTAT (Foreign Terrorist Asset Tracking Centre) 187-8	مرکز پیگیری دارایی‌های تروریست خارجی

Fukushima Dai-ichi nuclear power plant (Japan) 232	نیروگاه هسته‌ای دایچی فوکوشیما در ژاپن
future contracts 216	قراردادهای آینده
future-flow financing 208-9	تامین مالی آینده
G	
G10 169, 233	گروه G10
G20 43, 169, 172, 173, 179, 182, 231, 233, 20 37	گروه G20
game theory 5	نظریه بازی
GATT (General Agreement on Tariffs and Trade, 1947) 9	توافق عمومی درباره تعرفه‌ها و تجارت، ۱۹۴۷
GCC (Gulf Cooperation Council) 43, 73-4, 76	شورای همکاری خلیج فارس
GDP growth 27, 158	رشد تولید ناخالص ملی
GE 223, 224, 225	جی ای
Gelderen, Jacob van 48	جیکوب وان گلدن
General Agreement on Tariffs and Trade) see GATT	توافق کلی برای مالیات واردات و تجارت
geopolitical risk 17, 18, 28, 37-8, 103, 104-11, 105-7, 109-10, 115, 231, 232	ریسک جغرافیایی-سیاسی
forecasting 147	پیش‌بینی
Georgia 46, 88, 131-2	گرجستان
geostrategic risks 103, 180, 188	خطرات جغرافیایی
Germany 8, 55, 70, 109, 111, 175	آلمان
monetary policies 60, 102	سیاست‌های پولی
Ghana 19, 82, 100	غنا
Glass-Steagall Act 1933 167, 168	قانون گلس-استیگال
global economy 2, 17, 33, 48, 237	اقتصاد جهانی
fragmentation 18, 37, 38, 70, 96, 174, 179, 231	چندپارگی
global financial centres 23, 34, 62, 153-4, 155, 232, 237	مراکز مالی جهانی

global financial crisis (2008-09) 1, 26, 37, 43, 94, 127, 163-4, 170, 200, 215	بحران مالی جهانی ۲۰۰۸-۲۰۰۹
aftermath 5, 17, 42, 80, 182, 232	عواقب
capital export cycle and 40	چرخه صادرات سرمایه و
credit bubble and 42, 47	حباب اعتباری و
failure to predict 230	غیرقابل پیش‌بینی
and globalisation 96	و جهانی‌شدن
Gulf economies and 73, 77	اقتصادهای خلیج فارس و
lessons from 14-15, 148-9, 153-4, 158	درس‌های
and risk transfer 216-17	و انتقال خطر
Russia and 119	روسیه و
Turkey and 56	ترکیه و
vulnerabilities exposed 26, 95	آسیب‌پذیری‌های معلق
global integration 17, 25, 26, 96, 108, 179, 181	ادغام جهانی
global shocks 17, 65, 73, 89, 204	شوک جهانی
cushioning against 235-7	ایستادن در برابر
globalisation 5, 10, 15, 38-9, 52-3, 96, 114, 127	جهانی‌شدن
first era (19th century) 1, 6-7, 10, 34, 37, 38, 50, 167	اولین دوره (قرن نوزدهم)
second era (late 20th century) 10, 34, 35, 37, 42	دوره دوم (اواخر قرن بیستم)
third era 37, 38, 53	دوره سوم
gold standard 34, 35, 38, 167	استاندارد طلائی
governance 26, 115, 122, 137-8, 152, 161, 188	حکومت
corporate 182, 200	شرکت‌های بزرگ، دارای شخصیت حقوقی
governments 14-15, 33, 38, 70, 96, 127, 229	دولت‌ها
bail-outs of banks 40, 41, 80	کمک‌های مالی
interventions 25, 127	مداخلات

and sovereignty 174	و حاکمیت
granularity 160, 161, 187	جزئیات دانه
Great Depression (1930s) 6, 34, 37	رکورد دهه ۱۹۳۰
Greece 30, 40-1, 62, 117, 172, 178, 186	یونان
19th-century defaults 6, 235	نکول‌های قرن نوزدهم
bail-outs 80, 175, 178	تعهدات
and Cyprus 45, 89, 175, 204	و قبرس
debt restructuring 175, 177, 180	تجدید ساختار بدهی
Greenspan, Alan 230	آلن گرینسپن
growth 27, 59, 101, 102, 124, 130, 131, 154, 158, 205	رشد
China 93	چین
euro zone 81	منطقه یورو
volatility 125	نوسان
guarantees 209, 226	تضمین
Guatemala 34	گواتمالا
Guinea 140, 142	گینه
Gulf Cooperation Council see GCC	شورای همکاری خلیج فارس
Gulf states 44, 45, 56, 101, 122, 123	کشورهای حوزه خلیج فارس
support from 84, 85, 108, 174	حمایت از
H	
Haglund, Dan 86-7, 86-7	هاگلند، دان
Hahn, Frank 5	هان، فرانک
Halkbank 137	هالک بانک
Haner, F.T. 10	هانر

Hawke, John D. Jr 185	جان د. هوواک
high-profile projects 141-2	پروژه‌های برجسته
HIPC (heavily indebted poor countries) initiative 76, 175-6	کشورهای فقیر با بدهی سنگین
historical perspective 33, 50, 57-65, 151, 154-5, 229-31, 231-2, 234-5, 238-9	دیدگاه تاریخی
home bias 36, 123	ناهمخوانی‌های داخلی
home-grown factors 12, 46, 65, 155, 156	عامل رشد خانگی
payments crises 17, 28, 78-9	بحران پرداخت
vulnerabilities 15-16, 17, 23, 28-9	آسیب‌پذیری
Honduras 34	هندوراس
Hong Kong 6-7, 51, 89, 221	هنگ‌کنگ
housing bubbles 51, 233	حباب‌های مسکونی
housing cycles 53, 154	چرخه مسکن
housing problem, London 101	مشکل مسکن، لندن
Hungary 64, 68-9, 82, 174, 198	مجارستان
hyperinflation 82, 160	بحران تورم
I	
Iceland 24, 40-1, 89, 197-8	ایسلند
IFC (International Finance Corporation) 217, 226	شرکت سرمایه‌گذاری بین‌المللی
IIF (Institute of International Finance) 12, 169	موسسه سرمایه‌گذاری بین‌المللی
IMF (International Monetary Fund) 9, 12, 35-6, 43, 96, 117, 169, 180, 231	صندوق بین‌المللی پول
and Argentina 99	و آرژانتین
bail-outs 35, 54, 55, 56, 177, 234	کمک‌های مالی
and Egypt 84	و مصر
and Greece 175	و یونان

and Hungary 198	و مجارستان
loans from 42, 54, 55, 56, 58, 63-4	وام از
role 60-1, 171-4, 179, 233	نقش
SDRM 178	سازوکار بازسازی بدهی‌های دولتی
struggling 171, 179	تقلا
and Ukraine 109, 110	و اوکراین
and US 171, 173	و ایالات متحده
Implants 219-20	ایمپلانتس
incomes	درآمد
distribution 83, 112, 117, 161	توزیع
inequality 83, 87-8, 112, 124	نابرابری
India 17, 32, 37, 50, 81, 90-1, 105	هند
Dabhol power project 16, 131, 141, 203, 222-5	پروژه برق دابھول
domestic market 236	بازار داخلی
Licence Raj 137	مجوز
middle class 112	طبقه متوسط
Nestlé in 130	نستله در
one of "Fragile 5" 28, 69, 82	گروه ۵ شکننده
protests 46, 112, 113, 114	اعتراضات
indicators 62, 150, 151-9, 161, 163, 163-4, 234	شاخص
cyclical 151, 154-5, 156	چرخه‌ای
of political instability 103-4	بی‌ثباتی سیاسی
of structural risk 79, 159	ریسک ساختاری
of vulnerability 66	آسیب‌پذیری
see also country risk-rating model Indonesia 11, 19, 26, 28, 69, 69, 81-2, 86, 128	مدل ارزیابی ریسک کشوری اندونزی

industrial sectors, sensitivity 134	بخش صنعتی، حساسیت
industrialisation 59, 84, 102	صنعتی شدن
inequalities 58, 59, 83, 87-8, 112, 124	نابرابری
inflation 13, 71, 128, 129, 131, 152, 158, 160	تورم
Argentina 88, 99, 100, 100	آرژانتین
fuelling 88, 100	سوخت گیری
Nigeria 27	نیجریه
targeting 95, 96	هدف
Turkey 56	ترکیه
Venezuela 138-40	ونزوئلا
inflationary pressures 101, 152	فشارهای تورمی
information 5, 40, 43, 149, 199	اطلاعات
infrastructure 17-18, 26, 86, 135, 136, 136, 205, 220	زیربناهای
infrastructure investment 6, 34, 38, 58, 81, 214	سرمایه‌گذاری زیربنایی
infrastructure projects 218, 222-7	پروژه‌های زیربنایی
innovation 48, 81, 116, 120, 121, 122, 234	نوآوری
Institute of International Finance see IIF	مؤسسه امور مالی بین‌المللی
institutional development 61, 83, 115, 118-22, 137	توسعه نهاد
institutional factors 68, 152, 155, 159	عوامل سازمانی
institutional investors 36, 75	سرمایه‌گذاران نهادی
institutional risk 122-3, 157, 159	خطر سازمانی
institutions 8-9, 12, 78, 103, 121-2, 180, 234-5	مؤسسات
fragility 63, 83, 88	شکندگی
lagging behind development 118-22, 119-21	عقب مانده از توسعه
multilateral 9, 99, 137-8, 179, 193, 211, 217, 231, 233	چندجانبه

political 116-18	سیاسی
and political risk 115-23, 116, 119-21	و ریسک سیاسی
strength 115-16, 116, 135, 225, 235	قدرت
too big to fail 95, 182, 184	موجودیت‌های بسیار بزرگ
weakness 114, 117, 118, 122, 124, 137, 200	ضعف
integration 77, 117	ادغام
financial markets 126, 127, 158	بازارهای مالی
global economy 17, 25, 26, 108, 179, 181, 200	اقتصاد جهانی
regional 46, 73-4, 108	منطقه‌ای
interest rates 91, 93, 128, 161, 163-4, 205	نرخ بهره
Federal Reserve 11, 47, 61, 62, 156, 158	فدرال رزرو
low 17, 76, 98, 100, 154	کم
rises 11, 27, 42, 50, 56, 59, 61, 61, 62, 69, 76, 100	افزایش می‌یابد
US 47	ایالات متحده
interest-rate risk 28-9, 128-9, 129	ریسک نرخ بهره
international bankruptcy code 178	کد ورشکستگی بین‌المللی
International Finance Corporation see IFC	شرکت‌های مالی بین‌المللی
International Monetary Fund see IMF	صندوق بین‌المللی پول
international monetary systems 37, 53, 167-8	سیستم‌های پولی بین‌المللی
international regulation 167-71, 230, 238	مقررات بین‌المللی
investment booms 50-1	رونق سرمایه‌گذاری
investment cycles 15-16, 154	دوره‌های سرمایه‌گذاری
Iran 8, 89, 104, 107, 111, 137, 162, 213	ایران
Iraq 104, 111, 115, 137, 177, 213	عراق
interventions in 14, 84, 104, 105, 109, 109	مداخلات در

Ireland 40-1, 80, 94, 178, 180, 186	ایرلند
Israel 104, 227	اسرائیل
Italy 3, 9, 60, 62, 102, 117, 186, 213	ایتالیا
J	
Jamaica 89	جامائیکا
Japan 37, 43, 47, 51, 62, 81, 232	ژاپن
bubble (1980s-90s) 42, 51	حباب دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰
and China 105	و چین
quantitative easing 69, 81	کاهش کمی
Jersey 32	جرسی
Jordan 108, 175	اردن
JPMorgan 167, 200	جی پی مورگان
jurisdiction risks 26, 29, 30, 125, 134-6, 159	قلمرو قضایی
K	
Kazakhstan 13, 97, 124, 221	قزاقستان
Kenya 82, 140-1, 209	کنیا
Keynes, John Maynard 5, 12	کینز، جان مینارد
Keynesian policies 48, 152	سیاست‌های کینس
Kindleberger, Charles 35, 41-2, 233	چارلز کیدلبرگر
Kirchner, Cristina 99, 100	کریستینا کوچنر
Knight, Frank 5, 29	فرانک نایت
Kondratieff, Nikolai 48	نیکولای کونداتیف
Kose, Ayhan 40, 230-1	آیهان کوزه

Kosovo 88	کوزوو
Kruger, Annie 178	کروگر، آنی
Krugman, Paul 65, 152	پائول کراگمن
Kuwait 45, 73, 74, 84, 213	کویت
Kuznets cycle 48, 51	چرخه کوزنتس
Kyrgyzstan 46	قرقیزستان
L	
labour conditions 135	شرایط کار
Lagarde, Christine 69, 170	لاگارد، کریستین
Lamfalussy, Alexandre 40, 237	لام فلوسی، الکساندر
Laos 227	لائوس
Latin America 34, 59, 65, 87-8, 153	امریکای لاتین
19th-century defaults 6, 34, 58, 109, 154	نکول‌های قرن نوزدهم
1930s defaults 34, 167	نکول‌های دهه ۱۹۳۰
1980s defaults 1, 10, 42, 43, 75-6, 152	نکول‌های دهه ۱۹۸۰
expropriations 212	سلب مالکیت
Leeson, Nick 217	لیسون، نیک
Lehman Brothers 234	شرکت لیمن برادرز
lending boom (1970s) 233	رونق وام‌دهی
level of exposure 205-6	سطح مواجهه
liberalisation 11, 55, 56, 61, 83, 93, 172	آزادسازی
capital flows 25, 41, 42, 44, 138, 236	جریان سرمایه
financial markets 39, 59, 61, 91, 158, 167, 168, 229	بازارهای مالی
trade 132, 138, 167, 168	تجارت

LIBOR interest rates 137, 156	نرخ بهره
Libya 111, 113, 123, 213	لیبی
licence cancellation 9, 95-6, 138	لغو مجوز
Licence Raj 137	مجوز
limit breaches 193, 194-5	محدودیت نقض
liquidity 14, 40, 76, 153, 215	نقدینگی
liquidity crises 23-4, 60, 76-7	بحران نقدینگی
Lloyd's of London 4, 212	لوید لندن
local-currency debt 24-5	بدهی داخلی ارز
London, housing problem 101	لندن، مشکل مسکن
London Club 10, 176	باشگاه لندن
loss given default 135, 207	نکول‌های زیان‌ده
Luxembourg 32	لوکزامبورگ
M	
MAC (material adverse change) clauses 206	تغییرات مادی مواد
macro-prudential policies 233, 234, 236	سیاست‌های احتیاطی کلان
macroeconomic imbalances 65-7	عدم تعادل اقتصاد کلان
macroeconomic volatility 28-9, 125, 130-1, 130, 135	نوسان اقتصاد کلان
Malaysia 11, 25, 93, 209, 236	مالزی
management conflicts 196-7, 197-8	تعارضات مدیریتی
market sentiment 12, 14, 44, 68, 153	وضعیت بازار
Marshall Islands 32	جزایر مارشال
material adverse change see MAC	تغییرات مادی مواد
Mauritius 32	موریس

Mercosur 46, 72	مرکوسور
Merkel, Angela 175	مرکل، آنگلا
Mexico 59, 81-2, 109, 173, 183, 208-9	مکزیک
bail-out (1994) 43, 171, 172	کمک مالی ۱۹۹۴
defaults 34, 109, 235	نکول‌ها
payments crisis (1994) 11, 42, 61, 61-2, 69, 76, 152, 153, 182, 183	بحران پرداخت
and US 72, 207	و ایالات متحده
middle classes 46, 51, 82, 85, 111	طبقه متوسط
rise of 37, 112-13, 113, 113-14	افزایش
Middle East 50, 52, 88, 91, 107, 108, 114, 212	خاورمیانه
middle ground convergence 236	همگرایی میانه
MIGA (Multilateral Investment Guarantee Agency) 9, 11, 19, 211, 212, 219	آژانس تضمین سرمایه‌گذاری چندجانبه
mining sector 50-1, 97, 134, 134, 135, 136, 188	بخش معدنی
taxes 19, 28, 117	مالیات
Minsky, Hyman 48-9	مینسکی، هیومن
models 5-6, 13, 29, 104, 147-51, 158-9, 187, 199	مدل‌های
early-warning models 15	مدل‌های هشدار اولیه
limitations 11, 12, 15, 159, 231-2	محدودیت‌های
purposes 164-5	اهداف
see also country risk-rating model	مدل رتبه‌بندی ریسک کشور
monetary policy 39, 47, 64, 81, 102, 173, 233-4, 236	سیاست پولی
and domestic demand 131	و تقاضای داخلی
and fiscal policy 15, 63, 95	و سیاست مالی
spillover effects 96	اثرات اضافی
US 1, 12-13, 17, 36, 37, 39, 42, 44, 54, 69, 82	ایالات متحده

Mongolia 13, 19, 44-5, 87, 97, 115	مغولستان
Moody's 6, 115, 158, 173	مودیز
moral hazard 7, 12, 92, 174, 182	ریسک اخلاقی
IMF loans and 35, 60-1, 172, 173, 177	وام‌های مستدوق بین‌المللی پول
Morales, Evo 139, 222	مورالس، ايو
Mozambique 13, 88, 136, 140-1	موزامبیک
Mubarak regime 46, 84, 85, 107, 111, 206, 214, 221	رژیم مبارک
multilateral finance 99, 168, 175	سرمایه‌گذاری‌های چندجانبه
multilateral institutions 9, 99, 137-8, 179, 193, 211, 217, 231, 233	مؤسسات چندجانبه
Multilateral Investment Guarantee Agency see MIGA	آژانس تضمین سرمایه‌گذاری چندجانبه
multilateral participation 58, 217-18	مشارکت چندجانبه
multinationals 8, 9, 14, 45-6, 76, 143, 236	شرکت‌های چندملیتی
FDI 10, 58	سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی
risk management 181-2, 187-8, 189	مدیریت ریسک
subsidiaries 31-2, 76	شرکت‌های تابعه
supply chains 35, 37, 45-6	زنجیره تامین
Myanmar 88, 209	میانمار
N	
Nasser, Gamal Abdel 8, 84, 124	ناصر، جمال عبد
national fragmentation 114-15	تقسیمات ملی
national policies 231	سیاست‌های ملی
nationalisation 7-8, 9, 28, 58, 95-6, 103, 114, 139-40, 142, 181-2	ملی‌شدن
banks 231	بانک‌ها
becoming rarer 18, 97, 188, 212	کمیاب شدن

Bollivia 139	بولیوی
Egypt 84	مصر
Latin America 138, 138-9, 139-40, 212, 222	امریکای لاتین
natural catastrophes 18, 105, 232	فاجعه‌های طبیعی
NDF (non-deliverable forwards) 216, 217	قراردادهای آتی غیرتحویلی
Nestlé 8, 130	نستله
the Netherlands 4, 6, 226, 235	هلند
network maps 45	نقشه‌های شبکه
network theory 149	نظریه شبکه
Neumann, John von 5	نویمان، جان فون
Nicaragua 34	نیکاراگونه
Nigeria 26-8, 82, 83, 105	نیجریه
non-deliverable forwards see NDF	قراردادهای آتی غیرتحویلی
non-transfer risk 212, 213-14	ریسک عدم انتقال
Nordic countries 45, 61	کشورهای شمال اروپا
North Africa 28, 91, 108	شمال آفریقا
North Korea 104, 105-7	کره شمالی
Northern Ireland 116	ایرلند شمالی
Norway 51, 72-3	نروژ
O	
obsolescing bargain mechanism 141	مؤثر بودن سازوکار معامله
OECD 163, 169, 183, 185, 232	سازمان همکاری و توسعه اقتصادی
off-balance-sheet accounting 40, 43, 167, 184, 234	زیر خط ترازنامه‌ای
Office of Financial Research see OFR	اداره تحقیقات مالی

Office of Foreign Assets Control 203-4	اداره کنترل دارایی‌های خارجی
Office of the Quartet 227	اداره چهارگانه - ایالات متحده، اتحادیه اروپا، سازمان ملل متحد و روسیه
offshore accounts 208, 222	حساب‌های خارج از کشور
offshore financial centres 79, 89	مراکز مالی ساحلی
OFR (Office of Financial Research) 168-9	اداره تحقیقات مالی
oil 72, 105	نفت
oil crises (1970s) 46, 171	بحران نفت
oil prices 44, 104, 121, 224	قیمت نفت
falls 11, 27, 73, 85	افت
rises 46, 55, 59, 224	افزایش
oil producers 59, 61, 84, 107, 108, 123, 124, 164	تولیدکنندگان نفت
oil revenues 26, 27, 73, 111, 139-40	درآمد نفت
Oman 74	عمان
OPEC 10, 46, 55, 59, 85	اوپک
operational risk 10, 26, 27, 118, 128-9	ریسک عملیاتی
mitigation 207, 218-19, 219-20	کاهش دادن
OPIC (Overseas Private Investment Corporation) 211, 223-4, 224, 225	شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی برون مرزی
opium wars (19th century) 6-7	جنگ های اپیوم
Orascom Telecom 143	اوراسکام تلکام
organisational structures 181, 189-95, 190, 193	ساختار سازمانی
originate-and-distribute model 170, 205-6	مدل مبدأ و توزیع
Ottoman empire 6, 7, 54, 55, 107	امپراتوری عثمانی
over-borrowing 34, 76, 88, 153, 157, 230, 235	وام بیش از حد
over-lending 12, 28-9, 33, 34, 35, 52, 153-4, 155, 229-30, 232	قرض بیش از حد
Overseas Private Investment Corporation see OPIC	شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی در خارج از کشور

P

P&O 143	پی اند او
Pakistan 175, 177	پاکستان
Palestine 104, 203, 225-6, 227	فلسطین
Paraguay 46	پاراگوئه
Paris Club 9, 100, 174, 175-6	
Parmalat 169	پارمالات
patronage 55, 114, 121, 122, 133, 137, 138, 142	حامی
payments crises 1, 2, 15, 76-7, 166, 229, 232-4	بحران‌های پرداخت
global financial centres and 153-4	مراکز مالی جهانی و
home-grown 17, 28, 78-9	رشد خانگی
income inequality and 83	نابرابری درآمد و
political risk and 124	ریسک سیاسی و
risks of 23, 159	ریسک‌ها، خطرات
see also defaults	نکول‌ها
PBoC (People's Bank of China) 92, 93	بانک مردم چین
pension funds 4, 99, 198, 236	صندوق بازنشستگی
PEPs (politically exposed persons) 142, 204	افراد در معرض ریسک سیاسی
permanent income hypothesis 68	فرضیه درآمد دائمی
Peru 34, 88	پرو
Philippines 30, 51, 82, 104, 209	فیلیپین
Poland 68-9, 107, 109, 117	لهستان
policy uncertainty 96, 113-14, 132-3	عدم قطعیت سیاست
political contagion 46	سرایت سیاسی

political crises 23, 89, 99, 131	بحران‌های سیاسی
political instability 46, 85, 103-4, 112, 115, 124, 161	بی‌ثباتی سیاسی
political institutions 116-18	مؤسسات سیاسی
political risk 9, 11, 24, 27, 29, 56, 103-4, 125, 157	خطر سیاسی
avoiding implicit value judgments 123-4	اجتناب از قضاوت ارزش ضمنی
and defaults 28, 111	و نکول‌ها
demographics and 52	آمار جمعیتی و
developed countries 124, 143	کشورهای توسعه‌یافته
financial losses due to 140	زیان‌های مالی به دلیل
forecasting 147, 232	پیش‌بینی
increasing 37, 123	افزایش
indicators 159, 161	شاخص‌ها
institutions and 115-23, 116, 119-21	مؤسسات و
labour conditions and 135	شرایط کار و
nationalisation and expropriation as 7-8, 9, 31, 58, 138, 138-9, 181-2, 212	ملی شدن و سلب مالکیت به عنوان
new forms 18, 188, 231	فرم‌های جدید
and payments crises 124	و بحران پرداخت
strategic countries 107-8	کشورهای استراتژیک
political risk insurance see PRI	بیمه ریسک سیاسی
political trends 28, 111-15, 113-14	روند سیاسی
political violence 27, 52, 212, 221	خشونت سیاسی
politically exposed persons see PEPs	افراد در معرض ریسک سیاسی
portfolio flows 6-7, 10-11, 23, 74-5, 125, 127, 128	جریان‌های سرمایه‌گذاری در سهام
Portugal 6, 80, 118, 178, 180, 186, 235	پرتغال
poverty 87-8	فقر

PRI (political risk insurance) 206, 207, 210-15, 211, 213, 214, 216-17, 218, 219, 220, 222, 226	بیمه ریسک سیاسی
primary exports 72-3, 86	صادرات اولیه
principal components analysis 148	تجزیه و تحلیل اجزای اصلی
private credit/GDP ratio 90, 93, 94, 94	نسبت اعتبار شخصی / تولید ناخالص داخلی
private sector 121, 174, 228	بخش خصوصی
private-sector borrowing 67, 76, 80	وام بخش خصوصی
private-sector capital flows 173, 177	جریان سرمایه در بخش خصوصی
privatisation 55, 59, 83, 85, 93, 97, 99, 123, 168	خصوصی‌سازی
pro-cyclicality 162-3, 184, 194, 200, 210, 237	سیکل
probability 3-4, 5, 25, 29, 147	احتمال
property bubbles 62, 73, 76, 77, 80, 142, 197, 221	حباب دارایی
property prices 163, 190	قیمت املاک
protectionism 11, 14-15, 37, 38, 96, 102, 117, 127, 231	حمایت‌گرایی
Egypt 84	مصر
post-1929 34-5, 167	پس از ۱۹۲۹
protests 18, 46, 52, 84, 101, 116, 123, 139-40	تظاهرات
Egypt 46, 85, 113, 114	مصر
middle class 46, 112-13, 113-14	طبقه متوسط
Russia 101, 112	روسیه
public debt see sovereign debt	بدهی عمومی
public debt crises see sovereign	بحران بدهی عمومی
debt crises	بحران بدهی
public sector 121, 137	بخش عمومی
public-private funding 226-7	تامین مالی دولتی و خصوصی
Puerto Rico 7	پورتوریکو

pull factors 155	فاکتور کشش
push factors 35-6	فاکتور فشار
external 12, 15-16, 52, 65, 154, 155, 156, 159, 232	خارجی
put options 210	قراردادن گزینه
Putin government 120, 121, 122	دولت پوتین
Q	
Qatar 13	قطر
QE (quantitative easing) 15, 39, 68, 69, 81, 95, 236	کاهش کمی
Qtel 226, 227	شرکت کیوتل
qualitative approach 148, 150	رویکرد کیفی
qualitative indicators 161, 164	شاخص‌های کیفی
quantitative easing see QE	کاهش کمی
quantitative methods 148-9, 231-2	روش های کمی
R	
railways 6, 38, 50, 55, 133, 167	راه آهن
rating agencies 10, 63, 115, 123, 127, 153, 162-3	آژانس‌های رتبه‌بندی
criticisms 15, 235	انتقادات
regulation of 169-70, 186-7	مقررات
rating models 25, 150-1, 200-1, 202, 231	مدل های رتبه‌بندی
see also country risk-rating model	مدل رتبه‌بندی ریسک کشور
ratings 10, 117, 157, 186, 187, 188, 191, 235	رتبه‌بندی
blended 221-2	ترکیب
see also sovereign ratings	ارزیابی‌های مستقل

real economy 47, 73, 95	اقتصاد واقعی
recessions 14-15, 18, 46, 54, 55, 56, 73, 178, 198, 232	رکود
recovery ratio 135	میزان بازیابی
regime change 107, 109, 110, 113, 132, 188, 209, 221	تغییر رژیم
regional groupings 174, 179, 180	گروه بندی‌های منطقه‌ای
regional integration 46, 73-4, 108	ادغام منطقه‌ای
regional linkages 45, 77	ارتباطات منطقه‌ای
regression 148, 158	رگرسیون
regression to the mean 4, 150	رگرسیون به معنی
regulation 25, 37, 95, 166, 182, 200, 231, 237-8	مقررات
of banking sector 56, 61, 93	بخش بانکی
changes 19, 213	تغییرات
complexity 18, 83, 170, 178-9, 186	پیچیدگی
and internal organisation of country risk 183-7, 186-7	و سازمان داخلی ریسک کشوری
international 167-71, 230, 238	بین‌المللی
of multinationals 187-8	از شرکت‌های چندملیتی
of rating agencies 186-7	از سازمان‌های رتبه‌بندی
and risk management 19, 181	و مدیریت ریسک
of sovereign risk 185	ریسک حکومتی
weak 89	ضعف
see also Basel accords	توافقنامه های بازل
regulators 47, 142, 186	تنظیم کننده ها
regulatory bodies 135, 169-70, 179	بنگاه های نظارتی
regulatory risks 26, 27, 95, 97, 133, 178-9	خطرات نظارتی
regulatory uncertainty 125, 131-2, 223	عدم اطمینان نظارتی

Reinhart, Carmen 41, 45, 230, 234-5	راین‌هارت، کارمن
religious factors 68, 107, 114, 116	عوامل مذهبی
remittances 10, 71, 84, 126-7	پول نقد
Renault 128-9	رنو
repatriation 10, 23, 99, 209, 236	بازپرداخت
repression 106-7, 115, 123	سرکوب
Repsol 99, 100, 139, 140	رپسول
reputational risk 137, 142, 188, 203-4, 205	ریسک اعتبار
reregulation 167, 168, 186	تنظیم مجدد
resource curse 86-7, 86-7, 88	نفرین منابع
resource nationalism 18, 97, 140-2	ملی‌گرایی منابع
resource-based economies 79, 79, 85-8, 86-7, 116, 122	اقتصادهای مبتنی بر منابع
resources 87, 88, 95, 98, 105 Rio Tinto 136, 140	منابع
risk 2-4, 5, 29, 35, 40, 215	ریسک
risk appetite 44, 60, 62, 189, 189-90, 198, 215	ریسک‌پذیری
risk management 3, 8-9, 19, 43, 181, 182, 187	مدیریت ریسک
risk management function 29, 182, 195-201, 195, 197-8, 202	عملکرد مدیریت ریسک
risk transfer instruments 210-17, 211, 213, 214, 219	ابزارهای انتقال خطر
risk-weighted assets see RWA	دارایی‌های موزون به ریسک
Rogoff, Kenneth 45, 230, 234-5	روگوف، کنث
Roshan telecoms project 16, 203, 225, 226, 227-8	پروژه های مخابراتی روشن
Rostow, Walt 48, 151	روست و والت
rule of law 26, 30, 83, 114, 122, 123, 135, 137	نقش قانون
rules-based system 18, 178-9, 231	قوانین مبتنی بر سیستم
Rurelec 138, 138-9	رورلک

Russia 13, 17, 42, 56, 58, 81, 87, 105, 227	روسیه
annexation of Crimea 105, 109, 110	انحصار جزیره کریمه
country risk 30	ریسک کشوری
defaults 1, 11, 24, 42, 72, 110, 111, 177, 182, 234, 237	نکول‌ها
and EU 109-10	و اتحادیه اروپا
and former Soviet states 107	و شوروی سابق
fragile institutions 111	موسسات شکننده
investment-grade rating 235	رتبه‌بندی سرمایه‌گذاری
loans from 174	وام از
modernisation 87, 119-21	مدرنیزاسیون- مدرن‌سازی
protests 101, 112	تظاهرات
sanctions on 2, 104, 121	تحریم‌ها در
tax investigations 133	بازجویی‌های مالیاتی
and Ukraine 108, 109-10, 115, 121	و اوکراین
and US 109-10, 119	و ایالات متحده
utility price freeze 132	ثابت نگه‌داشتن قیمت
RWA (risk-weighted assets) 183, 184, 185	دارایی‌های موزون به ریسک
Rwanda 88	رواندا
S	
S5 (systemically important economies) 43	اقتصادهای مهم سیستماتیک
sanctions 2, 88, 104, 105, 121, 137, 162, 204	تحریم‌ها
Sarbanes-Oxley Act 2002 182, 187	قانون ساربانس-آکسلی مصوبه سال ۲۰۰۲
Sarkozy, Nicholas 175	نیکولاس سارکوزی
Saudi Arabia 85, 104, 105, 107, 115	عربستان سعودی

savings 66-8, 66, 67, 75, 83, 91	پس‌انداز
scenario analysis 162, 199	تجزیه و تحلیل سناریو
Schumpeter, Joseph 48	جوزف شومپتر
Scotland 117	اسکاتلند
seabed rights 44, 105	حقوق بشر
SEC (Securities and Exchange Commission) 10, 182, 186	کمیسیون اوراق بهادار و بورس
sector-specific risks 125, 133-4, 134	ریسک‌های مربوط به بخش خاص
securitisation 170-1, 184, 206-7, 230, 234	اوراق بهادار
security risks 27-8, 135, 227	خطرات امنیتی
separatist pressure 18, 116, 117	فشار استقلال‌گرایان
Serbia-Montenegro 177	مربستان- مونته‌نگرو
shadow banking sector 51, 91, 92, 93, 95, 185, 207, 230	بخش بانکی سایه
short-termism 101	کوتاه مدت
Sierra Leone 88	سیرالئون
Singapore 13, 80, 236	سنگاپور
Sinosure 211, 222	شرکت سینسور
Skidelsky, Robert 167-8	روبرت اسکیدلسکی
Slovenia 30	اسلوونی
small-island economies 79, 89	اقتصادهای جزایر کوچک
social change 28, 37, 56, 118, 137	تغییر اجتماعی
social trends 28, 111-15, 113-14	روند اجتماعی
Solow, Robert 5	رابرت سولو
Soros, George 60	جورج سورس
South Africa 19, 81-2, 93, 105, 135, 140-1, 219-20	آفریقای جنوبی
one of "Fragile 5" 28, 69, 82	گروه ۵ شکننده

South Korea 11, 51, 76, 80, 83, 93, 124, 173	کره جنوبی
and Japan 106	و ژاپن
middle class 112	طبقه متوسط
and North Korea 105-6, 107	و کره شمالی
South Sudan 87, 88, 209	سودان جنوبی
South-East Asia 46, 72	جنوب شرقی آسیا
southern euro zone 15, 30, 70, 164, 215	منطقه یورو جنوبی
southern Europe 118, 238	جنوب اروپا
sovereign bonds 44-5, 232	اوراق قرضه دولتی
sovereign debt 15, 24, 30, 76, 80, 82, 158, 186	بدهی‌های دولتی
EU 63	اتحادیه اروپا
Nigeria 27	نیجریه
sovereign debt crises 40, 41, 94, 158, 192, 229-30	بحران بدهی‌های حاکم
euro zone 1, 43, 124	منطقه یورو
see also debt crises	رجوع به بحران بدهی
sovereign default risk 150-1, 159, 184	بحران‌های پرداخت حاکم
sovereign defaults 23, 41, 41, 115, 117, 148-9, 182, 191	پرداخت حاکم
preceded by IMF programmes 173	پیش از برنامه‌های صندوق بین‌المللی پول
sovereign effectiveness 157	اثربخشی مستقل
sovereign ratings 6, 10, 25, 30, 81, 184, 192-3, 235	ارزیابی‌های مستقل
downgrades 80, 81, 117	تنزل رتبه
sovereign risk 24, 24-5, 26, 27, 29, 30, 185-7, 191	ریسک حکومتی
developed countries 62-4, 63, 185	کشورهای توسعه‌یافته
sovereign wealth funds 27, 36, 85	صندوق‌های مستقل ثروت
sovereignty 7-9, 18, 174, 178-80, 230	حق حاکمیت

Soviet Union 11, 72, 107, 122, 171	اتحاد جماهیر شوروی
Spain 51, 80, 94, 142, 186, 221	اسپانیا
defaults 6, 7, 235	نکول‌ها
and ERM 60, 102	مدیریت ریسک کلی
separatist movements 116, 117	جنبش‌های استقلال‌گرایان
spillover effects 96, 148, 169, 215	اثرات اضافی
Standard Bank 225-6, 226	استاندارد بانک
standards 169, 230, 231	استانداردها
Starbucks 132-3	استارباکس
state 11, 121, 122	دولت
state sector 122-3	بخش دولتی
state-dominated banking sector 90-1, 90, 92-3, 216	بخش بانکی تحت سلطه دولت
stockmarket crash (1929) 34, 233	سقوط بازار سهام
strategic countries 107-8, 175	کشورهای استراتژیک
strikes 18, 99, 100, 161, 220	اعتصاب
structural reforms 59, 78, 83, 172	اصلاحات ساختاری
structural risk 79-89, 79, 81, 84-5, 86-7, 159	ریسک ساختاری
structural weaknesses 70, 95, 155	ضعف‌های ساختاری
structuring 206-7	ساختار
sub-Saharan Africa 76, 90, 176, 209	جنوب صحرای آفریقا
subprime mortgage-backed products 15, 42, 43, 132, 133, 186	محصولات با پشتوانه رهنی
subsidiaries 31-2, 76	شرکت‌های تابعه
Sudan 87	سودان
sudden-stop crises 12, 17, 23, 40, 41, 60-1, 129, 153	بحران‌های ناگهانی
vulnerability to 56, 61-2, 66, 68, 76, 93-4, 204	آسیب‌پذیری به

sudden-stop models 153-4, 154	مدل‌های ناگهانی
Suez Canal crisis (1956) 8, 171	بحران کانال سوئز
supply chains 45-6, 82-3, 139	زنجیره تامین
Sweden 45, 51	سوئد
Switzerland 8, 32, 212	سوئیس
Syria 1, 109, 115, 122	سوریه
system-integrator firms 35, 37, 45-6	شرکت‌های سازنده سیستم
T	
T&C (transfer and convertibility)	انتقال و تبدیل‌پذیری
risks 19, 24, 25-6, 26, 29, 30, 95, 125, 126-7, 183, 192	خطرات
mitigation 208, 210	کاهش دادن
Taiwan 11	تایوان
take-off model 151-2	مدل برداشتن
Tanzania 140-1	تانزانیا
tapering 36, 44-5, 65, 69, 153, 236	تضعیف شده
tariffs 9, 35, 59, 102, 132	تعرفه‌ها
taxation 132-3, 140-1	مالیات
taxes 19, 28, 97, 99, 117, 143, 198	مالیات‌ها
Telasi 131-2	تلاسی
Telmex 208-9	تلمکس
tenor 193-4, 193, 210, 222	تنور
terms-of-trade shocks 46, 72	شرایط شوک‌های تجاری
terrorism 28, 89, 103, 116, 135, 161	تروریسم
Tesco 134-5	تسکو

Thailand 11, 46, 51, 62, 81-2, 93, 111-12, 113, 115	تایلند
Thatcher, Margaret 118	تاچر، مارگارت
"this time is different" 230-1	این زمان متفاوت است
thresholds, setting 160	آستانه، تنظیم
time horizons 162, 193-4, 193, 197, 210	افق‌های زمانی
too-big-to-fail entities 95, 182, 184	موجودیت‌های بسیار بزرگ
trade 37, 45-6, 71-3, 82, 132	تجارت
liberalisation 9, 132, 138, 167, 168	آزادسازی
trade blocs 82, 179	بلوک‌های تجاری
trade deficits 70	کسری تجاری
trade finance 37, 58, 125, 125-6	تجارت مالی
trading desks 196-7, 197-8, 198	علامت تجاری
transfer and convertibility risks see T&C	ریسک‌های انتقالی و تبدیل‌پذیری
transition economies 11, 171, 175	اقتصاد گذار
transition periods 17, 37-8, 52-3	دوره‌های گذار
transparency 26, 83, 137, 177, 199, 236	شفافیت
weak 13, 90, 122, 123, 133, 234	ضعیف
transport 36, 87, 205	حمل و نقل
Tullow Oil 142	تالو اویل
Tunisia 71, 82, 111, 113, 113, 114, 193	تونس
Turkey 67, 68, 81-2, 93, 97, 105, 118, 137	ترکیه
crises 1, 42, 54-6, 102	بحران
and EU 56, 72	و اتحادیه اروپا
and IMF 173, 174	و صندوق بین‌المللی پول
income inequalities 111-12, 113	نابرابری درآمد

one of "Fragile 5" 28, 69, 82	گروه ۵ شکننده
protests 46, 112, 113, 114	اعتراضات
tax investigations 133	تحقیقات مالی
Turkmenistan 123	ترکمنستان
U	
UAE (United Arab Emirates) 74, 77	امارات متحده عربی
UK 34, 40-1, 43, 50, 62, 107, 111, 176, 209, 221	انگلستان
2008-09 crisis 109, 197-8	بحران ۲۰۰۸-۲۰۰۹
bail-outs 80, 171	کمک‌های مالی
bank collapses 42, 178	فروپاشی بانک
banking regulations 133	مقررات بانکی
deregulation 168	مقررات زدایی
and ERM 60, 102	مدیریت ریسک کلی
EU membership 118	عضویت اتحادیه اروپا
and gold standard 35	و استاندارد طلا
housing problem 101	مشکلات مسکن
and Iran 8	و ایران
and mining companies 97	و شرکت‌های استخراج معدن
monetary policy 60	سیاست‌های پولی
overseas investment 6, 95	سرمایه‌گذاری در خارج از کشور
privatisations 168	خصوصی‌سازی
property bubble (1990s) 51	حباب اموال (۱۹۹۰س)
social trends 111	روند اجتماعی
tax-avoidance furore 132-3	طرح‌های لغو مالیات

Thatcher government 118	دولت تاجر
utility prices 97	قیمت ابزار
see also ECGD; Northern Ireland	رجوع به بخش تأمین اعتبارات صادراتی ایرلند شمالی
Ukraine 17, 46, 82, 174	اوکراین
2014 crisis 2, 23, 44, 108, 109-10, 121, 188, 232	بحران ۲۰۱۴
protests 46, 112, 113, 113, 114	تظاهرات
and Russia 108, 109-10, 115, 121	و روسیه
UN 7, 88, 179, 227	سازمان ملل متحد
uncertainty 2, 4-5, 15, 29, 101, 125, 147, 154-5, 179	عدم قطعیت
unemployment 60, 73, 81, 85, 117, 134, 161 unrest 84, 100, 107, 116	بیکاری
urbanisation 37, 51, 68, 82, 85, 112, 133	شهرنشینی
Uruguay 46, 177	اروگوئه
US 1, 8, 34, 43, 121, 176, 213, 227	ایالات متحده
and Afghanistan 14, 105, 107-8, 109, 109	و افغانستان
assistance for Jordan 108	کمک برای اردن
bank collapses 42, 178	فروپاشی بانک
banking crises 40-1, 197-8	بحران بانکی
banking sector 95, 133	بخش بانکی
and Basel accords 185	و موافقتنامه‌های بازل
and China 70, 96, 120	و چین
corruption regulators 142	تنظیم کننده‌های فساد
credit bubble 14, 42, 47	حباب اعتباری
crises 50, 61, 234	بحران ها
current-account deficit 14, 233	کسری حساب جاری
deregulation 168	مقررات زدایی

dotcom bubble 42, 50, 56, 133	حباب دات کام
economic recovery 50	بهبود اقتصادی
FDI 9	سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی
financial crisis (2008) 234	بحران مالی (۲۰۰۸)
fiscal policy 81	سیاست مالی
housing 45, 51	مسکن
and IMF 171, 173	و صندوق بین‌المللی پول
income distribution 117	توزیع درآمد
insurers 211, 212	بیمه‌گران
interest rates 42, 47, 50, 69	نرخ بهره
and Iran 104	و ایران
and Iraq 14, 84, 104, 105, 109, 109	و عراق
and Mexico 72	و مکزیک
monetary policy 1, 12-13, 17, 36, 37, 39, 42, 44, 54, 69, 82	سیاست‌های پولی
and North Korea 106	و کره شمالی
and rating agencies 186	و سازماهای رتبه‌بندی
rating downgrade 117	کاهش رتبه
regulation 132, 168-9, 182	مقررات
Russia and 109-10, 119	روسیه و
"savings glut" 47	صرفه‌جویی در مصرف انرژی
sensitivity to foreign investment 143	حساسیت به سرمایه‌گذاری خارجی
shadow banking sector 95	بخش بانکی سایه
shale gas 72	گاز شیل
tapering 36, 44-5, 65, 69, 153	تضعیف شده
and TPP (Trans-Pacific Partnership) 179	پیمان تجاری و سرمایه‌گذاری ترنس-پسفیک اقیانوس آرام

and TTIP (Transatlantic Trade and Investment Partnership) 179	پیمان تجاری و سرمایه‌گذاری ترنس-آتلانتیک اقیانوس اطلس
and Ukraine 109	و اوکراین
wage stagnation 80	رکود دستمزد
see also Federal Reserve; subprime mortgage-backed products	رجوع به فدرال رزرو محصولات تحت عنوان وام مسکن
US dollar 35, 37, 50, 61, 71, 227	دلار آمریکا
utility tariffs 97, 98	تعرفه‌های آب و برق
Uzbekistan 122	ازبکستان
V	
value judgments 123-4	قضاوت ارزش‌ها
Vedanta 135	ودانتا
Venezuela 25, 46, 82, 100, 112, 127	ونزوئلا
defaults 34, 115, 235	نکول‌ها
income inequality policies 87-8	سیاست‌های نابرابری درآمد
nationalisations 138, 139-40, 212	ملی‌شدن
Vietnam 82, 122, 213	ویتنام
volatility 28-9, 44, 76, 93, 101, 125, 173, 200	نوسان
capital flows 180, 236	جریان سرمایه
currencies 129, 182	ارزها
economic policy 204	سیاست اقتصادی
exchange rates 204, 219	نرخ ارز
vulnerability factors 66	عوامل آسیب‌پذیری
W	

wars 28, 37, 38, 80, 89, 107-8, 109, 174	جنگ
Afghanistan 14, 105, 107-8, 109	افغانستان
civil 88, 110, 118, 124, 136	داخلی
and defaults 58, 108-11, 109-10	و نکولها
Iraq 14, 84, 104, 105, 109, 109	عراق
Wataniya telecoms project 16, 203, 225-6, 227	پروژه شرکت مخابراتی واتانیا
watch lists 193, 194, 197	فهرست تحت نظر
weighting 157, 158, 159, 160	بار
willingness to pay 115, 155, 184	تمایل به پرداخت
World Bank 9, 38, 49, 91, 139, 193, 211, 217, 224	بانک جهانی
Doing Business index 135, 161	فهرست انجام کسب و کار
HIPC initiative 76	طرح کشورهای فقیر و بمشددت بدهکار HIPC
World Trade Organisation 120, 179	سازمان تجارت جهانی
WorldCom 169, 182	ورلدکام
Y	
YPF 18, 99, 100	YPF
Yugoslavia 176	یوگسلاوی
Z	
Zaire (now DRC) 75, 176	جمهوری زئیر
Zambia 19, 135	زامبیا
Zimbabwe 89, 218-19, 219-20	زیمبابوه
Zimplats 218-19, 219-20	زیمپلاتس



در زمانی که به تجارت فرامرزی می‌پردازیم، ممکن است مرتکب چه اشتباهاتی شویم؟ و چگونه می‌توانیم ریسک‌های ناشی از تغییر شرایط سیاسی و اقتصادی را مدیریت کنیم؟

در دنیایی که روز به روز بیشتر با هم در ارتباط هستیم، نه تنها شرکت‌های چندملیتی و بانک‌ها، بلکه حتی کوچک‌ترین بنگاه‌های اقتصادی نیز باید نسبت به ریسک‌های انجام کسب‌وکار در سطح جهانی آگاه باشند.

بحران مالی جهانی، بهار عربی و بی‌ثباتی در اوکراین، نشان داد که چگونه وخامت اوضاع یک کشور، تأثیرات گسترده جهانی را به دنبال خواهد داشت. آگاهی نسبت به علائم هشداردهنده و آمادگی برای رویارویی با این چالش‌ها، نه تنها کسب‌وکار را از مواجهه با بدترین وضعیت خود محافظت می‌کند، بلکه فرصت‌های جدیدی را در برابر شما قرار می‌دهد. مینا تاکسوز، متخصص پیش‌تاز در کتاب اکونومیست تحت عنوان راهنمای ریسک‌کشوری، تشریح می‌کند که:

- چه عاملی اقتصاد را در برابر شوک‌های داخلی و جهانی آسیب‌پذیر می‌کند
- چرا بازارها، کمتر به ریسک سیاسی و جغرافیایی اهمیت می‌دهند
- چگونه مدل‌ها از پیش‌بینی ریسک‌کشوری عاجز می‌مانند
- چگونه مقررات پیشگیرانه بحران‌های جهانی می‌توانند عواقب پیش‌بینی نشده‌ای را به همراه داشته باشند
- بهترین و موفق‌ترین ساختار سازمانی برای مدیریت ریسک‌کشوری کدام است
- چگونه می‌توان ریسک‌های کشوری در معاملات را کاهش داد.

کتاب راهنمای ریسک‌کشوری اکونومیست، با ارائه یک رویکرد نظام‌مند به‌منظور شناسایی، مدیریت و کاهش ریسک‌های کشوری، ضمن معرفی مطالعات موردی مرتبط، یک ماخذ حیاتی برای کلیه افرادی است که به تجارت بین‌المللی می‌پردازند.

۱۴۵۰۰۰ تومان

ISBN:978-622-95477-2-4



9 786229 547724

