

Χρηματιστηριακοί δείκτες Η.Π.Α. και λοιπών αγορών: Διερεύνηση σχέσεων εξάρτησης

Του κ. Θεοδώρου Σ. ΠΡΙΝΙΩΤΑΚΗ, MSc.

1. Εισαγωγή

Στη νέα συνεχώς μεταβαλλόμενη παγκόσμια πραγματικότητα, είναι επιτακτική η ανάγκη εντοπισμού και διερεύνησης των παραγόντων, που μπορούν να εξηγήσουν, έως ένα ποσοστό, τις διακυμάνσεις και την πορεία των αγορών.

Σύμφωνα με την περισσότερο διαδεδομένη αντίληψη τόσο των παραγόντων των κεφαλαιαγορών, όσο και του επενδυτικού κοινού, υπάρχει ένας σημαντικός βαθμός αλληλεξάρτησης των αγορών παγκοσμίως και κατ' επέκταση των χρηματιστηρίων. Σύμφωνα με την ίδια άποψη, είναι βαρύνουσας σημασίας ο ρόλος της οικονομίας των Η.Π.Α., ως παράγοντα που την τελευταία δεκαετία οδηγεί τις εξελίξεις στις παγκόσμιες αγορές.

Βασικός σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να εξετάσουμε το κατά πόσο μπορεί να επιβεβαιωθεί επιστημονικά κάποια σχέση, που να συνδέει την αγορά των Η.Π.Α. με τις διεθνείς αγορές, καθώς επίσης και να διερευνηθεί ο βαθμός που ο συστηματικός κίνδυνος της αγοράς των Η.Π.Α. (δηλαδή κατ' ουσία οι παράγοντες που επηρεάζουν την αγορά των Η.Π.Α.) μπορεί να εξηγήσει την πορεία-κίνηση των αγορών. Προκειμένου να προχωρήσουμε στην έρευνά μας έχουμε επιλέξει 14 διεθνείς αγορές (περιλαμβανομένης και της Ελλάδας), οι οποίες αποτελούν αντιπροσωπευτικό δείγμα και καλύπτουν κυρίως από άποψη κεφαλαιοποίησης¹ αλλά και από διάφορες άλλες απόψεις (γεωπολιτικά, οικονομικά κ.ά.) ένα σημαντικό φάσμα - εύρος των παγκόσμιων αγορών.

Η σύγκριση που θα πραγματοποιηθεί εστιάζεται στη σχέση των κύριων χρηματιστηριακών δεικτών των αγορών με το βασικό χρηματιστηριακό δείκτη των Η.Π.Α. «Dow Jones» την τελευταία 10ετία². Θα επιχειρήσουμε λοιπόν να εξηγήσουμε σε οικονομικούς όρους την επιρροή του δείκτη Dow Jones στους χρηματιστηριακούς δείκτες των αγορών

1. Ως κεφαλαιοποίηση μιας χρηματιστηριακής αγοράς ορίζεται το άθροισμα των γινομένων των μετοχών όλων των εισηγμένων εταιριών επί την τρέχουσα (κάθε στιγμή) τιμή της κάθε μετοχής.

2. Στην παρούσα έρευνα υπολογίζουμε τους κινητούς μέσους όρους πέντε μηνών των αποδόσεων των χρηματιστηριακών γενικών δεικτών των χωρών του δείγματος στη δεκαετία. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνουμε την εξομάλυνση του δείγματος και περιορίζουμε σημαντικά τις ακραίες διακυμάνσεις.

που έχουμε επιλέξει, και να καταλήξουμε σε χρήσιμα συμπεράσματα για την πορεία των οικονομιών και τους παράγοντες που τις επηρεάζουν.

Διακρίνουμε τις αγορές του δείγματός μας όπως φαίνεται δίπλα στον πίν. 1.

Η χρονική περίοδος που καλύπτει η βάση των δεδομένων που έχουν χρησιμοποιηθεί (BLOOMBERG) εκτείνεται για όλους τους χρηματιστηριακούς δείκτες των χωρών του δείγματος από 1/1991 έως 8/2001.

Για τους χρηματιστηριακούς δείκτες των χωρών: Τουρκία, Ιταλία, Πορτογαλία η διαθέσιμη βάση πληροφοριών ξεκινά από 2/1992, 1/1993, και 4/1993 αντίστοιχα.

Η έρευνα που θα πραγματοποιήσουμε βασίζεται στη χρήση και ερμηνεία ορισμένων βασικών στατιστικών εννοιών και άλλων παραμέτρων. Συγκεκριμένα, θα επιχειρήσουμε να εξάγουμε συμπεράσματα αναφορικά με τη σχέση της αγοράς των Η.Π.Α. με τις διεθνείς αγορές, χρησιμοποιώντας τα ακόλουθα στοιχεία:

- συντελεστή συσχέτισης
- λόγο τυπικών αποκλίσεων
- συντελεστή βήτα
- μέση διαφορά αποδόσεων και τυπική απόκλιση.

Στα ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ Ι και ΙΙ, παρατίθενται ορισμοί και επεξηγήσεις των παραπάνω εννοιών, που θεωρούμε χρήσιμα για την πλήρη κατανόηση της ανάλυσης που ακολουθεί.

2. Μέθοδοι

2.1. Συντελεστής Συσχέτισης

Είναι ιδιαίτερα ενδιαφέρον το γεγονός, ότι η επικρατούσα αντίληψη των παραγόντων των αγορών και του επενδυτικού κοινού, ότι η αγορά των Η.Π.Α. αποτελεί τον κεντρικό ρυθμιστή των παγκόσμιων οικονομιών, από την θεώρηση του συντελεστή συσχέτισης ρ , φαίνεται καταρχήν να μην επιβεβαιώνεται.

Συγκεκριμένα όπως φαίνεται από τον Πίνακα 2 οι χώρες του δείγματός μας εμφανίζουν στην πλειοψηφία τους στη δεκαετία, συντελεστή συσχέτισης μεταξύ 0 και 0.55. πράγμα που σημαίνει, ότι δεν υπάρχουν ομοιότητες στην πορεία των αγορών αυτών σε σχέση με την πορεία του Dow Jones στις Η.Π.Α. Μοναδικές εξαιρέσεις αποτελούν: η Μ. Βρετανία, η οποία εμφανίζει στη δεκαετία τον υψηλότερο βαθμό συσχέτισης με τις Η.Π.Α. (0.70), η Αυστραλία (0,56) και η Ισπανία (0.59). Κατ' ουσία μόνο η συσχέτιση Η.Π.Α. - Μ. Βρετανίας (0,7) μπορεί να θεωρηθεί ως σημαντική. Η μη είσοδος στη Ε.Ε., η σταθερή ανάπτυξη των βασικών μεγεθών της οικονομίας, οι στενοί συνδετικοί κρίκοι με τις αγορές των Η.Π.Α. και το γεγονός, ότι η Μ. Βρετανία αποτελεί τον κύριο ευρωπαϊκό πόλο διεθνών συναλλαγών και τη γέφυρα για την επένδυση των ευρωπαϊκών κεφαλαίων στις Η.Π.Α., εξηγούν σε μεγάλο ποσοστό τη σημαντική συσχέτιση με την αγορά των Η.Π.Α.

Το μικρότερο βαθμό συσχέτισης εμφανίζουν η Βραζιλία (-0,02) και η Ιαπωνία (0.24) συμπέρασμα, που είναι αναμενόμενο κυρίως λόγω ισχυρών ενδογενών παραγόντων οι οποίοι επηρέασαν κατά καιρούς τις αγορές των χωρών αυτών. Ειδικότερα, ο χρηματιστηριακός δείκτης IBOV της Βραζιλίας έχει σημειώσει διαχρονικά τη μεγαλύτερη άνοδο από κάθε άλλη αγορά. Οι υψηλές διακυμάνσεις των τιμών, ο αυξημένος κεφαλαιακός κίνδυνος και κίνδυνος πτώχευσης της οικονομίας της χώρας, καθώς και η χειραγώγηση των τιμών, συνθέτουν μια εικόνα όπου ο συστηματικός κίνδυνος χαρακτηρίζεται ως ιδιαίτερα υψηλός. Ως εκ τούτου, φυσιολογική κρίνεται η χαμηλή συσχέτιση της αγοράς αυτής με την αγορά των Η.Π.Α.. Όσον αφορά την Ιαπωνία, η χώρα αυτή αντιμετώπισε την τελευ-

Πίνακας 1
Επιλεγμένοι Δείκτες Διεθνών Χρηματιστηριακών Αγορών

ΕΥΡΩΠΑΙΚΕΣ		ΕΚΤΟΣ ΕΥΡΩΠΗΣ	
Leaders	Λοιπές ανεπτυγμένες	Αναπτυγμένες	Αναπτυσσόμενες
Μ. Βρετανία (FTSE-100)	Ελλάδα (GI)	Αυστραλία (ASX-all ordinaries)	Ταϊβάν (TSE-Weighted)
Γαλλία (CAC-40)	Ιρλανδία (SEQ Overall)	Ιαπωνία (NIKKEI-225)	Τουρκία (ISE NATIONAL-100)
Γερμανία (DAX-30)	Ισπανία (IBEX-35)	Hong-Kong (HIS)	Βραζιλία (IBOV)
Ιταλία (MIB-30)	Πορτογαλία (BSI-20)		

Πίνακας 2
Συσχέτιση Αγορών (Correlation Coefficient matrix) σε 10ετή βάση παρατηρήσεων

	Η.Π.Α.	ΓΑΛΛΙΑ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΡΛΑΝΔΙΑ	Μ.ΒΡΕΤ.	ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	ΤΟΥΡΚΙΑ	ΙΑΠΩΝΙΑ	ΤΑΙΒΑΝ	HONG-KONG	ΒΡΑΖΙΛΙΑ	ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ
Η.Π.Α.	1,00	0,55	0,49	0,53	0,59	0,29	0,53	0,70	0,35	0,35	0,24	0,25	0,53	-0,02	0,56
ΓΑΛΛΙΑ	0,55	1,00	0,86	0,61	0,83	0,76	0,60	0,67	0,77	0,57	0,22	0,35	0,35	0,001	0,53
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	0,49	0,86	1,00	0,55	0,84	0,76	0,61	0,59	0,84	0,59	0,25	0,47	0,34	0,12	0,54
ΕΛΛΑΔΑ	0,53	0,61	0,55	1,00	0,61	0,37	0,40	0,47	0,45	0,28	0,26	0,30	0,22	-0,02	0,37
ΙΣΠΑΝΙΑ	0,59	0,83	0,84	0,61	1,00	0,74	0,79	0,73	0,86	0,48	0,31	0,45	0,33	0,11	0,65
ΙΤΑΛΙΑ	0,29	0,76	0,76	0,37	0,74	1,00	0,57	0,52	0,82	0,47	0,21	0,25	0,15	0,24	0,37
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	0,53	0,60	0,61	0,40	0,79	0,57	1,00	0,63	0,67	0,36	0,21	0,26	0,17	0,04	0,65
Μ.ΒΡΕΤΑΝΙΑ	0,70	0,67	0,59	0,47	0,73	0,52	0,63	1,00	0,64	0,36	0,17	0,18	0,42	0,06	0,56
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	0,35	0,77	0,84	0,45	0,86	0,82	0,67	0,64	1,00	0,49	0,15	0,41	0,24	0,31	0,44
ΤΟΥΡΚΙΑ	0,35	0,57	0,59	0,28	0,48	0,47	0,36	0,36	0,49	1,00	0,23	0,45	0,32	0,18	0,41
ΙΑΠΩΝΙΑ	0,24	0,22	0,25	0,26	0,31	0,21	0,21	0,17	0,15	0,23	1,00	0,35	0,23	0,16	0,27
ΤΑΙΒΑΝ	0,25	0,35	0,47	0,30	0,45	0,25	0,26	0,18	0,41	0,45	0,35	1,00	0,41	0,35	0,25
HONG-KONG	0,53	0,35	0,34	0,22	0,33	0,15	0,17	0,42	0,24	0,32	0,23	0,41	1,00	0,41	0,62
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	-0,02	0,01	0,12	-0,02	0,11	0,24	0,04	0,06	0,31	0,18	0,16	0,35	0,41	1,00	0,28
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	0,56	0,53	0,54	0,37	0,65	0,37	0,65	0,56	0,44	0,41	0,27	0,25	0,62	0,28	1,00

ταία δεκαετία έντονα εσωτερικά προβλήματα (παρατεταμένη ύφεση, τραπεζικές και χρηματιστηριακές κρίσεις, μειωμένη κατανάλωση κ.λ.) με αποτέλεσμα η αγορά της να κινείται³ ανεξάρτητα από την αγορά των Ηνωμένων Πολιτειών⁴.

Μπορούμε ακόμη να παρατηρήσουμε, ότι υψηλότερη συσχέτιση, πάντα σε επίπεδο δεκαετίας, με τις Η.Π.Α. εμφανίζουν οι περισσότεροι αναπτυγμένες χώρες (Μ. Βρετανία, Ισπανία, Αυστραλία, Γαλλία, Ιρλανδία, Hong-Kong, Γερμανία)⁵, ενώ για τις υπόλοιπες χώρες ο συγκεκριμένος δείκτης υποχωρεί σημαντικά (Ταϊβάν, Πορτογαλία, Τουρκία, Ιαπωνία, Βραζιλία). Η Ελλάδα παρουσιάζει συντελεστή συσχέτισης 0,53, μέγεθος που κινείται στο μέσο όρο των ανεπτυγμένων αγορών.

Η παραπάνω παρατήρηση έχει αιτιολογική βάση καθώς οι υπό ανάπτυξη χώρες ακολούθησαν σημαντικά ισχυρότερους ρυθμούς ανάπτυξης κατά την τελευταία δεκαετία από τις λεγόμενες ανεπτυγμένες χώρες. Επί πλέον, οι διακυμάνσεις των χρηματιστηριακών δεικτών των χωρών αυτών είναι υψηλότερες από αυτές των ανεπτυγμένων χωρών, γεγονός, που μειώνει σημαντικά το βαθμό συσχέτισης. Στις αναπτυσσόμενες χώρες, οι πολιτικοί, κοινωνικοί και άλλοι παράγοντες, ρυθμίζουν σε μεγάλο βαθμό την πορεία της τοπικής οικονομίας. Κατ' επέκταση ο βαθμός διασύνδεσής τους με τις οικονομίες - οδηγούς (Η.Π.Α., Γερμανία) είναι χαμηλός.

Αξιοπρόσεκτες στον Πίνακα 2 είναι οι συσχετίσεις, που παρατηρούνται στη δεκαετία μεταξύ των επί μέρους χωρών του δείγματός μας (εκτός Η.Π.Α.). Συγκεκριμένα εντοπίζουμε τις εξής επί μέρους συσχετίσεις:

Γερμανία	Γαλλία	(0,86)	Ιταλία	Πορτογαλία	(0,82)
Γερμανία	Πορτογαλία	(0,84)	Ιταλία	Γερμανία	(0,76)
Γερμανία	Ισπανία	(0,84)	Ιταλία	Γαλλία	(0,76)
Ισπανία	Πορτογαλία	(0,86)	Ιταλία	Ισπανία	(0,74)
Ισπανία	Ιρλανδία	(0,79)			
Γαλλία	Ισπανία	(0,82)			
Γαλλία	Πορτογαλία	(0,77)			

Παρατηρούμε λοιπόν ότι υπάρχουν σφαίρες επιρροής με κυρίαρχους μεταξύ των Ευρωπαϊκών χωρών την Γερμανία, τη Γαλλία και την Ιταλία. Οι χώρες αυτές συνθέτουν τον κύριο άξονα της Ευρωπαϊκής Ένωσης ενώ η ομοιόμορφη οικονομική και κοινωνική πολιτική, που ακολουθούν, έχει άμεσο αντίκτυπο στις κεφαλαιαγορές και την πορεία των οικονομιών των υπολοίπων ευρωπαϊκών χωρών. Είναι ακόμη προφανές, ότι σε αρκετές περιπτώσεις, η γεωγραφική γειννίαση καθώς και η ομοιομορφία της διάρκειας και του ωραρίου συνεδρίασης των χρηματιστηρίων αποτελούν παράγοντες, που ασκούν σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση υψηλού βαθμού συσχέτισης μεταξύ των αγορών.

Ενδιαφέρον παρουσιάζει ο Πίνακας 3 όπου καταγράφεται η πορεία του συντελεστή συσχέτισης για την περίοδο 1991-2000 ανά έτος, δηλαδή η εξέλιξη της συσχέτισης των αγορών με τις Η.Π.Α. διαχρονικά.

Το βασικό συμπέρασμα το οποίο εξάγουμε είναι, ότι την περίοδο 1996-2001 (σε μερικές περιπτώσεις 1997-2001) εμφανίζονται στην πλειοψηφία των χωρών υπό εξέταση, οι υψηλότερες συσχετίσεις με τις Η.Π.Α.. Εξαιρέσεις αποτελούν η αγορά της Ιαπωνίας, η

3. Με εξαίρεση τα έτη 1998, 1999.

4. Kosai Y., Kaminski J.: *The Era of High Speed Growth: Notes on the PostWar Japanese Economy*.

5. Εξαίρεση αποτελεί η Ιταλία.

οποία εμφανίζει την υψηλότερη συσχέτιση με τις Η.Π.Α. την τριετία 1998-2001 (0.6) και η Ελληνική αγορά, η οποία παρουσιάζει από το 1995 αύξοντα συντελεστή συσχέτισης με τις Η.Π.Α., με αποκορύφωμα την περίοδο 1999-2001 που η συσχέτιση διαμορφώνεται στο 0,67. Η σταδιακή ωρίμανση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς (θεσμικά, τεχνολογικά) την τελευταία πενταετία συνέβαλε σημαντικά στην αύξηση του ενδιαφέροντος των ξένων επενδυτών και τη σταδιακή αύξηση της ροής της ενημέρωσης και των πληροφοριών, με αποτέλεσμα την πιστότερη παρακολούθηση της πορείας της αγοράς των Η.Π.Α. από τον εγχώριο Γενικό δείκτη τιμών.

Αξιοσημείωτη είναι η αύξηση του συντελεστή συσχέτισης της αγοράς της Βραζιλίας με την αγορά των Η.Π.Α. διαχρονικά. Συγκεκριμένα, στο σύνολο της δεκαετίας ο συντελεστής συσχέτισης (-0,02) υποδηλώνει πορεία εντελώς ανεξάρτητη από την αγορά των Η.Π.Α. Αντίθετα, την περίοδο 1997-2001, η συσχέτιση των δύο αγορών αυξάνεται σημαντικά, μια και την περίοδο αυτή στη Βραζιλία συντελείται βελτίωση της διαφάνειας - ελέγχου της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής και επιτελείται προσπάθεια συντονισμού με την αγορά των Η.Π.Α..

Ένα δεύτερο συμπέρασμα, που εξάγουμε από τον συντελεστή συσχέτισης είναι, ότι όσο περιορίζουμε την χρονική περίοδο του δείγματος μειώνεται και η συσχέτιση των αγορών. Είναι σαφές, ότι καθώς μειώνεται ο αριθμός των παρατηρήσεων, οι ενδογενείς παράγοντες της κάθε αγοράς (αύξηση συστηματικού κινδύνου) αποκτούν μεγαλύτερη βαρύτητα και δεν επιτρέπουν μια ικανοποιητική συσχέτιση/διασύνδεση.

2.2. Λόγος τυπικών αποκλίσεων

Σύμφωνα με το λόγο των τυπικών αποκλίσεων (σχετική απόκλιση), ο οποίος όπως αναφέραμε και παραπάνω ουσιαστικά μας δίνει τον βαθμό αντίδρασης της κάθε αγοράς στους παράγοντες που επηρεάζουν την αγορά των Η.Π.Α., δηλαδή την ένταση της σχέσης της πορείας των αγορών λόγω μεταβολών, που σημειώνονται στην αμερικανική αγορά, μπορούμε να εξάγουμε χρήσιμα συμπεράσματα.

Στο σύνολο της περιόδου υπό εξέταση (1991-2001)⁶ από τον Πίνακα 4 εξάγουμε το συμπέρασμα, ότι η ένταση με την οποία η πλειοψηφία των χωρών του δείγματος που έχουμε επιλέξει ακολουθεί τις μεταβολές της αγοράς των Η.Π.Α., παραμένει σταθερή διαχρονικά. Με άλλα λόγια, η βαρύτητα των παραγόντων, που επηρεάζουν την αμερικανική αγορά, σε σχέση με την επιρροή τους στις λοιπές αγορές, παραμένει σχετικά σταθερή σε βάθος χρόνου. Εν τούτοις, σε τέσσερις περιπτώσεις το παραπάνω συμπέρασμα δεν ισχύει. Συγκεκριμένα:

Η αγορά της Βραζιλίας παρουσιάζει έναν εντυπωσιακά μειωμένο λόγο τυπικών αποκλίσεων με μια μείωση της τάξης του 75% την περίοδο 1991-1998 (παράλληλα με τη σταδιακή αύξηση του συντελεστή συσχέτισης). Η μείωση του λόγου τυπικών αποκλίσεων, εξηγείται κυρίως από το γεγονός, ότι η περίοδος έντονης ανοδικής πορείας και ισχυρών εξάρσεων, δίνει τη θέση της σε μια περίοδο περισσότερο σταθερής ανοδικής τροχιάς. Την περίοδο αυτή οι προσπάθειες της κυβέρνησης για αντιμετώπιση του υψηλού δημόσιου χρέους, των κινδύνων πτώχευσης και της διαφθοράς, βρίσκουν θετικό αντίκτυπο στην κεφαλαιαγορά.

6. Από το έτος 1999 και έπειτα ο αριθμός των παρατηρήσεων μειώνεται σημαντικά με αποτέλεσμα η αξιοπιστία των στατιστικών συμπερασμαίων για αυτές τις χρονικές περιόδους να εξασθενεί.

Πίνακας 3
Συσχέτιση Αγορών (Correlation Coefficient) με Η.Π.Α. για διαφορετικές χρονικές περιόδους

	ΓΑΛΛΙΑ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΡΛΑΝΔΙΑ	Μ.ΒΡΕΤ.	ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	ΤΟΥΡΚΙΑ	ΙΑΠΩΝΙΑ	ΤΑΙΒΑΝ	HONG-KONG	ΒΡΑΖΙΛΙΑ	ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ
1991-2001	0,55	0,49	0,53	0,59	-	0,53	0,70	-	-	-0,24	0,25	0,53	-0,02	0,56
1992-2001	0,55	0,49	0,53	0,58	-	0,53	0,70	-	0,35	0,24	0,24	0,53	-0,01	0,58
1993-2001	0,52	0,45	0,51	0,58	0,29	0,51	0,75	0,35	0,34	0,30	0,19	0,55	-0,02	0,56
1994-2001	0,54	0,47	0,52	0,63	0,31	0,57	0,81	0,38	0,37	0,32	0,21	0,61	0,02	0,71
1995-2001	0,50	0,46	0,51	0,61	0,35	0,53	0,81	0,38	0,37	0,39	0,28	0,61	0,52	0,71
1996-2001	0,58	0,50	0,54	0,65	0,42	0,55	0,81	0,43	0,37	0,50	0,39	0,60	0,60	0,72
1997-2001	0,59	0,49	0,60	0,65	0,49	0,57	0,83	0,46	0,37	0,49	0,45	0,57	0,64	0,72
1998-2001	0,57	0,39	0,60	0,59	0,45	0,54	0,83	0,37	0,35	0,35	0,57	0,32	0,55	0,72
1999-2001	0,40	0,19	0,67	0,40	0,23	0,24	0,81	0,00	0,32	0,60	0,19	0,70	0,55	0,66
2000-2001	0,17	0,14	0,14	0,09	0,10	0,42	0,63	-0,05	0,16	0,08	-0,28	0,23	0,13	0,42
Επτάμηνο 2001	0,91	0,96	0,58	0,51	0,59	0,57	0,87	0,03	0,90	0,36	-0,05	0,31	0,17	0,64

Πίνακας 4

Ένταση Συστηματικού Κινδύνου της Αμερικανικής Αγοράς (Λόγος Τυπικών Αποκλίσεων των Κινητών Μέσων Όρων)

	ΓΑΛΛΙΑ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΡΛΑΝΔΙΑ	Μ.ΒΡΕΤ.	ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	ΤΟΥΡΚΙΑ	ΙΑΠΩΝΙΑ	ΤΑΙΒΑΝ	HONG-KONG	ΒΡΑΖΙΛΙΑ	ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ
1991-2001	1,69	1,73	3,26	2,05	-	1,61	1,09	-	-	1,81	2,83	2,53	11,69	1,00
1992-2001	1,69	1,72	3,19	2,05	-	1,61	1,09	-	5,60	1,81	2,78	2,54	11,55	1,00
1993-2001	1,65	1,67	3,13	1,92	2,02	1,48	1,07	2,20	5,60	1,69	2,75	2,53	10,73	0,93
1994-2001	1,64	1,62	3,12	1,84	1,97	1,37	1,02	2,08	5,32	1,59	2,54	2,35	8,30	0,78
1995-2001	1,60	1,64	3,13	1,81	1,93	1,34	0,96	2,11	5,40	1,60	2,35	2,26	3,06	0,71
1996-2001	1,57	1,67	3,25	1,84	1,94	1,38	0,96	2,16	5,38	1,44	2,33	2,27	2,82	0,64
1997-2001	1,63	1,76	3,38	1,92	2,00	1,46	1,01	2,29	5,64	1,39	2,29	2,33	2,96	0,64
1998-2001	1,79	1,83	3,61	1,98	2,17	1,58	1,06	2,40	5,98	1,38	2,32	2,38	2,94	0,61
1999-2001	1,70	1,75	3,33	1,57	1,99	1,17	0,94	1,86	6,61	1,60	2,66	2,12	2,82	0,60
2000-2001	3,79	4,32	3,28	3,34	4,62	1,96	1,28	4,52	15,29	2,71	6,07	3,69	5,43	0,92
Επτάμηνο 2001	1,30	1,24	2,17	1,98	1,08	1,20	0,78	1,69	6,83	1,59	3,29	1,50	2,54	0,62

Πηγή: Δεδομένα Bloomberg, Υπολογισμοί του Συγγραφέα.

Η αγορά της Ιαπωνίας αντίστοιχα παρουσιάζει συνεχώς μειούμενο λόγο τυπικών αποκλίσεων. Μάλιστα στη χρονική περίοδο 1991-1998, η μείωση αγγίζει το 31% γεγονός που εν μέρει εξηγεί την αύξηση του συντελεστή συσχέτισης ρ διαχρονικά⁷. Επί πλέον, θα μπορούσαμε να θεωρήσουμε, ότι τα εσωτερικά προβλήματα που αντιμετωπίζει η Ιαπωνία την τελευταία δεκαετία (υψηλός συστηματικός κίνδυνος) είχαν ως αποτέλεσμα τον περιορισμό της επιρροής εξωγενών παραγόντων (Η.Π.Α.).

Στην Ταϊβάν, η άνθηση της τοπικής οικονομίας (ιδιωτικοποιήσεις, αύξηση ΑΕΠ, εξαγωγές, χαμηλός πληθωρισμός και ανεργία, ανάπτυξη επιχειρήσεων εντάσεως κεφαλαίου και τεχνολογίας κ.ά.) οδήγησε σε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και τη σταδιακή μείωση της επιρροής της Αμερικανικής οικονομίας. Θεωρούμε εν τούτοις πιθανό η εικόνα αυτή να ανατραπεί τα προσεχή έτη, δεδομένου, ότι η διεθνής ύφεση, η οποία δείχνει να έχει ξεκινήσει από τις Η.Π.Α., θα πλήξει σημαντικά την οικονομία της Ταϊβάν της οποίας η ανάπτυξη βασίζεται κυρίως στην παραγωγή προϊόντων υψηλής τεχνολογίας.

Η αγορά της Αυστραλίας, δείχνει να αντιδρά με όλο και μικρότερη ένταση στις επιρροές, που ασκούνται από τις Η.Π.Α. Παρά το γεγονός, ότι ο συντελεστής συσχέτισης με τις Η.Π.Α. είναι υψηλός, η αντίδραση της αγοράς της Αυστραλίας στους παράγοντες που επηρεάζουν την αγορά των Η.Π.Α., περιορίζεται σημαντικά (39%) σε βάθος χρόνου 8 ετών. Ζητούμενο αποτελεί ο τρόπος, που θα αντιδράσει η αγορά της Αυστραλίας σε πιθανή ύφεση της παγκόσμιας οικονομίας, δεδομένου, ότι η χώρα αυτή αποτελεί βασικό εξαγωγέα αγροτικών προϊόντων, μετάλλων και καυσίμων.

2.3. Συντελεστής Βήτα (δείκτης συστηματικού κινδύνου)

Έχοντας πραγματοποιήσει την παραπάνω ανάλυση, είναι ενδιαφέρον να δούμε πώς διαμορφώνεται ο συντελεστής Βήτα κάθε χώρας του δείγματος σε σχέση με τις Η.Π.Α.

Δεδομένου ότι⁸:

$$\text{Βήτα} = \rho^* (\sigma_y/\sigma_x)$$

είναι προφανές, ότι το Βήτα θα μεταβάλλεται ανάλογα με το πως διαμορφώνονται τα δύο συστατικά του, δηλ. ο συντελεστής συσχέτισης ρ και η σχετική απόκλιση (σ_y/σ_x).

Σε επίπεδο δεκαετίας, οι περισσότερες χώρες του δείγματος, παρουσιάζουν σχετικά σταθερό συντελεστή Βήτα, ενώ επιδεικνύουν αμυντική συμπεριφορά στις μεταβολές που σημειώνονται στην αγορά των Η.Π.Α.. Έτσι για κάθε 1 μονάδα μεταβολής του δείκτη Dow Jones στις Η.Π.Α., ο χρηματιστηριακός δείκτης της Πορτογαλίας μεταβάλλεται κατά 0,77, της Ιαπωνίας κατά 0,43 της Μ. Βρετανίας κατά 0,76 κ.ο.κ.. Τέσσερις χώρες του δείγματος αποτελούν εξαίρεση του παραπάνω συμπεράσματος και επιδεικνύουν έντονα επιθετική συμπεριφορά έναντι των Η.Π.Α. Συγκεκριμένα και πάντα σε επίπεδο 10ετίας, για κάθε 1 μονάδα μεταβολής του δείκτη Dow Jones, ο Ελληνικός Γενικός Δείκτης μεταβάλλεται κατά 1,72, ο Τουρκικός κατά 1,97 (διπλάσια μεταβολή) ο δείκτης HIS του Hong-Kong 1,34 και ο Ισπανικός κατά 1,20. Την περισσότερο προσομοιάζουσα συμπεριφορά στις μεταβολές στις Η.Π.Α., επιδεικνύουν οι αγορές τις Γαλλίας (0,92), Ιρλανδίας και Γερμανίας (0,85). Ακόμη, την περισσότερο αμυντική συμπεριφορά (σε επίπεδο δεκαετίας) έναντι μεταβολών στην αγορά των Η.Π.Α., επιδεικνύει η αγορά της Βραζιλίας (Βήτα = - 0,20). Να τονίσουμε, ότι ο διαχειριστής ενός διεθνούς χαρτοφυλακίου ενεργής

⁷ Η εξομάλυνση της Ιαπωνικής αγοράς με την μείωση της έντασης, που η τοπική οικονομία επηρεάζονταν από τις εξελίξεις στις Η.Π.Α., οδήγησε σε αύξηση του βαθμού συσχέτισης με την αγορά των Η.Π.Α.

⁸ Η απόδειξη του τύπου αυτού παρατίθεται στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ, υποσημείωση 16.

διαχείρισης, θα πρέπει με το πέρασμα των ετών να προχωρεί σε αλλαγή του ποσοστού συμμετοχής του δείκτη της Βραζιλίας στο «διεθνές» χαρτοφυλάκιο, δεδομένου, ότι η αγορά αυτή μεταβάλλεται σταδιακά από αμυντική αγορά σε έντονα επιθετική (περίοδος 1995-2001, Βήτα = 1.58).

Είναι ενδιαφέρουσα η παρατήρηση, ότι με το πέρασμα των ετών η ευαισθησία όλων των αγορών του δείγματος στις μεταβολές που λαμβάνουν χώρα στις Η.Π.Α., αυξάνεται σταθερά⁹. Το γεγονός αυτό οφείλεται κυρίως στον αυξανόμενο συντελεστή συσχέτισης μεταξύ των αγορών του δείγματος και Η.Π.Α. (ρ), ενώ το δεύτερο συστατικό στοιχείο του β: (συ/σχ) παραμένει στις περισσότερες περιπτώσεις σχετικά σταθερό.

Για να δώσουμε ένα απλό παράδειγμα αξιοποίησης του συντελεστή Βήτα, θα αναφέρουμε τα εξής: το 1991, ο Γ.Δ. τιμών του χρηματιστηρίου της Αυστραλίας λόγω του μικρού βαθμού επηρεασμού από τις Η.Π.Α. (0.56), επετύγχανε σημαντική ωφέλεια μια και τα διεθνή funds μπορούσαν να επωφεληθούν από την αμυντική αγορά της Αυστραλίας και να πετύχουν σημαντική διαφοροποίηση (diversification) των χαρτοφυλακίων τους. Το όφελος αυτό συνεχίζεται για όλη τη δεκαετία καθιστώντας το χρηματιστήριο της Αυστραλίας αξιόλογη επιλογή για τα αμυντικά χαρτοφυλάκια, hedge funds κ.λ.

Αν επιχειρήσουμε να εξηγήσουμε το λόγο, που οι περισσότερες αγορές παρουσίαζαν συντελεστή Βήτα μικρότερο της μονάδας σε σχέση με τις Η.Π.Α., καταλήγουμε ότι αυτό οφείλεται κυρίως στη σταθερά αυξητική πορεία των μεγεθών στις Η.Π.Α. από οποιαδήποτε άλλη χώρα κατά τη διάρκεια της 10ετίας και τη σταθερή ανοδική πορεία των οικονομικών μεγεθών, που παρουσίασε η αμερικανική χρηματιστηριακή αγορά. Συγκεκριμένα, οι αξιόλογοι οικονομικοί ρυθμοί ανάπτυξης που παρουσίασαν οι Η.Π.Α. την τελευταία δεκαετία, οδήγησαν στη διατήρηση μιας δυναμικής πορείας της οικονομίας και την άνοδο του βασικού χρηματιστηριακού δείκτη χάρη στην εμπιστοσύνη που εμπέδωσαν οι επενδυτές, ιδιώτες και θεσμικοί. Φυσική συνέπεια των παραπάνω ήταν, ο συστηματικός κίνδυνος στη χώρα αυτή να είναι χαμηλός και κατά συνέπεια η μεταβλητότητα των τιμών του δείκτη, διαχρονικά περιορισμένη. Την πραγματικότητα αυτή, δεν βίωσαν οι υπόλοιπες χώρες του δείματός μας. Πραγματικά, σειρά γεγονότων που έλαβαν χώρα στις παγκόσμιες αγορές (τοπικές οικονομικές κρίσεις, κ.ά.) επηρέασαν σημαντικά τις επί μέρους οικονομίες.

2.4. Μέση διαφορά αποδόσεων και τυπική απόκλιση

Στην προσπάθειά μας να διερευνήσουμε την επίδραση της οικονομίας των Η.Π.Α. (σε όρους συστηματικού κινδύνου), θα χρησιμοποιήσουμε δύο ακόμη στατιστικά στοιχεία:

1. Τη μέση διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των αγορών του δείγματος από τις αποδόσεις της αγοράς των Η.Π.Α. σε μηνιαία βάση για τη περίοδο 1991-2001.

2. Την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του δείκτη κάθε χώρας, από την μέση τιμή (απόδοση), όπως ορίστηκε από τον τύπο (1.1).

Όπως παρουσιάζεται από τον πίνακα 6, η μέση διαφορά των μηνιαίων αποδόσεων των αγορών του δείγματος από τις αποδόσεις της αγοράς των Η.Π.Α. για το σύνολο της δεκαετίας παρουσιάζει ενδιαφέροντα συμπεράσματα.

Η Ιαπωνία και η Ταϊβάν σημειώνουν αποδόσεις σαφώς χειρότερες από αυτές των Η.Π.Α. (και τις χειρότερες μεταξύ όλων των χωρών του δείγματος), με την Ιαπωνία να παρουσιάζει τη μεγαλύτερη αρνητική διαφορά, -1.49%. Με άλλα λόγια, ο χρηματιστη-

⁹ Το συμπέρασμα αυτό κρίνεται στατιστικά ασφαλές μέχρι το 1999, διότι έκτοτε ο μικρός αριθμός παρατηρήσεων περιορίζει την αξιοπιστία του δείγματος.

Πίνακας 5
Δείκτες ΒΕΤΑ σε σχέση με την αγορά των Η.Π.Α. βάσει διαφορετικών χρονικών περιόδων

	ΓΑΛΛΙΑ	ΓΕΡΜΑΝΙΑ	ΕΛΛΑΔΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΡΛΑΝΔΙΑ	Μ.ΒΡΕΤ.	ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	ΤΟΥΡΚΙΑ	ΙΑΠΩΝΙΑ	ΤΑΙΒΑΝ	HONG-KONG	ΒΡΑΖΙΛΙΑ	ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ
1991-2001	0,92	0,85	1,72	1,20	-	0,85	0,76	-	-	0,43	0,70	1,34	-0,20	0,56
1992-2001	0,92	0,84	1,69	1,19	-	0,85	0,76	-	1,94	0,43	0,65	1,36	-0,09	0,58
1993-2001	0,86	0,75	1,59	1,11	0,59	0,76	0,80	0,77	1,91	0,51	0,52	1,39	-0,23	0,53
1994-2001	0,88	0,77	1,61	1,16	0,60	0,78	0,83	0,78	1,97	0,51	0,52	1,43	0,16	0,55
1995-2001	0,80	0,75	1,59	1,10	0,68	0,71	0,78	0,80	1,98	0,63	0,66	1,38	1,58	0,50
1996-2001	0,91	0,84	1,76	1,20	0,81	0,76	0,78	0,94	1,98	0,72	0,90	1,36	1,70	0,47
1997-2001	0,96	0,87	2,03	1,25	0,98	0,83	0,83	1,05	2,11	0,68	1,02	1,34	1,89	0,46
1998-2001	1,02	0,71	2,18	1,17	0,97	0,85	0,88	0,89	2,07	0,79	0,74	1,32	1,77	0,44
1999-2001	0,68	9,33	2,24	0,63	0,45	0,28	0,76	0,00	2,14	0,96	0,52	1,47	1,55	0,39
2000-2001	0,64	0,59	0,31	0,30	0,46	0,83	0,81	-0,25	2,43	0,22	-1,70	0,85	0,68	0,39
Επτάμηνα 2001	1,18	1,19	1,25	1,00	0,64	0,68	0,68	0,06	6,14	0,54	-0,16	0,46	0,44	0,40

Πίνακας 6
Μέσες Διαφορές Απόδοσης & Τυπικές Αποκλίσεις βάσει της τελευταίας 10ετίας

	Η.Π.Α.	ΓΑΛΛΙΑ	ΓΕΡΜ.	ΕΛΛΑΔΑ	ΙΣΠΑΝΙΑ	ΙΤΑΛΙΑ	ΙΡΛΑΝΔΙΑ	Μ.ΒΡΕΤ.	ΠΟΡΤΟΓ.	ΤΟΥΡΚΙΑ	ΙΑΠΩΝΙΑ	ΤΑΙΒΑΝ	HONG-KONG	ΒΡΑΖΙΛΙΑ	ΑΥΣΤΡΑΛ.
ΜΔΑ		0,05	0,12	0,14	-0,08	0,11	0,17	-0,37	0,28	5,40	-1,49	-0,82	0,27	11,41	-0,43
ΤΑ		2,41	2,18	4,11	2,03	2,76	1,98	1,18	3,10	7,80	2,65	3,96	3,13	16,89	1,34
ΠΑ 91-01	265,1%	223,3%	280,1%	111,1%	189,0%	232,0%	335,9%	132,2%	248,2%	26957,9%	-55,1%	-13,5%	246,7%	19648757,14%	132,6%

ΜΔΑ=Μέση Διαφορά Απόδοσης

ΤΑ=Τυπική Απόκλιση

ΠΑ=Πραγματική Απόδοση

Πηγή: Δεδομένα Blomberg, Υπολογισμοί του Συγγραφέα.

* Η Πραγματική Απόδοση υπολογίζεται ως:

$$\frac{\text{Τελική Τιμή Δείκτη Χώρας} - \text{Αρχική Τιμή Δείκτη Χώρας}}{\text{Αρχική Τιμή Δείκτη Χώρας}} \times 100$$

Κωνσταντίνος ΓΕ.
ΑΘΑΝΑΣΟΠΟΥΛΟΣ
Καθηγητής Τμ. Οικ. και
Περιφ. Ανάπτ. Π.Π.Κ.Π.Ε.

**ΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΑ
ΚΙΝΗΤΡΑ
ΣΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ
ΠΛΑΙΣΙΟ
ΤΗΣ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ
ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ
ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

Αθήναι, 1993

Κωνσταντίνος ΓΕ.
ΑΘΑΝΑΣΟΠΟΥΛΟΣ
Καθηγητής Τμ. Οικ., Περιφ. Ανάπτ.
Παντείου Πανεπιστημίου
Κ.Π.Ε. Αθηνών

**Η ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑ
ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑ
ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΣΧΕΣΕΙΣ
ΑΝΘΡΩΠΙΝΕΣ ΣΧΕΣΕΙΣ
ΔΙΑΦΗΜΙΣΗ
ΚΟΙΝΗ ΓΝΩΜΗ
ΠΡΟΠΑΓΑΝΔΑ
ΜΕΣΑ ΔΗΜΟΣΙΟΤΗΤΑΣ
ΝΟΜΙΚΕΣ ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ
ΠΡΟΣΩΠΙΚΗ ΠΡΟΒΟΛΗ**

Θ' έκδοση
Αθήναι, 2001

Πίνακας 7

Διαμόρφωση Ισοτιμιών Δολαρίου για τη χρονική περίοδο Φεβ. 1991-Ιουλ. 2001

				Α	Β	
	Ισοτιμία	1991	2001	% Μεταβολή	Μεταβολή Χρημ. Δεικτών	Β-Α
ΙΑΠΩΝΙΑ	USDJPY	129.15	123.75	-4.18	-55.1%	-50.91
ΙΣΠΑΝΙΑ	USDESP	90.42	190.51	110.69	223.3%	112.62
HONG-KONG	USDHKD	7.79	7.80	0.13	246.7%	246.61
ΓΕΡΜΑΝΙΑ	USDDEM	1.45	2.24	54.48	280.1%	225.60
ΜΕΓ.ΒΡΕΤΑΝΝΙΑ	USDGBP	0.51	0.70	37.25	132.2%	94.97
ΓΑΛΛΙΑ	USDFRF	4.95	7.51	51.72	189.0%	137.27
ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	USDPTE	144.15	229.54	59.24	248.2%	189.00
ΕΛΛΑΔΑ	USDGRD	155.85	390.14	150.33	111.1%	-39.20
ΤΟΥΡΚΙΑ	USDTRL	5.612	1.250.000	22173.70	26957.9%	4784.23
ΒΡΑΖΙΛΙΑ	USDBRD	0.00008	2.5	3124900.00	19648757.14%	16523857.14
ΤΑΙΒΑΝ	USDTWD	27.3	34.72	27.18	-13.5%	-40.70
ΙΤΑΛΙΑ	USDITL	1.063.50	2.216.80	108.44	232.0%	123.61
ΑΥΣΤΡΑΛΙΑ	USDAUD	1.70	1.98	16.47	132.6%	116.18
ΙΡΛΑΝΔΙΑ	USDIEP	0.55	0.9	63.64	335.9%	272.23

Πηγή: Δεδομένα Bloomberg, Υπολογισμοί του Συγγραφέα.

University of Leicester**Eleni STAMATOUDI**

Intellectual Property Management with a Special Focus on Patents

Supervisor

Prof. Harry SCARBROUGH

Project submitted to the University of Leicester in partial fulfilment of the requirements for the degree of Master of Business Administration

September, 2000

ριακός δείκτης Nikkei-225 σημειώνει από το 1991 μέχρι το 2000 σε μηνιαία βάση, μέση διαφορά αποδόσεων χαμηλότερη από τον Dow Jones, κατά 1,49%. Αντίθετα ο δείκτης HIS του χρηματιστηρίου του Hong-Kong, επιτυγχάνει καλύτερη μέση διαφορά μηνιαίων αποδόσεων σε σχέση με τις Η.Π.Α. κατά 0,27.

Όπως διαπιστώνουμε από τον πίνακα 6, η Πορτογαλία, η Ελλάδα, η Γερμανία, η Ιρλανδία και η Ισπανία, δίνουν στη δεκαετία ελαφρώς καλύτερες αποδόσεις από αυτή των Η.Π.Α., ενώ η Μ. Βρετανία, η Γαλλία και η Αυστραλία ελαφρώς χειρότερες. Την υψηλότερη απόδοση σε σχέση με τις Η.Π.Α., έχουν προσφέρει στη δεκαετία η Τουρκία και η Βραζιλία. Η εκρηκτική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς της Τουρκίας κατά τη περίοδο 1999-2000 και η σχεδόν συνεχής στη δεκαετία ανοδική πορεία του δείκτη του IBOV του χρηματιστηρίου της Βραζιλίας έδωσαν πρωτοφανή ώθηση στους δείκτες των χωρών αυτών ξεπερνώντας τα όρια της υπερβολής.

Διαπιστώνουμε ακόμη, ότι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων είναι σαφώς υψηλότερη στις αναπτυσσόμενες αγορές. Συγκεκριμένα, η διασπορά-μεταβλητότητα των αποδόσεων σε μηνιαία βάση (στην ουσία δηλαδή η απόκλιση υψηλότερης και χαμηλότερης μηνιαίας απόδοσης από τη μέση τιμή) είναι ιδιαίτερα υψηλή στη Βραζιλία (16,89), στην Τουρκία (7,8), στην Ελλάδα (4,11), στην Ταϊβάν (3,96), στο Hong-Kong (3,13) και στην Πορτογαλία (3,10). Η υψηλή τυπική απόκλιση κατατάσσει σε γενικές γραμμές τις αγορές αυτές στην κατηγορία των αγορών υψηλού κινδύνου, αποθαρρύνει τις τοποθετήσεις από κεφάλαια μακροπρόθεσμου προσανατολισμού ενώ προσελκύει τα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια κερδοσκοπικού χαρακτήρα, οδηγώντας έτσι σε αυτοτροφοδότηση των έντονων διακυμάνσεων.

Θα περιμέναμε, ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης της μέσης διαφοράς των αποδόσεων των αγορών του δείγματος από τις αποδόσεις των Η.Π.Α., τόσο μεγαλύτερη να είναι και η διαφορά στην πραγματική απόδοση των αγορών. Χαρακτηριστικό είναι το ακραίο παράδειγμα της Βραζιλίας (μέση διαφορά απόδοσης = 5.4 και πραγματική απόδοση 19,648,757%). Όμως παρατηρούνται και παραδείγματα που δεν ακολουθούν το παραπάνω πρότυπο. Η περίπτωση της Ελλάδας είναι χαρακτηριστική καθώς η μέση διαφορά απόδοσης από τις Η.Π.Α. είναι θετική (0,14) και θα περίμενε κανείς να είναι θετική και η πραγματική διαφορά απόδοσης κατά τη διάρκεια της δεκαετίας. Αυτό όμως δεν συμβαίνει καθώς η πραγματική απόδοση στο δείκτη της Ελλάδας (111%) υστερεί από αυτή του δείκτη των Η.Π.Α. (265%). Αντίστοιχα συμπεράσματα μπορούν να εξαχθούν και στην περίπτωση της Πορτογαλίας. Η εξήγηση σε αυτές τις ανομοιομορφίες βρίσκεται

STAFFORDSHIRE UNIVERSITY
 BUSINESS SCHOOL
 MASTER IN BUSINESS ADMINISTRATION

Georgios D. TOPALIDIS

Tourism and Environment: A critical examination of the concepts of sustainable tourism development and tourism carrying capacity

στην υψηλή τυπική απόκλιση, η οποία στις περιπτώσεις αυτές λειτούργησε αρνητικά για τις εγχώριες αγορές. Συγκεκριμένα, υπάρχουν περίοδοι, που η ελληνική αγορά σημειώνει πολύ υψηλές αποδόσεις έναντι των Η.Π.Α., με αποκορύφωμα την περίοδο Μάρτιο 1998 - Σεπτέμβριος 1999. Επί πλέον, οι διακυμάνσεις που παρατηρούνται, είναι έντονες στην Ελληνική αγορά (κατά μέσο όρο, η Ελληνική αγορά σημειώνει σημαντικά μεγαλύτερη διακύμανση από την αγορά των Η.Π.Α. κατά 4,11% σε μηνιαία βάση).

Οι αποδόσεις των χρηματιστηριακών αγορών των χωρών, αν και αντικατοπτρίζουν εν μέρει την πορεία των κεφαλαιαγορών στις οποίες δραστηριοποιούνται, δεν δίνουν την πλήρη εικόνα στην έρευνα που πραγματοποιούμε. Οι μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας μεταξύ Η.Π.Α. και των χωρών του δείγματος, έχουν βαρύνουσα σημασία στο να καταλήξουμε σε αξιόπιστα συμπεράσματα. Συγκεκριμένα, η εκρηκτική άνοδος μας χρηματιστηριακής αγοράς, αν συνδυαστεί με μεγάλο μέγεθος υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος (ανατίμηση δολαρίου) είναι σαφές, ότι περιορίζει τα υψηλά χρηματιστηριακά κέρδη.

Αν πάρουμε για παράδειγμα την αγορά της Τουρκίας, έχουμε τα εξής δεδομένα στη δεκαετία:

1. Αποδόσεις δείκτη ISE-NATIONAL 100 του χρηματιστηρίου της Κωνσταντινούπολης = 26.958%.

2. Υποτίμηση Τουρκικής Λίρας στη δεκαετία = 22.174%.

Επομένως η πραγματική απόδοση από μία επένδυση στον γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου της Τουρκίας, σε επίπεδο δεκαετίας θα είναι: 26.958% - 22.174% δηλαδή 4.784%. Κατά συνέπεια, τα συμπεράσματα του Πίνακα 6, μεταβάλλονται δραματικά με την παραπάνω προσθήκη του παράγοντα της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Τελικά ελάχιστες είναι οι χώρες που έχουν σημειώσει στη δεκαετία αποδόσεις υψηλότερες της αγοράς των Η.Π.Α. (265%). Στο δείγμα που έχουμε επιλέξει οι χώρες αυτές είναι, η Βραζιλία, η Τουρκία και η Ιταλία.

Μελετώντας τους παραπάνω Πίνακες (ιδιαίτερα τον Πίνακα 6) διαπιστώνουμε την αδιαμφισβήτητη σχέση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου. Οι υψηλές διακυμάνσεις των δεικτών είναι περισσότερο έντονες στις περιπτώσεις των αναπτυσσόμενων χωρών και σε ορισμένες περιπτώσεις αγγίζουν τα όρια της υπερβολής. Είναι σαφές, ότι οι αποδόσεις που επιζητά ένας «διεθνής» επενδυτής αυξάνονται σημαντικά, όσο αυξάνεται το ρίσκο της αγοράς στην οποία πρόκειται να επενδύσει. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν οι αγορές Βραζιλίας και Τουρκίας, όπου οι ιδιαίτερα υψηλές αποδόσεις συνδυάζονται με μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών και αυξημένο βαθμό επικινδυνότητας των αγορών.

Συνεχίζεται...