



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών
Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής,
Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ

Αβεβαιότητα Οικονομικής Πολιτικής και Τιμές
Μετοχών

Policy uncertainty and stock prices

Φοιτητής: Γεώργιος Τσέπερης (ΜΧΑΝ1730)

Επιβλέπων καθηγητής: Γκίκας Χαρδούβελης

Σεπτέμβριος 2019

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα Διατριβή εξετάζει την ενδεχόμενη επίδραση των αποδόσεων των εγχωρίων χρηματαγορών επί της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής στις αντίστοιχες χώρες. Η εν λόγω αβεβαιότητα εκφράζεται ποσοτικά με τον δείκτη EPU (Economic Policy Uncertainty) και επιλέχθηκε η μέθοδος παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων ώστε να αναδειχθούν τα όποια συμπεράσματα. Παράλληλα, χρησιμοποιήθηκαν οι βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες Δείκτη Τιμών Καταναλωτή ΔTK και Επιτόκιο ως ρυθμό μεταβολής και διαφορές, αντίστοιχα, στις επικείμενες παλινδρομήσεις ώστε να υπάρξει πληρέστερη ερευνητική εικόνα, ενώ προστέθηκαν ως ανεξάρτητες μεταβλητές οι δείκτες αβεβαιότητας των υπολοίπων οικονομιών με μία περίοδο χρονική υστέρηση.

Ειδικότερα, η αβεβαιότητα σε όλες οι εξεταζόμενες οικονομίες συσχετίζεται ισχυρά αρνητικά με την απόδοση των τιμών των μετοχών της εγχώριας κεφαλαιαγοράς (όπως αυτή αποτυπώνεται από τους αντίστοιχους χρηματιστηριακούς δείκτες), και μάλιστα (α) με μηδενικές τιμές σημαντικότητας και (β) με συντελεστές συσχέτισης με πολύ υψηλές τιμές. Εξαίρεση των προαναφερθέντων απετέλεσε η οικονομία της Κίνας.

Ακόμα μεγαλύτερο ενδιαφέρον αποκτά το γεγονός ότι η αβεβαιότητα σε όλες τις εξεταζόμενες οικονομίες έχει ισχυρή συσχέτιση με την αβεβαιότητα της προηγούμενης περιόδου, κάτι που υποδεικνύει ότι η αβεβαιότητα υπόκειται σε τασική συμπεριφορά, φανερώνοντας μεταξύ άλλων και τον μεσοπρόθεσμο χαρακτήρα του δείκτη. Και μάλιστα, η συσχέτιση είναι θετική για όλες τις οικονομίες.

Επιλογίζοντας, να αναφερθεί ότι ο δείκτης EPU δεν φαίνεται να έχει κάποια συσχέτιση με τα μακροοικονομικά μεγέθη τις αντίστοιχης οικονομίας κατά περίπτωση, αφού κανένα εκ των μεταβλητών ΔTK και Επιτόκιο δεν παρουσίασε στατιστική σημαντικότητα, σε καμία εξεταζόμενη χώρα. Εξαίρεση απετέλεσε η οικονομία της Ευρώπης, στην οποία φαίνεται να υπάρχει συσχέτιση μεταξύ της αβεβαιότητας και του πληθωρισμού της (αρνητική συσχέτιση)

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	ii
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ	iii
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	7
2.1 Αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής.....	7
2.1.1 Αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής και επενδύσεις	10
2.1.2 Αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής στις αναδυόμενες αγορές	12
2.2 Παράγοντες πρόβλεψης τιμών μετοχών	15
2.2.1 Αναμενόμενες ταμειακές ροές και μερισματικές αποδόσεις	15
2.2.2 Αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής και επιχειρηματικός κύκλος	17
2.2.3 Θεωρία τιμολόγησης σε διαιτησία (<i>Arbitrage Pricing Theory, APT</i>)	19
2.2.4 Μακροοικονομικές ανακοινώσεις	21
2.2.5 Συναλλαγματικές ισοτιμίες	23
2.3 Σχέση μεταξύ αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής και τιμών μετοχών	25
2.3.1 Αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής, εκλογές, και χρηματοπιστωτικές αγορές.....	27
2.3.2 Αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής, τρομοκρατία, και χρηματοπιστωτικές αγορές	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ	33
3.1 Ερευνητικό σχέδιο.....	33
3.1.1 Γενικά	33
3.1.2 Ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης.....	34
3.2 Ερευνητικό δείγμα	36
3.2.1 <i>EPU Index</i> Ηνωμένες Πολιτείες.....	36
3.2.2 <i>EPU Index</i> Ευρώπη.....	38
3.2.3 <i>EPU Index</i> Κίνα	40
3.2.4 <i>EPU Index</i> Ιαπωνία	42
3.2.5 <i>EPU Index</i> Ελλάδα	44
3.3 Μακροοικονομικές μεταβλητές ανάλυσης	46
3.3.1 Πληθωρισμός	46
3.3.2 Επιτόκια.....	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	50
4.1 ΗΠΑ	50
4.2 Ευρώπη	52
4.3 Κίνα	54
4.4 Ιαπωνία.....	56
4.5 Ελλάδα.....	58

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	60
5.1 Γενικά συμπεράσματα.....	60
5.2 Προτάσεις για μελλοντική έρευνα.....	61
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	62
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	75
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	76
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ	77

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο αντίκτυπος της πολιτικής αστάθειας στην απόδοση των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει αναδειχθεί σε σημαντικό θέμα συζήτησης τα τελευταία χρόνια. Μελέτη των Chau et.al (2014) εξετάζει τον αντίκτυπο της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής στη μεταβλητότητα των μεγάλων χρηματιστηριακών αγορών στη Μέση Ανατολή και διαπιστώνει μια σημαντική αύξηση της μεταβλητότητας των ισλαμικών δεικτών κατά την περίοδο των πολιτικών αναταραχών. Ομοίως, ο Smales (2014) χρησιμοποιεί τις αυστραλιανές ομοσπονδιακές εκλογές ως πληρεξούσιο για αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής, διαπιστώνοντας ότι η αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής συσχετίζεται αρνητικά με την αβεβαιότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών, ενώ οι Antonakakis et.al (2013) αποδεικνύουν ότι οι δυναμικές συσχετίσεις της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής και των αποδόσεων της χρηματιστηριακής αγοράς είναι σταθερά αρνητικές, εκτός από την περίοδο κατά την τελευταία παγκόσμια οικονομική κρίση, όπου οι συσχετίσεις έγιναν θετικές. Αντιστρόφως, η αύξηση της μεταβλητότητας της χρηματιστηριακής αγοράς αυξάνει την αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής. Εμπειρική μελέτη των Boubakri et.al. (2011) παρέχει ισχυρή απόδειξη ότι τα πολιτικά χαρακτηριστικά της κυβέρνησης και οι ισχύοντες πολιτικοί θεσμοί διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων. Γενικότερα, ο αντίκτυπος αξιολογείται με βάση την απόδοση και τη μεταβλητότητα της αγοράς. Ειδικότερα, στην Ευρώπη φαίνεται ότι παρουσιάζονται υψηλότεροι κίνδυνοι μετά την έναρξη της κρίσης, ενώ οι πολιτικοί κίνδυνοι εξηγούν την υψηλή μεταβλητότητα και ασυνέχεια των αγορών μετοχών και συναλλάγματος σε διεθνές επίπεδο (Vortelinos and Saha, 2016).

Σκοπός της παρούσας Διπλωματικής Διατριβής είναι να διερευνήσει τη συσχέτιση μεταξύ της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής και των τιμών των μετοχών. Με βάση την υπάρχουσα βιβλιογραφία, αναμένεται ότι η συσχέτιση θα είναι αρνητική.

Η πρωτοτυπία της παρούσας Διατριβής είναι ότι λαμβάνει υπόψιν διαφορετικές οικονομίες, Ελλάδα, Ευρώπη, Ηνωμένες Πολιτείες, Ιαπωνία και Κίνα, προκειμένου να διαπιστώσει εάν υπάρχουν διαφορές στον αντίκτυπο της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής στη χρηματιστηριακή αγορά.

Η μεθοδολογία που ακολουθείται είναι ποσοτική ανάλυση με συλλογή δευτερογενών δεδομένων για τους δείκτες αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής.

Προβλέπεται διαγραμματική απεικόνιση και κατάρτιση σχετικών πινάκων για τη διευκόλυνση της ανάλυσης και της κατανόησης των συμπερασμάτων. Περαιτέρω, πραγματοποιείται ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης.

Μετά το εισαγωγικό μέρος, η δομή της Διατριβής είναι η ακόλουθη:

Στο Κεφάλαιο 2 παρουσιάζεται η θεωρητική ανασκόπηση με την εξέταση εκτεταμένης βιβλιογραφίας σχετικής με το ερευνητικό πρόβλημα.

Στο Κεφάλαιο 3 αναλύεται η μεθοδολογία της Διατριβής με το ερευνητικό σχέδιο, το ερευνητικό δείγμα και παρουσίαση των εξεταζόμενων μεταβλητών της ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης.

Στο Κεφάλαιο 4 αναλύονται και συζητούνται τα αποτελέσματα της ανάλυσης γραμμικής παλινδρόμησης.

Το Κεφάλαιο 5 ολοκληρώνει τη Διατριβή με παράθεση των συμπερασμάτων και προτάσεις για μελλοντική έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

2.1 Αβεβαιότητα Οικονομικής Πολιτικής

Οι πολιτικές ειδήσεις κυριαρχούν στις χρηματοπιστωτικές αγορές, επηρεάζοντας τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων αναφορικά με το τι έχουν κάνει ή θα μπορούσαν να κάνουν οι κυβερνήσεις σε όλο τον κόσμο. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η τρέχουσα κρίση δημόσιου χρέους στην Ευρώπη. Όταν οι Ευρωπαίοι πολιτικοί ανακοίνωσαν τη συμφωνία για μείωση του χρέους της Ελλάδας στα μισά στις 27 Οκτωβρίου 2011, ο δείκτης S&P 500 αυξήθηκε κατά 3,4%, ενώ οι τιμές των γαλλικών και γερμανικών μετοχών αυξήθηκαν περισσότερο από 5%. Στις αρχές της επόμενης εβδομάδας, οι τιμές των μετοχών έπεσαν κατά τις ίδιες αναλογίες όταν ο πρωθυπουργός της Ελλάδας ανακοίνωσε την πρόθεσή του να διεξάγει δημοψήφισμα για τη συμφωνία. Όταν άλλοι Έλληνες πολιτικοί εξέφρασαν την αντίθεσή τους σε αυτή την πρωτοβουλία, οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν και πάλι (Pástor and Veronesi, 2013).

Η σχέση μεταξύ της πολιτικής και των οικονομικών αποτελεσμάτων έχει μακρά ιστορία στην έρευνα και στον δημόσιο διάλογο. Ένας σημαντικός τρόπος με τον οποίο είναι η πολιτική υποτίθεται ότι επηρεάζει τις πραγματικές αποφάσεις είναι μέσω του καναλιού της αβεβαιότητας και της αστάθειας. Συγκεκριμένα, τα κίνητρα και οι αβεβαιότητες που συνδέονται με τις πιθανές αλλαγές στην κυβερνητική πολιτική ή την εθνική ηγεσία έχουν συνέπειες για τη συμπεριφορά τόσο των πολιτικών όσο και των επιχειρήσεων. Ιδιαίτερα, στο πλαίσιο της τρέχουσας χρηματοπιστωτικής κρίσης και ύφεσης, οι επιπτώσεις της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής έχουν ιδιαίτερη σημασία, καθώς υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα ως προς τον τρόπο με τον οποίο οι κυβερνήσεις θα διαμορφώσουν την πολιτική για την τόνωση των επενδύσεων βραχυπρόθεσμα και τη ρυθμιστική και οικονομική πολιτική μακροπρόθεσμα. Έχει υποστηριχθεί ότι η αβεβαιότητα μπορεί να εμποδίσει μια ανάκαμψη προκαλώντας τις επιχειρήσεις να καθυστερήσουν την επένδυση μέχρι η αβεβαιότητα που σχετίζεται με μελλοντικές

δημοσιονομικές ρυθμίσεις και την μακροοικονομική πολιτική φανεί να λύνεται (Blanchard, 2009).

Ένας πολύ σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει την εφαρμογή πολιτικής είναι η εκλογική αβεβαιότητα. Μελέτη του De Figueiredo (2002) εξετάζει την επίδραση της εκλογικής αστάθειας στον βαθμό στον οποίο οι ομάδες εξουσίας θα διαλύσουν τις υπηρεσίες και τα προγράμματα των αντιπάλων τους και θα απομονώσουν τις πολιτικές τους. Η μελέτη καταλήγει σε τέσσερις προτάσεις που χαρακτηρίζουν πλήρως τους όρους υπό τους οποίους η συνεταιριστική συμπεριφορά μπορεί να προσφέρει σταθερότητα ενόψει της εκλογικής αβεβαιότητας και αστάθειας. Πρώτον, αν τα κέρδη από τη συνεργασία είναι αρκετά μεγάλα, συμβιβασμός και συνεργασία μπορεί να προκύψουν ενόψει της αβεβαιότητας. Δεύτερον, η εκλογική αβεβαιότητα αυξάνει τη δυνατότητα συνεργασίας. Τρίτον, όταν η εκλογική αβεβαιότητα είναι χαμηλή, μόνο μία ομάδα με χαμηλή πιθανότητα εκλογικής επιτυχίας θα απομονώσει τα προγράμματά της. Τέλος, καθώς η εκλογική αβεβαιότητα αυξάνεται, ένα ευρύτερο σύνολο παραμέτρων υποστηρίζουν τις ακραίες περιπτώσεις, ασχέτως απομόνωσης των πολιτικών.

Οι επιπτώσεις της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής στην επενδυτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων στο πλαίσιο των εθνικών εκλογών εξετάζεται από τους Julio and Yook (2012). Εκλογές στις οποίες ο εθνικός ηγέτης είναι αποφασισμένος, παρέχουν ένα ενδιαφέρον περιβάλλον για τη μελέτη των επιπτώσεων της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής στις επενδύσεις. Πρώτον, ενώ τα τυποποιημένα μοντέλα πολιτικής υποθέτουν συνήθως μια μεγιστοποίηση της ευημερίας καθ' όλη τη ζωή της οικονομίας, ο πραγματικός κόσμος χαρακτηρίζεται από ηγέτες που αντιμετωπίζουν περιορισμένους όρους. Τα εκλογικά αποτελέσματα είναι σημαντικά σε εταιρικές αποφάσεις, καθώς έχουν επιπτώσεις στη ρύθμιση του κλάδου, τη νομισματική και εμπορική πολιτική, τη φορολογία και, σε πιο ακραίες περιπτώσεις, τη πιθανή απαλλοτρίωση ή εθνικοποίηση ιδιωτικών επιχειρήσεων. Δεύτερον, η διερεύνηση του αντίκτυπου της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής στις επενδύσεις είναι ένα δύσκολο έργο λόγω της ενδογενούς σχέσης με την οικονομική ανάπτυξη. Συνεπώς, εάν η αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής είναι υψηλότερη όταν είναι πιθανότερο να αλλάξει η εθνική ηγεσία, οι εκλογές παρέχουν ένα επαναλαμβανόμενο συμβάν που βοηθά στην απομόνωση των επιπτώσεων της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής στις

επενδύσεις. Αναφορικά με την επίπτωση της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής γύρω από τις εκλογές στον τρόπο με τον οποίο οι εταιρικές επενδύσεις ανταποκρίνονται στις τιμές των μετοχών, ο Durnev (2010) δείχνει ότι σε μια μεγάλη ομάδα εκλογών ανά τον κόσμο, οι επενδύσεις είναι κατά 40% λιγότερο ευαίσθητες στις τιμές των μετοχών κατά τα έτη των εκλογών σε σχέση με τα μη εκλογικά έτη. Η μείωση της ευαισθησίας της επένδυσης προς την τιμή φαίνεται να οφείλεται στο γεγονός ότι οι τιμές των μετοχών καθίστανται λιγότερο ενημερωτικές κατά τη διάρκεια των εκλογών καθιστώντας τις πιο θορυβώδης. Επιπλέον, η πτώση της ευαισθησίας της επένδυσης προς την τιμή είναι μεγαλύτερη όταν τα αποτελέσματα των εκλογών είναι λιγότερο σίγουρα, σε χώρες με υψηλότερη διαφθορά, μεγάλη κρατική ιδιοκτησία και αδύναμα πρότυπα αποκάλυψης από τους πολιτικούς. Τέλος, η αβεβαιότητα των εκλογών οδηγεί σε αναποτελεσματική κατανομή κεφαλαίου, μειώνοντας τις επιδόσεις των επιχειρήσεων.

Κατά την λήψη της πολιτικής της απόφασης, η κυβέρνηση υποκινείται τόσο από οικονομικούς όσο και από μη οικονομικούς στόχους, μεγιστοποιώντας την ευημερία των επενδυτών, αλλά λαμβάνοντας υπόψη και το πολιτικό κόστος (ή όφελος) που συνδέεται με την υιοθέτηση οποιασδήποτε δεδομένης πολιτικής. Αυτό το κόστος είναι αβέβαιο, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να μην μπορούν να προβλέψουν πλήρως ποια πολιτική θα επιλέξει η κυβέρνηση. Άλλωστε, ορισμένες βιομηχανίες είναι πιο ευαίσθητες σε πολιτικά γεγονότα από άλλες, όπως για παράδειγμα, οι βιομηχανίες που εξαρτώνται περισσότερο από το εμπόριο, την εκτέλεση συμβάσεων και την εργασία, οι οποίες παρουσιάζουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα της απόδοσης όταν οι τοπικοί πολιτικοί κίνδυνοι είναι υψηλότεροι (Boutchkova et.al., 2012). Σε κάθε περίπτωση, το ερώτημα είναι πώς η αβεβαιότητα σχετικά με τις μελλοντικές κυβερνητικές ενέργειες επηρεάζει τις τιμές της αγοράς. Από τη μία πλευρά, η αβεβαιότητα θα μπορούσε να έχει θετικό αποτέλεσμα αν η κυβέρνηση ανταποκριθεί σωστά σε απρόβλεπτες διαταραχές. Για παράδειγμα, οι κυβερνήσεις συχνά παρεμβαίνουν σε περιόδους δυσκολιών, οι οποίες θα μπορούσαν να οδηγήσουν τους επενδυτές να πιστεύουν ότι θα τους παρέχουν προστασία στην τιμή των περιουσιακών στοιχείων. Από την άλλη πλευρά, η αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής θα μπορούσε να έχει αρνητικό αποτέλεσμα, διότι δεν είναι πλήρως διαφοροποιημένη. Ο μη διαφοροποιούμενος κίνδυνος γενικά μειώνει τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων (Pástor and

Veronesi, 2013). Εμπειρική ανάλυση της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής συνοδεύει ενός μοντέλου επιλογής κυβερνητικής πολιτικής δείχνει ότι η αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής τιμολογείται στην επιλογή μετοχικού κεφαλαίου με υψηλότερη τιμή, προκειμένου να συμπεριλάβει τον κίνδυνο που σχετίζεται με πολιτικά γεγονότα, όπως όπως οι εθνικές εκλογές και οι παγκόσμιες σύνοδοι κορυφής (Kelly et.al., 2016).

2.1.1 Αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής και επενδύσεις

Η οικονομική ευημερία απαιτεί σταθερές χρηματοπιστωτικές πολιτικές και ευελιξία των οικονομικών αγορών. Εάν πληρούνται αυτά τα κριτήρια, οι ιδιωτικές επενδύσεις μπορούν να οδηγήσουν σε οικονομική ανάπτυξη. Παρ'όλα αυτά, πολλές από τις προηγούμενες μελέτες για τις ιδιωτικές επενδύσεις επικεντρώνονται μόνο στους οικονομικούς παράγοντες που καθορίζουν τις ιδιωτικές επενδύσεις (Erbe, 1985, Pfeffermann and Madarassy, 1992, Serven and Solimano, 1992). Νεότερη μελέτη του Le (2004) μελετά από κοινού τους πολιτικούς και οικονομικούς καθοριστικούς παράγοντες των ιδιωτικών επενδύσεων σε 25 αναπτυσσόμενες χώρες και δείχνει ότι η κοινωνικοαβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής χωρίς βίαιη διαμαρτυρία προωθεί τις ιδιωτικές επενδύσεις, ενώ, αντιθέτως, οι βίαιες εξεγέρσεις εμποδίζουν τις ιδιωτικές επενδύσεις. Επιπλέον, η αστάθεια που σχετίζεται με τη συνταγματική κυβερνητική αλλαγή προωθεί τις ιδιωτικές επενδύσεις, ενώ η αντισυνταγματική κυβερνητική αλλαγή εμποδίζει τις ιδιωτικές επενδύσεις. Τέλος, η πολιτική η αβεβαιότητα που χαρακτηρίζεται από τη μεταβλητότητα των δικαιωμάτων εκτέλεσης συμβάσεων προωθεί τις ιδιωτικές επενδύσεις σε αντίθεση με τη μεταβλητότητα της κυβερνητικής πολιτικής ικανότητας. Ο Pindyck (1990) υπογραμμίζει ότι οι περισσότερες επενδυτικές δαπάνες έχουν δύο σημαντικά χαρακτηριστικά: αφενός, είναι σε μεγάλο βαθμό αμετάκλητες, και, αφετέρου, μπορεί να καθυστερήσουν, επιτρέποντας στην επιχείρηση να περιμένει νέες πληροφορίες σχετικά με τις τιμές, το κόστος, και άλλες συνθήκες της αγοράς, πριν δεσμευτούν οι πόροι. Και οι δύο αυτοί παράγοντες έχουν σημαντικές επιπτώσεις στις επενδυτικές αποφάσεις καθώς η μη αναστρέψιμη επένδυση είναι ιδιαίτερα ευαίσθητη στον κίνδυνο, είτε αφορά τις μελλοντικές ταμειακές ροές, είτε το τελικό κόστος της επένδυσης.

Επομένως, εάν μία πολιτική στοχεύει να τονώσει τις επενδύσεις, θα πρέπει να συνοδεύεται από σταθερότητα και αξιοπιστία.

Από την άλλη πλευρά, όταν υπάρχει έστω και ένας ελάχιστος βαθμός αναστρεψιμότητας, η υψηλότερη αβεβαιότητα μειώνει την επίδραση των διαταραχών της ζήτησης στην επένδυση, καθώς αυξάνει τις επιλογές των επιχειρήσεων να επενδύσουν ή να αποεπενδύσουν. Γενικότερα, η ανταπόκριση των επιχειρήσεων σε οποιοδήποτε πολιτικό κίνητρο μπορεί να είναι πολύ χαμηλότερη σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας, όπως, για παράδειγμα, μετά από τις σοβαρές κρίσεις του ΟΠΕΚ ή της 11ης Σεπτεμβρίου (Bloom et.al., 2007).

Μελέτη αναφορικά με την ανταπόκριση των επενδύσεων στις μεταβολές της αβεβαιότητας χρησιμοποιώντας δεδομένα της αναμενόμενης μεταβλητότητας της μελλοντικής τιμής του πετρελαίου βρίσκει ότι η ανταπόκριση της δραστηριότητας γεώτρησης στις αλλαγές της αστάθειας των τιμών είναι συμβατή με τη βέλτιστη απόκριση που καθορίζεται από τη θεωρία, ενώ το κόστος της μη ανταπόκρισης στην αστάθεια των κρίσεων είναι σημαντικός οικονομικός παράγοντας αποθάρρυνσης μίας επένδυσης (Kelllogg (2014). Γενικότερα, σύμφωνα με τους Stein and Stone (2013), υπάρχει ευρεία συζήτηση για τον αντίκτυπο της αβεβαιότητας στην επενδυτική συμπεριφορά, κυρίως λόγω της δυσκολίας τόσο στη μέτρηση της αβεβαιότητας όσο και στην αναγνώριση της αιτιότητας. Εστιάζοντας στην μεταβλητότητα των τιμών του πετρελαίου, οι συγγραφείς υπογραμμίζουν ότι οι αεροπορικές εταιρείες επηρεάζονται αρνητικά από τις υψηλές τιμές πετρελαίου, ενώ τα διυλιστήρια πετρελαίου επωφελούνται από αυτές, αλλά και οι δύο κλάδοι είναι ευαίσθητοι στη μεταβλητότητα των τιμών. Περαιτέρω, διαπιστώνεται ότι η αβεβαιότητα καταστέλλει τις επενδύσεις κεφαλαίου, τη μίσθωση και τη διαφήμιση, αλλά ενθαρρύνει τις δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης. Η αβεβαιότητα που σχετίζεται με την πολιτική επηρεάζει αρνητικά την επένδυση σε επίπεδο επιχείρησης και βιομηχανίας και το οικονομικό μέγεθος του αποτελέσματος είναι σημαντικό. Όπως δείχνουν οι Gulen and Ion (2015), περίπου τα δύο τρίτα της μείωσης των εταιρικών επενδύσεων κατά 32% που παρατηρήθηκε κατά την κρίσιμη περίοδο 2007-2009, μπορεί να αποδοθεί στην αβεβαιότητα που σχετίζεται με την πολιτική. Ωστόσο, η σχέση μεταξύ αβεβαιότητας πολιτικής και επενδύσεων κεφαλαίου είναι σημαντικά ισχυρότερη για τις επιχειρήσεις με υψηλότερο βαθμό μη αναστρεψιμότητας των επενδύσεων, για

επιχειρήσεις που έχουν μεγαλύτερη οικονομική επιβάρυνση και για επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε λιγότερο ανταγωνιστικές βιομηχανίες. Η αβεβαιότητα της πολιτικής συνδέεται επίσης με υψηλότερα διαθέσιμα μετρητών και χαμηλότερη έκδοση καθαρών ομολόγων. Συνολικά, τα ευρήματα της μελέτης παρέχουν εμπειρική υποστήριξη στην αντίληψη ότι η αβεβαιότητα που σχετίζεται με την πολιτική μπορεί να μειώσει την οικονομική ανάπτυξη μέσω μιας μείωσης στις εταιρικές επενδύσεις, η οποία σχετίζεται με τις προειδοποιητικές καθυστερήσεις που προκαλούνται από τη αντιστρεψιμότητα των επενδύσεων και τις αυξήσεις του κόστους του εξωτερικού δανεισμού.

Πρόσφατη μελέτη αναφορικά με τις αιτιώδεις συνέπειες της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής σχετικά με την επένδυση σε αμερικανικές εταιρείες εκτιμά ότι οι επενδύσεις των επιχειρήσεων στα κράτη που έχουν κυβερνητικές εκλογές είναι 4,9% χαμηλότερες από τις επενδύσεις των επιχειρήσεων σε κράτη χωρίς επικείμενες εκλογές. Μικρές επιχειρήσεις πολιτικά ευαίσθητες επιχειρήσεις, και επιχειρήσεις με υψηλότερα επίπεδα εξειδίκευσης του ενεργητικού είναι πιθανότερο να αναβάλλουν τις επενδύσεις του κατά 15%. Επίσης, η μεταβλητότητα είναι υψηλότερη για τις επιχειρήσεις σε κράτη που εξέλεξαν νέο κυβερνήτη, ακόμα και ένα έτος μετά τις εκλογές (Jens, 2017). Ομοίως, εμπειρική έρευνα με στοιχεία για αλλαγές κυβερνητικών αξιωματούχων σε 277 κινεζικές πόλεις δείχνει ότι ο πολιτικός κύκλος εργασιών οδηγεί τις επιχειρήσεις να μειώσουν σημαντικά τις εταιρικές επενδύσεις, ειδικά όταν ο νέος κυβερνητικός αξιωματούχος είναι ένας ξένος διορισμένος από τα υψηλότερα κυβερνητικά επίπεδα. Η επίδραση του πολιτικού κύκλου εργασιών στις εταιρικές επενδύσεις είναι ισχυρότερη για τις κρατικές επιχειρήσεις, τις επιχειρήσεις υψηλής έντασης κεφαλαίου και τις επιχειρήσεις που θεωρούνται τοπικά σημαντικές (An et.al. 2016).

2.1.2 Αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής στις αναδυόμενες αγορές

Οι αναδυόμενες οικονομίες τείνουν να αντιμετωπίζουν μεγαλύτερη αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής και περισσότερες αδυναμίες από τις αναπτυγμένες χώρες. Μετά την απελευθέρωση των αγορών τη δεκαετία του 1990, οι αναδυόμενες αγορές γνώρισαν αυξημένη συχνότητα συντριβών, η οποία, σε σύγκριση με τις ανεπτυγμένες χώρες, ήταν υψηλότερη κατά 25% κατά μέσο όρο κατά τη διάρκεια

ενός έτους, έναντι λιγότερο από 9% για μια ανεπτυγμένη χώρα (Martin and Rey, 2002). Επιπλέον, οι αναδυόμενες αγορές είναι ιδιαίτερα επιρρεπείς στο πρόβλημα της καθυστερημένης μεταρρύθμισης λόγω γενικότερων θεσμικών αδυναμιών που οδηγούν στην υιοθέτηση κακών μακροοικονομικών πολιτικών, οι οποίες συνεπάγονται χαμηλές μακροοικονομικές επιδόσεις και υψηλότερη οικονομική μεταβλητότητα (Acemoglu et al., 2002).

Οι Mei and Guo (2004) εξετάζουν τον αντίκτυπο της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής στις χρηματοπιστωτικές κρίσεις χρησιμοποιώντας ένα δείγμα από είκοσι δύο αναδυόμενες αγορές. Με την εξέταση των πολιτικών εκλογικών κύκλων, διαπιστώνουν ότι οκτώ από τις εννέα οικονομικές κρίσεις συνέβησαν κατά τις περιόδους των πολιτικών εκλογών και μετάβασης. Επιπλέον, πραγματοποιώντας ανάλυση παλινδρόμησης εντοπίζουν σημαντική σχέση μεταξύ των πολιτικών εκλογών και της χρηματοπιστωτικής κρίσης μετά τον έλεγχο για διαφορές στις οικονομικές και χρηματοοικονομικές συνθήκες, ενώ υπάρχει και αυξημένη μεταβλητότητα της αγοράς κατά τη διάρκεια του έτους των πολιτικών εκλογών αλλά και των περιόδων μετάβασης. Τα ευρήματα δείχνουν ότι η αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής θα μπορούσε να είναι ένας σημαντικός παράγοντας που συμβάλλει στην οικονομική κρίση. Ειδικότερα, στις αναδυόμενες αγορές το εύρημα είναι πολύ σημαντικό καθώς οι πιθανότητες χρηματοπιστωτικής κρίσης τείνουν να είναι πολύ μεγαλύτερες κατά τις πολιτικές εκλογικές περιόδους στις περιοχές αυτές από ότι στις αναπτυγμένες οικονομίες. Μελέτη της επίδρασης του πολιτικού κινδύνου κρατικών χρεογράφων και επιτοκίων σε αναδυόμενες αγορές στη βάση ενός ποσοτικού μοντέλου δημοσίου χρέους και αθέτησης υπό πολιτικό κίνδυνο δείχνει ότι πιο πολωμένες οικονομίες αντιμετωπίζουν υψηλότερα ποσοστά αθέτησης και μεγαλύτερο επίπεδο αστάθειας των spreads. Επίσης, σύμφωνα με εμπειρικά στοιχεία, η ποσοτική ανάλυση δείχνει ότι υψηλότερα επίπεδα αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής αυξάνουν σημαντικά την συχνότητα αθέτησης καθώς και το επίπεδο και τη μεταβλητότητα των spread (Cuadra and Sapriza, 2008). Σε γενικές γραμμές, κάθε φορά που μια χώρα υποφέρει από ένα εγχώριο σοκ που την αναγκάζει σε αθέτηση, η σχετική μείωση του πλούτου του επενδυτή θα μειώσει την ανοχή του στον κίνδυνο, η οποία, με τη σειρά της μειώνει τις επενδύσεις σε άλλες αναδυόμενες οικονομίες, προκαλώντας κρίση στις χώρες με αδύναμα θεσμικά πλαίσια. Επίσης, ακόμη και όταν μια κρίση σε μία χώρα δεν την

υποχρεώνει σε αθέτηση υποχρεώσεων, η εγχώρια κρίση επηρεάζει τη συνολική επικινδυνότητα του χαρτοφυλακίου του επενδυτή. Ως εκ τούτου, ο επενδυτής αναγκάζεται να επαναπροσδιορίσει το χαρτοφυλάκιό του, επιλέγοντας να απομακρυνθεί από χώρες που είναι πολύ επικίνδυνες έναντι των χωρών που φαίνονται πιο σταθερές (Lizarazo, 2009).

Παρά την αυξανόμενη προσοχή στο ρόλο των κοινωνικών δεσμών στις αναδυόμενες οικονομίες, λίγες μελέτες έχουν ρητά διαφοροποιήσει τους διακριτούς ρόλους των επιχειρηματικών και των πολιτικών δεσμών. Μελέτη των Sheng et.al. (2011) σε δείγμα 241 κινεζικών επιχειρήσεων δείχνει ότι οι επιχειρηματικοί δεσμοί έχουν ισχυρότερη θετική επίδραση στην απόδοση της επιχείρησης, ωστόσο και οι επιχειρηματικοί και οι πολιτικοί δεσμοί και οι επιδράσεις τους εξαρτώνται από το θεσμικό περιβάλλον και την αγορά. Οι επιχειρηματικοί δεσμοί είναι πιο επωφελείς όταν η νομική επιβολή είναι αναποτελεσματική και η τεχνολογία μεταβάλλεται ταχύτατα, ενώ οι πολιτικοί δεσμοί οδηγούν σε καλύτερη απόδοση όταν η στήριξη της γενικής κυβέρνησης είναι αδύναμη και οι τεχνολογικές αναταράξεις είναι χαμηλές. Σε γενικές γραμμές, η ανάπτυξη και η ενίσχυση των δεσμών με πολιτικούς και θεσμικούς παράγοντες αποτελεί σημαντικό στοιχείο της συνολικής μη εμπορικής στρατηγικής μιας επιχείρησης (Sun et.al., 2012).

Ένα πολύ ενδιαφέρον εύρημα σχετικά με τον ρόλο των πολιτικών παραγόντων για τον προσδιορισμό του αντίκτυπου των τραπεζικών κρίσεων στα spread των κρατικών ομολόγων είναι ότι τα περιθώρια απόδοσης αυξάνονται, κατά μέσο όρο, κατά 13 έως 17 ποσοστιαίες μονάδες κατά τη διάρκεια επεισοδίων τραπεζικής κρίσης. Εμπειρική μελέτη σε δείγμα ετήσιων δεδομένων για 33 αναδυόμενες οικονομίες κατά την περίοδο 1995-2010 δείχνει ότι αυτή η επίδραση που σχετίζεται με την τραπεζική κρίση είναι ετερογενής μεταξύ χωρών με διαφορετικό πολιτικό περιβάλλον. Ωστόσο, τα ευρήματα της μελέτη αποδεικνύουν ότι οι κυβερνήσεις πρέπει να μειώνουν τα επίπεδα δημόσιου χρέους σε περιόδους μη κρίσης, προκειμένου να διασφαλιστεί η διάσωση τραπεζών κατά τη διάρκεια κρίσεων και να μην οδηγηθεί το κράτος σε υπερχρέωση του κράτους. Στις χώρες όπου η κυβέρνηση έχει επαρκή πολιτική εξουσία (δηλαδή, αποτελείται από λίγα μέρη και έχει μεγάλη πλειοψηφία) το ξέσπασμα μιας τραπεζικής κρίσης έχει λιγότερο καταστροφικό αντίκτυπο στη φερεγγυότητα των δημοσίων οικονομικών

ενώ αποφάσεις όπως η εθνικοποίηση των τραπεζών ή η εφαρμογή των προϋπολογισμών λιτότητας μπορούν να υλοποιηθούν ευκολότερα. Αντιθέτως, η πολιτική αστάθεια μπορεί να μειώσει την αξιοπιστία της κυβέρνησης και να οδηγήσει σε περισσότερο έντονη τραπεζική κρίση, αυξάνοντας τα περιθώρια απόδοσης των κρατικών ομολόγων (Eichler, 2017).

2.2 Παράγοντες πρόβλεψης τιμών μετοχών

Οι τιμές των μετοχών είναι μεταξύ των σημαντικότερων δεικτών για τον προϋπολογισμό κεφαλαίων και το χαρτοφυλάκιο, δεδομένου ότι αντικατοπτρίζουν άμεσα την οικονομική κατάσταση των εταιρειών και τις προοπτικές για το μέλλον. Η σύγχρονη θεωρία υποδηλώνει ότι η τιμή της μετοχής καθορίζεται ως το άθροισμα των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων, προεξοφλουμένων με το κατάλληλο επιτόκιο κινδύνου. Κατά συνέπεια, αλλαγές στις προσδοκίες των συμμετεχόντων στην αγορά σχετικά με τις αναμενόμενες ταμειακές ροές ή και στα προεξοφλητικά επιτόκια είναι πιθανό να μεταβάλλουν τις τιμές των μετοχών στην πάροδο του χρόνου (Chang et.al., 2015).

2.2.1 Αναμενόμενες ταμειακές ροές και μερισματικές αποδόσεις

Ένας αριθμός μελετών έχουν διερευνήσει το βαθμό στον οποίο οι αποδόσεις των μετοχών εξηγούνται από τα πρότυπα στις αναμενόμενες ταμειακές ροές. Στις περισσότερες μελέτες, οι προσδοκίες των ταμειακών ροών συχνά αναφέρονται σε σχέση με τις αποδόσεις των μερισμάτων, τον δείκτη μέρισμα προς τιμή και μεταβλητές κερδών, όπως ο δείκτης κέρδη προς τιμή και ο δείκτης μέρισμα προς κέρδη.

Σύμφωνα με τον Fama (1990), η μέτρηση της απόκλισης των αποδόσεων των μετοχών εξηγείται από τους κραδασμούς στις αναμενόμενες ταμειακές ροές. Μεταβλητές που πληρούν τις αναμενόμενες αποδόσεις καταγράφουν το 30% της διακύμανσης των ετήσιων αποδόσεων με βάση την αξία του NYSE. Οι ρυθμοί αύξησης της παραγωγής, που χρησιμοποιούνται για την εξήγηση των διαταραχών στις αναμενόμενες ταμειακές ροές εξηγούν το 43% της απόκλισης απόδοσης, ενώ η συνδυασμένη ερμηνευτική ισχύς των μεταβλητών αφορά το 58% της διακύμανσης των ετήσιων αποδόσεων.

Μελέτη του Campbell (1990) δείχνει ότι οι απροσδόκητες αποδόσεις των μετοχών συνδέονται με μεταβολές στα αναμενόμενα μελλοντικά μερίσματα ή τις αναμενόμενες ταμειακές ροές. Η μελέτη εστιάζει στην χρηματιστηριακή αγορά των ΗΠΏΑ για την περίοδο 1927-1988 και διαπιστώνει ότι το ένα τρίτο της διακύμανσης των απροσδόκητων αποδόσεων αποδίδεται στη διακύμανση των αναμενόμενων μερισμάτων, το ένα τρίτο στη διακύμανση των αναμενόμενων ταμειακών ροών και το και το ένα τρίτο στην συνδιακύμανση των δύο συνιστωσών. Επιπλέον, οι μεταβολές στις αναμενόμενες οι αποδόσεις συσχετίζονται αρνητικά με τις αλλαγές στα αναμενόμενα μερίσματα, αυξάνοντας την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς σε νέα μερίσματα.

Οι αποδόσεις των μετοχών συσχετίζονται με την επικρατούσα αύξηση των κερδών, την αύξηση του μερίσματος, τη μελλοντική πραγματική δραστηριότητα και άλλους παράγοντες που επηρεάζουν τις ταμειακές ροές μίας επιχείρησης. Η συσχέτιση μεταξύ των παραγόντων των ταμειακών ροών και των αποδόσεων των μετοχών μπορεί να προκύψει από τη συσχέτιση των ταμειακών ροών με τις αναμενόμενες αποδόσεις μιας περιόδου, τα νέα για τις ταμειακές ροές, και / ή τις αναμενόμενες αποδόσεις (Hecht and Vuolteenaho, 2005).

Εξετάζοντας κατά πόσο οι επιδράσεις της απόδοσης σε επίπεδο επιχείρησης και ταμειακών ροών επεκτείνονται και στο σύνολο της χρηματιστηριακής αγοράς, οι Hirshleifer et al. (2009) διαφοροποιούνται ελαφρώς από τις προηγούμενες μελέτες καθώς βρίσκουν ότι τα αθροιστικά δεδουλευμένα στοιχεία είναι ένας ισχυρός θετικός δείκτης πρόβλεψης των συνολικών αποδόσεων των μετοχών, ενώ οι ταμειακές ροές είναι ένας αρνητικός δείκτης πρόβλεψης. Επιπλέον, οι καινοτομίες στα δεδουλευμένα στοιχεία συσχετίζονται αρνητικά με τις συνολικές αποδόσεις, ενώ οι καινοτομίες στις ταμειακές ροές συσχετίζονται θετικά με τις αποδόσεις. Τα ευρήματα δείχνουν ότι οι καινοτομίες στα δεδουλευμένα στοιχεία και τις ταμειακές ροές περιέχουν πληροφορίες σχετικά με μεταβολές στα επιτόκια προεξόφλησης ή ότι οι επιχειρήσεις διαχειρίζονται τα κέρδη σε ανταπόκριση της υποτίμησης της αγοράς.

Νεότερη μελέτη των Maio and Santa-Clara (2015) εξετάζει την προβλεπτική ικανότητα της μερισματικής απόδοσης για τις μελλοντικές τιμές των μετοχών και διαπιστώνει ότι υπάρχει ισχυρή συσχέτιση σε διαφορετικούς ορίζοντες πρόβλεψης.

Σε γενικές γραμμές, οι τιμές των μετοχών κινούνται ουσιαστικά σε σχέση με βασικά μεγέθη, όπως τα μερίσματα. Η χρονική διακύμανση του λόγου τιμής-μερισμάτων είναι στενά συνδεδεμένη με το χρόνο διακύμανσης των αναμενόμενων αποδόσεων και των αναμενόμενων ρυθμών αύξησης των μερισμάτων. Επομένως, το ερώτημα μπορεί εναλλακτικά να τίθεται ως εάν οι αποδόσεις των μετοχών και οι ρυθμοί αύξησης των μερισμάτων είναι προβλέψιμοι, γεγονός που συμβάλλει στην κατανόηση της σχέσης κινδύνου-απόδοσης (Kojien and Van Nieuwerburgh 2011).

2.2.2 Αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής και επιχειρηματικός κύκλος

Άλλες μελέτες συσχετίζουν τον καθορισμό των τιμών των μετοχών με την αλλαγή δομής των παραγόντων κινδύνου, των κύκλων των επιχειρήσεων, και των μακροοικονομικών διακυμάνσεων. Ο βασικός λόγος πίσω από όλες τις σχετικές έρευνες είναι ότι οι επενδυτές που δραστηριοποιούνται σε αγορές μετοχών παρακολουθούν προσεκτικά το τι συμβαίνει στην οικονομία στο σύνολό της και προσαρμόζουν ανάλογα τις προσδοκίες και τις επενδυτικές αποφάσεις.

Οι Fama and French (1989) αποδεικνύουν ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις των κοινών μετοχών και των μακροπρόθεσμων ομολόγων περιλαμβάνουν μια περίοδο ασφάλισης ή μια πριμοδότηση λήξης που έχει ένα σαφές μοντέλο επιχειρηματικού κύκλου. Επιπλέον, οι αναμενόμενες αποδόσεις περιλαμβάνουν ένα ασφάλιστρο κινδύνου που σχετίζεται με μακροπρόθεσμες πτυχές των επιχειρηματικών συνθηκών. Με την πάροδο του χρόνου, το ασφάλιστρο είναι ισχυρότερο για ομόλογα χαμηλού βαθμού από ό, τι για ομόλογα υψηλού βαθμού και ισχυρότερο για τις μετοχές παρά για τα ομόλογα. Το γενικό μήνυμα είναι ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι χαμηλότερες όταν οι οικονομικές συνθήκες είναι ισχυρές και υψηλότερες όταν οι συνθήκες είναι αδύναμες.

Εμπειρική μελέτη την περίοδο 1997-2005 εξετάζει τον ρόλο των μακροοικονομικών παραγόντων, όπως ο ρυθμός ανάπτυξης, ο δείκτης βιομηχανικής παραγωγής, η μεταβολή του δείκτη τιμών καταναλωτή, η μεταβολή της προσφοράς χρήματος, η μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας, τα επιτόκια, ο ρυθμός ανάπτυξης των διεθνών τιμών του αργού πετρελαίου και η απόδοση του δείκτη MSCI World Equity Index στις αποδόσεις των τουρκικών

μετοχών. Τα ευρήματα αποκαλύπτουν ότι η συναλλαγματική ισοτιμία, το επιτόκιο και η απόδοση του δείκτη MSCI World Equity Index φαίνεται να επηρεάζουν όλες τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου, ενώ ο πληθωρισμός είναι μερικά σημαντικός. Αντιθέτως, η βιομηχανική παραγωγή, η μεταβολή της προσφοράς χρήματος, και οι τιμές του πετρελαίου δεν φαίνεται να έχουν σημαντική επίδραση στις αποδόσεις των μετοχών (Kandir, 2008).

Οι Osamwonyi and Enbayiro-Osagie (2012) αποδεικνύουν τη σχέση μεταξύ των μακροοικονομικών μεταβλητών και του δείκτη κεφαλαιαγοράς της Νιγηρίας χρησιμοποιώντας τα επιτόκια, τον πληθωρισμό, το δημοσιονομικό έλλειμμα, το ΑΕΠ, και την προσφορά χρήματος από το 1975 έως το 2005. Οι συγγραφείς υπογραμμίζουν ότι η υιοθέτηση κατάλληλων οικονομικών πολιτικών είναι απαραίτητη για την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς

Οι διαταραχές των τιμών του πετρελαίου και η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής είναι αλληλένδετες και επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, μια απροσδόκητη αύξηση της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής έχει σημαντική αρνητική επίδραση στις πραγματικές αποδόσεις των μετοχών. Ομοίως, μια θετική ζήτηση για την αγορά πετρελαίου υποδηλώνει μεγαλύτερη ανησυχία για τις μελλοντικές προμήθειες πετρελαίου, οδηγώντας σε αύξηση της οικονομικής και αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής και μείωση των αποδόσεων των μετοχών. Τέλος, η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής και η αύξηση της ζήτησης του πετρελαίου αντιπροσωπεύουν το 19% και το 12% της μακροπρόθεσμης ζήτησης στη μεταβλητότητα των πραγματικών αποδόσεων των μετοχών, αντίστοιχα, ειδικότερα σε χώρες και οικονομίες που εξάγουν ενέργεια (Kang and Ratti, 2013). Άλλη έρευνα εξετάζει τους δεσμούς μεταξύ της οικονομικής ανάπτυξης, των τιμών του πετρελαίου, της χρηματιστηριακής αγοράς και τριών βασικών μακροοικονομικών δεικτών – την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, το ποσοστό πληθωρισμού και το πραγματικό επιτόκιο. Η έρευνα εξετάζει τις χώρες της G-20 κατά την περίοδο 1961-2012 και αποδεικνύει μία ισχυρή μακροχρόνια σχέση μεταξύ της οικονομικής ανάπτυξης και όλων των εξεταζόμενων μεταβλητών. Μακροπρόθεσμα, η πραγματική οικονομική ανάπτυξη φαίνεται να ανταποκρίνεται σε οποιαδήποτε απόκλιση στην μακροχρόνια σχέση ισορροπίας μεταξύ των μεταβλητών (Pradhan et.al., 2015).

Αναφορικά με τη σχέση μεταξύ των τιμών των μετοχών και των μακροοικονομικών μεταβλητών στις αναδυόμενες οικονομίες, ο Gay (2016) εξετάζει τη σχέση μεταξύ των τιμών των μετοχών και των τιμών συναλλάγματος και πετρελαίου για τη Βραζιλία, την Ινδία, την Κίνα, και τη Ρωσία. Αν και δεν διαπιστώνεται σημαντική σχέση μεταξύ της αντίστοιχης συναλλαγματικής ισοτιμίας και των τιμών πετρελαίου στις τιμές του δείκτη χρηματιστηριακής αγοράς, φαίνεται ότι αυτό είναι αποτέλεσμα της επιρροής άλλων εγχώριων και διεθνών μακροοικονομικών παραγόντων σχετικά με τις αποδόσεις της χρηματιστηριακής αγοράς.

Τέλος, εμπειρική μελέτη στην ινδική χρηματιστηριακή αγορά για την περίοδο 2005-2015 χρησιμοποιώντας τη συναλλαγματική ισοτιμία, τις ξένες θεσμικές επενδύσεις, τα επιτόκια, και τον πληθωρισμό ως μακροοικονομικές μεταβλητές διαπιστώνει ότι υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των μακροοικονομικών μεταβλητών και των χρηματιστηριακών δεικτών (Das, 2017).

2.2.3 Θεωρία τιμολόγησης σε διαιτησία (*Arbitrage Pricing Theory, APT*)

Η θεωρία τιμολόγησης σε διαιτησία (*Arbitrage Pricing Theory, APT*) είναι μία οικονομετρική μέθοδος μέτρησης της απόδοσης του χαρτοφυλακίου χρησιμοποιώντας μια εκδοχή ανταγωνιστικής ισορροπίας (Connor and Korajczyk, 1986). Μια βασική παραδοχή του APT συνεπάγεται τη χρήση χαρτοφυλακίου arbitrage, το οποίο αποτελεί μία επενδυτική τακτική που εξελίσσει μια μικρή θέση σε μία μετοχή σε μία υψηλή μακροπρόθεσμη τιμή της ίδιας μετοχής ή ένα ισοδύναμο της μετοχής σε μία χαμηλή τιμή. Στην πραγματικότητα, οι επενδυτές έχουν κίνητρο να επωφεληθούν από το χαρτοφυλάκιο του arbitrage και αυτό είναι μια βασική λογική του APT. Επιπλέον, η θεωρία επικεντρώνεται στο επιτόκιο, τον πληθωρισμό και άλλες πτυχές της οικονομίας, όπως η αύξηση του ΑΕΠ, οι τιμές του πετρελαίου κ.λπ. (Nguyen et.al., 2017).

Ο Schwert (1990) εξηγεί τη χρονική διακύμανση στις αποδόσεις των μετοχών χρησιμοποιώντας τη θεωρία APT για την ανάλυση της συμπεριφοράς της μεταβλητότητας απόδοσης μετοχών με χρήση ημερήσιων δεδομένων από το 1885 έως το 1987. Εστιάζοντας στη συντριβή του χρηματιστηρίου τον Οκτώβριο του 1987, όπου η μεταβλητότητα των μετοχών αυξήθηκε δραματικά κατά τη διάρκεια αλλά και μετά τη συντριβή, ο συγγραφέας δείχνει ότι οι τις τιμές των δικαιωμάτων

αγοράς και τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε δείκτες μετοχών οδήγησαν στην επιστροφή της αγοράς σε χαμηλότερα, πιο φυσιολογικά επίπεδα γρήγορα.

Οι Ferson and Harvey (1991) υπογραμμίζουν την ύπαρξη μίας σημαντικής βραχυχρόνιας σχέση μεταξύ των αποδόσεων της χρηματιστηριακής αγοράς και των μεταβολών των μακροοικονομικών μεταβλητών, όπως, ο πληθωρισμός, η βιομηχανική παραγωγή, οι καταναλωτικές δαπάνες, και η μακροπρόθεσμη διάρθρωση των επιτοκίων, μεταξύ άλλων. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι επενδυτές επικαιροποιούν ορθολογικά τις εκτιμήσεις τους για την αναμενόμενη απόδοση, ενώ η συνειδητή συνεισφορά των διαφορετικών συντελεστών κινδύνου της προβλέψιμης απόδοσης διαφέρει μεταξύ διαφορετικών επενδυτικών στοιχείων.

Συγκρίνοντας παράγοντες κινδύνου, οι Ferson and Korajczyk (1995) διαπιστώνουν ότι τα μοντέλα που έχουν έναν έως πέντε παράγοντες και σταθερά beta δεν εξηγούν το 100% της προβλεψιμότητας απόδοσης, αλλά εξηγούν περίπου το 80%, κατά μέσο όρο, γεγονός που υποδηλώνει ότι τα μοντέλα αποτίμησης κινδύνου μπορούν να αποδώσουν ένα μεγάλο μέρος της προβλεψιμότητας, ανεξάρτητα από τον ορίζοντα απόδοσης. Στο ίδιο πλαίσιο, οι Levine and Zervos (1999) σχηματίζουν ένα χαρτοφυλάκιο με τις αποδόσεις μετοχών 24 εθνικών αγορών και διαπιστώνουν ότι η χρηματιστηριακή ρευστότητα και η τραπεζική ανάπτυξη προβλέπουν θετικά την ανάπτυξη, τη συσσώρευση κεφαλαίου και τις βελτιώσεις της παραγωγικότητας όταν εισάγονται μαζί σε παλινδρομήσεις, ακόμη και μετά τον έλεγχο για οικονομικούς και πολιτικούς παράγοντες. Ακόμα, το μέγεθος της χρηματιστηριακής αγοράς, η μεταβλητότητα, και η διεθνής ολοκλήρωση δεν συνδέονται άρρηκτα με την ανάπτυξη, ενώ κανένας από τους οικονομικούς δείκτες δεν συνδέεται στενά με τα ιδιωτικά επιτόκια αποταμίευσης.

Νεότερη εμπειρική μελέτη στην χρηματιστηριακή αγορά του Πακιστάν χρησιμοποιεί τον πληθωρισμό, τη συναλλαγματική ισοτιμία, την προσφορά χρήματος M1 και τις τιμές του πετρελαίου για την περίοδο 2004-2008 και διαπιστώνει ότι η εφαρμογή της APT μπορεί να εξηγήσει τη διακύμανση των αποδόσεων μετοχών διότι αποτελεί ένα αξιόπιστο μέτρο για την εκτίμηση του ασφαλιστικού κινδύνου (Iqbal et.al., 2012).

Εμπειρική μελέτη στο χρηματιστήριο της Ντάκα στο Μπανγκλαντές διερευνά τις επιδράσεις των επιτοκίων και της βιομηχανικής παραγωγής στις αποδόσεις των μετοχών για την περίοδο μεταξύ 2000-2007 και εντοπίζει μία θετική, αλλά στατιστικά ασήμαντη σχέση μεταξύ των μεταβλητών και της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς (Quadir, 2012).

2.2.4 Μακροοικονομικές ανακοινώσεις

Ο αντίκτυπος προγραμματισμένων και μη προγραμματισμένων μακροοικονομικών ειδήσεων στις οι αποδόσεις των μετοχών υπήρξε ένα άλλο σημαντικό θέμα της οικονομικής βιβλιογραφίας. Οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων πιστεύεται ότι αντιδρούν ευαίσθητα στις οικονομικές ανακοινώσεις. Η καθημερινή εμπειρία φαίνεται να υποστηρίζει την άποψη ότι οι τιμές μεμονωμένων περιουσιακών στοιχείων επηρεάζονται με διαφορετική ένταση από μια μεγάλη ποικιλία απρόβλεπτων γεγονότων. Για τον λόγο αυτόν, η σύγχρονη οικονομική θεωρία έχει επικεντρωθεί στις συστηματικές επιρροές ως πιθανή πηγή επενδυτικού κινδύνου, διαπιστώνοντας ότι ένα πρόσθετο στοιχείο της μακροπρόθεσμης απόδοσης απαιτείται και αποκτάται κάθε φορά που ένα συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο επηρεάζεται από τα οικονομικά νέα σε βαθμό που δεν μπορεί να επιτύχει επιπλέον ανταμοιβή με διαφοροποίηση του κινδύνου (Chen et.al., 1986).

Μελέτη του Hardouvelis (1987) αναλύει την ανταπόκριση των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις 15 αντιπροσωπευτικών μακροοικονομικών μεταβλητών. Οι τιμές των μετοχών ανταποκρίνονται κυρίως στις ανακοινώσεις νομισματικής πολιτικής, ενώ οι μετοχές των χρηματοπιστωτικών εταιρειών είναι τα πιο ευαίσθητες στις νομισματικές ειδήσεις. Επιπλέον, έμμεσο ρόλο στις αντιδράσεις των τιμών των μετοχών είναι οι αντιλήψεις της αγοράς που δημιουργεί η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ για τις μελλοντικές μακροοικονομικές εξελίξεις.

Εξετάζοντας διαφορετικά στάδια του επιχειρηματικού κύκλου, οι McQueen and Roley (1993) αποδεικνύουν μία ισχυρή σχέση μεταξύ των τιμών των μετοχών και των μακροοικονομικών ανακοινώσεων. Επιπρόσθετα, εξετάζουν την επίδραση της πραγματικής ειδησεογραφικής δραστηριότητας στα προεξοφλητικά επιτόκια και διαπιστώνουν ότι όταν η οικονομία είναι ισχυρή, η χρηματιστηριακή αγορά αποκρίνεται αρνητικά στις ειδήσεις για υψηλότερη πραγματική οικονομική

δραστηριότητα. Αυτή η αρνητική σχέση οφείλεται στη μεγαλύτερη αύξηση των προεξοφλητικών επιτοκίων σε σχέση με τις αναμενόμενες ταμειακές ροές.

Παρουσιάζοντας ένα πλαίσιο για την ανάλυση του βαθμού μετάδοσης μεταξύ χρηματαγορών, ομολόγων, μετοχικών αγορών, και συναλλαγματικών ισοτιμιών εντός των Ηνωμένων Πολιτειών και μεταξύ των ΗΠΑ και της ζώνης του Ευρώ, οι Ehrmann et.al. (2005) διαπιστώνουν ότι οι τιμές των στοιχείων ενεργητικού αντιδρούν ισχυρότερα από άλλες εγχώριες κρίσεις τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Τα αποτελέσματα υπογραμμίζουν την κυριαρχία των αμερικανικών αγορών ως την κύρια κινητήρια δύναμη των παγκόσμιων οικονομικών αγορές καθώς οι χρηματοπιστωτικές αγορές των ΗΠΑ εξηγούν, κατά μέσο όρο, περισσότερο από το 25% των κινήσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές της ζώνης του Ευρώ, ενώ οι αγορές της ζώνης του ευρώ αντιπροσωπεύουν μόνο το 8% των μεταβολών στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων στις ΗΠΑ. Ομοίως, μελέτη των Lucey et.al. (2008) εστιάζει στον κυρίαρχο ρόλο που διαδραματίζει η οικονομία των ΗΠΑ στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον και διερευνά πόσο οι οικονομικές κρίσεις στις ΗΠΑ επηρεάζουν τις παγκόσμιες αποδόσεις περιουσιακών στοιχείων, κυρίως, στις αναπτυσσόμενες οικονομίες που αποτελούν σημαντικούς εμπορικούς εταίρους και εταίρους κεφαλαιακών ροών. Οι ερευνητές δείχνουν ότι οι υπολειμματικές αποδόσεις και οι εξαρτημένες μεταβλητές στις αναπτυσσόμενες οικονομίες επηρεάζονται σημαντικά από τις μακροοικονομικές εκπλήξεις των ΗΠΑ με επιπτώσεις στις παγκόσμιες αποδόσεις περιουσιακών στοιχείων, πέραν αυτών που μεταδίδονται μέσω αποδόσεων της αγοράς μετοχών. Νεότερη μελέτη των Nikkinen and Sahlström (2015) αναφορικά με τον τρόπο με τον οποίο επηρεάζουν τα μακροοικονομικά δελτία ειδήσεων των ΗΠΑ την αβεβαιότητα σε εγχώρια και ξένα χρηματιστήρια χρησιμοποιεί τον δείκτη τιμών εργασίας παραγωγού και τον δείκτη τιμών καταναλωτή. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν την υπόθεση ότι η μεταβλητότητα αυξάνεται πριν από τη δημοσίευση των μακροοικονομικών ειδήσεων και μειώνεται μετά την ανακοίνωση σε όλες τις εξεταζόμενες αγορές, γεγονός που υποδηλώνει ότι η αβεβαιότητα που συνδέεται με τα μακροοικονομικά δελτία ειδήσεων των ΗΠΑ αντανακλώνται και στις ξένες χρηματιστηριακές αγορές.

Οι Hanousek et.al. (2009) εκτιμούν τον αντίκτυπο των μακροοικονομικών ειδήσεων στις αποδόσεις μετοχών σε τρεις αναδυόμενες οικονομίες, την

Ουγγαρία, την Τσεχία, και την Πολωνία, χρησιμοποιώντας ημερήσια στοιχεία και μακροοικονομικές ανακοινώσεις. Οι αποδόσεις των μετοχών υπολογίζονται βάσει διαστημάτων πέντε λεπτών και οι μακροοικονομικές ειδήσεις μετρώνται με βάση τις αποκλίσεις της πραγματικής ανακοίνωσης από τις προσδοκίες. Συνολικά, οι ερευνητές διαπιστώνουν ότι και οι τρεις νέες χρηματιστηριακές αγορές της Ευρωπαϊκής Ένωσης υπόκεινται σε άμεσες σημαντικές διαρροές μέσω των αποδόσεων του δείκτη της ΕΕ, των ΗΠΑ, και των γειτονικών αγορών. Επιπλέον, αποδεικνύεται ότι ο αντίκτυπος των πολλαπλών ανακοινώσεων είναι ισχυρότερος από αυτόν των ενιαίων ειδήσεων, ενώ ο αντίκτυπος των ξένων μακροοικονομικών ανακοινώσεων υπερβαίνει τις επιπτώσεις των ξένων χρηματιστηριακών αγορών στους δείκτες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης. Τέλος, φαίνεται ότι μετά από τις ανακοινώσεις νομισματικής πολιτικής, η υπό όρους αστάθεια των αποδόσεων των χρηματιστηριακών αγορών αυξάνεται περισσότερο για τις επιχειρήσεις με πιο ασταθείς τιμές από ό, τι για τις επιχειρήσεις με πιο ευέλικτες τιμές (Gorodnichenko, and Weber, 2016).

Γενικότερα, φαίνεται ότι υπάρχει ένα σημαντικό ασφάλιστρο κινδύνου την ημέρα της ανακοίνωσης κάποιας μακροοικονομικής είδησης. Ωστόσο, οι Savor and Wilson (2013) διαπιστώνουν ότι πραγματική μεταβλητότητα των ημερήσιων χρηματιστηριακών αποδόσεων είναι μόλις 4% υψηλότερη. Μία εξήγηση των αποτελεσμάτων οφείλεται στη θετική εξάρτηση των αποδόσεων της χρηματιστηριακής αγοράς από την αναμενόμενη μακροπρόθεσμη οικονομική ανάπτυξη και το εισόδημα. Διαισθητικά, οι μετοχές τείνουν κινούνται άσχημα όταν νέα σχετικά με την κατάσταση της οικονομίας είναι αρνητικά. Δεδομένου ότι οι προγραμματισμένες οικονομικές ανακοινώσεις υποδεικνύουν πιθανώς σημαντικές πληροφορίες για την οικονομία, αυτός ο μεταβαλλόμενος κίνδυνος κατάστασης θα πρέπει να είναι καθοριστικά υψηλότερος σε αυτές τις περιόδους, ενώ η πριμοδότηση κινδύνου μπορεί να αυξηθεί κατά τις ημέρες ανακοίνωσης, ακόμη και αν η μεταβλητότητα των μετοχών δεν αλλάξει.

2.2.5 Συναλλαγματικές ισοτιμίες

Η εμφάνιση νέων κεφαλαιαγορών, η χαλάρωση των ξένων ελέγχων κεφαλαίου και η υιοθέτηση πιο ευέλικτων καθεστώτων συναλλαγματικών ισοτιμιών αύξησε το

ενδιαφέρον των ακαδημαϊκών για τη μελέτη των αλληλοεπιδράσεων μεταξύ των αγορών μετοχών και συναλλάγματος. Η σταδιακή κατάργηση των ελέγχων συναλλάγματος στις αναδυόμενες οικονομίες έδωσε τη δυνατότητα διεθνών επενδύσεων και διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου. Την ίδια στιγμή, η υιοθέτηση πιο ευέλικτων καθεστώτων συναλλαγματικών ισοτιμιών στις χώρες αυτές στα τέλη της δεκαετίας του 1980 και στις αρχές της δεκαετίας του 1990 αύξησε τη μεταβλητότητα των αγορών συναλλάγματος και τον κίνδυνο που συνδέεται με αυτές τις επενδύσεις. Η κλασική οικονομική θεωρία εντοπίζει μια σχέση μεταξύ της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς και τη συμπεριφορά της συναλλαγματικής ισοτιμίας (Phylaktis and Ravazzolo, 2005).

Οι Ajayi et.al. (1998) διερευνούν τις αιτιώδεις σχέσεις μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών και των μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις αναπτυσσόμενες και τις αναδυόμενες οικονομίες, χρησιμοποιώντας ημερήσια δεδομένα. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι η εύρυθμη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών και των χρηματοοικονομικών ιδρυμάτων συνδέεται με τη σχέση μεταξύ των διεθνώς διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων και της διαχείρισης των συναλλαγματικών κινδύνων.

Εμπειρική μελέτη για τη σχέση των τιμών των μετοχών και των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις Ασιατικές οικονομίες δείχνει ότι στην Ιαπωνία και στην Ταϊλάνδη οι συναλλαγματικές ισοτιμίες οδηγούν σε αύξηση των τιμών των μετοχών με θετική συσχέτιση. Αντιθέτως, τα στοιχεία από την Ταϊβάν δείχνουν ότι οι τιμές των μετοχών επηρεάζουν τις συναλλαγματικές ισοτιμίες με αρνητική συσχέτιση. Τέλος, τα στοιχεία από την Ινδονησία, την Κορέα, τη Μαλαισία και τις Φιλιππίνες δείχνουν ισχυρές σχέσεις ανατροφοδότησης, ενώ στην οικονομία της Σιγκαπούρης δεν αποκαλύπτεται κανένα οποιοδήποτε αναγνωρίσιμο πρότυπο (Granger et.al. 2000).

Οι Yang and Doong (2004) διερευνούν τη φύση του μηχανισμού μετάδοσης μέσης και μεταβλητότητας μεταξύ των αγορών μετοχών και συναλλάγματος για τις χώρες G-7. Τα εμπειρικά αποτελέσματα αποδεικνύουν την επίδραση της ασύμμετρης μεταβλητότητας με τις μεταβολές των τιμών των μετοχών να επηρεάζουν τις μελλοντικές μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών, ενώ οι μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες έχουν λιγότερες άμεσες επιπτώσεις στις μελλοντικές μεταβολές των τιμών των μετοχών. Ομοίως, εξετάζοντας την αιτιώδη συνάφεια

μεταξύ των τιμών των μετοχών και των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην Τουρκία κατά την περίοδο 2001-2008, δηλαδή περιόδου κατά την οποία το καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών προσδιορίστηκε ως κυμαινόμενο, οι Aydemir and Demirhan (2009) δείχνουν ότι υπάρχει αμφίδρομη αιτιώδης σχέση μεταξύ της συναλλαγματικής ισοτιμίας και όλων των δεικτών χρηματιστηριακής αγοράς. Αντιθέτως, αρνητική αιτιώδης συνάφεια προκύπτει μεταξύ των εθνικών δεικτών 100, των δεικτών των υπηρεσιών, των οικονομικών και βιομηχανικών δεικτών και της συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Μελέτη διερευνά τις πηγές της δυναμικής σχέσης μεταξύ της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας και των διαφορών απόδοσης των μετοχών της χρηματιστηριακής αγοράς των ΗΠΑ στις αναπτυσσόμενες και τις αναδυόμενες ασιατικές αγορές. Τα ευρήματα δείχνουν ότι το εμπορικό ισοζύγιο θεωρείται βασικός καθοριστικός παράγοντας της δυναμικής συσχέτισης για τις ασιατικές αγορές, ενώ η διαφορά επιτοκίων είναι η κινητήρια δύναμη για τις ανεπτυγμένες αγορές, γεγονός που αντικατοπτρίζει και υψηλή κινητικότητα κεφαλαίου (Moore and Wang, 2014).

Πρόσφατη μελέτη των Khatri et.al (2017) διερευνά τη σχέση μεταξύ των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των χρηματιστηριακών τιμών σε τέσσερις ασιατικές οικονομίες - Ινδία, Μπαγκλαντές, Πακιστάν, και Σρι Λάνκα. Η μελέτη χρησιμοποιεί την συναλλαγματική ισοτιμία ως ανεξάρτητη μεταβλητή και τις χρηματιστηριακές αγορές ως εξαρτημένη μεταβλητή. α εμπειρικά αποτελέσματα δείχνουν ότι δεν υπάρχει μακροπρόθεσμη σχέση μεταξύ των μεταβλητών για την οικονομία της Ινδίας, ενώ διαπιστώνεται μία σημαντική αρνητική βραχυπρόθεσμη σχέση για τη Σρι Λάνκα και το Μπαγκλαντές. Ωστόσο, φαίνεται ότι οι συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν αποτελούν εργαλείο πρόβλεψης που επηρεάζει την κατεύθυνση των χρηματιστηριακών τιμών και των δεικτών στις εξεταζόμενες χώρες λόγω του ότι τα οικονομικά συναισθήματα είναι σχεδόν ίδια για κάθε χώρα.

2.3 Σχέση μεταξύ αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής και τιμών μετοχών

Η διεθνής βιβλιογραφία παρέχει στοιχεία σχετικά με τη σχέση μεταξύ πολιτικής αστάθειας και των τιμών των μετοχών. Οι Alesina et. al. (1996) διερευνούν τη

σχέση μεταξύ πολιτικής αστάθειας και της κατά κεφαλήν αύξησης του ΑΕΠ σε δείγμα 113 χωρών για την περίοδο 1950-1982 και διαπιστώνουν ότι σε χώρες και περιόδους με υψηλή τάση κυβερνητικής κατάρρευσης, η ανάπτυξη είναι σημαντικά χαμηλότερη από ότι σε χώρες με σταθερότητα κυβέρνησης. Οι Beaulieu et. al. (2005) εξετάζουν την επίδραση του πολιτικού κινδύνου στην αστάθεια των αποδόσεων των μετοχών στον Καναδά. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι πολιτικές ειδήσεις που σχετίζονται με τον πιθανό διαχωρισμό του Κεμπέκ από τον Καναδά παίζουν σημαντικό ρόλο στην μεταβλητότητα των αποδόσεων των μετοχών. Περαιτέρω, οι ερευνητές δείχνουν ότι η μεταβλητότητα της απόδοσης των μετοχών ποικίλλει ανάλογα με τον βαθμό έκθεσης μιας επιχείρησης σε πολιτικό κίνδυνο, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι επιχειρήσεις που εκτίθενται περισσότερο σε πολιτικό κίνδυνο φέρουν και το βάρος της ανάγκης διαφοροποίησης.

Ο αντίκτυπος της πολιτικής αστάθειας στην απόδοση των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει εξεταστεί ιδιαίτερα μετά την μετά την πρόσφατη οικονομική κρίση. Για παράδειγμα, οι Huang et al. (2015) εξετάζουν τον αντίκτυπο της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής στην μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων. Χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο διεθνές δείγμα σε 35 χώρες κατά την περίοδο από το 1990 έως το 2008, οι ερευνητές διαπιστώνουν ότι οι επιχειρήσεις που, παραδοσιακά, καταβάλουν μερίσματα είναι πιο πιθανό να τερματίσουν την μερισματική πολιτική σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής. Αντίστοιχα, οι επιχειρήσεις που δεν καταβάλλουν μερίσματα είναι λιγότερο πιθανό να ξεκινήσουν μία μερισματική πολιτική σε περιόδους υψηλής αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής. Τα ευρήματα υποδηλώνουν ένα προληπτικό κίνητρο των διαχειριστών ως απάντηση στις πολιτικές διαταραχές. Ωστόσο, ο αντίκτυπος των πολιτικών διαταραχών φαίνεται να μετριάζεται από ένα σταθερό πολιτικό σύστημα. Αυτό τεκμηριώνεται περαιτέρω από το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλότερη αποτίμηση ή λιγότερη ρευστότητα έχουν περισσότερες πιθανότητες να ξεκινήσουν μία μερισματική πολιτική κατά τη διάρκεια περιόδων υψηλής αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής, η οποία είναι σύμφωνη με τη θεωρία της εστίασης των μερισμάτων. Έρευνα αναφορικά με την πολιτική αστάθεια και τις χρηματιστηριακές αποδόσεις χρησιμοποιώντας τριμηνιαία στοιχεία χρονολογικών σειρών από το 1993 έως το 2013 σε 18 χώρες του ΟΟΣΑ εντοπίζει άμεση και

έμμεση επίπτωση μεταξύ των δεικτών αβεβαιότητας και των αποδόσεων του δείκτη τραπεζών και του δείκτη της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς (Asteriou and Sarantidis, 2016). Ο Irshad (2017) διερευνά τις επιπτώσεις της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής στη συμπεριφορά των εταιρικών επενδύσεων αναλύοντας τη μεταβολή των τιμών των μετοχών ως αποτέλεσμα της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής. Η γενική άποψη είναι ότι το πολιτικό σύστημα σε οποιαδήποτε χώρα είναι αβέβαιο, τότε οι επενδυτές δεν θα επενδύουν από φόβο να χάσουν τον πλούτο τους. Από την άλλη πλευρά, είναι πιθανό οι επενδυτές να κερδίζουν καλύτερες αποδόσεις σε αδύναμα πολιτικά συστήματα, έχοντας εύκολη πρόσβαση στις αρχές που εκδίδουν νόμους.

Ένα ακόμα σημαντικό σημείο είναι η μέτρηση του αντίκτυπου του πολιτικού κινδύνου στα επενδυτικά σχέδια, κάτι που αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες προκλήσεις για τις διεθνείς επιχειρήσεις. Μια δημοφιλής προσέγγιση είναι η υπόθεση ότι το κυρίαρχο spread καταγράφει τον πολιτικό κίνδυνο και αυξάνει το προεξοφλητικό επιτόκιο του έργου. Οι (Bekaert et.al., 2016) υποστηρίζουν ότι αυτή η προσέγγιση είναι λανθασμένη. Ενώ επηρεάζεται η κυρίαρχο spread από τον πολιτικό κίνδυνο, αντανakλά επίσης και άλλους κινδύνους που περιλαμβάνονται ήδη στην αποτίμηση, γεγονός που οδηγεί στη διπλή καταμέτρηση των κινδύνων. Επομένως, θα πρέπει ο πολιτικός κίνδυνος να βασίζεται στην αγορά και τα spreads να χρησιμοποιούνται για να ανοσοποιήσουν την διπλή καταμέτρηση πολιτικού κινδύνου στην αξιολόγηση των διεθνών επενδυτικών σχεδίων.

2.3.1 Αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής, εκλογές, και χρηματοπιστωτικές αγορές

Η πολιτική αστάθεια μπορεί μερικές φορές να τείνει να υποστηρίζει ορισμένες βιομηχανίες και να εμποδίζει τις αποδόσεις για άλλες βιομηχανίες, καθώς οι ψήφοι από τη δημόσια και κυβερνητική πολιτική σχεδιάζονται για να αντιμετωπίσουν τις πολιτικές που εξυπηρετούν την εκλογική βάση των κομμάτων (Hibbs, 1977). Αυτή η προοπτική μπορεί να βοηθήσει στην κατανόηση της αστάθειας στις αποδόσεις των μετοχών όταν αλλάζει η κυβέρνηση. Σε αυτό το πλαίσιο, οι επενδυτές αντιλαμβάνονται τις επιθυμητές πολιτικές της μελλοντικής και νέας κυβέρνησης

που μπορεί να επηρεάσουν τα χαρτοφυλάκιά τους. Σύμφωνα με τους Leblang and Mukherjee (2005), οι προσδοκίες των επενδυτών για την εκλογική νίκη καθορίζονται από τον πολιτικό προσανατολισμό των κομμάτων (Δεξιά ή Αριστερά). Ειδικότερα, εφαρμόζοντας οικονομετρικό μοντέλο, οι συγγραφείς προβλέπουν ότι οι ορθολογικές προσδοκίες του υψηλότερου πληθωρισμού από τις αριστερές διοικήσεις μειώνουν τον όγκο των μετοχών που διαπραγματεύονται στην χρηματιστηριακή αγορά, γεγονός που οδηγεί σε μείωση του μέσου όρου και της μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών όχι μόνο κατά τη διάρκεια του έτους όπου οι αριστερές κυβερνήσεις είναι κυρίαρχες, αλλά και όταν οι επενδυτές αναμένουν από το αριστερό κόμμα να κερδίσει εκλογές. Αντιστρόφως, η προσδοκία για χαμηλότερο πληθωρισμό από τις δεξιές διοικήσεις οδηγεί σε υψηλότερο όγκο συναλλαγών, ο οποίος με τη σειρά του οδηγεί σε αύξηση του μέσου όρου και της μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών κατά τη διάρκεια της θητείας των δεξιών κυβερνήσεων αλλά και όταν οι επενδυτές αναμένουν από το δεξιό κόμμα να κερδίσει εκλογές. Γενικότερα, όταν μια κυβέρνηση σταθμίζει μια πολιτική απόφαση με σημαντικές οικονομικές συνέπειες, οι επενδυτές και άλλοι οικονομικοί παράγοντες προσπαθούν να εκτιμήσουν τα πιθανά αποτελέσματά της. Η ανάλυση των αναμενόμενων συνεπειών των αλλαγών πολιτικής βάσει των χρηματοπιστωτικών αγορών υπήρξε κατά παράδοση αποκλειστικά αναδρομικός. Ωστόσο, οι Wolfers & Zitzewitz, (2009) χρησιμοποιούν δεδομένα από μια αγορά διαπραγμάτευσης με συμβάσεις που συνδέονται με την εκδίωξη του Σαντάμ Χουσεΐν ως ηγέτη του Ιράκ και εξετάζουν τις προσδοκίες των συμμετεχόντων στις χρηματοπιστωτικές αγορές μετά τον πόλεμο του Ιράκ το 2003. Αρχικά διαπιστώνεται ότι αύξηση 10% στην πιθανότητα του πολέμου συνοδεύτηκε από αύξηση \$1 στις τιμές spot του πετρελαίου που προτεινόνταν από τις προθεσμιακές αγορές με άμεσες μεταβολές των τιμών των μετοχών, οι οποίες οδήγησαν σε μείωση κατά 1,5% του δείκτη S&P 500. Η ροή των ειδήσεων που σχετίζονται με τον πόλεμο μέσω του δείγματος εξηγεί μεγάλο μέρος των ημερήσιων μεταβολών των τιμών πετρελαίου και μετοχών. Μεταγενέστερη ανάλυση επιτρέπει επίσης να διαπιστωθεί ποιες βιομηχανίες και χώρες ήταν πιο ευαίσθητες στα πολεμικά νέα και όταν οι άμεσες συνέπειες του πολέμου ήταν καλύτερες από τις εκ των προτέρων προσδοκίες, οι τομείς αυτοί ανακτήθηκαν. Ένα άλλο σημαντικό θέμα είναι ότι τα πολιτικά κόμματα διαφέρουν στη στάση τους απέναντι στους ψηφοφόρους της εργατικής τάξης. Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, τα κόμματα της

δεξιάς είναι ως επί το πλείστον επικεντρώνονται στους ψηφοφόρους της ανώτερης τάξης, ενώ τα αριστερά κόμματα επικεντρώνονται στους ψηφοφόρους της εργατικής τάξης. Οι βιομηχανίες έντασης εργασίας ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά τις τιμές των μετοχών αν έρθει στην εξουσία δεξί κόμμα, γεγονός που αποσαφηνίζει τη σχέση μεταξύ προσανατολισμού του κυβερνώντος κόμματος και την αντίληψη των επενδυτών στην αγορά μετοχών για τον μελλοντικό τους πλούτο (Botero et.al., 2004).

Λίγες μελέτες βρίσκουν αποδεικτικά στοιχεία ότι οι αυταρχικές κυβερνήσεις τείνουν να δημιουργούν μεγαλύτερη μεταβλητότητα στην οικονομική ανάπτυξη μακροπρόθεσμα και σταθερή κατάσταση στις μακροπρόθεσμες οικονομικές επιδόσεις (Weede, 1996, Almeida and Ferreira, 2002). Ωστόσο, διαφορετικοί τύποι πολιτικού κινδύνου συνδέονται με την οικονομική κατάσταση της χώρας και εξηγούν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών ως εξαρτώμενη από τη σταθερότητα της κυβέρνησης, την κοινωνικοοικονομική σταθερότητα, τις θρησκευτικές εντάσεις κ.λπ. Η αλλαγή κυβέρνησης είναι βασικά η μεταφορά ελέγχου από μία ομάδα ανθρώπων σε μία άλλη με κοινό στόχο την οικονομική ανάπτυξη. Επομένως, το ενδεχόμενο να μην είναι στην εξουσία μετά τις επόμενες εκλογές, αν αποτύχει να παραδώσει αυτό για το οποίο εκλέχθηκε από τους ψηφοφόρους δημιουργεί μία αβεβαιότητα για το μέλλον και την απειλή να μην τεθούν σε ισχύ την επόμενη περίοδο όσα αναμένουν οι ψηφοφόροι. Η πίεση αυτή δημιουργεί πίεση και στις τιμές των μετοχών ως αποτέλεσμα της αβεβαιότητας ότι μία νέα κυβέρνηση ενδεχομένως να αναστείλει τα σχέδια που είχαν ξεκινήσει από την προηγούμενη κυβέρνηση (Asteriou and Price, 2005).

Οι Pasquariello and Zafeiridou (2014) εξετάζουν τα αποτελέσματα της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής που περιβάλλει την έκβαση του προεδρικού καθεστώτος των εκλογών στις ΗΠΑ για την ποιότητα της χρηματοπιστωτικής αγοράς. Οι ερευνητές υποθέτουν ότι τα αποτελέσματα θα δείξουν μία θετική σχέση μεταξύ της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής και της ασυμμετρίας της πληροφόρησης μεταξύ των επενδυτών, την ασάφεια ως προς την ποιότητα των πληροφοριών τους ή τη διασπορά των πεποιθήσεών τους. Τα αποτελέσματα της μελέτης διαπιστώνουν ότι η ποιότητα της αγοράς επιδεινώνεται κατά τους μήνες που προηγήθηκαν αυτών των εκλογών, όταν η πιθανότητα αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής είναι υψηλότερη, αλλά βελτιώνεται τους επόμενους μήνες.

Αυτές οι επιπτώσεις είναι πιο έντονες για πιο αβέβαιες εκλογές ή για μετοχές που διαπραγματεύονται σε λιγότερο πολιτικά ευαίσθητες βιομηχανίες ή στο NASDAQ. Ομοίως, οι Addoum and Kumar (2016) εξετάζουν τα αποτελέσματα του κλίματος των πολιτικών αλλαγών στη χρηματοπιστωτική αγορά. Ο αριθμός των εκλογών, η μετάβαση μεταξύ της εξουσίας των πολιτικών κομμάτων, και ο δείκτης πολιτικής ευθυγράμμισης χρησιμοποιούνται ως ανεξάρτητες μεταβλητές. Τα ευρήματα αποκαλύπτουν ότι η ζήτηση των επενδυτών επηρεάζεται από τις μετατοπίσεις στο πολιτικό κλίμα, ενώ αυτές οι αλλαγές επηρεάζουν τις αποδόσεις επιχειρήσεων και βιομηχανιών που είναι πολιτικά ευαίσθητες. Ειδικότερα, δημιουργούν ετήσιες προσαρμοσμένες με βάση τον κίνδυνο επιδόσεις κατά 6% κατά την περίοδο 1939-2011, ενώ η απόδειξη της προβλεψιμότητας καλύπτει το 17% -27% της αγοράς και είναι ισχυρότερη κατά τη διάρκεια περιόδων πολιτικής μετάβασης. Στο ίδιο πλαίσιο, οι Kräussl et.al. (2014) βρίσκουν ότι οι μέσες υπερβολικές αποδόσεις κατά τη διάρκεια των δύο τελευταίων ετών του προεδρικού κύκλου είναι σημαντικά υψηλότερες κατά 9,8% από τα πρώτα δύο χρόνια του προεδρικού κύκλου για την περίοδο 1948 - 2008. Ωστόσο, η πιθανή εξήγηση, που δεν τεκμηριώνεται από στατιστική σημαντικότητα είναι η υπόθεση του κύκλου των προεδρικών εκλογών, σύμφωνα με την οποία τα κατεστημένα μέρη και οι πρόεδροι έχουν κίνητρο να χειραγωγήσουν την οικονομία μέσω δημοσιονομικών επεκτάσεων και φορολογίας, προκειμένου να παραμείνουν στην εξουσία.

2.3.2 Αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής, τρομοκρατία, και χρηματοπιστωτικές αγορές

Ένα άλλο σημαντικό ζήτημα είναι η αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής που συνδέεται με τρομοκρατικές ενέργειες. Τα τελευταία χρόνια, λόγω του αυξανόμενου αριθμού τρομοκρατικών γεγονότων σε όλο τον κόσμο, έχει αναπτυχθεί ένα αυξανόμενο ενδιαφέρον για τις επιπτώσεις των τρομοκρατικών κρίσεων στη μακροοικονομία.

Χρησιμοποιώντας μια ανάλυση VAR για το Ισραήλ, οι Eckstein and Tsiddon (2004) δείχνουν ότι η τρομοκρατία έχει σημαντικές και επιζήμιες βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις σε βασικές μακροοικονομικές μεταβλητές όπως η κατανάλωση, οι επενδύσεις και οι καθαρές εξαγωγές. Έρευνα για τις οικονομικές επιπτώσεις της τρομοκρατικής συνύπαρξης στη Χώρα των Βάσκων βρίσκει ότι, μετά την έκρηξη

της τρομοκρατίας στα τέλη της δεκαετίας του 1960, το κατά κεφαλήν ΑΕΠ στη Χώρα των Βάσκων υποχώρησε περίπου 10 ποσοστιαίες μονάδες σε σχέση με μια συνθετική περιοχή ελέγχου χωρίς τρομοκρατία. Επιπλέον, κατά την περίοδο της εκεχειρίας 1998-1999, οι μετοχές των επιχειρήσεων με σημαντικό μέρος της δραστηριότητάς τους στη Χώρα των Βάσκων έδειξαν θετική σχετική απόδοση όταν η εκεχειρία έγινε αξιόπιστη, ενώ η συσχέτιση έγινε αρνητική μετά το τέλος της εκεχειρίας (Abadie and Gardeazabal, 2003). Εμπειρική διερεύνηση των μακροοικονομικών συνεπειών της διεθνούς τρομοκρατίας και των αλληλεπιδράσεων με εναλλακτικές μορφές συλλογικής βίας σε δείγμα 177 χώρες από το 1968 έως το 2000 διαπιστώνει ότι, κατά μέσο όρο, η επίπτωση της τρομοκρατίας μπορεί να έχει οικονομικά σημαντική αρνητική επίπτωση στην ανάπτυξη, αν και είναι πολύ μικρότερη και λιγότερο ανθεκτική από τις επιπτώσεις που συνδέονται είτε με εξωτερικούς πολέμους είτε με εσωτερικές συγκρούσεις. Επίσης, η τρομοκρατία προκαλεί αναπροσανατολισμό της οικονομικής δραστηριότητας μακριά από τις επενδυτικές δαπάνες και προς τις κυβερνητικές δαπάνες, ενώ υπάρχουν σημαντικές διαφορές όσον αφορά τις οικονομικές συνέπειες της τρομοκρατίας μεταξύ διαφορετικών ομάδων χωρών. Για παράδειγμα, στις οικονομίες του ΟΟΣΑ όπου τα τρομοκρατικά επεισόδια είναι πολύ συχνότερα από ό, τι σε άλλα έθνη, η αρνητική επίδραση αυτών των περιστατικών στην ανάπτυξη είναι μικρότερη (Blomberg et.al., 2004). Ομοίως, οι Karolyi and Martell (2005) εξετάζουν την επίδραση των τρομοκρατικών επιθέσεων στις τιμές των μετοχών. Οι ερευνητές εντοπίζουν 75 επιθέσεις την περίοδο 1995-2002 με στόχο εμπορικές επιχειρήσεις. Η διασταυρούμενη ανάλυση των μη φυσιολογικών αποδόσεων δείχνει ότι ο αντίκτυπος των τρομοκρατικών επιθέσεων διαφέρει ανάλογα με τη χώρα καταγωγής της επιχείρησης στόχου και τη χώρα στην οποία συνέβη το περιστατικό. Τα ευρήματα δείχνουν ότι οι επιθέσεις σε χώρες πλουσιότερες και πιο δημοκρατικές συνδέονται με μεγαλύτερες αρνητικές αντιδράσεις στην τιμή των μετοχών, ενώ οι απώλειες ανθρώπινου κεφαλαίου, όπως απαγωγές στελεχών της εταιρείας, συνδέονται με μεγαλύτερες αρνητικές αντιδράσεις των τιμών των μετοχών από ό, τι οι φυσικές απώλειες, όπως οι βομβαρδισμοί εγκαταστάσεων ή κτιρίων. Τέλος, οι ερευνητές υποστηρίζουν ότι οι τιμές των μεμονωμένων μετοχών αντανakλούν τις ελπίδες και τους φόβους των επενδυτών για μελλοντικά γεγονότα. Συνεπώς, δεδομένης της υψηλής ρευστότητας της χρηματιστηριακής αγοράς, όταν υπάρχουν πληροφορίες για

τρομοκρατικές επιθέσεις ή άλλα απρόβλεπτα καταστροφικά γεγονότα, οι επενδυτές τείνουν να εγκαταλείψουν της αγορά μετοχών, αναζητώντας πιο σταθερά χρηματοοικονομικά μέσα. Οι Chen and Siems (2004) εξετάζουν πώς επηρεάζονται οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές από τις τρομοκρατικές ενέργειες βασιζόμενοι σε μελέτη συμβάντων - 14 τρομοκρατικές και στρατιωτικές επιθέσεις που χρονολογούνται από το 1915 στις ΗΠΑ και η ανταπόκριση των παγκόσμιων κεφαλαιαγορών στην εισβολή του Ιράκ στο Κουβέιτ το 1990 και την τρομοκρατική επίθεση της 11ης Σεπτεμβρίου 2001. Οι μελετητές συμπεραίνουν ότι οι κεφαλαιαγορές των ΗΠΑ είναι πιο ανθεκτικές και ανακάμπτουν νωρίτερα από άλλες παγκόσμιες κεφαλαιαγορές, γεγονός που οφείλεται εν μέρει στον σταθερό τραπεζικό / χρηματοπιστωτικό τομέα, ο οποίος παρέχει επαρκή ρευστότητα για την προώθηση της σταθερότητας της αγοράς και την ελαχιστοποίηση της πίεσης από τις τρομοκρατικές ενέργειες. Τα ευρήματα ενισχύονται από τους Barry Johnston and Nedelcescu (2006), οι οποίοι εξετάζουν τα κυριότερα περιστατικά που συμβαίνουν σε παγκόσμιο επίπεδο και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η αποτελεσματική αντίδραση των σχετικών αρχών και οι συντονισμένες προσπάθειες μπορούν να βοηθήσουν οικονομικά τις αγορές να είναι αποτελεσματικές στην απορρόφηση των κραδασμών που προκαλούνται από τρομοκράτες επιθέσεις.

Οι Nikkinen and Vähämaa (2010) εξετάζουν τις επιπτώσεις της τρομοκρατίας στο κλίμα των χρηματιστηριακών αγορών εστιάζοντας στη αναμενόμενη πυκνότητα πιθανότητας του δείκτη FTSE 100 γύρω από τρομοκρατικές επιθέσεις και διαπιστώνουν ότι η τρομοκρατία έχει έντονο αρνητικό αντίκτυπο στο συναίσθημα της χρηματιστηριακή αγοράς. Συγκεκριμένα, διαπιστώνεται ότι οι τρομοκρατικές επιθέσεις προκαλούν έντονη πτώση της μεταβολής της αναμενόμενης αξίας του δείκτη FTSE 100 και σημαντικής αύξησης της αβεβαιότητας της αγοράς. Επιπλέον, τα αποτελέσματά των ερευνητών δείχνουν ότι αναμενόμενη πυκνότητα πιθανότητας του δείκτη FTSE 100 έγινε σημαντικά πιο αρνητική και μειώθηκε κατά την πάροδο του χρόνου αμέσως μετά τις τρομοκρατικές πράξεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

3.1 Ερευνητικό σχέδιο

Η παρούσα Διπλωματική Διατριβή εφαρμόζει ποσοτική ανάλυση με συλλογή δευτερογενών δεδομένων από τον ιστότοπο των δεικτών αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής.¹ Η επιλογή του ερευνητικού σχεδίου βασίζεται στην μελέτη των Baker et.al. (2016), οι οποίοι ασχολούνται ενδελεχώς με τους δείκτες αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής (Economic Policy Uncertainty, EPU) για διάφορες χώρες. Επιπλέον, χρησιμοποιείται η μελέτη των Hardouvelis et.al. (2018) για την κατασκευή του δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Ελλάδας.

Τα δεδομένα αφορούν τις μεταβολές των μηνιαίων δεικτών αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής για τις ΗΠΑ (US), την Ευρώπη (EU), την Κίνα (CHN), την Ιαπωνία (JPN) και την Ελλάδα (GR), κρατώντας τη σειρά βάσει μεγέθους οικονομίας βάσει ΑΕΠ. Η εξεταζόμενη περίοδος είναι 31 Ιανουαρίου 1998 – 30 Σεπτεμβρίου 2018. Με κάθε μηνιαία ενημέρωση, τα δεδομένα των προηγούμενων δύο μηνών μπορεί να αναθεωρηθούν ελαφρώς. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι ορισμένες εφημερίδες δεν ενημερώνουν άμεσα τα ηλεκτρονικά αρχεία τους με όλα τα άρθρα, με αποτέλεσμα να αλλάζουν ελαφρώς τα σύνολα για τους προηγούμενους 1-2 μήνες.

3.1.1 Γενικά

Η Διατριβή εκτελεί ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης για τον προσδιορισμό του βαθμού αλληλεξάρτησης των εξεταζόμενων μεταβλητών, οι οποίες είναι η απόδοση των χρηματαγορών σε χρόνο t και $t-1$ (MKT, MKTB), ο πληθωρισμός σε χρόνο $t-1$ (INFLB), το βασικό επιτόκιο σε χρόνο $t-1$ (IRB)² και οι δείκτες EPU όλων των χωρών σε χρόνο $t-1$ (EPUB)³. Ως εγχώριες χρηματαγορές χρησιμοποιήθηκαν ο NYSE Composite (NYA) για τις ΗΠΑ, ο EUROSTOXX 50 (FSEX) για την Ευρώπη, ο Shanghai Shenzhen 300 (CSI) για την Κίνα, ο NIKKEI (NKD) για την Ιαπωνία και ο Γενικός Δείκτης (ASE) για την Ελλάδα.

¹ <http://www.policyuncertainty.com/>

² Η μεταβλητή Επιτόκιο κατασκευάζεται ως η διαφορά δύο χρονικών περιόδων, σε κλίμακα ποσοστού

³ Η μεταβλητή EPU χρησιμοποιείται ως level

Γενικά μιλώντας, ο συντελεστής συσχέτισης κυμαίνεται μεταξύ -1 και +1 και δείχνει τον τρόπο με τον οποίο δύο μεταβλητές σχετίζονται μεταξύ τους. Η τιμή +1 δείχνει μία απόλυτα θετική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών, ενώ η τιμή -1 δείχνει μία τέλεια αρνητική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Ωστόσο, ακόμη και μια συσχέτιση των +0,1 ή -0,1 δείχνει ότι οι μεταβλητές είναι θετικά ή αρνητικά συσχετισμένες, αντίστοιχα, αλλά η συσχέτιση είναι ασθενής.

Μια θετική συσχέτιση μεταξύ δύο μεταβλητών υποδηλώνει ότι οι μεταβλητές κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση. Επομένως, σε περίπτωση θετικής συσχέτισης, η αύξηση στην πρώτη μεταβλητή προκαλεί αύξηση της δεύτερης μεταβλητής.

Μια αρνητική συσχέτιση μεταξύ δύο μεταβλητών υποδηλώνει ότι οι μεταβλητές κινούνται προς την αντίθετη κατεύθυνση. Επομένως, σε περίπτωση αρνητικής συσχέτισης, η αύξηση στην πρώτη μεταβλητή προκαλεί μείωση της δεύτερης μεταβλητής.

Εάν το αποτέλεσμα της συσχέτισης μεταξύ δύο μεταβλητών είναι 0, τότε δεν υπάρχει απολύτως καμία συσχέτιση μεταξύ τους.

3.1.2 Ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης

Η έρευνα εφαρμόζει ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης (regression analysis) προκειμένου να προσδιορισθεί ο βαθμός επίδρασης της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής στις τιμές των μετοχών. Στην ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης, η τιμή r είναι ένα συνεχές μέτρο απόδειξης. Η τιμή του r θεωρείται στατιστικά σημαντική όταν $r \leq 0,05$ διότι σημαίνει ότι υπάρχει μικρότερη από 5% πιθανότητα οι τιμές των μεταβλητών να είναι όμοιες. Επομένως, υπάρχει σημαντική στατιστική σημαντικότητα. Η στατιστική σημαντικότητα επεξηγείται και από την τιμή F , η οποία πρέπει να χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με την τιμή r . Αυτό είναι απαραίτητο προκειμένου να διασφαλιστεί ότι όλες οι μεταβλητές είναι σημαντικές. Επομένως, θα πρέπει να ισχύει καταρχήν $r \leq 0,05$ και εν συνεχεία $F < 0,1$, ώστε μία επιμέρους μεταβλητή να είναι στατιστικά σημαντική. Στην περίπτωση, που η τιμή του r είναι μεγαλύτερη του 0,05, τότε απορρίπτεται και η τιμή F (Figueiredo Filho et.al., 2013).

Η εξαρτημένη μεταβλητή Y είναι ο δείκτης αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής (EPU). Οι εξαρτημένες μεταβλητές X είναι όλες οι προαναφερθείσες.

Η ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης παρουσιάζει τους εξής περιορισμούς:

- *Αστάθεια των παραμέτρων*: υποδηλώνει την τάση να αλλάξουν οι σχέσεις μεταξύ των μεταβλητών με την πάροδο του χρόνου λόγω αλλαγών στην οικονομία ή τις αγορές. Για παράδειγμα, εάν μία μεταβλητή εξαρτάται κατά μεγάλο βαθμό από την τεχνολογία, τότε το μοντέλο ανάλυσης παλινδρόμησης θα πρέπει να προσαρμοστεί στην τεχνολογική πρόοδο, προκειμένου να παράγει αξιόπιστα αποτελέσματα.
- *Ευαισθησία σε ακραίες τιμές*: το μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης είναι ευαίσθητο σε ακραίες τιμές. Αυτό σημαίνει ότι ένα η πλειοψηφία των δεδομένων εμφανίζεται κοντά στον άξονα x , αλλά υπάρχουν δύο σημεία πολύ μακριά από τον άξονα x , τότε τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης θα επηρεαστούν.
- *Δημόσια διάδοση των πληροφοριών*: σε μια αποτελεσματική αγορά, η δημόσια διάδοση των πληροφοριών που περιγράφουν τη συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών ενός μοντέλου παλινδρόμησης μπορεί να περιορίσει την αποτελεσματικότητα της μελλοντικής συσχέτισης των μεταβλητών. Για παράδειγμα, η διάδοση της πληροφορίας ότι η τιμή προς λογιστική αξία μετοχών χαμηλής αξίας θα ξεπεράσει την τιμή προς λογιστική αξία μετοχών υψηλής αξίας θα έχει ως αποτέλεσμα η επένδυση στις μετοχές υψηλής αξίας να βασιστεί αποκλειστικά στην αξία της μετοχής, η οποία μεταβάλλεται.
- *Υπερ-προσαρμογή*: όταν υπάρχουν πολλές ανεξάρτητες μεταβλητές, το μοντέλο γραμμικής παλινδρόμησης ενδέχεται να υπερ-προσαρμοστεί στις υποθέσεις, έτσι ώστε, εκτός από τις σχέσεις μεταξύ των μεταβλητών, να διαμορφώσει το τυχαίο σφάλμα.
- *Γραμμική συσχέτιση*: εάν μία σχέση είναι μη γραμμική, το μοντέλο δεν την λαμβάνει υπόψιν.

3.2 Ερευνητικό δείγμα

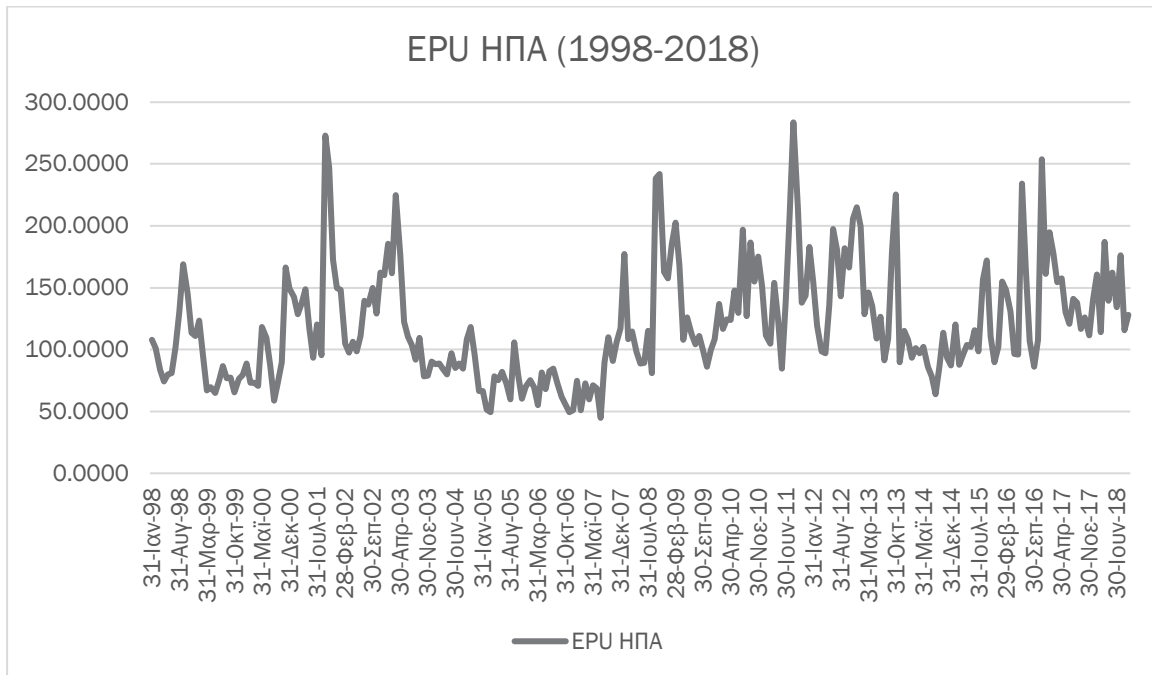
3.2.1 EPU Index Ηνωμένες Πολιτείες

Ο δείκτης αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής των Ηνωμένων Πολιτειών (Διάγραμμα 1)⁴ βασίζεται στην κατασκευή ενός δείκτη, ο οποίος λαμβάνει υπόψη τα άρθρα 10 μεγάλων εφημερίδων: USA Today, Miami Herald, Chicago Tribune, Washington Post, Los Angeles Times, Boston Globe, San Francisco Chronicle, Dallas Morning News, Houston Chronicle και Wall Street Journal.

Η αναζήτηση άρθρων γίνεται με γνώμονα τους όρους «αβεβαιότητα» ή «αβέβαιη», «οικονομική» ή «οικονομία» και έναν ή περισσότερους από τους όρους «συνέδριο», «νομοθεσία», «Λευκό Οίκος», «ομοσπονδιακό αποθεματικό» ή «έλλειμμα». Συνεπώς, για την εκπλήρωση των κριτηρίων συμπερίληψης, το άρθρο πρέπει να περιλαμβάνει όρους και στις τρεις κατηγορίες σχετικά με την αβεβαιότητα, την οικονομία και την πολιτική.

Μετά τη συλλογή των άρθρων διαιρείται ο ακαθάριστος αριθμός άρθρων αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής με τον συνολικό αριθμό των άρθρων στην ίδια εφημερίδα τον ίδιο μήνα και κανονικοποιείται η προκύπτουσα σειρά για κάθε εφημερίδα ώστε να έχει τυπική απόκλιση μονάδας από τον Ιανουάριο του 1985 έως και τον Σεπτέμβριο του 2018. Στη συνέχεια, αθροίζονται οι κανονικοποιημένες τιμές των εφημερίδων κάθε μήνα και επαναρυθμίζεται το σύνολο σε μέση τιμή 100 από τον Ιανουάριο του 1985 μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2018.

⁴ http://www.policyuncertainty.com/us_monthly.html

Διάγραμμα 1: ΕΡΥ ΗΠΑ (1998-2018)

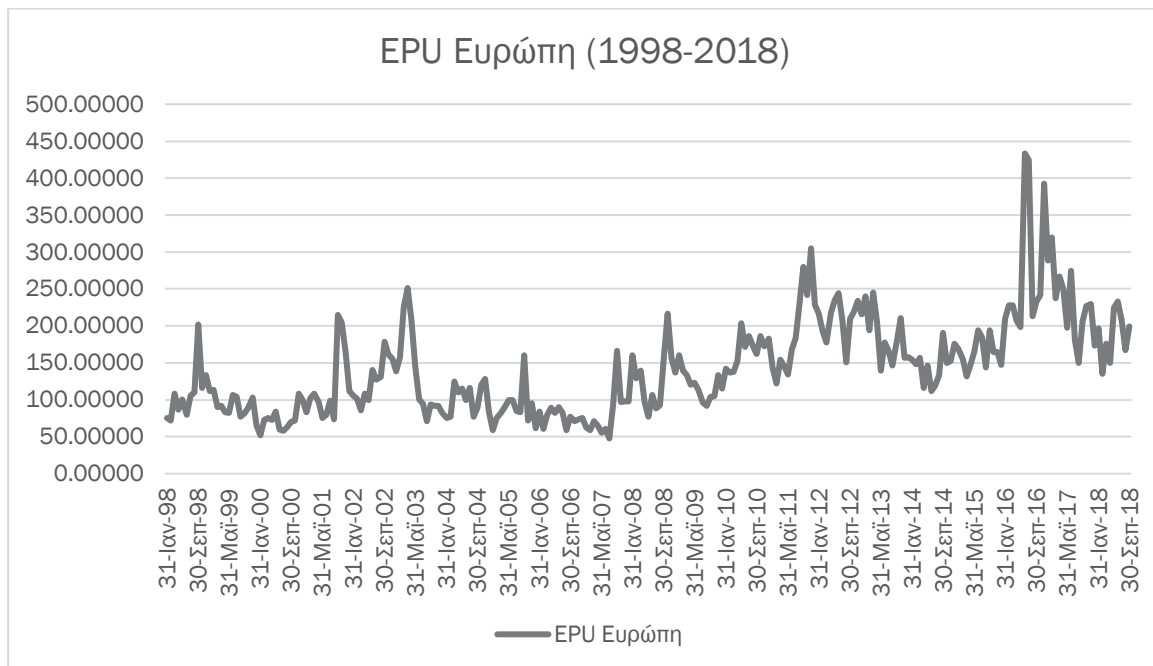
Το διάγραμμα απεικονίζει τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής των ΗΠΑ την περίοδο Ιαν 1998-Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

Πηγή: EPU (2018β)

3.2.2 EPU Index Ευρώπη

Ο δείκτης αβεβαιότητας της Ευρώπης (Διάγραμμα 2)⁵ περιλαμβάνει πέντε ευρωπαϊκές χώρες – Γαλλία, Γερμανία, Ηνωμένο Βασίλειο, Ισπανία, Ιταλία – και βασίζεται στη κατασκευή ενός δείκτη, που λαμβάνει υπόψιν τα άρθρα των ευρωπαϊκών εφημερίδων. Ο δείκτης κατασκευάζεται αρχικά σε επίπεδο χώρας, βασιζόμενος σε δύο εφημερίδες ανά χώρα, ως ακολούθως: Le Monde και Le Figaro για τη Γαλλία, Handelsblatt και Frankfurter Allgemeine Zeitung για τη Γερμανία, The Times of London και Financial Times για το Ηνωμένο Βασίλειο, El Mundo και El Pais για την Ισπανία, και Corriere Della Sera και La Repubblica για την Ιταλία. Στη συνέχεια, υπολογίζεται ο αριθμός των εφημερίδων που περιέχουν τους όρους «αβεβαιότητα», «οικονομία» ή «χρηματοοικονομικά» και έναν ή περισσότερους όρους σχετικούς με την πολιτική και διαιρείται ο ακαθ. αριθμός EPU με τον αριθμό των άρθρων κάθε εφημερίδας τον ίδιο μήνα. Η μεθοδολογία ακολουθεί τυποποίηση κάθε μηνιαίας σειράς εφημερίδων με τυπική απόκλιση μονάδων από τον Ιανουάριο του 1987 έως και τον Σεπτέμβριο του 2018. και παράγονται οι δείκτες EPU σε επίπεδο χώρας και Ευρώπης, οι οποίοι κανονικοποιούνται με μέσο όρο το 100 ώστε να αποκτήσουν παρόμοιες στατιστικές ιδιότητες. Για τον ευρωπαϊκό δείκτη EPU, υπολογίζονται κατά μέσο όρο εξίσου και οι 10 ευρωπαϊκές εφημερίδες.

⁵ http://www.policyuncertainty.com/europe_monthly.html

Διάγραμμα 2: ΕΡΥ Ευρώπη (1998-2018)

Το διάγραμμα απεικονίζει τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Ευρώπης την περίοδο Ιαν 1998-Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

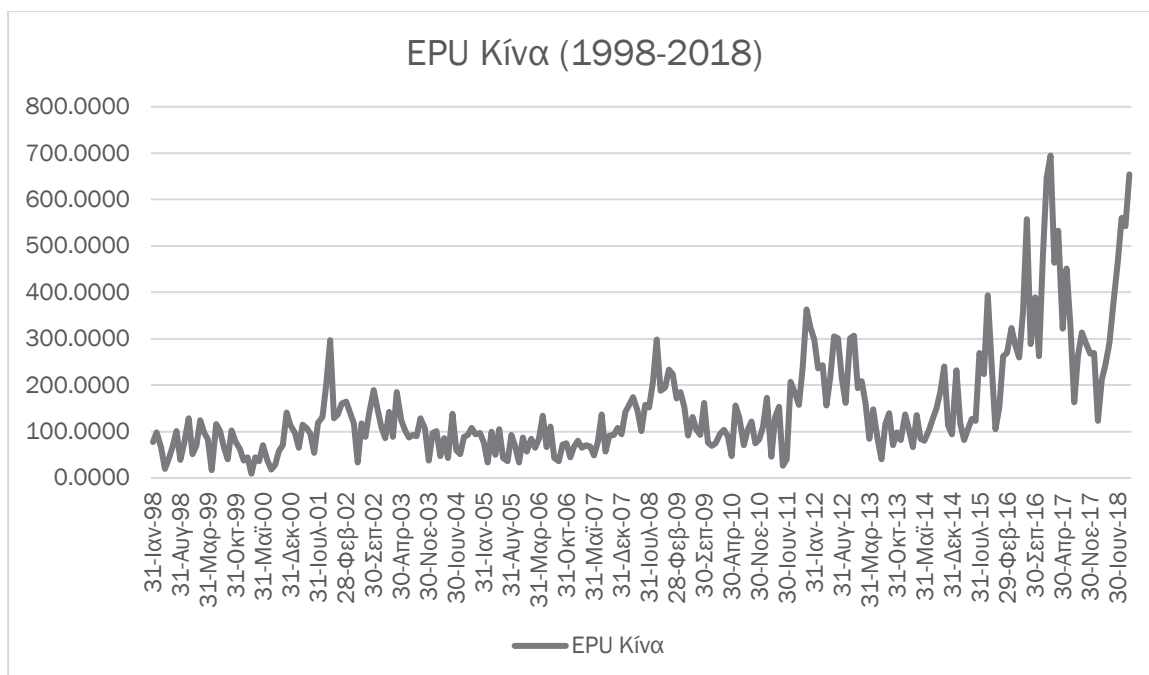
Πηγή: ΕΡΥ (2018β)

3.2.3 *EPU Index Κίνα*

Για την κατασκευή του δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής για την Κίνα (Διάγραμμα 3)⁶, λαμβάνονται υπόψιν σχετικά άρθρα από την εφημερίδα South China Morning Post (SCMP), την κορυφαία αγγλική εφημερίδα γλώσσα του Χονγκ Κονγκ. Η μέθοδος ακολουθεί τους ειδησεογραφικούς δείκτες της αβεβαιότητας της οικονομικής πολιτικής για τις Ηνωμένες Πολιτείες και άλλες χώρες.

Η αναζήτηση άρθρων γίνεται με γνώμονα τους όρους «Κίνα», «Κινέζικα», «οικονομία», «οικονομικά», «αβέβαιη», και «αβεβαιότητα». Έπειτα, προσδιορίζεται το υποσύνολο των άρθρων της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την Κίνα που συζητούν θέματα πολιτικής. Η αναζήτηση γίνεται για τους όρους «πολιτική», «δαπάνες», «προϋπολογισμός», «επιτόκια», «μεταρρύθμιση», «κυβερνητική», «φόρος», «κανονισμός», «κανονιστική», «τράπεζα», και «έλλειμμα». Μετά την αυτοματοποιημένη αναζήτηση για κάθε άρθρο που αναφέρει κάποιους από τους όρους αυτούς από τον Ιανουάριο του 1995 έως και τον Σεπτέμβριο του 2018, διαιρείται ο μηνιαίος αριθμός συχνότητας με τον αριθμό όλων των άρθρων του μήνα και κανονικοποιούνται οι προκύπτουσες σειρές σε μέση τιμή 100.

⁶ http://www.policyuncertainty.com/china_monthly.html

Διάγραμμα 3: EPU Κίνα (1998-2018)

Το διάγραμμα απεικονίζει τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Κίνας την περίοδο Ιαν 1998-Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

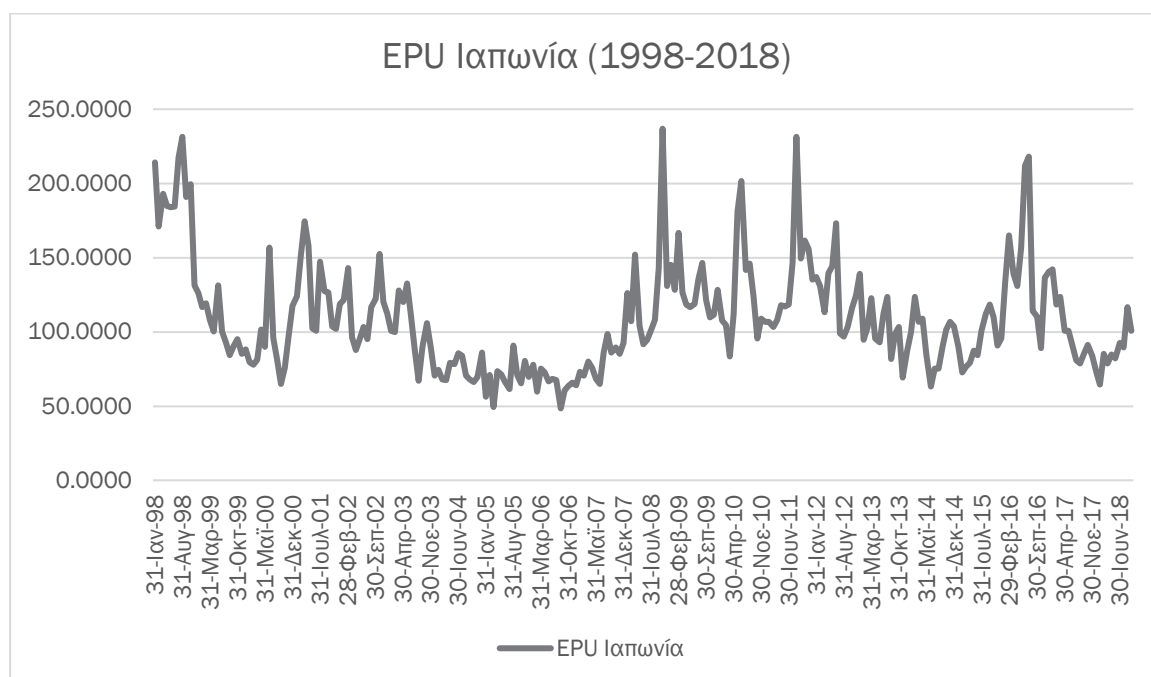
Πηγή: EPU (2018β)

3.2.4 EPU Index Ιαπωνία

Για την κατασκευή του δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής για την Ιαπωνία (Διάγραμμα 4)⁷ λαμβάνονται υπόψιν σχετικά άρθρα από τέσσερις μεγάλες ιαπωνικές εφημερίδες, Yomiuri, Asahi, Mainichi και Nikkei, που περιέχουν τουλάχιστον έναν όρο σε καθεμία από τις τρεις κατηγορίες: «οικονομία», «φορολογία», «κυβερνητικές δαπάνες», «ρύθμιση», «κεντρική τράπεζα» και «αβέβαιη» ή «αβεβαιότητα».

Η μεθοδολογία ακολουθεί τυποποίηση κάθε μηνιαίας σειράς εφημερίδων με τυπική απόκλιση μονάδων από τον Ιανουάριο του 1987 έως και τον Σεπτέμβριο του 2018. Ο ακαθάριστος αριθμός EPU διαιρείται με τον αριθμό των άρθρων κάθε εφημερίδας τον ίδιο μήνα.

⁷ http://www.policyuncertainty.com/japan_monthly.html

Διάγραμμα 4: EPU Ιαπωνία (1998-2018)

Το διάγραμμα απεικονίζει τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Κίνας την περίοδο Ιαν 1998-Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

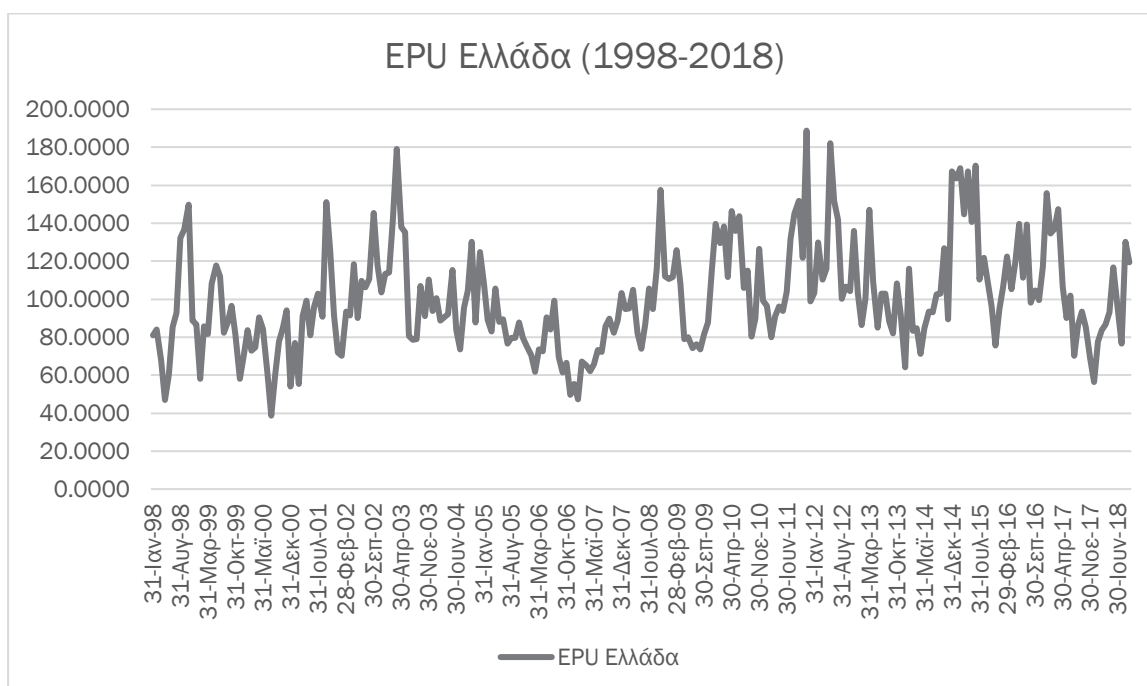
Πηγή: EPU (2018β)

3.2.5 EPU Index Ελλάδα

Ο δείκτης αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Ελλάδας κατασκευάστηκε με αναζήτηση των διαθέσιμων ψηφιακών αρχείων τεσσάρων μεγάλων και ευρέως κυκλοφορούντων ελληνικών εφημερίδων από τον Ιανουάριο του 1998 έως τον Δεκέμβριο του 2018 και περισσότερων από μισό εκατομμύριο άρθρων (Διάγραμμα 5).⁸ Για τη δημιουργία των δεικτών, ακολουθήθηκε η τεχνική των Baker et.al. (2016) με βάση τη μηνιαία συχνότητα άρθρων ανά εφημερίδα που περιέχουν τις απαιτούμενες πληροφορίες ανά δείκτη, τυποποιούν τις μηνιαίες συχνότητες, λαμβάνουν το μέσο όρο διατομής των τυποποιημένων σε όλες τις τέσσερις εφημερίδες. Εν συνεχεία, αναπροσαρμόζονται οι τιμές των χρονολογικών σειρών κάθε δείκτη ώστε να προκύπτει δείγμα μέσου όρου 100.

Για τη δημιουργία του κύριου δείκτη της αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής EPU, απαιτείται ένα άρθρο να περιέχει όρους και στις τρεις κατηγορίες σχετικά με την (1) αβεβαιότητα, (2) την οικονομία και (3) την πολιτική. Για λόγους συμβατότητας και συγκρισιμότητας με παρόμοιους δείκτες σε άλλες χώρες, οι λέξεις σε κάθε κατηγορία επιλέγονται για να συμφωνούν με προηγούμενες εργασίες στις ΗΠΑ και σε άλλες χώρες από τους Baker et.al. (2016). Οι κατηγορίες λέξεων που περιλαμβάνονται για την αβεβαιότητα οικονομικής πολιτικής είναι «κάλπη», «εκλογές», «κόμμα», «ακυβερνησία», «αυτοδυναμία», «πολιτική αστάθεια», «πολιτική κρίση», «πολιτικές εξελίξεις», ενώ για τις υπόλοιπες μεταβλητές οι λέξεις είναι «φορολογικός», «νομισματικός», «νόμισμα», «προϋπολογισμός», «χρέος», «φόρος», «εργασία», «σύνταξη», «πολιτική», «μεταρρύθμιση», «ιδιωτικοποίηση», «ρύθμιση», «τράπεζα», «χρηματιστηριακή αγορά», κ.α. Ορισμένα συμβάντα σχετίζονται με περισσότερες από μία κατηγορίες.

⁸ http://www.policyuncertainty.com/HKKS_Monthly.html

Διάγραμμα 5: ΕΡΥ Ελλάδα (1998-2018)

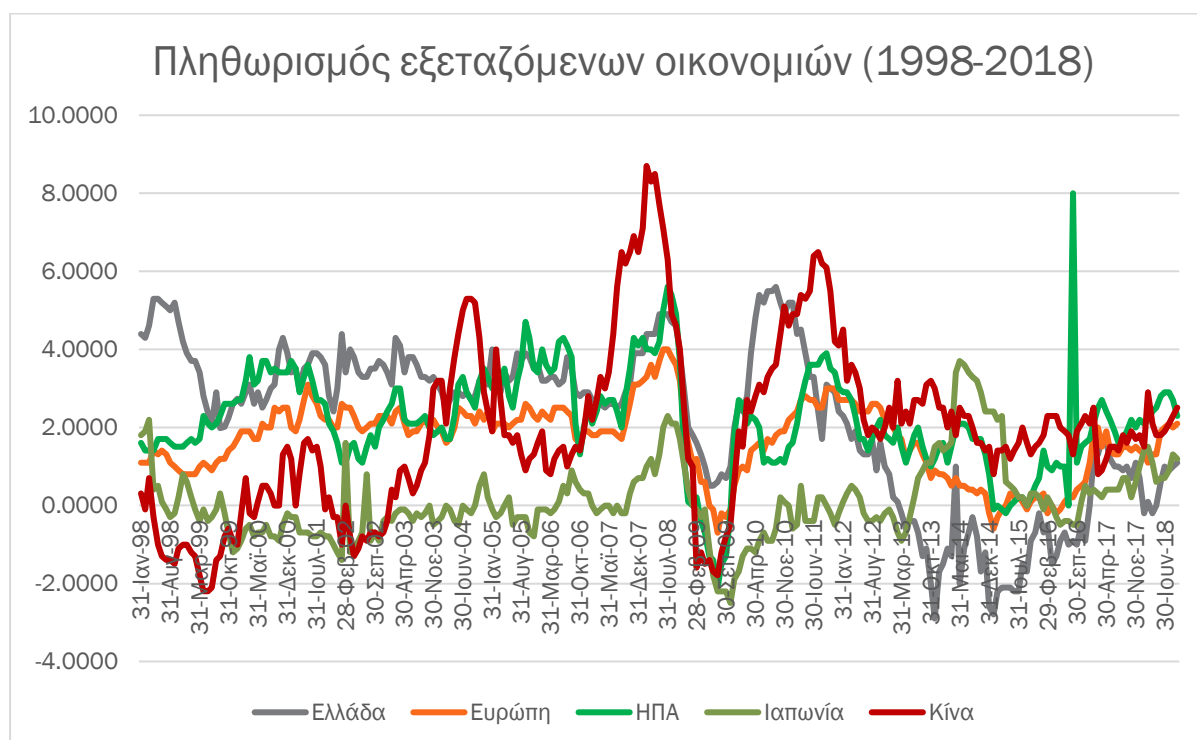
Το διάγραμμα απεικονίζει τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Κίνας την περίοδο Ιαν 1998-Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

Πηγή: ΕΡΥ (2018β)

3.3 Μακροοικονομικές μεταβλητές ανάλυσης

3.3.1 Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός υπολογίζει τη μεταβολή της τιμής των αγαθών και των υπηρεσιών κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου. Παλαιότερες μελέτες (Feldstein, 1978, Geske and Roll, 1983, Pindyck, 1983, Coate and Vanderhoff, 1986) επισημαίνουν ότι η πτώση των τιμών των μετοχών οφείλεται στην ταυτόχρονη αύξηση του πληθωρισμού. Αυτό συμβαίνει διότι όταν αυξάνεται ο πληθωρισμός, επέρχεται σημαντική αύξηση στην επικινδυνότητα των επενδύσεων κεφαλαίου. Στην ουσία, η αύξηση του πληθωρισμού αυξάνει το προεξοφλητικό επιτόκιο για τον υπολογισμό της αναμενόμενης αξίας των μετοχών, ενώ τα υψηλότερα ονομαστικά επιτόκια που συνοδεύουν τον πληθωρισμό αντιπροσωπεύουν στην πραγματικότητα χαμηλότερες πραγματικές καθαρές φορολογικές αποδόσεις. Ομοίως, οι Engle et.al., (2013) διαπιστώνουν ότι ο πληθωρισμός αντιπροσωπεύει το 10% έως το 35% της ημερήσιας μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών, ενώ άλλες μελέτες που αφορούν αναδυόμενες οικονομίες (Zakaria and Shamsuddin, 2012, Attari and Safdar, 2013, Ouma, and Muriu, 2014) δείχνουν ότι η σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας των αποδόσεων των χρηματιστηριακών αγορών και του πληθωρισμού προκαλεί αστάθεια στις χρηματιστηριακές αγορές. Στο Διάγραμμα 6 παρουσιάζεται ο πληθωρισμός των εξεταζόμενων οικονομιών για την εξεταζόμενη περίοδο.

Διάγραμμα 6: Πληθωρισμός εξεταζόμενων οικονομιών (1998-2018)

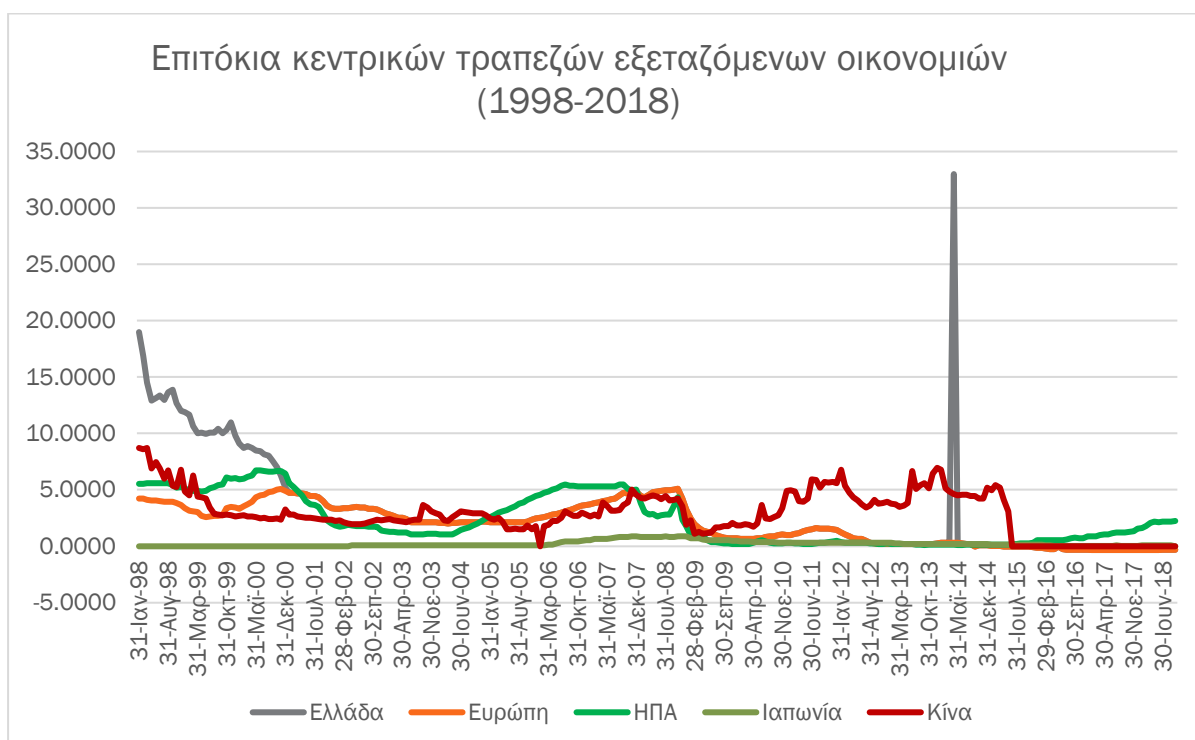
Το διάγραμμα απεικονίζει τον πληθωρισμό των εξεταζόμενων οικονομιών ΗΠΑ, Ευρώπη, Κίνα, Ιαπωνία, Ελλάδα, την περίοδο Ιαν 1998-Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

Πηγή: Trading Economics (2018-2018δ)

3.3.2 Επιτόκια

Τα επιτόκια, δηλαδή το κόστος δανεισμού των τραπεζών, έχουν μία κυμαινόμενη επίδραση σε ολόκληρη την οικονομία και την χρηματιστηριακή αγορά. Ωστόσο, ενώ οποιαδήποτε αύξηση ή μείωση των επιτοκίων μπορεί να γίνει αισθητή στην ευρύτερη οικονομία σε διάστημα 12 μηνών, η επίδραση στην χρηματιστηριακή αγορά είναι συνήθως άμεση.

Η χρηματιστηριακή αγορά γενικά δεν προτιμά τα υψηλά επιτόκια καθώς τα υψηλότερα επιτόκια αυξάνουν το κόστος δανεισμού για τις εταιρείες και μειώνουν άμεσα τα εταιρικά κέρδη. Επιπλέον, τα υψηλότερα επιτόκια ενδέχεται να εμποδίσουν τις εταιρείες να αναλάβουν πρόσθετο χρέος για κεφαλαιουχικές δαπάνες. Χωρίς την επέκταση των δραστηριοτήτων, γίνεται όλο και πιο δύσκολο για τις εταιρείες να αυξήσουν τα κέρδη τους. Και οι δύο αυτοί παράγοντες μπορούν να προκαλέσουν χαμηλότερες τιμές των μετοχών. Περαιτέρω, τα υψηλότερα επιτόκια της αγοράς μπορούν να δημιουργήσουν ένα «μποϊκοτάζ αγοραστών» του χρηματιστηρίου, καθώς προκύπτουν ελκυστικές επενδυτικές ευκαιρίες. Για παράδειγμα, τα ομόλογα του Δημοσίου θεωρούνται περιουσιακό στοιχείο «χωρίς κινδύνους». Αν τα επιτόκια φτάσουν στο σημείο όπου ένας επενδυτής μπορεί, για παράδειγμα, να αγοράσει ένα ομολογιακό δάνειο με επιτόκιο 6%, τότε πολλοί επενδυτές θα επιλέξουν κρατικά ομόλογα σε χρηματιστήριο με αποτέλεσμα την πτώση των τιμών των μετοχών. Στο Διάγραμμα 7 παρουσιάζονται τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια των εξεταζόμενων οικονομιών για την εξεταζόμενη περίοδο.

Διάγραμμα 7: Επιτόκια εξεταζόμενων οικονομιών (1998-2018)

Το διάγραμμα απεικονίζει τα επιτόκια των κεντρικών τραπεζών των εξεταζόμενων οικονομιών ΗΠΑ, Ευρώπη, Κίνα, Ιαπωνία, Ελλάδα, την περίοδο Ιαν 1998-Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

Πηγή: OECD (2018)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΖΗΤΗΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

4.1 ΗΠΑ

Ο Πίνακας 1 αναφέρει τις συσχετίσεις μεταξύ του EPU των ΗΠΑ και των υπολοίπων μεταβλητών όπως προαναφέρθηκαν στα εισαγωγικά.

Αρχικά, φαίνεται ότι οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές (P value < 0.05) είναι οι MKT ($P = 0.0004$), MKTB ($P = 0.0334$) και EPUB ($P = 0.0000$). Οι συντελεστές συσχέτισης αντίστοιχα είναι -111.79 , $-67,47$, $+0,49$. Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού R^2 είναι υψηλός περίξ του 47.5% υποδηλώνοντας ότι το ποσοστό της συνολικής διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής EPU που εξηγείται από τη διακύμανση στις εξαρτημένες μεταβλητές είναι υψηλό.

Πίνακας 1 ΗΠΑ

Ανεξάρτητη Μεταβλητή: EPU ΗΠΑ
 Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
 Περίοδος Δείγματος: 1998M02 2018M09
 Παρατηρήσεις: 248

Μεταβλητή	Συντελεστής Παλινδρόμησης	Τυπικό Σφάλμα	Στατιστικό t	Τιμή Σημαντ. Ρ.
C	29.36554	10.02149	2.930257	0.0037
MKT_US	-111.7945	31.34712	-3.566342	0.0004
MKTB_US	-67.47549	31.53130	-2.139953	0.0334
INFLB_US	-52.82895	175.1171	-0.301678	0.7632
IRB_US	-91.52091	271.2893	-0.337355	0.7361
EPUB_US	0.494738	0.069119	7.157742	0.0000
EPUB_EU	0.019079	0.061696	0.309243	0.7574
EPUB_CHN	0.030083	0.026852	1.120316	0.2637
EPUB_JPN	0.083243	0.069461	1.198413	0.2319
EPUB_GR	0.172358	0.093255	1.848249	0.0658
R-squared	0.494570	Mean dependent var		119.1016
Adjusted R-squared	0.475457	S.D. dependent var		45.04507
S.E. of regression	32.62405	Akaike info criterion		9.847464
Sum squared resid	253310.3	Schwarz criterion		9.989134
Log likelihood	-1211.086	Hannan-Quinn criter.		9.904495
F-statistic	25.87619	Durbin-Watson stat		2.020374
Prob(F-statistic)	0.000000			

Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με μέθοδο OLS με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής των ΗΠΑ (EPU) και ανεξάρτητες τους ρυθμούς μεταβολής του Χρηματιστηριακού Δείκτη των ΗΠΑ τη χρονική περίοδο t (MKT) και t-1 (MKTB), του πληθωρισμού των ΗΠΑ με μία χρονική υστέρηση (INFLB), της διαφοράς επιτοκίου των ΗΠΑ με μία χρονική υστέρηση (IRB) και των δεικτών οικονομικής αβεβαιότητας όλων των οικονομιών με μία χρονική υστέρηση (EPUB) για την εξεταζόμενη περίοδο Ιαν 1998 -Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

4.2 Ευρώπη

Ο Πίνακας 2 αναφέρει τις συσχετίσεις μεταξύ του EPU της Ευρώπης και των υπολοίπων μεταβλητών όπως προαναφέρθηκαν στα εισαγωγικά.

Αρχικά, φαίνεται ότι οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές (P value < 0.05) είναι οι MKT ($P = 0.00$), MKTB ($P = 0.0297$), INFLB ($P=0.0133$), EPUB_EU ($P = 0.00$) και EPUB_CHN ($P = 0.0130$). Οι συντελεστές συσχέτισης αντίστοιχα είναι -194.55, -99.73, -678.38 και 0.64. Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού R^2 είναι υψηλός (69.17%) υποδηλώνοντας ότι το ποσοστό της συνολικής διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής EPU που εξηγείται από τη διακύμανση στις εξαρτημένες μεταβλητές είναι υψηλό.

Πίνακας 2 Ευρώπη

Ανεξάρτητη Μεταβλητή: EPU_Ευρώπης
 Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
 Περίοδος Δείγματος: 1998M02 2018M09
 Παρατηρήσεις: 248

Μεταβλητή	Συντελεστής Παλινδρόμησης	Τυπικό Σφάλμα	Στατιστικό t	Τιμή Σημαντ. Ρ.
C	32.33453	11.00803	2.937359	0.0036
MKT_EU	-194.5495	43.94726	-4.426887	0.0000
MKTB_EU	-99.73435	45.58842	-2.187713	0.0297
INFLB_EU	-678.3892	272.0217	-2.493879	0.0133
IRB_EU	373.6164	909.2311	0.410915	0.6815
EPUB_US	-0.014271	0.080708	-0.176819	0.8598
EPUB_EU	0.647686	0.070127	9.235971	0.0000
EPUB_CHN	0.073967	0.029568	2.501561	0.0130
EPUB_JPN	0.019924	0.076220	0.261397	0.7940
EPUB_GR	0.192320	0.104808	1.834978	0.0678
R-squared	0.702958	Mean dependent var		142.8447
Adjusted R-squared	0.691725	S.D. dependent var		65.02558
S.E. of regression	36.10382	Akaike info criterion		10.05016
Sum squared resid	310229.7	Schwarz criterion		10.19183
Log likelihood	-1236.220	Hannan-Quinn criter.		10.10719
F-statistic	62.58150	Durbin-Watson stat		2.240777
Prob(F-statistic)	0.000000			

Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με μέθοδο OLS με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Ευρώπης (EPU) και ανεξάρτητες τους ρυθμούς μεταβολής του Χρηματιστηριακού Δείκτη της Ευρώπης τη χρονική περίοδο t (MKT) και t-1 (MKTB), του πληθωρισμού της Ευρώπης με μία χρονική υστέρηση (INFLB), της διαφοράς επιτοκίου της Ευρώπης με μία χρονική υστέρηση (IRB) και των δεικτών οικονομικής αβεβαιότητας όλων των οικονομιών με μία χρονική υστέρηση (EPUB) για την εξεταζόμενη περίοδο Ιαν 1998 -Σεπ 2018

4.3 Κίνα

Ο Πίνακας 3 αναφέρει τις συσχετίσεις μεταξύ του EPU της Κίνας και των υπολοίπων μεταβλητών όπως προαναφέρθηκαν στα εισαγωγικά.

Φαίνεται ότι οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές (P value < 0.05) είναι οι EPUB_EU ($P = 0.0005$) και EPUB_CHN ($P=0.0000$). Ο συντελεστής συσχέτισης είναι 0.43 και 0.7 αντίστοιχα. Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού R^2 είναι υψηλός (70.3%) υποδηλώνοντας ότι το ποσοστό της συνολικής διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής EPU που εξηγείται από τη διακύμανση στις εξαρτημένες μεταβλητές είναι υψηλό.

Πίνακας 3 Κίνα

Ανεξάρτητη Μεταβλητή: EPU Κίνας
 Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
 Περίοδος Δείγματος: 1998M02 2018M09
 Παρατηρήσεις: 248

Μεταβλητή	Συντελεστής Παλινδρόμησης	Τυπικό Σφάλμα	Στατιστικό t	Τιμή Σημαντ. P.
C	26.00528	18.21286	1.427852	0.1546
MKT_CHN	-91.34358	54.91023	-1.663508	0.0975
MKTB_CHN	-78.55022	56.31466	-1.394845	0.1644
INFLB_CHN	30.99200	203.4439	0.152337	0.8791
IRB_CHN	-901.2302	716.8821	-1.257153	0.2099
EPUB_US	-0.082227	0.137265	-0.599040	0.5497
EPUB_EU	0.432467	0.122991	3.516246	0.0005
EPUB_CHN	0.701816	0.053746	13.05793	0.0000
EPUB_JPN	-0.200154	0.140447	-1.425122	0.1554
EPUB_GR	-0.086730	0.186525	-0.464977	0.6424
R-squared	0.713892	Mean dependent var		150.8221
Adjusted R-squared	0.703073	S.D. dependent var		119.7655
S.E. of regression	65.26151	Akaike info criterion		11.23417
Sum squared resid	1013657.	Schwarz criterion		11.37584
Log likelihood	-1383.037	Hannan-Quinn criter.		11.29120
F-statistic	65.98366	Durbin-Watson stat		2.231249
Prob(F-statistic)	0.000000			

Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με μέθοδο OLS με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Κίνας (EPU) και ανεξάρτητες τους ρυθμούς μεταβολής του Χρηματιστηριακού Δείκτη της Κίνας τη χρονική περίοδο t (MKT) και t-1 (MKTB), του πληθωρισμού της Κίνας με μία χρονική υστέρηση (INFLB), της διαφοράς επιτοκίου της Κίνας με μία χρονική υστέρηση (IRB) και των δεικτών οικονομικής αβεβαιότητας όλων των οικονομιών με μία χρονική υστέρηση (EPUB) για την εξεταζόμενη περίοδο Ιαν 1998 -Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

4.4 Ιαπωνία

Ο Πίνακας 4 αναφέρει τις συσχετίσεις μεταξύ του EPU της Ιαπωνίας και των υπολοίπων μεταβλητών όπως προαναφέρθηκαν στα εισαγωγικά.

Αρχικά, φαίνεται ότι οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές (P value < 0.05) είναι οι MKT ($P = 0.0001$) και EPUB ($P = 0.0000$). Οι συντελεστές συσχέτισης είναι για τον MKT -75.24 , για τον EPUB της ίδιας χώρας 0.66 . Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού R^2 είναι υψηλός περίξ του 53% υποδηλώνοντας ότι το ποσοστό της συνολικής διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής EPU που εξηγείται από τη διακύμανση στις εξαρτημένες μεταβλητές είναι υψηλό.

Πίνακας 4 Ιαπωνία

Ανεξάρτητη Μεταβλητή: EPU Ιαπωνίας
 Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
 Περίοδος Δείγματος: 1998M02 2018M09
 Παρατηρήσεις: 248

Μεταβλητή	Συντελεστής Παλινδρόμησης	Τυπικό Σφάλμα	Στατιστικό t	Τιμή Σημαντ. P.
C	38.49870	6.659095	5.781370	0.0000
MKT_JPN	-75.24355	19.15798	-3.927532	0.0001
MKTB_JPN	-25.31711	19.58569	-1.292633	0.1974
INFLB_JPN	-4227.026	7416.669	-0.569936	0.5693
IRB_JPN	-14616.35	26290.76	-0.555950	0.5788
EPUB_US	0.047882	0.050578	0.946705	0.3447
EPUB_EU	0.024853	0.045725	0.543528	0.5873
EPUB_CHN	-0.007734	0.019832	-0.389975	0.6969
EPUB_JPN	0.663264	0.052853	12.54933	0.0000
EPUB_GR	-0.086128	0.069088	-1.246644	0.2138
R-squared	0.553170	Mean dependent var		108.1814
Adjusted R-squared	0.536273	S.D. dependent var		35.51064
S.E. of regression	24.18186	Akaike info criterion		9.248570
Sum squared resid	139173.5	Schwarz criterion		9.390240
Log likelihood	-1136.823	Hannan-Quinn criter.		9.305601
F-statistic	32.73785	Durbin-Watson stat		1.871713
Prob(F-statistic)	0.000000			

Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με μέθοδο OLS με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Ιαπωνίας (EPU) και ανεξάρτητες τους ρυθμούς μεταβολής του Χρηματιστηριακού Δείκτη της Ιαπωνίας τη χρονική περίοδο t (MKT) και t-1 (MKTB), του πληθωρισμού της Ιαπωνίας με μία χρονική υστέρηση (INFLB), της διαφοράς επιτοκίου της Ιαπωνίας με μία χρονική υστέρηση (IRB) και των δεικτών οικονομικής αβεβαιότητας όλων των οικονομιών με μία χρονική υστέρηση (EPUB) για την εξεταζόμενη περίοδο Ιαν 1998 -Σεπ 2018

4.5 Ελλάδα

Ο Πίνακας 5 αναφέρει τις συσχετίσεις μεταξύ του EPU της Ελλάδος και των υπολοίπων μεταβλητών όπως προαναφέρθηκαν στα εισαγωγικά.

Αρχικά, φαίνεται ότι οι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές (P value < 0.05) είναι οι MKT ($P = 0.00$) και ERUB ($P = 0.00$). Οι συντελεστές συσχέτισης αντίστοιχα είναι -97.70 και 0.52. Ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού R^2 είναι πολύ υψηλός (51.2%) υποδηλώνοντας ότι το ποσοστό της συνολικής διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής EPU που εξηγείται από τη διακύμανση στις εξαρτημένες μεταβλητές είναι σχετικά υψηλό.

Πίνακας 5 Ελλάδα

Ανεξάρτητη Μεταβλητή: EPU Ελλάδα
 Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
 Περίοδος Δείγματος: 1998M02 2018M09
 Παρατηρήσεις: 248

Μεταβλητή	Συντελεστής Παλινδρόμησης	Τυπικό Σφάλμα	Στατιστικό t	Τιμή Σημαντ. Ρ.
C	38.06166	5.450854	6.982697	0.0000
MKT_GR	-97.70353	13.51965	-7.226778	0.0000
MKTB_GR	3.889767	14.27283	0.272530	0.7855
INFLB_GR	-97.97016	73.94315	-1.324939	0.1865
IRB_GR	387.9420	214.5071	1.808528	0.0718
EPUB_US	0.028507	0.041405	0.688503	0.4918
EPUB_EU	0.061022	0.038600	1.580876	0.1152
EPUB_CHN	-0.016335	0.015770	-1.035796	0.3013
EPUB_JPN	0.018656	0.042154	0.442572	0.6585
EPUB_GR	0.528030	0.057338	9.209107	0.0000
R-squared	0.530119	Mean dependent var		99.98998
Adjusted R-squared	0.512351	S.D. dependent var		27.41132
S.E. of regression	19.14185	Akaike info criterion		8.781118
Sum squared resid	87205.66	Schwarz criterion		8.922788
Log likelihood	-1078.859	Hannan-Quinn criter.		8.838149
F-statistic	29.83460	Durbin-Watson stat		2.124115
Prob(F-statistic)	0.000000			

Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με μέθοδο OLS με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Ελλάδας (EPU) και ανεξάρτητες τους ρυθμούς μεταβολής του Χρηματιστηριακού Δείκτη της Ελλάδας τη χρονική περίοδο t (MKT) και t-1 (MKTB), του πληθωρισμού της Ελλάδας με μία χρονική υστέρηση (INFLB), της διαφοράς επιτοκίου της Ελλάδας με μία χρονική υστέρηση (IRB) και των δεικτών οικονομικής αβεβαιότητας όλων των οικονομιών με μία χρονική υστέρηση (EPUB) για την εξεταζόμενη περίοδο Ιαν 1998 -Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

5.1 Γενικά συμπεράσματα

Η παρούσα Διατριβή εξετάζει την ενδεχόμενη επίδραση των αποδόσεων των εγχωρίων χρηματαγορών επί της οικονομικής και αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής στις αντίστοιχες χώρες. Η εν λόγω αβεβαιότητα εκφράζεται ποσοτικά με τον δείκτη EPU (Economic Policy Uncertainty) και επιλέχθηκε η μέθοδος παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων ώστε να αναδειχθούν τα όποια συμπεράσματα. Παράλληλα, χρησιμοποιήθηκαν οι βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες Δείκτη Τιμών Καταναλωτή ΔTK και Επιτόκιο ως ρυθμό μεταβολής στις επικείμενες παλινδρομήσεις ώστε να υπάρξει πληρέστερη ερευνητική εικόνα, ενώ προστέθηκαν ως ανεξάρτητες μεταβλητές οι δείκτες αβεβαιότητας των υπολοίπων οικονομιών με μία περίοδο χρονική υστέρηση.

Τα συμπεράσματα που προέκυψαν παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

	MKT (t)	MKT(t- 1)	INFL(t-1)	IR(t-1)	EPUS ^{US} _{t-1}	EPUEU ^{EU} _{t-1}	EPUCHN ^{CHN} _{t-1}	EPUJPN ^{JPN} _{t-1}	EPUGR ^{GR} _{t-1}
EPUS ^{US} _t	-111.79	-67.47	X	X	0.49	X	X	X	X
EPUEU ^{EU} _t	-194.54	-99.73	-678.39	X	X	0.65	0.073	X	X
EPUCHN ^{CHN} _t	X	X	X	X	X	0.43	0.7	X	X
EPUJPN ^{JPN} _t	-75.24	X	X	X	X	X	X	0.66	X
EPUGR ^{GR} _t	-97.7	X	X	X	X	X	X	X	0.53

Ειδικότερα, η αβεβαιότητα σε όλες οι εξεταζόμενες οικονομίες συσχετίζεται ισχυρά αρνητικά με την απόδοση των τιμών των μετοχών της εγχώριας κεφαλαιαγοράς, όπως αυτή αποτυπώνεται από τους αντίστοιχους χρηματιστηριακούς δείκτες. Εξαίρεση των προαναφερθέντων απετέλεσε η οικονομία της Κίνας.

Ακόμα μεγαλύτερο ενδιαφέρον αποκτά το γεγονός ότι η αβεβαιότητα σε όλες τις εξεταζόμενες οικονομίες έχει ισχυρή συσχέτιση με την αβεβαιότητα της προηγούμενης περιόδου, κάτι που υποδεικνύει ότι η αβεβαιότητα υπόκειται σε τασική συμπεριφορά, φανερώνοντας μεταξύ άλλων και τον μεσοπρόθεσμο χαρακτήρα του δείκτη. Και μάλιστα, η συσχέτιση είναι θετική και αρκετά υψηλή για όλες τις οικονομίες.

Επιπροσθέτως, η αβεβαιότητα στην Ευρωπη φαίνεται να επηρεάζεται από τον πληθωρισμό της αλλά και από την αβεβαιότητα της Κίνας. Παρομοίως, η αβεβαιότητα στην Κίνα φαίνεται να επηρεάζεται από την αβεβαιότητα της Ευρώπης.

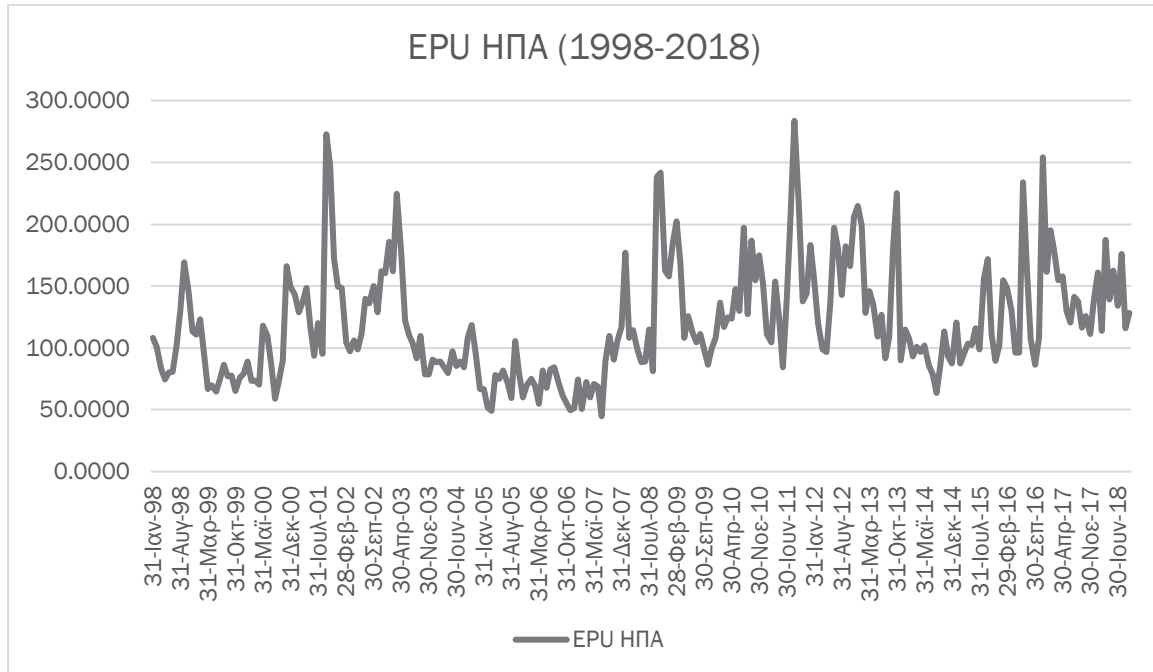
5.2 Προτάσεις για μελλοντική έρευνα

Θα ήταν ενδιαφέρον να εξεταστεί εάν οι δείκτες αβεβαιότητας συσχετίζονται είτε με τις αποφάσεις των οίκων αξιολόγησης και κατ' επέκταση στις τιμές των ομολόγων, είτε με τις αποφάσεις των κεντρικών τραπεζών (ως προς την επικείμενη νομισματική πολιτική τους) και κατ' επέκταση στις αγορές συναλλάγματος.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

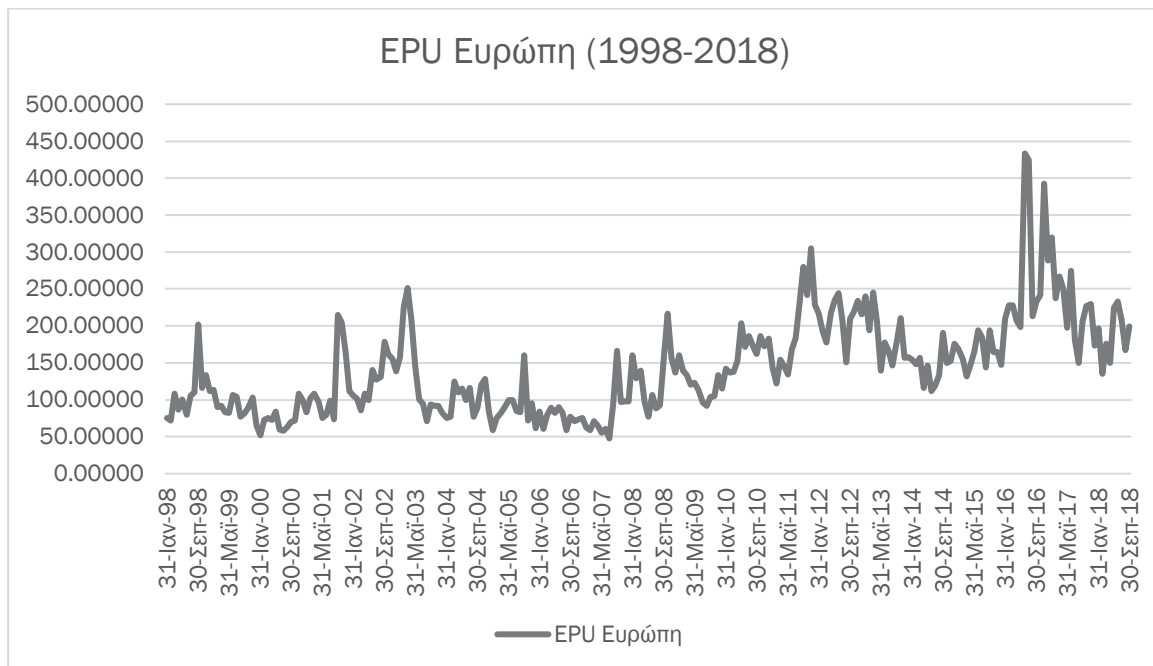
Διαγράμματα

Διάγραμμα 8: ΕΡΥ ΗΠΑ (1998-2018)



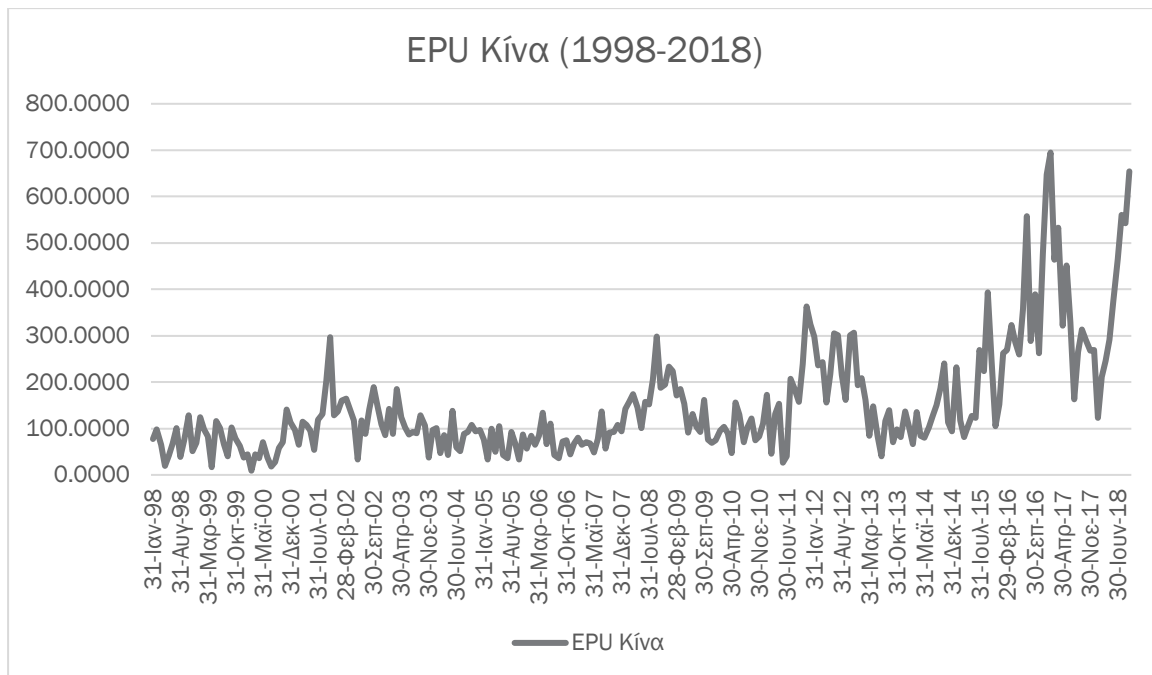
Το διάγραμμα απεικονίζει τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής των ΗΠΑ την περίοδο Ιαν 1998-Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

Πηγή: ΕΡΥ (2018β)

Διάγραμμα 9: ΕΡΥ Ευρώπη (1998-2018)

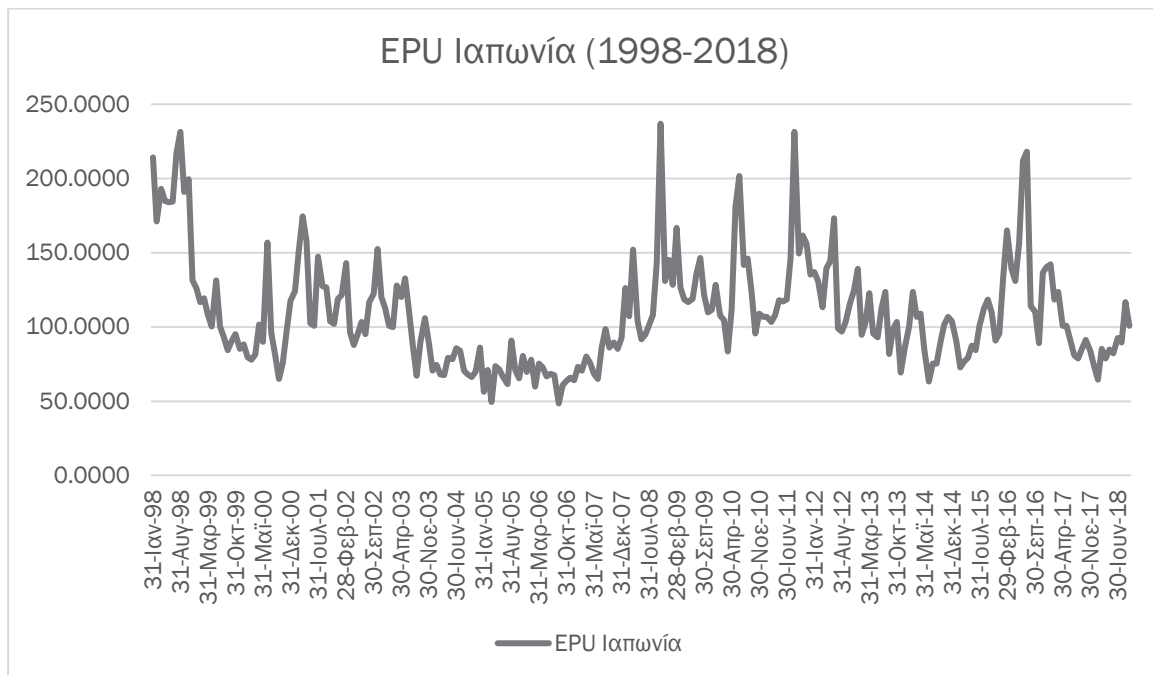
Το διάγραμμα απεικονίζει τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Ευρώπης την περίοδο Ιαν 1998-Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

Πηγή: ΕΡΥ (2018β)

Διάγραμμα 10: EPU Κίνα (1998-2018)

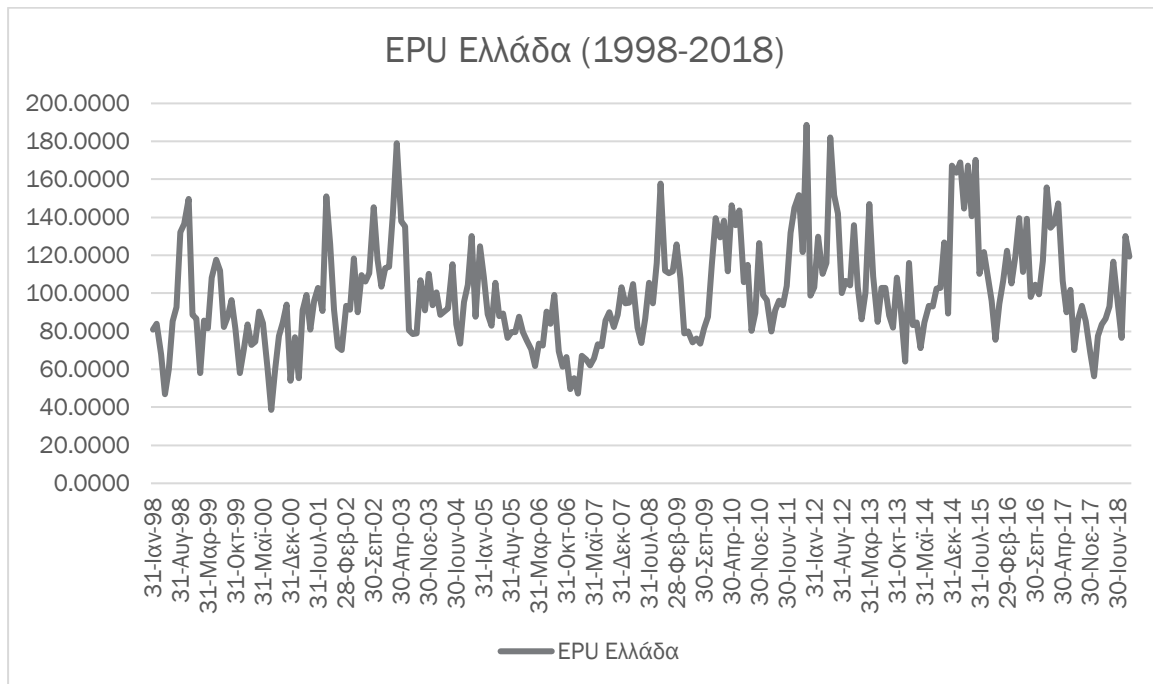
Το διάγραμμα απεικονίζει τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Κίνας την περίοδο Ιαν 1998-Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

Πηγή: EPU (2018β)

Διάγραμμα 11: ΕΡΥ Ιαπωνία (1998-2018)

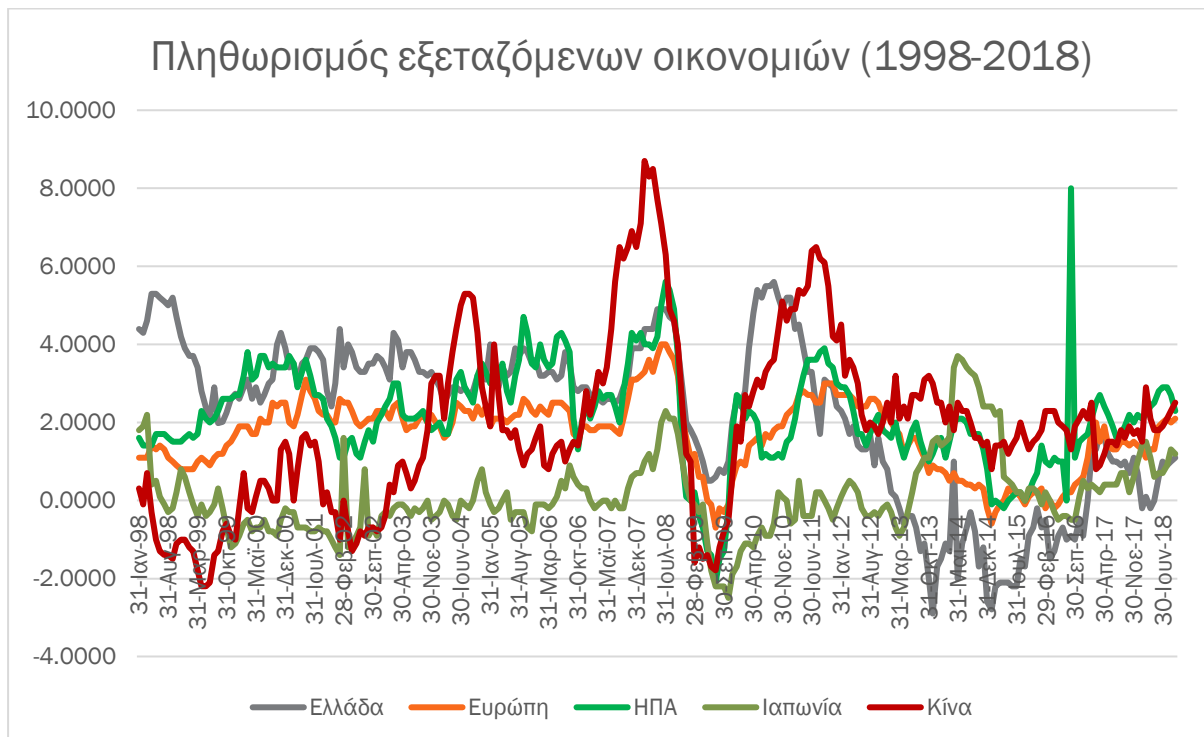
Το διάγραμμα απεικονίζει τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Κίνας την περίοδο Ιαν 1998-Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

Πηγή: EPU (2018β)

Διάγραμμα 12: ΕΡΥ Ελλάδα (1998-2018)

Το διάγραμμα απεικονίζει τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Κίνας την περίοδο Ιαν 1998-Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

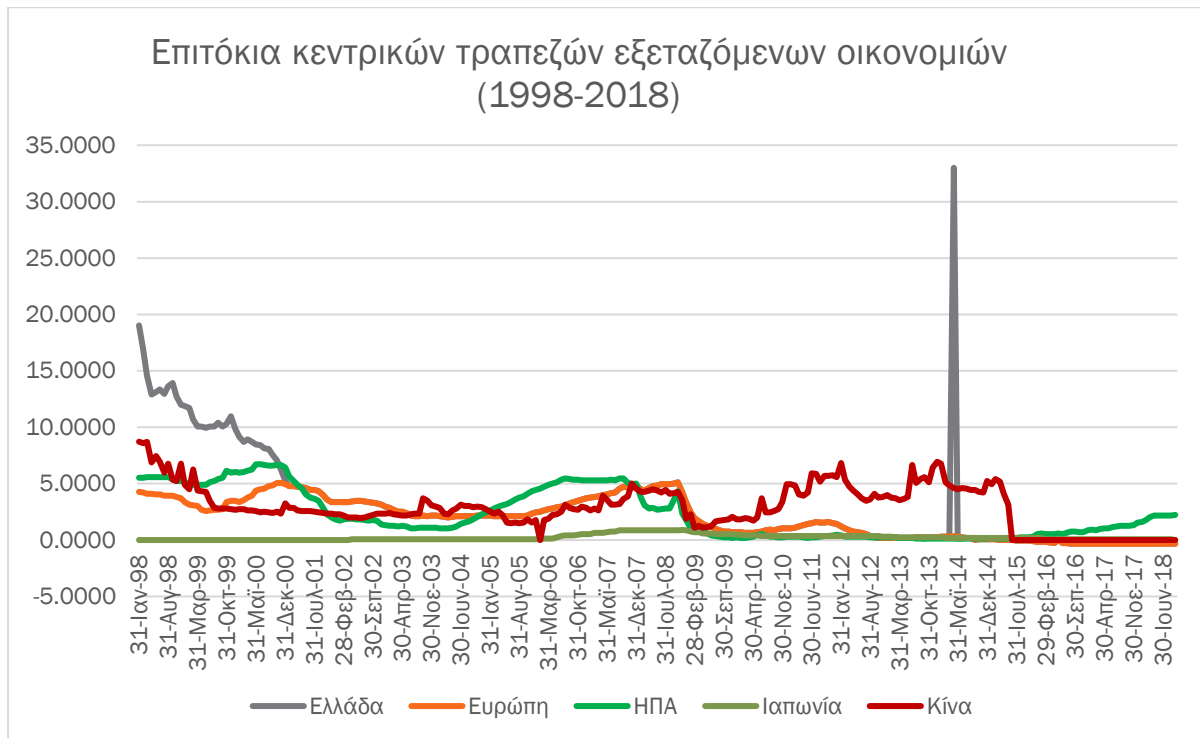
Πηγή: EPU (2018β)

Διάγραμμα 13: Πληθωρισμός εξεταζόμενων οικονομιών (1998-2018)

Το διάγραμμα απεικονίζει τον πληθωρισμό των εξεταζόμενων οικονομιών ΗΠΑ, Ευρώπη, Κίνα, Ιαπωνία, Ελλάδα, την περίοδο Ιαν 1998-Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

Πηγή: Trading Economics (2018-2018δ)

Διάγραμμα 14: Επιτόκια εξεταζόμενων οικονομιών (1998-2018)



Το διάγραμμα απεικονίζει τα επιτόκια των κεντρικών τραπεζών των εξεταζόμενων οικονομιών ΗΠΑ, Ευρώπη, Κίνα, Ιαπωνία, Ελλάδα, την περίοδο Ιαν 1998-Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

Πηγή: OECD (2018)

Πίνακες**Πίνακας 1 ΗΠΑ**

Ανεξάρτητη Μεταβλητή: EPU ΗΠΑ
 Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
 Περίοδος Δείγματος: 1998M02 2018M09
 Παρατηρήσεις: 248

Μεταβλητή	Συντελεστής Παλινδρόμησης	Τυπικό Σφάλμα	Στατιστικό t	Τιμή Σημαντ. Ρ.
C	29.36554	10.02149	2.930257	0.0037
MKT_US	-111.7945	31.34712	-3.566342	0.0004
MKTB_US	-67.47549	31.53130	-2.139953	0.0334
INFLB_US	-52.82895	175.1171	-0.301678	0.7632
IRB_US	-91.52091	271.2893	-0.337355	0.7361
EPUB_US	0.494738	0.069119	7.157742	0.0000
EPUB_EU	0.019079	0.061696	0.309243	0.7574
EPUB_CHN	0.030083	0.026852	1.120316	0.2637
EPUB_JPN	0.083243	0.069461	1.198413	0.2319
EPUB_GR	0.172358	0.093255	1.848249	0.0658
R-squared	0.494570	Mean dependent var	119.1016	
Adjusted R-squared	0.475457	S.D. dependent var	45.04507	
S.E. of regression	32.62405	Akaike info criterion	9.847464	
Sum squared resid	253310.3	Schwarz criterion	9.989134	
Log likelihood	-1211.086	Hannan-Quinn criter.	9.904495	
F-statistic	25.87619	Durbin-Watson stat	2.020374	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με μέθοδο OLS με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής των ΗΠΑ (EPU) και ανεξάρτητες τους ρυθμούς μεταβολής του Χρηματιστηριακού Δείκτη των ΗΠΑ τη χρονική περίοδο t (MKT) και t-1 (MKTB), του πληθωρισμού των ΗΠΑ με μία χρονική υστέρηση (INFLB), της διαφοράς επιτοκίου των ΗΠΑ με μία χρονική υστέρηση (IRB) και των δεικτών οικονομικής αβεβαιότητας όλων των οικονομιών με μία χρονική υστέρηση (EPUB) για την εξεταζόμενη περίοδο Ιαν 1998 -Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

Πίνακας 2 Ευρώπη

Ανεξάρτητη Μεταβλητή: EPU_Ευρώπης
 Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
 Περίοδος Δείγματος: 1998M02 2018M09
 Παρατηρήσεις: 248

Μεταβλητή	Συντελεστής Παλινδρόμησης	Τυπικό Σφάλμα	Στατιστικό t	Τιμή Σημαντ. Ρ.
C	32.33453	11.00803	2.937359	0.0036
MKT_EU	-194.5495	43.94726	-4.426887	0.0000
MKTB_EU	-99.73435	45.58842	-2.187713	0.0297
INFLB_EU	-678.3892	272.0217	-2.493879	0.0133
IRB_EU	373.6164	909.2311	0.410915	0.6815
EPUB_US	-0.014271	0.080708	-0.176819	0.8598
EPUB_EU	0.647686	0.070127	9.235971	0.0000
EPUB_CHN	0.073967	0.029568	2.501561	0.0130
EPUB_JPN	0.019924	0.076220	0.261397	0.7940
EPUB_GR	0.192320	0.104808	1.834978	0.0678
R-squared	0.702958	Mean dependent var	142.8447	
Adjusted R-squared	0.691725	S.D. dependent var	65.02558	
S.E. of regression	36.10382	Akaike info criterion	10.05016	
Sum squared resid	310229.7	Schwarz criterion	10.19183	
Log likelihood	-1236.220	Hannan-Quinn criter.	10.10719	
F-statistic	62.58150	Durbin-Watson stat	2.240777	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με μέθοδο OLS με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Ευρώπης (EPU) και ανεξάρτητες τους ρυθμούς μεταβολής του Χρηματιστηριακού Δείκτη της Ευρώπης τη χρονική περίοδο t (MKT) και t-1 (MKTB), του πληθωρισμού της Ευρώπης με μία χρονική υστέρηση (INFLB), της διαφοράς επιτοκίου της Ευρώπης με μία χρονική υστέρηση (IRB) και των δεικτών οικονομικής αβεβαιότητας όλων των οικονομιών με μία χρονική υστέρηση (EPUB) για την εξεταζόμενη περίοδο Ιαν 1998 -Σεπ 2018

Πίνακας 3 Κίνα

Ανεξάρτητη Μεταβλητή: EPU Κίνας
 Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
 Περίοδος Δείγματος: 1998M02 2018M09
 Παρατηρήσεις: 248

Μεταβλητή	Συντελεστής Παλινδρόμησης	Τυπικό Σφάλμα	Στατιστικό t	Τιμή Σημαντ. Ρ.
C	26.00528	18.21286	1.427852	0.1546
MKT_CHN	-91.34358	54.91023	-1.663508	0.0975
MKTB_CHN	-78.55022	56.31466	-1.394845	0.1644
INFLB_CHN	30.99200	203.4439	0.152337	0.8791
IRB_CHN	-901.2302	716.8821	-1.257153	0.2099
EPUB_US	-0.082227	0.137265	-0.599040	0.5497
EPUB_EU	0.432467	0.122991	3.516246	0.0005
EPUB_CHN	0.701816	0.053746	13.05793	0.0000
EPUB_JPN	-0.200154	0.140447	-1.425122	0.1554
EPUB_GR	-0.086730	0.186525	-0.464977	0.6424
R-squared	0.713892	Mean dependent var		150.8221
Adjusted R-squared	0.703073	S.D. dependent var		119.7655
S.E. of regression	65.26151	Akaike info criterion		11.23417
Sum squared resid	1013657.	Schwarz criterion		11.37584
Log likelihood	-1383.037	Hannan-Quinn criter.		11.29120
F-statistic	65.98366	Durbin-Watson stat		2.231249
Prob(F-statistic)	0.000000			

Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με μέθοδο OLS με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Κίνας (EPU) και ανεξάρτητες τους ρυθμούς μεταβολής του Χρηματιστηριακού Δείκτη της Κίνας τη χρονική περίοδο t (MKT) και t-1 (MKTB), του πληθωρισμού της Κίνας με μία χρονική υστέρηση (INFLB), της διαφοράς επιτοκίου της Κίνας με μία χρονική υστέρηση (IRB) και των δεικτών οικονομικής αβεβαιότητας όλων των οικονομιών με μία χρονική υστέρηση (EPUB) για την εξεταζόμενη περίοδο Ιαν 1998 -Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

Πίνακας 4 Ιαπωνία

Ανεξάρτητη Μεταβλητή: EPU Ιαπωνίας
 Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
 Περίοδος Δείγματος: 1998M02 2018M09
 Παρατηρήσεις: 248

Μεταβλητή	Συντελεστής Παλινδρόμησης	Τυπικό Σφάλμα	Στατιστικό t	Τιμή Σημαντ. Ρ.
C	38.49870	6.659095	5.781370	0.0000
MKT_JPN	-75.24355	19.15798	-3.927532	0.0001
MKTB_JPN	-25.31711	19.58569	-1.292633	0.1974
INFLB_JPN	-4227.026	7416.669	-0.569936	0.5693
IRB_JPN	-14616.35	26290.76	-0.555950	0.5788
EPUB_US	0.047882	0.050578	0.946705	0.3447
EPUB_EU	0.024853	0.045725	0.543528	0.5873
EPUB_CHN	-0.007734	0.019832	-0.389975	0.6969
EPUB_JPN	0.663264	0.052853	12.54933	0.0000
EPUB_GR	-0.086128	0.069088	-1.246644	0.2138
R-squared	0.553170	Mean dependent var	108.1814	
Adjusted R-squared	0.536273	S.D. dependent var	35.51064	
S.E. of regression	24.18186	Akaike info criterion	9.248570	
Sum squared resid	139173.5	Schwarz criterion	9.390240	
Log likelihood	-1136.823	Hannan-Quinn criter.	9.305601	
F-statistic	32.73785	Durbin-Watson stat	1.871713	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με μέθοδο OLS με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Ιαπωνίας (EPU) και ανεξάρτητες τους ρυθμούς μεταβολής του Χρηματιστηριακού Δείκτη της Ιαπωνίας τη χρονική περίοδο t (MKT) και t-1 (MKTB), του πληθωρισμού της Ιαπωνίας με μία χρονική υστέρηση (INFLB), της διαφοράς επιτοκίου της Ιαπωνίας με μία χρονική υστέρηση (IRB) και των δεικτών οικονομικής αβεβαιότητας όλων των οικονομιών με μία χρονική υστέρηση (EPUB) για την εξεταζόμενη περίοδο Ιαν 1998 -Σεπ 2018

Πίνακας 5 Ελλάδα

Ανεξάρτητη Μεταβλητή: EPU Ελλάδα
 Μέθοδος: Ελαχίστων Τετραγώνων
 Περίοδος Δείγματος: 1998M02 2018M09
 Παρατηρήσεις: 248

Μεταβλητή	Συντελεστής Παλινδρόμησης	Τυπικό Σφάλμα	Στατιστικό t	Τιμή Σημαντ. Ρ.
C	38.06166	5.450854	6.982697	0.0000
MKT_GR	-97.70353	13.51965	-7.226778	0.0000
MKTB_GR	3.889767	14.27283	0.272530	0.7855
INFLB_GR	-97.97016	73.94315	-1.324939	0.1865
IRB_GR	387.9420	214.5071	1.808528	0.0718
EPUB_US	0.028507	0.041405	0.688503	0.4918
EPUB_EU	0.061022	0.038600	1.580876	0.1152
EPUB_CHN	-0.016335	0.015770	-1.035796	0.3013
EPUB_JPN	0.018656	0.042154	0.442572	0.6585
EPUB_GR	0.528030	0.057338	9.209107	0.0000
R-squared	0.530119	Mean dependent var		99.98998
Adjusted R-squared	0.512351	S.D. dependent var		27.41132
S.E. of regression	19.14185	Akaike info criterion		8.781118
Sum squared resid	87205.66	Schwarz criterion		8.922788
Log likelihood	-1078.859	Hannan-Quinn criter.		8.838149
F-statistic	29.83460	Durbin-Watson stat		2.124115
Prob(F-statistic)	0.000000			

Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης με μέθοδο OLS με εξαρτημένη μεταβλητή τον δείκτη αβεβαιότητας οικονομικής πολιτικής της Ελλάδας (EPU) και ανεξάρτητες τους ρυθμούς μεταβολής του Χρηματιστηριακού Δείκτη της Ελλάδας τη χρονική περίοδο t (MKT) και t-1 (MKTB), του πληθωρισμού της Ελλάδας με μία χρονική υστέρηση (INFLB), της διαφοράς επιτοκίου της Ελλάδας με μία χρονική υστέρηση (IRB) και των δεικτών οικονομικής αβεβαιότητας όλων των οικονομιών με μία χρονική υστέρηση (EPUB) για την εξεταζόμενη περίοδο Ιαν 1998 -Σεπ 2018 σε μηνιαία βάση.

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 Ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης του δείκτη αβεβαιότητας ΗΠΑ με τις υπόλοιπες εξεταζόμενες μεταβλητές	51
Πίνακας 2 Ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης του δείκτη αβεβαιότητας Ευρώπης με τις υπόλοιπες εξεταζόμενες μεταβλητές	53
Πίνακας 3 Ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης του δείκτη αβεβαιότητας Κίνας με τις υπόλοιπες εξεταζόμενες μεταβλητές	55
Πίνακας 4 Ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης του δείκτη αβεβαιότητας Ιαπωνίας με τις υπόλοιπες εξεταζόμενες μεταβλητές	57
Πίνακας 5 Ανάλυση γραμμικής παλινδρόμησης του δείκτη αβεβαιότητας Ελλάδος με τις υπόλοιπες εξεταζόμενες μεταβλητές	59

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1: ΕΡΥ ΗΠΑ (1998-2018).....	37
Διάγραμμα 2: ΕΡΥ Ευρώπη (1998-2018).....	39
Διάγραμμα 3: ΕΡΥ Κίνα (1998-2018)	41
Διάγραμμα 4: ΕΡΥ Ιαπωνία (1998-2018)	43
Διάγραμμα 5: ΕΡΥ Ελλάδα (1998-2018)	45
Διάγραμμα 6: Πληθωρισμός εξεταζόμενων οικονομιών (1998-2018)	47
Διάγραμμα 7: Επιτόκια εξεταζόμενων οικονομιών (1998-2018).....	49

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

- Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J. and Thaicharoen, Y., (2003), "Institutional causes, macroeconomic symptoms: volatility, crises and growth", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50, No 1, pp.49-123.
- Addoum, J.M. and Kumar, A., (2016), "Political sentiment and predictable returns", *The Review of Financial Studies*, Vol. 29, No 12, pp.3471-3518.
- Ajayi, R.A., Friedman, J. and Mehdian, S.M., (1998), "On the relationship between stock returns and exchange rates: tests of Granger causality", *Global Finance Journal*, Vol. 9, No 2, pp.241-251.
- Alesina, A., Özler, S., Roubini, N. and Swagel, P., (1996), "Political instability and economic growth", *Journal of Economic growth*, Vol. 1, No 2, pp.189-211.
- An, H., Chen, Y., Luo, D. and Zhang, T., (2016), "Political uncertainty and corporate investment: Evidence from China", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 36, pp.174-189.
- Antonakakis, N., Chatziantoniou, I. and Filis, G., (2013), "Dynamic co-movements of stock market returns, implied volatility and policy uncertainty", *Economics Letters*, Vol. 120, No 1, pp.87-92.
- Asteriou D. and Sarantidis, A., (2016). "Political instability and stock market returns - Evidence from OECD countries", *Economics and Business Letters*, Vol. 5, No 4, pp. 113-124.
- Asteriou, D. and Price, S., (2005), "Uncertainty, investment and economic growth: evidence from a dynamic panel", *Review of Development Economics*, Vol. 9, No 2, pp.277-288.
- Attari, M.I.J. and Safdar, L., (2013), "The relationship between macroeconomic volatility and the stock market volatility: Empirical evidence from Pakistan", *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, Vol. 7, No 2, pp.309-320.
- Aydemir, O. and Demirhan, E., (2009), "The relationship between stock prices and exchange rates: Evidence from Turkey", *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 23, No 2, pp.207-215.
- Baker, S.R., Bloom, N. and Davis, S.J., (2016), "Measuring economic policy uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No 4, pp.1593-1636.
- Barry Johnston, R. and Nedelescu, O.M., (2006), "The impact of terrorism on financial markets", *Journal of Financial Crime*, Vol. 13, No 1, pp.7-25.
- Beaulieu, M.C., Cosset, J.C. and Essaddam, N., (2005), "The impact of political risk on the volatility of stock returns: The case of Canada", *Journal of International Business Studies*, Vol. 36, No 6, pp.701-718.
- Bekaert, G., Harvey, C.R., Lundblad, C.T. and Siegel, S., (2016), "Political risk and international valuation", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 37, pp.1-23.
- Blanchard, O., (2009), "The state of macro". *Annual Review of Economics*, Vol. 1, No 1, pp.209-228.

- Blomberg, S.B., Hess, G.D. and Orphanides, A., (2004), "The macroeconomic consequences of terrorism", *Journal of monetary economics*, Vol. 51, No 5, pp.1007-1032.
- Bloom, N., Bond, S. and Van Reenen, J., (2007), "Uncertainty and investment dynamics", *The review of Economic Studies*, Vol. 74, No 2, pp.391-415.
- Botero J., Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., (2004) "The regulation of labor", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, No 4, pp. 1339–1382.
- Boubakri, N., Cosset, J.C. and Smaoui, H., (2011), "Political Institutions and Sovereign Credit Spreads", *Politics and Economic Development*, Vol 97, pp. 1-26.
- Boutchkova, M., Doshi, H., Durnev, A. and Molchanov, A., (2012), "Precarious politics and return volatility" *The Review of Financial Studies*, Vol. 25, No 4, pp.1111-1154.
- Campbell, J.Y., (1990), "A variance decomposition for stock returns", *National Bureau of Economic Research*, No. W3246.
- Chang, T., Chen, W.Y., Gupta, R. and Nguyen, D.K., (2015), "Are stock prices related to the political uncertainty index in OECD countries? Evidence from the bootstrap panel causality test", *Economic Systems*, Vol. 39, No 2, pp.288-300.
- Chau, F., Deesomsak, R. and Wang, J., (2014), "Political uncertainty and stock market volatility in the Middle East and North African (MENA) countries", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 28, pp.1-19.
- Chen, A.H. and Siems, T.F., (2004), "The effects of terrorism on global capital markets", *European Journal of Political Economy*, Vol. 20, No 2, pp.349-366.
- Chen, N.F., Roll, R. and Ross, S.A., (1986), "Economic forces and the stock market", *Journal of Business*, Vol. 59, No 3, pp.383-403.
- Connor, G. and Korajczyk, R.A., (1986), "Performance measurement with the arbitrage pricing theory: A new framework for analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No 3, pp.373-394.
- Cuadra, G. and Sapriza, H., (2008), "Sovereign default, interest rates and political uncertainty in emerging markets", *Journal of international Economics*, Vol. 76, No 1, pp.78-88.
- Das, A., (2017), "An Association of Macroeconomic Variables and Stock Index, India: An Empirical Evidence", *MERC Global's International Journal of Management*, Vol. 5, No 1, pp.1-7.
- De Figueiredo, R.J., (2002), "Electoral competition, political uncertainty, and policy insulation", *American Political Science Review*, Vol. 96, No 2, pp.321-333.
- Durnev, A., (2010), "The real effects of political uncertainty: Elections and investment sensitivity to stock prices",
- Eckstein, Z. and Tsiddon, D., (2004), "Macroeconomic consequences of terror: theory and the case of Israel", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 51, No 5, pp.971-1002.
- Ehrmann, M., Fratzscher, M. and Rigobon, R., (2005), "Stocks, bonds, money markets and exchange rates: measuring international financial transmission", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 26, No 6, pp.948-974.

- Eichler, S., (2017), "How Do Political Factors Shape the Bank Risk–Sovereign Risk Nexus in Emerging Markets?", *Review of Development Economics*, Vol. 21, No 3, pp.451-474.
- Engle, R.F., Ghysels, E. and Sohn, B., (2013), "Stock market volatility and macroeconomic fundamentals", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, No 3, pp.776-797.
- Erbe, S., (1985), "The flight of capital from developing countries", *Intereconomics*, Vol. 20, No 6, pp.268-275.
- Fama, E.F., (1990), "Stock returns, expected returns, and real activity", *The Journal of Finance*, Vol. 45, No 4, pp.1089-1108.
- Fama, E.F. and French, K.R., (1989), "Business conditions and expected returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, No 1, pp.23-49.
- Feldstein, M.S., (1978), "Inflation and the stock market", *NBER Working Paper* No. 276.
- Ferson, W.E. and Korajczyk, R.A., (1995), "Do arbitrage pricing models explain the predictability of stock returns?", *Journal of Business*, Vol. 68, No. 3 pp.309-349.
- Ferson, W.E. and Harvey, C.R., (1991), "Sources of predictability in portfolio returns", *Financial Analysts Journal*, Vol. 47, No. 3, pp. 49-56.
- Figueiredo Filho, D.B., Paranhos, R., Rocha, E.C.D., Batista, M., Silva Jr, J.A.D., Santos, M.L.W.D. and Marino, J.G., (2013), "When is statistical significance not significant?", *Brazilian Political Science Review*, Vol. 7, No 1, pp.31-55.
- Gay, R.D., (2016), "Effect of macroeconomic variables on stock market returns for four emerging economies: Brazil, Russia, India, and China", *The International Business & Economics Research Journal*, Vol. 15, No 3, pp.119-126.
- Geske, R. and Roll, R., (1983), "The fiscal and monetary linkage between stock returns and inflation", *The Journal of Finance*, Vol. 38, No. 1, pp.1-33.
- Gorodni Connor ko, Y. and Weber, M., (2016), "Are sticky prices costly? Evidence from the stock market", *American Economic Review*, Vol. 106, No 1, pp.165-99.
- Granger, C.W., Huangb, B.N. and Yang, C.W., (2000), "A bivariate causality between stock prices and exchange rates: evidence from recent Asianflu." *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 40, No 3, pp.337-354.
- Gulen, H. and Ion, M., (2015), "Policy uncertainty and corporate investment", *The Review of Financial Studies*, Vol. 29, No 3, pp.523-564.
- Hanousek, J., Kočenda, E. and Kutan, A.M., (2009), "The reaction of asset prices to macroeconomic announcements in new EU markets: Evidence from intraday data", *Journal of Financial Stability*, Vol. 5, No 2, pp.199-219.
- Hardouvelis, G.A., Karalas, G., Karanastasis, D. and Samartzis, P., (2018), *Economic Policy Uncertainty, Political Uncertainty and the Greek Economic Crisis*.
- Hardouvelis, G.A., (1987), "Macroeconomic information and stock prices", *Journal of Economics and Business*, Vol. 39, No 2, pp.131-140.
- Hecht, P. and Vuolteenaho, T., (2005), "Explaining returns with cash-flow proxies", *The Review of Financial Studies*, Vol. 19, No 1, pp.159-194.
- Hibbs, D.A., (1977), "Political parties and macroeconomic policy", *American political science review*, Vol. 71, No 4, pp.1467-1487.

- Hirshleifer, D., Hou, K. and Teoh, S.H., (2009), "Accruals, cash flows, and aggregate stock returns", *Journal of Financial Economics*, Vol. 91, No 3, pp.389-406.
- Huang, T., Wu, F., Yu, J. and Zhang, B., (2015), "Political risk and dividend policy: Evidence from international political crises", *Journal of International Business Studies*, Vol 46, No 5, pp.574-595.
- Iqbal, N., Khattak, S.R., Khattak, M.A. and Ullah, I., (2012), "Testing the arbitrage pricing theory on Karachi stock exchange", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 4, No 8, pp.839-853.
- Irshad, H., (2017), "Relationship Among Political Instability, Stock Market Returns and Stock Market Volatility", *Studies in Business and Economics*, Vol. 12, No 2, pp.70-99.
- Jens, C.E., (2017), "Political uncertainty and investment: Causal evidence from US gubernatorial elections", *Journal of Financial Economics*, Vol. 124, No 3, pp.563-579.
- Julio, B. and Yook, Y., (2012), "Political uncertainty and corporate investment cycles", *The Journal of Finance*, Vol. 67, No 1, pp.45-83
- Kandir, S.Y., (2008), "Macroeconomic variables, firm characteristics and stock returns: Evidence from Turkey", *International research journal of finance and economics*, Vol. 16, No (1), pp.35-45.
- Kang, W. and Ratti, R.A., (2013), "Oil shocks, policy uncertainty and stock market return", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 26, pp.305-318.
- Karolyi, G.A. and Martell, R., (2005), "Terrorism and the stock market", *Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics*, Fisher College of Business, Ohio State University.
- Kellogg, R., (2014), "The effect of uncertainty on investment: Evidence from Texas oil drilling", *American Economic Review*, 104(6), pp.1698-1734.
- Kelly, B., Pástor, L. and Veronesi, P., (2016), "The price of political uncertainty: Theory and evidence from the option market", *The Journal of Finance*, Vol. 71, No 5, pp.2417-2480.
- Khatri, S.N., Kashif, M. and Shaikh, A.S., (2017), "The exchange rate as significant predictor of movement in stock market indices in South Asian countries: an econometric analysis", *Journal of Business Strategies*, Vol. 11, No 2, pp.107-123.
- Koijen, R.S. and Van Nieuwerburgh, S., (2011), "Predictability of returns and cash flows", *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 3, No 1, pp.467-49
- Kräussl, R., Lucas, A., Rijsbergen, D.R., van der Sluis, P.J. and Vrugt, E.B., (2014), "Washington meets Wall Street: A closer examination of the presidential cycle puzzle", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 43, pp.50-69.
- Leblang, D. and Mukherjee, B., (2005), "Government partisanship, elections, and the stock market: examining American and British stock returns, 1930–2000", *American Journal of Political Science*, Vol. 49, No 4, pp.780-802.
- Levine, R. and Zervos, S., (1999), "Stock markets, banks, and economic growth", *The American Economic Review*, Vol. 88, No 3, pp. 537-558.
- Levine, R. and Zervos, S., (1996), "Stock market development and long-run growth", *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No 2, pp.323-339.

- Lizarazo, S., (2009), "Contagion of financial crises in sovereign debt markets", MPRA Paper No. 20795.
- Lucey, B.M., Nejadmalayeri, A. and Singh, M., (2008), "Impact of US Macroeconomic Surprises on Stock Market Returns in Developed Economies", *IIS Discussion Paper* No. 240
- Maio, P. and Santa-Clara, P., (2015), "Dividend yields, dividend growth, and return predictability in the cross section of stocks", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 50, No 1-2, pp.33-60.
- Martin, P. and Rey, H., (2002), "Financial globalization and emerging markets: With or without crash?", *National Bureau of Economic Research*, No. w9288.
- McQueen, G. and Roley, V.V., (1993), "Stock prices, news, and business conditions", *The Review of Financial Studies*, Vol. 6, No 3, pp.683-707.
- Mei, J. and Guo, L., (2004), "Political uncertainty, financial crisis and market volatility", *European Financial Management*, Vol. 10, No 4, pp.639-657.
- Moore, T. and Wang, P., (2014), "Dynamic linkage between real exchange rates and stock prices: Evidence from developed and emerging Asian markets", *International Review of Economics & Finance*, Vol. 29, pp.1-11.
- Nguyen, T., Stalin, O., Diagne, A., Aukea, L., Rootzen, P.H. and Herbertsson, A., (2017), "The Capital asset pricing model and the Arbitrage pricing theory", *Gothenburg University*.
- Nikkinen, J. and Sahlström, P., (2015), "Impact of Scheduled US Macroeconomic News on Stock Market Uncertainty: A Multinational Perspective", *Multinational Finance Journal*, Vol. 5, No. 2, pp. 129-149.
- Nikkinen, J. and Vähämaa, S., (2010), "Terrorism and stock market sentiment", *Financial Review*, Vol. 45, No 2, pp.263-275.
- Osamwonyi, I.O. and Evbayiro-Osagie, E.I., (2012), "The relationship between macroeconomic variables and stock market index in Nigeria", *Journal of Economics*, Vol. 3, No 1, pp.55-63.
- Ouma, W.N. and Muriu, P., (2014), "The impact of macroeconomic variables on stock market returns in Kenya", *International Journal of Business and Commerce*, Vol. 3, No 11, pp.1-31.
- Pasquariello, P. and Zafeiridou, C., (2014). Political uncertainty and financial market quality. *Ross School of Business Working Paper* No. 1232
- Pástor, L. and Veronesi, P., (2013), "Political uncertainty and risk premia", *Journal of Financial Economics*, Vol. 110, No 3, pp.520-545.
- Pfeffermann, G.P. and Madarassy, A., (1992), "Trends in Private Investment in Developing Countries", *IFC, Discussion Paper* 16.
- Phylaktis, K. and Ravazzolo, F., (2005), "Stock prices and exchange rate dynamics", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 24, No 7, pp.1031-1053.
- Pindyck, R.S., (1990), "Irreversibility, uncertainty, and investment", *National Bureau of Economic Research*, No w3307.
- Pindyck, R.S., (1983), "Risk, inflation, and the stock market", *Massachusetts Institute of Technology*, WP 1423-83.

- Pradhan, R.P., Arvin, M.B. and Ghoshray, A., (2015), "The dynamics of economic growth, oil prices, stock market depth, and other macroeconomic variables: Evidence from the G-20 countries", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 39, pp.84-95.
- Quadir, M.M., (2012), "The effect of macroeconomic variables on stock returns on Dhaka stock exchange", *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 2, No 4, pp.480-487.
- Savor, P. and Wilson, M., (2013), "How much do investors care about macroeconomic risk? Evidence from scheduled economic announcements", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.48, No 2, pp.343-375.
- Schwert, G.W., (1990), "Stock volatility and the crash of'87", *The Review of Financial Studies*, Vol. 3, No 1, pp.77-102.
- Serven, L. and Solimano, A., (1992), "Private investment and macroeconomic adjustment: a survey", *The World Bank Research Observer*, Vol. 7, No 1, pp.95-114.
- Sheng, S., Zhou, K.Z. and Li, J.J., (2011), "The effects of business and political ties on firm performance: Evidence from China", *Journal of Marketing*, Vol. 75, No 1, pp.1-15.
- Smales, L.A., (2014), "Political uncertainty and financial market uncertainty in an Australian context", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 32, pp.415-435.
- Stein, L.C. and Stone, E., (2013), "The effect of uncertainty on investment, hiring, and R&D: Causal evidence from equity options.
- Sun, P., Mellahi, K. and Wright, M., 2012. The contingent value of corporate political ties. *Academy of Management Perspectives*, 26(3), pp.68-82.
- Vortelinos, D.I. and Saha, S. (2016), "The impact of political risk on return, volatility and discontinuity: Evidence from the international stock and foreign exchange markets", *Finance Research Letters*, Vol. 17, pp.222-226.
- Weede, E., (1996), "Political regime type and variation in economic growth rates" *Constitutional Political Economy*, Vol. 7, No 3, pp.167-176.
- Wolfers, J. and Zitzewitz, E., (2009), "Using markets to inform policy: The case of the Iraq war", *Economica*, Vol. 76, No 302, pp.225-250.
- Yang, S.Y. and Doong, S.C., (2004), "Price and volatility spillovers between stock prices and exchange rates: empirical evidence from the G-7 countries", *International Journal of Business and Economics*, Vol. 3, No 2, p.139.
- Zakaria, Z. and Shamsuddin, S., (2012), "Empirical evidence on the relationship between stock market volatility and macroeconomics volatility in Malaysia", *Journal of Business Studies Quarterly*, Vol. 4, No. 2, pp.61-71.

Διαδικτυακές Πηγές

EPU (2018), *Greece Categorical EPU*,

Διαθέσιμο: http://www.policyuncertainty.com/HKKS_Monthly.html [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

EPU (2018α), *EU Monthly Index*,

Διαθέσιμο: http://www.policyuncertainty.com/europe_monthly.html [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

EPU (2018β), *US Monthly Index*,

Διαθέσιμο: http://www.policyuncertainty.com/us_monthly.html [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

EPU (2018γ), *Japan Monthly Index*,

Διαθέσιμο: http://www.policyuncertainty.com/japan_monthly.html [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

EPU (2018δ), *China Monthly Index*,

Διαθέσιμο: http://www.policyuncertainty.com/china_monthly.html [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

Investing.com (2018), *ASE Composite Historical Data*,

Διαθέσιμο: <https://www.investing.com/indices/athens-general-composite> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

Investing.com (2018α), *NYSE Composite Historical Data*,

Διαθέσιμο: <https://www.investing.com/indices/nyse-composite-historical-data> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

Investing.com (2018β), *NIKKEI 225 Historical Data*,

Διαθέσιμο: <https://www.investing.com/indices/japan-ni225-historical-data> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

Investing.com (2018γ), *CSI 300 Historical Data*,

Διαθέσιμο: <https://www.investing.com/indices/csi300-historical-data> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

OECD (2018), *Short-term interest rates*,

Διαθέσιμο: <https://data.oecd.org/interest/short-term-interest-rates.htm#indicator-chart> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

Trading Economics, (2018), *Greece Inflation Rate*, Διαθέσιμο: <https://tradingeconomics.com/greece/inflation-cpi> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

Trading Economics, (2018α), *Euro Area Inflation Rate*, Διαθέσιμο: <https://tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

Trading Economics, (2018β), *United States Inflation Rate*, Διαθέσιμο: <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

Trading Economics, (2018γ), *Japan Inflation Rate*, Διαθέσιμο: <https://tradingeconomics.com/japan/inflation-cpi> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

Trading Economics, (2018δ), *China Inflation Rate*, Διαθέσιμο: <https://tradingeconomics.com/china/inflation-cpi> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

Trading Economics, (2018ε), *Greece GDP growth*, Διαθέσιμο: <https://tradingeconomics.com/greece/gdp-growth> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

Trading Economics, (2018ζ), *Euro Area GDP growth*, Διαθέσιμο: <https://tradingeconomics.com/euro-area/gdp-growth> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

Trading Economics, (2018η), *United States GDP growth*, Διαθέσιμο: <https://tradingeconomics.com/united-states/gdp-growth> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

Trading Economics, (2018θ), *Japan GDP growth*, Διαθέσιμο: <https://tradingeconomics.com/japan/gdp-growth> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

Trading Economics, (2018ι), *China GDP growth*, Διαθέσιμο: <https://tradingeconomics.com/china/gdp-growth> [πρόσβαση 25 Οκτ. 2018].

