



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

M.B.A. TOURISM MANAGEMENT

Διπλωματική Εργασία

**ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΣΤΙΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ**

ΓΡΗΓΟΡΙΟΣ ΘΩΜΑ ΤΟΥΛΙΑΣ

Επιβλέπων καθηγητής

Παναγιώτης Αρτίκης

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2016

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία εξετάζει το ζήτημα των συναλλαγματικών κινδύνων στο πλαίσιο του τουριστικού κλάδου και συγκεκριμένα των τουριστικών επενδύσεων. Η ανάλυση ξεκινάει με ορισμένα εισαγωγικά στοιχεία σχετικά με τον τουρισμό αλλά και τις διεθνείς τάσεις του και συνεχίζει με μία πιο λεπτομερή εξέταση του επενδυτικού τομέα στον εν λόγω κλάδο και ειδικά στον τομέα των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων (ΑΞΕ). Στη συνέχεια υπάρχει μία πιο λεπτομερής ανάλυση σχετικά με την ποσοτικοποίηση και σημασία του συναλλαγματικού κινδύνου και στο επόμενο μέρος εξετάζονται σε μεγάλη λεπτομέρεια τα βασικότερα από τα χρηματοοικονομικά εργαλεία σχετικά με την αντιστάθμιση κινδύνου γενικά και του συναλλαγματικού κινδύνου συγκεκριμένα με ορισμένα παραδείγματα για καλύτερη κατανόηση. Τέλος η έρευνα καταλήγει με τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την παρακάτω ανάλυση και προτείνονται και μερικά θέματα για μελλοντική έρευνα.

Θέλω να δώσω τις ειλικρινέστερες και θερμές μου ευχαριστίες στον κύριο Αρτίκη γιατί από την αρχή έως το τέλος ήταν ανά πάσα στιγμή έτοιμος να βοηθήσει με όλη την καλή του διάθεση.

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Κατηγορίες τουρισμού

Πίνακας 2: Κατηγορίες τουρισμού με βάση τους παράγοντες που τον επηρεάζουν

Πίνακας 3: Μορφές τουρισμού

Πίνακας 4: Αφίξεις τουριστών διεθνώς

Πίνακας 5: Εισπράξεις από τον τουρισμό διεθνώς

Πίνακας 6: Εισπράξεις από τον τουρισμό διεθνώς

Πίνακας 7: Επιδόσεις των ξενοδοχειακών μονάδων στην Ε.Ε

Πίνακας 8: Αποτελέσματα Ξενοδοχειακών Αλυσίδων σε ορισμένες χώρες στην Ευρώπη (2014)

Πίνακας 11: Αεροπορικές Αφίξεις Τουριστών από το εξωτερικό (Ιαν- Δεκ)

Πίνακας 12: Τουριστικές εισπράξεις

Πίνακας 14: Αφίξεις Αλλοδαπών στα Περιφερειακά Αεροδρόμια (% μεταβολή)

Πίνακας 14: Επιρροή του νομίσματος στις αποδόσεις (σε %)

Πίνακας 15: Σύγκριση των διαφόρων αντισταθμιστικών εργαλείων

Πίνακας 16: Σύγκριση προθεσμιακών συμβολαίων με μελλοντικές συμβάσεις

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

Σχήμα 1: Τάσεις Ελληνικού τουρισμού για την περίοδο 2014- 2015

Σχήμα 2: Τουριστικές αφίξεις στις Η.Π.Α.

Σχήμα 3: Επίδραση της επιχειρησιακής αντιστάθμισης στα οικονομικά μίας εταιρίας

Σχήμα 4: Χρήση δικαιώματος προαίρεσης για προστασία μελλοντικών ταμειακών ροών

Σχήμα 5: Ομοιότητα δικαιωμάτων προαίρεσης με μεγάλο κέρδος (deep in-the-money) με τα προθεσμιακά συμβόλαια

Σχήμα 6: Συνδυασμός προθεσμιακού συμβολαίου και δικαιώματος προαίρεσης (range forward)

Σχήμα 7: Συνδυασμός προθεσμιακού συμβολαίου και δικαιώματος προαίρεσης (participating forward)

Σχήμα 8: Συνδυαστικό δικαίωμα προαίρεσης (Deferred Premium Option)

Σχήμα 9: Γραφική απεικόνιση προθεσμιακού συμβολαίου

Σχήμα 10: Γραφική απεικόνιση τιμής μίας μελλοντικής σύμβασης (ή συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης)

Σχήμα 11: Συμφωνία ανταλλαγής μεταξύ εταιρία A και B

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	2
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ	3
ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΑΣΕΙΣ ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ	17
3.1 Γενικά χαρακτηριστικά τουρισμού.....	17
3.2 Μορφές και κατηγοριοποίηση τουρισμού	18
3.3 Τουριστικές τάσεις διεθνώς και στην Ελλάδα	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	23
4.1 Ξένες επενδύσεις στον Τουρισμό	23
4.2 Τάσεις στις τουριστικές ΑΞΕ.....	25
4.3 Κάθετη Ενσωμάτωση	25
4.4 Διάφορα είδη επενδυτών στον τουρισμό	26
4.5 Τρόπος λήψης τουριστικών επενδυτικών αποφάσεων	28
4.5 Επιπτώσεις πολιτικών και συναλλαγματικών διακυμάνσεων στον τουριστικό κλάδο.....	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΜΕΤΡΗΣΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ.....	34
5.1 Ορισμός και τύποι συναλλαγματικού κινδύνου	34
5.2 Μέτρηση του συναλλαγματικού κινδύνου	35
5.3 Υπολογισμός αξίας σε κίνδυνο και η μέθοδος VaR	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΚΑΙ ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	38
6.1 Βασικά εργαλεία για την αντιστάθμιση κινδύνων.....	38
6.2 Η ποσοτικοποίηση του κινδύνου συναλλάγματος σε έναν οργανισμό.....	46
6.3 Βέλτιστες πρακτικές για τη διαχείριση κινδύνων συναλλαγματικών ισορροπιών	51
6.4 Η μέθοδος του Natural Hedging.....	58
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ- ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ.....	61
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	63
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α'	69
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β'	87

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ορθή διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου αποτελεί σημαντικό κομμάτι κάθε εταιρίας η οποία έχει έκθεση στις διακυμάνσεις των ξένων συναλλαγμάτων, όπως αναφέρεται και στο έργο των Allayannis, Ihrig, και Weston (2001). Οι διάφορες στρατηγικές εξισορρόπησης του συναλλαγματικού κινδύνου συνεπάγονται και τη μείωση ή εξάλειψη του εν λόγω κινδύνου και απαιτούν κατανόηση τόσο του τρόπου μέσω του οποίου ο συναλλαγματικός κίνδυνος θα μπορούσε να επηρεάσει τις επιχειρηματικές δραστηριότητες, όσο και των εργαλείων και τεχνικών για την αντιμετώπιση των αποτελεσμάτων του συγκεκριμένου κινδύνου (Barton, Shenkir, και Walker, 2002). Η επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής εξισορρόπησης του εν λόγω κινδύνου είναι συχνά δύσκολη αφού απαιτεί τον υπολογισμό με σχετική ακρίβεια της έκθεσης της επιχείρησης σε αυτό τον κίνδυνο, αλλά και την επιλογή του μέρους αυτού του κινδύνου που θα χρειαστεί να αντισταθμιστεί. Η αρχή όμως, όπως αναφέρει και ο Παραϊοαννου (2001), της ανάγκης διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου ξεκίνησε μετά την κατάρρευση του συστήματος Bretton Woods και το τέλος του «χρυσού» κανόνα το 1973.

Εκ πρώτης όψης, μπορεί να φαίνεται ότι η ανάγκη για ορθή διαχείριση και εξισορρόπηση του συναλλαγματικού κινδύνου αφορά τις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον χρηματοοικονομικό κλάδο. Ουσιαστικά όμως μία τέτοια αντίληψη είναι λανθασμένη διότι παραβλέπει ότι πολλές επιχειρήσεις έχουν έκθεση στον εν λόγω κίνδυνο λόγω των δραστηριοτήτων τους σε παραπάνω από μία χώρες ή λόγω του γεγονότος ότι το προϊόν ή η υπηρεσία που προσφέρουν επηρεάζεται σημαντικά από τις διακυμάνσεις και άλλων νομισμάτων πέραν του δικού τους. Η διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου στα πλαίσια των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων γίνεται από το τμήμα που ασχολείται με τις χρηματικές ροές της εταιρίας (corporate treasury) και είναι ανεξάρτητη από τις βασικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Συν τοις άλλοις οι περισσότερες από αυτές τις επιχειρήσεις έχουν ακόμα και επιτροπές διαχείρισης κινδύνου που εποπτεύουν τις στρατηγικές που ακολουθούνται από το τμήμα του treasury σχετικά με την εξισορρόπησης του συναλλαγματικού κινδύνου, όπως αναφέρει ο Lam (2003).

Το γεγονός αυτό δείχνει και τη σπουδαιότητα που έχει το ζήτημα της ορθής διαχείρισης του κινδύνου για τις επιχειρήσεις, ανεξαρτήτως κλάδου. Αντιθέτως, οι

διεθνείς επενδυτές συχνά, αλλά όχι πάντα, διαχειρίζονται το συναλλαγματικό τους κίνδυνος ανεξάρτητα από τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις διότι η έκθεση τους σε αυτό τον κίνδυνο συσχετίζεται με τους κινδύνους των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων που μετατρέπονται σε ξένο νόμισμα και για αυτό το λόγο συχνά, σύμφωνα με τον Allen (2003), θεωρούν το νόμισμα ως αυτοτελές περιουσιακό στοιχείο.

Πέρα από τη σημασία του συναλλαγματικού κινδύνου για τις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις γενικά, αξίζει να αναφερθεί ότι ο εν λόγω κίνδυνος παίζει κομβικό ρόλο πολλές φορές στον τομέα του τουρισμού και των τουριστικών επενδύσεων. Ο κλάδος του τουρισμού αποτελεί μία σημαντική πηγή εσόδων για πολλές χώρες ειδικά αυτές τις Μεσογείου, όπως η Ισπανία, Πορτογαλία, Τουρκία αλλά και η Ελλάδα. Ειδικότερα για την Ελλάδα ο συγκεκριμένος τομέας έχει μεγάλη σημασία αφού η συνεισφορά του στο συνολικό ΑΕΠ (Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν) είναι μεγάλη και ξεπέρασε τα επίπεδα του 20% για το 2015 (IOBE, 2015).

Πέρα από τον τουρισμό στην Ελλάδα ή σε κάποια άλλη χώρα μεμονωμένα, αξίζει να αναφερθούν μερικά νούμερα σχετικά με τις τάσεις που επικρατούν σε διεθνές επίπεδο. Συγκεκριμένα, οι διεθνείς ροές τουριστών έχουν αυξηθεί ραγδαία τα τελευταία εξήντα χρόνια, με αποτέλεσμα ο τομέας του τουρισμού να είναι από τους πιο ταχύτερα αναπτυσσόμενους κλάδους παγκοσμίως. Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται και στο UNWTO (2014), οι αφίξεις τουριστών ξεκίνησαν από τα 25 εκατομμύρια τη δεκαετία του '50 και ξεπέρασαν τα 1 δις το 2013. Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μεγάλη αύξηση στις τουριστικές αφίξεις αφού μόνο το 2013 ο ρυθμός αύξησης τους ήταν 5%. Επιπροσθέτως, σύμφωνα με το UNWTO (2011), αναμένεται να φτάσουν τα επίπεδα των 1,8 δις μέχρι το 2030, με την Ευρώπη, την Ασία και τις περιοχές του Ειρηνικού να βγαίνουν πιο κερδισμένες από την εν λόγω αύξηση στις τουριστικές αφίξεις διεθνώς.

Όσο αφορά τις τουριστικές επενδύσεις αξίζει να σημειωθεί η σημασία των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων (Foreign Direct Investments- FDI). Τέτοιες επενδύσεις μπορούν να πραγματοποιηθούν με τη μορφή της εξαγοράς μετοχικού κεφαλαίου ή τη μορφή του leasing, των συμβολαίων διαχείρισης, μάρκετινγκ ή ακόμα και franchise. Στην πρώτη περίπτωση, της συμμετοχής/ εξαγοράς μετοχικού κεφαλαίου, αυτή μπορεί να λάβει τη μορφή της εξαγοράς ή συγχώνευσης (M&A) που συχνά χρησιμοποιείται στον τομέα των υπηρεσιών για να την εισοδο σε μία ξένη αγορά. Συν τοις άλλοις, υπάρχουν πολλές περιπτώσεις κοινοπραξιών για τις τουριστικές επενδύσεις όπως στην περίπτωση των επιχειρήσεων Alberta που ασχολείται κυρίως με την Άπω Ανατολή, το

Λονδίνο (Ηνωμένο Βασίλειο), το Μόναχο (Γερμανία) και το Μεξικό. Σε κάθε περίπτωση ανεξαρτήτως της μορφής που λαμβάνει η εκάστοτε τουριστική επένδυση, η έκθεση της στο συναλλαγματικό κίνδυνο και στις διακυμάνσεις των νομισμάτων διεθνώς είναι προφανής αφού επηρεάζονται είτε οι τουριστικές αφίξεις που επηρεάζουν με τη σειρά τους τα έσοδα και τα κέρδη που προκύπτουν από την τουριστική επένδυση είτε επηρεάζουν το ίδιο κόστος της επένδυσης εάν τα κεφάλαια είναι ξένα και όταν πρόκειται για FDI αφού μέσω της συναλλαγματικής μετατροπής η επένδυση γίνεται ακριβότερη ή φτηνότερη, ανάλογα με την περίπτωση.

Εφόσον λοιπόν αναφέρθηκαν ορισμένα από τα βασικά χαρακτηριστικά του ζητήματος της εξισορρόπησης του συναλλαγματικού κινδύνου τόσο γενικά για όλες τις επενδύσεις όσο και για τις τουριστικές, το επόμενο μέρος της παρούσας εργασίας ασχολείται με την έννοια του τουρισμού, των τουριστικών επενδύσεων και των τάσεων που επικρατούν τα τελευταία χρόνια στην κλάδο διεθνώς με μεγαλύτερη λεπτομέρεια. Στη συνέχεια εξετάζεται το ζήτημα του συναλλαγματικού κινδύνου και η σχέση του με τον τουρισμό και χαρακτηριστικά αναφέρονται ορισμένα συγκεκριμένα παραδείγματα όπως των Η.Π.Α. και της Τουρκίας. Το επόμενο κεφάλαιο αναλύει λεπτομερώς τα διάφορα εργαλεία που υπάρχουν και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την εξισορρόπηση του συναλλαγματικού κινδύνου. Στη συνέχεια, στο τέταρτο κεφάλαιο εξετάζεται η περίπτωση της επένδυσης σε ξενοδοχειακές μονάδες και πώς αυτές επηρεάζονται από τον υπό εξέταση κίνδυνο αλλά και πώς θα μπορούσαν να τον αντιμετωπίσουν και να τον διαχειριστούν καλύτερα. Τέλος η παρούσα εργασία καταλήγει με τα συμπεράσματα που προέκυψαν από τη συγκεκριμένη ανάλυση και με ορισμένες προτάσεις για μελλοντική έρευνα στο εν λόγω θέμα της εξισορρόπησης του συναλλαγματικού κινδύνου στις τουριστικές επενδύσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

Οι τέσσερις μεγάλοι καθοριστικοί παράγοντες των διεθνών τουριστικών ροών προσδιορίζονται από τη σχετική βιβλιογραφία:

- η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (REER)
- οι σχετικές τιμές μεταξύ προορισμού και προέλευσης
- το εισόδημα, κατά προσέγγιση του ΑΕΠ της χώρας προέλευσης
- το κόστος μεταφοράς (Cheng Ka Ming 2012, Dwyer et al. 2011, Zhang et al. 2009, Song and Li 2008, Zaki 2008, Patsouratis et al. 2005, Li 2005, Garin-Munoz 2000, Witt and Witt 1995, Crouch 1993).

Αυτές οι εμπειρικές μελέτες έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι μια υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας στον προορισμό προσελκύει τουριστικές εισροές ενώ μια ανατίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας στην αρχή μειώνει τον τουρισμό εκροές. Σύμφωνα με τους Agiomirgianakis 2014, Song and Li 2008, Garin-Munoz 2000, Patsouratis et al. 2005, Witt & Witt 1995, οι οποίοι ουσιαστικά υιοθέτησαν της άποψη του Artus 1970, οι ταξιδιώτες έχουν επίγνωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών και τις χρησιμοποιούν για να καλύψουν το κόστος διαμονής στο εξωτερικό. Μια αύξηση στο εισόδημα στη χώρα προέλευσης επηρεάζει θετικά την ικανότητα των ανθρώπων για ταξίδια στο εξωτερικό. Το κόστος ζωής σε έναν προορισμό σε σχέση με αυτό της χώρας προέλευσης, που δίνεται από τις σχετικές τιμές καταναλωτή μεταξύ χώρας προορισμού και προέλευσης, σχετίζονται αρνητικά με τις εισροές τουρισμού (Dwyer et al. 2010). Το κόστος μεταφοράς το οποίο αποτελεί μέρος του συνολικού κόστους του ταξιδιού σε έναν προορισμό, σχετίζεται επίσης αρνητικά με τουριστικές ροές. (Stabler et al. 2010).

Κατά την εξέταση της βιβλιογραφίας σχετικά με τις επιπτώσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις διεθνείς τουριστικές ροές, μπορεί κανείς να σημειώσει ότι μεγάλη έμφαση έχει δοθεί στις αλλαγές, στα σοκ ή στις διακυμάνσεις της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αρκετές μελέτες έχουν ρίξει λίγο φως σε αυτόν τον τομέα. Ο Patsouratis (2005) δείχνει ότι οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών μπορούν να αναγνωριστούν ως ο μοναδικός παράγοντας που καθορίζει τις τουριστικές ροές, όπως στην περίπτωση του Γερμανού τουρίστα που ταξιδεύει στην Ελλάδα. Οι προηγούμενες μελέτες σχετικά με τις επιδράσεις των διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις διεθνείς τουριστικές ροές συνοψίζονται από τον Crouch (1993). Λιγότερες μελέτες επικεντρώνονται στο ERV, όπως των Webber

(2001), Chang et al. (2009), Yap (2012) και Santana Gallego (2010). Σε μία ενδιαφέρουσα μελέτη, ο Webber (2001) παρουσιάζει το Estimated Recovery Value (ERV) ως έναν σημαντικό παράγοντα στην μακροχρόνια τουριστική ζήτηση, καθώς οι τουρίστες που αποφεύγουν το ρίσκο συχνά ακυρώνουν τις κρατήσεις, καθυστερούν ή αποφεύγουν προορισμούς όπου υπάρχει έντονη μεταβλητότητα των ισοτιμιών. Επιπλέον, το ERV μπορεί να παρουσιάσει την πολιτική αστάθεια ή κοινωνική αναταραχή στη χώρα προορισμού, αποτρέποντας τουρίστες από αυτόν τον προορισμό.

Ο Webber (2001) εξέτασε τουριστικές εκροές από την Αυστραλία και έδειξε ότι το ERV μπορεί να οδηγήσει τους τουρίστες να εγκαταλείψουν την ιδέα του ταξιδιού σε μια συγκεκριμένη χώρα σε 40% των περιπτώσεων. Οι Chiang et al. (2009) ξεκίνησαν μια περαιτέρω ανάλυση σχετικά με τις επιπτώσεις του ERV, δείχνοντας ότι πράγματι συνδέεται με τις διεθνείς τουριστικές εισροές στην Ταϊβάν. Ο Yap (2012), που ξεκίνησε από τα ευρήματα των Chiang et al. (2009), εξερεύνησε τα αποτελέσματα του ERV στην αύξηση της αβεβαιότητας των τουριστικών εισροών στην Αυστραλία, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι η μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας δημιουργεί δευτερογενείς συνέπειες για τις τουριστικές εισροές στην Αυστραλία, αν και αυτά τα αποτελέσματα μπορεί να διαφέρουν, ανάλογα με τη χώρα προέλευσης. Από την άλλη πλευρά, ο Santana Gallego (2010) καταλήγει στο συμπέρασμα ότι το μηδενικό ERV δηλαδή, ένα κοινό νόμισμα, έχει το μεγαλύτερο αντίκτυπο στον τουρισμό, υποστηρίζοντας ότι το ευρώ έχει αυξήσει τις τουριστικές ροές κατά 6,3%. Επιπλέον, οι Thompson και Thompson (2010) βρήκαν θετικά αποτελέσματα για την Ελλάδα λόγω του μηδενικού ERV. Τέλος, η βιβλιογραφία προσδιορίζει μικτά αποτελέσματα για την μεταβλητότητα στις εξαγωγές (όχι στις τουριστικές εξαγωγές) σε όλες τις χώρες και σε όλους τους τομείς (Fang et al. 2007, Serenis, Δ και Τσουνής, Ν. 2014).

Σύμφωνα με τον Webber (2001), οι επιδράσεις του ERV στις αφίξεις τουριστών σχετίζονται με το αν οι τουρίστες επιθυμούν ή αποφεύγουν τον κίνδυνο. Το ERV έχει αρνητικό αντίκτυπο στην απόφαση επιλογής για τους τουρίστες που αποφεύγουν το ρίσκο και ως εκ τούτου, προκαλεί μείωση στις αφίξεις, ενώ, έχει θετικό αντίκτυπο για τους τουρίστες που αναζητούν τον κίνδυνο, διότι θεωρείται ως μια ευκαιρία για την πραγματοποίηση μερικών κερδών και, ως εκ τούτου, οδηγεί σε υψηλότερη αφίξεις. Συνολικά, ωστόσο, υπολογίζεται ότι ο αριθμός των τουριστών που αποφεύγουν το ρίσκο είναι σημαντικά μεγαλύτερος από αυτόν που τον αναζητούν. Επιπλέον, δεδομένου ότι οι τουριστικές αφίξεις κυριαρχούνται από τον οργανωμένο τουρισμό, οι ταξιδιωτικοί πράκτορες προτιμούν να αλλάζουν τους προορισμούς για την αποφυγή

του ERV. Τέλος, το ERV προσδιορίζεται στην ανωτέρω βιβλιογραφία ως μακροπρόθεσμα ισχυρός παράγοντας για την τουριστική ζήτηση.

Περαιτέρω, η βιβλιογραφία αναγνωρίζει ότι η εισοδηματική ελαστικότητα είναι ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας για τουριστικές αφίξεις: όσο υψηλότερο το εισόδημα στη χώρα, τόσο περισσότεροι πολίτες ταξιδεύουν στο εξωτερικό. Ο τουρισμός αναμένεται να έχει εισοδηματική ελαστικότητα με τιμές μεγαλύτερες από ένα, δηλαδή, ο τουρισμός είναι ένα αγαθό πολυτελείας. Σύμφωνα με τους Lee et al (1996) η ελαστικότητα στο εισόδημα ανάμεσα στις τουριστικές αφίξεις κυμαίνονταν στο εύρος μεταξύ 0.333 και 14.3. Οι Witt και Martin (1987) υπολόγισαν την ελαστικότητα στην Ελλάδα στο ύψος του 6.35, και ο Trembley (1989) στο ύψος 11.35 για την Πορτογαλία. Η τιμή της ελαστικότητας εισοδήματος εξαρτάται από (i) το επίπεδο της οικονομικής ανάπτυξης των χωρών καταγωγής των τουριστών. Οι αναπτυσσόμενες χώρες έχουν βαθμολογία υψηλότερη μεγαλύτερη του ενός, ενώ οι αναπτυσσόμενες χώρες έχουν λιγότερο από ένα (ii) η κυκλική πορεία της οικονομικής ανάπτυξης μιας χώρας (iii) η μορφή του ταξιδιού, με τα ανεξάρτητα ταξίδια να έχουν χαμηλότερες τιμές ελαστικότητας εισοδήματος, ενώ τα τουριστικά πακέτα έχουν υψηλότερες. Στη συγκεκριμένη μελέτη αναμένεται να βρεθούν υψηλές τιμές ελαστικότητας καθώς περίπου το 80% των τουριστών που πηγαίνουν στην Τουρκία, προέρχονται από Δυτικές χώρες και επειδή ο τουρισμός στη Τουρκία κυριαρχείται από οργανωμένες εκδρομές. Επίσης, τα περισσότερα από τα χρόνια που περιλαμβάνονται στην ανάλυση δεν ήταν χρόνια ύφεσης.

Οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής για τον τουρισμό πρέπει να κατανοήσουν πώς αντιδρούν οι τουρίστες στις μεταβολές των τιμών πριν και κατά τη διάρκεια της παραμονής τους σε ένα προορισμό. Ωστόσο, είναι δύσκολο να αποκτηθούν οι ακριβείς τουριστικές τιμές. Ενώ ορισμένοι ερευνητές του τουρισμού συνιστούν την χρήση δεικτών τιμών καταναλωτή για τη μέτρηση των σχετικών τιμών μεταξύ χωρών προέλευσης και προορισμού, άλλοι πρότειναν τη χρήση των συναλλαγματικών ισοτιμιών ως υποκατάστατο για τις τουριστικές τιμές (Rossello, Aguiló και Riera, 2005, Wang, 2009). Μία πιθανή υπόθεση είναι ότι οι περισσότεροι τουρίστες έχουν κάποια επίγνωση των συναλλαγματικών ισοτιμιών και, ως εκ τούτου, μπορούν να λαμβάνουν αποφάσεις για τα ταξίδια τους, που βασίζονται στην κίνηση των νομισμάτων (Witt και Martin, 1987). Λόγω αυτής της υπόθεσης, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες έχουν γίνει ένας από τους καθοριστικούς παράγοντες που χρησιμοποιούνται για τη μοντελοποίηση της διεθνούς τουριστικής ζήτησης.

Παρ' όλα αυτά, λίγες είναι οι μελέτες για τις επιπτώσεις της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην τουριστική ζήτηση. Μέχρι στιγμής, μόνο δύο εμπειρικές έρευνες έχουν πραγματοποιηθεί. Στις αρχές της δεκαετίας του 2000, ο Webber (2001) ερεύνησε τις μακροπρόθεσμες επιπτώσεις της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην αυστραλιανή ζήτηση για τις ασιατικές χώρες. Ο συγγραφέας τόνισε ότι η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών επηρεάζει τον τουρισμό δεδομένου ότι οι δαπάνες στον προορισμό των διακοπών αρκετά ψηλές. Με βάση τις διαπιστώσεις του, οι διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών βρέθηκαν να είναι ένας σημαντικός καθοριστικός παράγοντας της μακροπρόθεσμης τουριστικής ζήτησης σε 50% από τις χώρες που μελετήθηκαν (Webber, 2001). Στη συνέχεια, οι Chang και McAleer (2009 και 2012) υιοθέτησαν διάφορα μοντέλα μεταβλητότητας για να εξετάσουν την ύπαρξη επίμονης μεταβλητότητας των διεθνών τουριστικών αφίξεων στην Ταϊβάν, καθώς και των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Ανακάλυψαν ότι η επίμονη μεταβλητότητα ήταν υψηλή και για τα δύο δεδομένα, ιδιαίτερα όταν συνέβη η παγκόσμια οικονομική κρίση. Με βάση τα αποτελέσματα, οι συγγραφείς υποστήριξαν ότι είναι σημαντικά για την εκτίμηση των δυναμικών επιπτώσεων των παγκόσμιων τιμών, για τις συναλλαγματικές ισοτιμίες και για τις αντίστοιχες μεταβλητότητες στις διεθνείς αφίξεις τουριστών στην Ταϊβάν.

Η πρόσφατη εμπειρική βιβλιογραφία σχετικά με τις διακυμάνσεις της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας για τις προηγμένες οικονομίες έχει επικεντρωθεί κυρίως σε τρεις προσεγγίσεις: την ανάλυση των πραγματικών συναλλαγματικών ισοτιμιών μεταβλητότητας, τον υπολογισμό των διαφόρων μέτρων του μεριδίου της διακύμανσης στην πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και την ανάλυση διακύμανσης αποσύνθεσης. Στο πλαίσιο αυτό, τα εμπειρικά δεδομένα από τα έγγραφα βάσει των δύο προηγούμενων προσεγγίσεων, δείχνουν ότι οι κινήσεις της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να εξηγηθούν από τη σχετική τιμή των εμπορεύσιμων αγαθών μεταξύ των χωρών (Engel 1993, Rogers and Jenkins 1995, Engel 1999, Engel και Rogers 2001). Αυτό το αποτέλεσμα παρέχει αποδεικτικά στοιχεία υπέρ των μοντέλων δύσκολα εναλλασσόμενων τιμών (Dornbusch 1976), όπου τα σοκ στην ονομαστική αξία εξηγούν τις διακυμάνσεις της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Ωστόσο, τα αποτελέσματα από τις εργασίες με βάση τη σχετική σημασία των πραγματικών και ονομαστικών σοκ, ανάλυση διακύμανσης αποσύνθεσης, δείχνουν ότι οι διακυμάνσεις των πραγματικών και ονομαστικών συναλλαγματικών ισοτιμιών οφείλονται κατά κύριο λόγο σε πραγματικά σοκ. Έτσι, τα πραγματικά σοκ κυριαρχούν

των απλών ονομαστικών σοκ και για τις δύο σειρές των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε μικρές και μεγάλες συχνότητες (Lastrapes 1992, Enders και Lee 1997). Αυτή η εμπειρική απόδειξη έχει συνέπειες για τα μοντέλα συναλλαγματικών ισοτιμιών: τα μοντέλα που είναι επικεντρωμένα στις ιδιότητες των τιμών είναι περισσότερο χρήσιμα (Balassa 1964, Samuelson 1964). Από την άλλη πλευρά, οι πρόσφατες εμπειρικές εργασίες έχουν επιχειρήσει να εξηγήσουν την έντονη ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας που παρατηρήθηκε σε μια σειρά υπό μετάβαση οικονομιών: μετά από μια απότομη αρχική υποτίμηση, οι πραγματικές συναλλαγματικές ισοτιμίες έχουν συνεχώς εκτιμηθεί κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου (Halpern και Wyplosz 1997, Begg et al. 1999). Μέρος αυτής της βιβλιογραφίας επικεντρώνεται στην εξέταση του φαινομένου Balassa-Samuelson στις οικονομίες αυτές (Halpern και Wyplosz 2001, Broeck και Slok 2001, Egert 2002). Οι εργασίες δείχνουν, σε γενικές γραμμές, ότι υπάρχουν σαφείς ενδείξεις υπέρ των συναλλαγματικών διακυμάνσεων που βασίζονται στη παραγωγικότητα που στις υπό ένταξη χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτά τα στοιχεία παρουσιάζουν ότι το πραγματικό σοκ θα μπορούσε να είναι η κύρια δύναμη που εξηγεί τις κινήσεις της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας.

Βεβαίως, άλλες μελέτες δείχνουν ότι η παρόμοια πορεία που ακολουθείται από την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία στις μεταβατικές οικονομίες αποτελεί έκπληξη, δεδομένων των διαφορών νομισματικών και πραγματικών σοκ σε διάφορες χώρες (Brada 1998, Desai 1998, Dibooglu και Kutan 2001). Οι πολύ διαφορετικές δημοσιονομικές και νομισματικές πολιτικές μεταξύ των υπό μετάβαση οικονομιών δείχνουν ότι τα νομισματικά σοκ κυριαρχούν σε σχέση με τα σοκ παραγωγικότητας τόσο στη συχνότητα και στην ένταξη. Το κεντρικό δίδαγμα από την βιβλιογραφία είναι ότι υπάρχουν μικτά εμπειρικά στοιχεία για την εξήγηση των πηγών των διακυμάνσεων της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας στις προηγμένες και στις μεταβατικές οικονομίες. Η εργασία αυτή προσπαθεί να ρίξει λίγο φως σε αυτό που θα μπορούσαμε να ονομάσουμε το παζλ της διακύμανσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Έχουμε αναλύσει τις πηγές των πραγματικών διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών για ένα σύνολο προηγμένων οικονομιών κατά την περίοδο 1973: 1-2000: 1, διακρίνοντας δύο υποπεριόδους, 1973: 1 - 1990: 12 και 1991: 1-2000: 1, και για ένα σύνολο επιλεγμένων οικονομιών μετάβασης της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, κατά τη διάρκεια της μεταβατικής περιόδου του 1991: 1 έως 2000: 1.1e ρυθμό

Η βιβλιογραφία που σχετίζεται με την αλληλεπίδραση μεταξύ της συναλλαγματικής ισοτιμίας, της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών, και των προσδοκιών

των συναλλαγματικών ισοτιμιών με τις ΑΞΕ (Άμεσες Ξένες Επενδύσεις) είναι ανάμεικτη Δεν υπάρχει σαφής δήλωση σχετικά με το πώς οι συναλλαγματικές ισοτιμίες επηρεάζουν τις ΑΞΕ. Υπάρχουν πολλά κανάλια μέσω των οποίων το επίπεδο της συναλλαγματικής ισοτιμίας επηρεάζει τις ΑΞΕ. Λαμβάνοντας υπόψη μια ατελή αγορά κεφαλαίων, η πραγματική συναλλαγματική υποτίμηση του νομίσματος της χώρας υποδοχής διεγείρει τις ΑΞΕ (Froot και Stein, 1991). Σε αυτήν την περίπτωση, αναμένουμε μια αρνητική σχέση της συναλλαγματικής ισοτιμίας και των άμεσων ξένων επενδύσεων. Η ισχυρή αρνητική επίδραση από την υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος υποδοχής αναφέρθηκε επίσης από τους Barrell και Pain (1998); Blonigen και Feenstra (1997); Blonigen (1997); Cushman (1985, 1988). Οι Froot και Stein (1991) ανέφεραν ότι η υποτίμηση του αμερικανικού νομίσματος, οδήγησε σε αύξηση των εξαγωγών των αμερικανικών επιχειρήσεων από ξένους, για την μετά το 1985, συνδέοντας την πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία και τον πλούτο του επενδυτή με τις ΑΞΕ. Τα αποτελέσματά τους δείχνουν ότι με την ατελή αγορά κεφαλαίων, η υποτίμηση του νομίσματος της χώρας υποδοχής αυξάνει τον σχετικό πλούτο των ξένων επιχειρήσεων, επιτρέποντας σε περισσότερους ξένους να επενδύσουν στις Ηνωμένες Πολιτείες. Αποδεικτικά στοιχεία για την επίδραση του πλούτου ως προς τις ΑΞΕ αναφέρθηκε επίσης από τους Klein και Rosengren (1994). Εν τω μεταξύ, ο Blonigen (1997) μελέτησε τις ιαπωνικές ΑΞΕ στις Ηνωμένες Πολιτείες χρησιμοποιώντας δεδομένα πάνελ. Τα ευρήματά του συνάδουν με τα ευρήματα των Froot και Stein (1991). Η κύρια παραδοχή της μελέτης του ήταν ότι οι επιχειρήσεις παράγουν και πωλούν μόνο στην εγχώρια αγορά τους.

Οι Guo και Trividi (2002) επανεξέτασαν τις ιαπωνικές ΑΞΕ στις Ηνωμένες Πολιτείες και τα ευρήματά του επιβεβαιώνουν εκείνα του Blonigen (1997). Ο Cushman (1985, 1988) προώθησε ένα θεωρητικό μοντέλο που βασίζεται στις στα κεφάλαια των ξενιστών που χρησιμοποιούνται για διαδικασίες παραγωγής και διαπίστωσε ότι μια υποτίμηση του νομίσματος του ξενιστή οδηγεί σε αυξημένες ροές ΑΞΕ. Αυτό βρίσκεται στην ίδια γραμμή με τους Froot και Stein. Πρόσφατα, οι Buch και Kleinert (2008) εξέτασαν την κεφαλαιαγορά (Froot και Stein, 1991) και τις καλές υποθέσεις της αγοράς (Blonigen, 1997). Βρήκαν μια θετική σχέση μεταξύ των ΑΞΕ και της ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος. Περαιτέρω, ανέφεραν μια ασθενέστερη σχέση μεταξύ της ανατίμησης του εγχώριου νομίσματος και των άμεσων ξένων επενδύσεων για τις χώρες με εξαγωγικό προσανατολισμό. Μελέτες όπως των Barrell και Pain διαπίστωσαν ότι μια υποτίμηση των νομισμάτων των χωρών υποδοχής αυξάνουν τις ροές των ΑΞΕ. Μερικές από τις μελέτες (Campa, 1993, Schmidt και Broll, 2009, Steeven, 1998,

Waldkirch, 2003) προσδίδουν αξιοπιστία στην αντίληψη ότι μια πραγματική ανατίμηση του νομίσματος μιας χώρας υποδοχής προσελκύει άμεσες ξένες επενδύσεις. Σε ένα τέτοιο σενάριο, μπορούμε να αναμένουμε μια θετική σχέση μεταξύ των ΑΞΕ και της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ο Waldkirch (2003) μελέτησε τις ροές άμεσων ξένων επενδύσεων στο Μεξικό για την περίοδο 1980-1998 και ανέφερε ότι μια ανατίμηση του νομίσματος υποδοχής αυξάνει τις ροές ΑΞΕ. Ωστόσο, οι Amuedo-Dorantes και Pozo (2001) δεν παρατήρησαν κάποια στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του επιπέδου της συναλλαγματικής ισοτιμίας και των ροών ΑΞΕ προς το εσωτερικό των ΗΠΑ. Ο Campa (1993) προτείνει ότι η ροή κεφαλαίων αυξάνει την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων στη χώρα υποδοχής και υπό τέτοιες συνθήκες, θα ήταν λογικό να υποθέσουμε ότι το νόμισμα μιας χώρας υποδοχής θα εκτιμηθεί.

Οι Gorg and Wakelin (2002) μελέτησαν την επίδραση της επίπεδης συναλλαγματικής ισοτιμίας, της μεταβλητότητας της ανταλλαγής, και των προσδοκιών των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις εξωτερικές ροές ΑΞΕ των ΗΠΑ προς τις ανεπτυγμένες χώρες, καθώς και εισροές ΑΞΕ στις Η.Π.Α. από τις ίδιες τις ανεπτυγμένες χώρες για την περίοδο 1983 έως 1995. Πρότειναν ότι οι προσδοκίες μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών και η συναλλαγματική ισοτιμία είναι στενά συνδεδεμένες, όπως προτείνει και ο Campa (1993). Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν ότι υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ των εξερχόμενων ΑΞΕ από τις Η.Π.Α. και της ανατίμηση των νομισμάτων των χωρών υποδοχής, αλλά και μια αρνητική σχέση μεταξύ των νομισμάτων των χωρών υποδοχής και των εισροών ΑΞΕ στις Ηνωμένες Πολιτείες. Δεν υπάρχει καμία απόδειξη που να αποδεικνύει την επίδραση της μεταβλητότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας και των προσδοκιών της συναλλαγματικής ισοτιμίας για τις ΑΞΕ προς τα έξω ή προς τα μέσα. Ωστόσο, οι Schmidt και Broll (2009) διαπίστωσαν ότι οι προσδοκίες της συναλλαγματικής ισοτιμίας του νομίσματος υποδοχής μειώνουν Η.Π.Α. εξερχόμενες ΑΞΕ, ενώ η ανατίμηση του νομίσματος υποδοχής βρέθηκε να σχετίζεται θετικά με τις ροές ΑΞΕ.

Οι Crowley και Lee (2003) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των ξένων επενδύσεων μεταξύ των Ηνωμένων Πολιτειών και 17 άλλων χωρών του ΟΟΣΑ κατά την περίοδο 1980-1998 στο πλαίσιο ενός καθεστώτος ευέλικτων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Η μελέτη αυτή ανέφερε ασθενή επίδραση της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις ΑΞΕ. Η σχέση αυτή διαφέρει από χώρα σε χώρα λόγω των διαφορετικών νομισματικών εκτιμήσεων. Οι χώρες με σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία βρέθηκαν να πλήττονται το λιγότερο από την αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Τονίστηκε, επίσης, ότι η

σχέση μεταξύ της συναλλαγματικής ισοτιμίας και των άμεσων ξένων επενδύσεων είναι αδύναμη, αν η αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι μικρή, κάτι που λειτουργεί και αντιστρόφως. Ο Cushman (1985) περιέλαβε τον κίνδυνο πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας και τις προσδοκίες για τις ΑΞΕ και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η αύξηση των μελλοντικών αλλαγών μειώνει τις εξαγωγές, αλλά αυξάνει τις ΑΞΕ που αναζητούν αγορά. Αυτό ισχύει για όσο διάστημα η παραγωγή των επιχειρήσεων ξένων θυγατρικών δεν εξάγεται προς τη χώρα τους. Ο Cushman (1988) βρήκε παρόμοια αποτελέσματα μεταξύ της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των ΑΞΕ προς το εσωτερικό των ΗΠΑ. Οι Goldberg και Kolstad (1995) βρήκαν ότι η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών αυξάνει τις ΑΞΕ των ΗΠΑ προς στο εξωτερικό.

Πρόσφατα ευρήματα του Russ (2007) συμφωνούν με αυτά των Goldberg και Kolstad (1995). Η βιβλιογραφία δείχνει μια μικτή σχέση μεταξύ άμεσων ξένων επενδύσεων, συναλλαγματικών ισοτιμιών, μεταβλητότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας και της ισοτιμίας των προσδοκιών. Η σχέση διαφέρει από χώρα σε χώρα, καθώς και με το χρονικό διάστημα της ανάλυσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΑΙ ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΑΣΕΙΣ ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ

3.1 Γενικά χαρακτηριστικά τουρισμού

Με την έννοια τουρισμός νοείται το σύνολο των δραστηριοτήτων των ατόμων σχετικά με τη γνωριμία της ιστορίας, του πολιτισμού και του φυσικού περιβάλλοντος ενός τόπου. Βασικό σημείο της λειτουργίας κάθε είδους τουρισμού και ανεξαρτήτως χώρας και χρόνου είναι ο προσανατολισμός στις ανάγκες του καταναλωτή μέσω της προσφοράς ανάλογων υπηρεσιών που τις ικανοποιούν. Ο τουρισμός τα τελευταία 40 χρόνια απέκτησε μεγάλη σημασία στην Ευρώπη αφού αποτελεί πλέον μία σημαντική πηγή εσόδων για τα κράτη και τις κυβερνήσεις, πηγή η οποία όμως επηρεάζεται ιδιαίτερα από την πολιτική κατάσταση τόσο στις χώρες προορισμού όσο και στις χώρες προέλευσης.

Πέρα από την πολιτική κατάσταση σε μία χώρα όπως αυτή εκφράζεται μέσα από την πολιτική σταθερότητα, το δημοκρατικό καθεστώς και την ύπαρξη ή μη πολέμων είτε στη χώρα προέλευσης είτε στη χώρα προορισμού, μεγάλη σημασία έχει και το συνολικό εργασιακό θεσμικό πλαίσιο που επικρατεί στις χώρες προέλευσης των τουριστών. Συγκεκριμένα, για να μπορούν τα άτομα να πραγματοποιούν διακοπές και τουριστικές δραστηριότητες είναι αναγκαίο να έχουν κοινωνικά δικαιώματα όπως το θωρο, οι πληρωμένες διακοπές κ.α. Επομένως μπορεί να γίνει κατανοητό ότι το κράτος μέσα από διάφορες λειτουργίες και παρεμβάσεις του παίζει σημαντικό ρόλο στις τουριστικές ροές. Ο τουρισμός όμως πέρα από τα οφέλη που έχει σε οικονομικό επίπεδο ή απαιτήσεις σε εργασιακά δικαιώματα, συνεισφέρει σημαντικά και στην αλληλοκατανόηση των λαών και στη γνωριμία των διάφορων πολιτισμών μεταξύ τους. Στην Ευρώπη ειδικότερα, η αλληλοκατανόηση και ο αλληλοσεβασμός μεταξύ των ανθρώπων από διαφορετικούς πολιτισμούς αποτελεί αναγκαίο στοιχείο τόσο στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.) όσο και γενικότερα για την καλύτερη ειρηνική συνύπαρξη των Ευρωπαϊκών λαών. Οι τουριστικές τάσεις όμως δεν είναι φυσικά ίδιες για όλους τους λαούς ακόμα και στα πλαίσια της Ε.Ε. Συγκεκριμένα, οι κάτοικοι των οικονομικά ανεπτυγμένων χωρών της βόρειας και κεντρικής Ευρώπης έχουν μεγαλύτερη συμμετοχή στις τουριστικές ροές και στις χώρες και περιοχές που επισκέπτονται μένουν περισσότερο από μία μέρα.

Ιστορικά η έννοια τουρισμού έχει αναδειχθεί μαζικό φαινόμενο διεθνώς τα τελευταία πενήντα χρόνια ενώ στην Ελλάδα το τουριστικό προϊόν υπήρχε ήδη από την αρχαιότητα αλλά η οργανωμένη του εκμετάλλευση ξεκίνησε από το 1920 και ύστερα. Λόγω της μεγάλης επιτυχίας του εν λόγω τομέα το κράτος προβαίνει σε παρεμβάσεις για την ακόμα καλύτερη απόδοση του, ειδικά από την περίοδο του Β' Παγκοσμίου Πολέμου και ύστερα. Τα τελευταία χρόνια η τάση των τουριστικών ροών προς την Ελλάδα είναι ιδιαίτερα αυξητικές με τον Παγκόσμιο Οργανισμό Τουρισμού να αναφέρει ότι η Ελλάδα είχε 12,5 εκατομμύρια επισκέπτες το 2009 και πάνω από 25 εκατομμύρια που απέδωσαν περί τα 14,5 δις Ευρώ το 2015. Παρόλο που οι εν λόγω τάσεις φαίνονται ιδιαίτερα θετικές, εν τούτοις χρειάζεται να σημειωθεί ότι είναι πολύ ευάλωτες στους διάφορους πολιτικούς παράγοντες και στις διάφορες πολιτικές καταστάσεις. Σε κάθε περίπτωση όμως, πέρα από τις όποιες πολιτικές καταστάσεις ή προβλήματα υπάρχουν, μεγάλη σημασία στην ανταγωνιστικότητα του τουριστικού προϊόντος παίζουν και οι επενδύσεις στις τουριστικές υποδομές.

3.2 Μορφές και κατηγοριοποίηση τουρισμού

Πέρα από τα γενικά χαρακτηριστικά του τουρισμού, σε αυτό το σημείο χρειάζεται να υπάρξει η κατηγοριοποίηση των ειδών του τουρισμού. Παρόλο που η ταξινόμηση του μπορεί να γίνει με διάφορα κριτήρια, εν τούτοις στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας χρησιμοποιείται η ταξινόμηση με βάση το έργο του Λαγού (2005) και του Ηγουμενάκη (1997). Συγκεκριμένα τα είδη του τουρισμού παρουσιάζονται στον πίνακα 1 του παραρτήματος.

Επιπροσθέτως, πέρα από την ανωτέρω κατηγοριοποίηση, ο Ηγουμενάκης (1997) αναφέρει ότι ο τουρισμός μπορεί να διαχωριστεί με βάση τους παράγοντες που τον επηρεάζουν. Συνεπώς ο τουρισμός μπορεί να χωριστεί σε κατηγορίες όπως παρουσιάζονται στον πίνακα 2 του παραρτήματος.

Εφόσον λοιπόν έγινε μία σύντομη αναφορά σε δύο διαφορετικές κατηγοριοποιήσεις της έννοιας του τουρισμού, χρειάζεται να αναφερθούν εν συντομία και οι μορφές που παίρνει ο τουρισμός ανεξαρτήτως της κατηγορίας στην οποία ανήκει. Συγκεκριμένα στον πίνακα 3 του παραρτήματος φαίνονται οι διάφορες μορφές τουρισμού και οι αντίστοιχες σύντομες περιγραφές τους.

3.3 Τουριστικές τάσεις διεθνώς και στην Ελλάδα

Πέρα από τα γενικά χαρακτηριστικά και τις διάφορες μορφές που μπορεί να πάρει ο τουρισμός, μεγάλης σημασίας είναι τα πρακτικά στοιχεία, με την έννοια των ποσοτικών τάσεων που αυτός παρουσιάζει, σύμφωνα πάντα με τις διάφορες έρευνες διεθνώς.

Συγκεκριμένα, ο Παγκόσμιος Οργανισμός Τουρισμού (ΠΟΤ) αναφέρει στην έκθεση του σχετικά με το έτος 2015 ότι οι αφίξεις διεθνώς αυξήθηκαν και ξεπέρασαν τις προβλέψεις. Χαρακτηριστικά όπως φαίνεται και στον πίνακα 4 του παραρτήματος, το 2015 οι αφίξεις τουριστών σε διεθνές επίπεδο αυξήθηκαν λίγο περισσότερο από 4% σε σύγκριση με το έτος 2014 ενώ για το έτος 2016 οι εκτιμήσεις αναφέρουν ότι θα αυξηθεί κατά 3,5% με 4,5%.

Όπως φαίνεται από τον πίνακα 4, η Ευρώπη υπήρξε από τους κερδισμένους σχετικά με τις τουριστικές αφίξεις αφού ουσιαστικά αυξήθηκαν κατά 5% και λόγω του υποτιμημένου έναντι του δολαρίου ευρώ. Εάν εξεταστούν τα αποτελέσματα της Ευρώπης λεπτομερώς, φαίνεται ότι υπήρξε αύξηση ακόμα και τις χώρες της Ανατολικής Ευρώπης παρά το γεγονός ότι το 2014 είχαν παρουσιάσει αρνητικά αποτελέσματα στον εν λόγω τομέα των αφίξεων. Η Νότια Ευρώπη είχε το ίδιο ποσοστό αύξησης με το μέσο όρο της Ευρώπης (5%) ενώ η Δυτική Ευρώπη είχε το χαμηλότερο ρυθμό αύξησης (4%). Τόσο οι αφίξεις στην Αμερική όσο και στην Ωκεανία και γενικά στην Ασία/ Ειρηνικό υπήρξε σημαντική αύξηση, γεγονός που δείχνει την παγίωση των θετικών αποτελεσμάτων του 2014. Στον αντίποδα όμως, τα στοιχεία για την Αφρική δείχνουν μείωση των αφίξεων κυρίως λόγω της σημαντικής πτώσης των αφίξεων της Νότιας Αφρικής. Η εν λόγω όμως μείωση δεν πρέπει να λαμβάνεται σημαντικά υπόψη διότι τα δεδομένα για την Αφρική είναι περιορισμένα και επομένως τυχόν συμπεράσματα θα ήταν παρακινδυνευμένα. Ακόμα πιο συγκεκριμένα, εάν εξεταστεί η κατάταξη των χωρών με βάση τις αφίξεις σε αυτές τότε πρώτη είναι η Γαλλία και ακολουθούν οι ΗΠΑ και η Ισπανία ενώ η Ελλάδα είναι στην 15η από 16η (2013) θέση παγκοσμίως.

Το επόμενο ποσοτικό στοιχείο σχετικά με τις διεθνείς τουριστικές τάσεις που χρειάζεται να εξεταστεί είναι οι εισπράξεις από τον τουρισμό. Τα ακριβή νούμερα όπως αυτά παρουσιάστηκαν από τον ΠΟΤ τον Ιανουάριο του 2016 παρουσιάζονται στον πίνακα 5 του παραρτήματος.

Όπως μπορεί να παρατηρηθεί, τα διαθέσιμα στοιχεία φτάνουν μέχρι και το 2014 λόγω καθυστέρησης στη δημοσίευση από τον ΠΟΤ αλλά αρκούν σε αυτή τη φάση και στο πλαίσιο της παρούσας έρευνας για να κατανοηθούν οι διεθνείς τουριστικές τάσεις

σχετικά με τις εισπράξεις από τον τουρισμό. Έτσι λοιπόν, οι συνολικές εισπράξεις παρουσίασαν αύξηση της τάξης του 4% σε σχέση με το 2013, γεγονός που συμβαδίζει με τα στοιχεία που παρουσιάστηκαν για τις αφίξεις διεθνώς. Η σημασία του τουρισμού και των τάσεων που αυτός παρουσιάζει εξετάζεται λεπτομερώς διότι ο εν λόγω τομέας αντιπροσωπεύει το 30% πλέον των εξαγωγών παγκοσμίως και το 6% στο σύνολο των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών διεθνώς. Επομένως γίνεται κατανοητό ότι η διερεύνηση του ζητήματος με ποσοτικά μεγέθη είναι αναγκαία λόγω ακριβώς και της σημασίας που αυτός ο τομέας έχει στην παγκόσμια οικονομία. Αναφορικά με την κατάταξη των χωρών με βάση τις εισπράξεις, η σειρά αλλάζει και οι ΗΠΑ είναι πρώτες ενώ η Ισπανία είναι δεύτερη και η Γαλλία πέφτει στην τρίτη θέση. Η Ελλάδα και το 2013 όσο και το 2014 βρισκόταν στην 19η θέση πράγμα που δείχνει ότι παρά την κρίση, την εσωτερική υποτίμηση, έως ένα βαθμό, και την αύξηση των αφίξεων, η χώρα δεν μπόρεσε να βελτιώσει τη θέση της στον τομέα των τουριστικών εισπράξεων.

Εφόσον παρουσιάστηκαν συνοπτικά ορισμένα παρελθοντικά στοιχεία, χρειάζεται να γίνει αναφορά τις προβλέψεις του ΠΟΤ για την παρούσα χρονιά (2016) τόσο διεθνώς όσο και για την Ελλάδα. Παρακάτω, ο πίνακας 6 του παραρτήματος παρουσιάζει τα σχετικά στοιχεία.

Με βάση τα ανωτέρω στοιχεία, ο ΠΟΤ εκτιμάει ότι θα υπάρξει αυξητική τάση για τον τουρισμό και το 2016 και, όπως έχει ήδη αναφερθεί, με ρυθμό της τάξεως 3,5% με 4,5%. Η εν λόγω εκτίμηση των ειδικών βασίζεται σε διάφορους παράγοντες όπως η διατήρηση των τιμών του πετρελαίου σε χαμηλά επίπεδα, η διατήρηση ανατιμητικής τάσης του δολαρίου αλλά και η οικονομική βελτίωση σε ορισμένες χώρες που αποτελούν πηγές τουριστών διεθνώς.

Όσο αφορά την Ελλάδα, εκτιμάται ότι θα διατηρηθεί η αυξητική τάση του τουρισμού της από το εξωτερικό και το 2016 όπως δείχνει η εικόνα των πρώτων στοιχείων για το καλοκαίρι αλλά και των προκρατήσεων που είχαν παρουσιαστεί στην Έκθεση ITB του Βερολίνου. Χρειάζεται όμως να αναφερθεί ότι η συγκεκριμένη αύξηση, δεν θα παρουσιάζει ομοιομορφία στους κατά τόπους προορισμούς, διότι υπάρχει το έντονο πρόβλημα του προσφυγικού στα νησιά του Ανατολικού Αιγαίου. Επομένως, παρόλο που στο σύνολο της η Ελλάδα θα παρουσιάσει αύξηση των αφίξεων, αρκετές περιοχές της όπως τα νησιά του Ανατολικού Αιγαίου πιθανότατα να παρουσιάσουν ακόμα και μείωση των τουριστικών ροών. Συνολικά το νούμερο των αφίξεων φαίνεται ότι θα ξεπεράσει τα 25 εκατομμύρια για το 2016 αν και είναι επιτακτικό να τονιστεί ότι ήδη

από το 2015 υπήρξε σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης τόσο των αφίξεων αλλά και των εισπράξεων.

Παρόλο που τα συνολικά στοιχεία για τις αφίξεις και τις τουριστικές εισπράξεις είναι ιδιαίτερα σημαντικά, εν τούτοις, αξίζει να γίνει μία σύντομη αναφορά στον τομέα των ξενοδοχείων που αποτελούν σημαντικό, αν όχι το σημαντικότερο, κομμάτι των τουριστικών επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, οι επιδόσεις των ξενοδοχειακών μονάδων σε Ευρωπαϊκό επίπεδο παρουσιάζονται στους πίνακες 7 μέχρι 9 του παραρτήματος.

Όπως φαίνεται από τους παραπάνω πίνακες, τα έσοδα των ξενοδοχειακών μονάδων το πρώτο εξάμηνο του 2015 ήταν στα ίδια επίπεδα με το έτος 2014. Παράλληλα, το RevPAR στα ξενοδοχεία χαμηλού κόστους συνεχίζει να επηρεάζεται από τις μειωμένες πληρότητες. Στις υπόλοιπες κατηγορίες ξενοδοχείων, η πληρότητα αυξάνεται με συνέπεια τη θετική επίδραση στις τιμές, ιδιαίτερα των πολυτελών ξενοδοχείων. Συν τοις άλλοις, το 2013 τα έσοδα είχαν μεγάλες διακυμάνσεις, αλλά στο τέλος η χρονιά έκλεισε με θετικό πρόσημο και επίσης τόσο το 2014 όσο και το 2015 δεν χάθηκε η δυναμική του κλάδου με τα ξενοδοχεία να καταγράφουν αύξηση κυμαινόμενη επίπεδα του 5%.

Όσο αφορά την Ελλάδα, οι πίνακες 10 μέχρι 12 του παραρτήματος αποτυπώνουν συνοπτικά τις τάσεις των τελευταίων ετών στον τομέα των αφίξεων, διανυκτερεύσεων και εισπράξεων.

Σύμφωνα με τα εν λόγω στοιχεία των περιφερειακών αεροδρομίων, οι αεροπορικές αφίξεις τουριστών από το εξωτερικό το 2015 αυξήθηκαν κατά 5,7%, σε σύγκριση με την αύξηση 15,2% του 2014. Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφερθεί ότι οι υψηλότερες αυξήσεις καταγράφηκαν στο αεροδρόμιο της Αθήνας (22,5%) και στις Κυκλάδες (15,1%) ενώ στη συνέχεια είναι το Βόρειο Αιγαίο (6,5%), τα Ιόνια Νησιά (3,6%) και οριακά η Βόρεια Ελλάδα με 0,5%. Στον αντίποδα, οι αφίξεις στις υπόλοιπες περιφέρειες της χώρας κατέγραψαν μειωμένα ποσοστά το 2015 σε σχέση με το 2014 αφού οι αφίξεις ξένων τουριστών στα Δωδεκάνησα (-2,2%) και στην Κρήτη (-0,7%) μειώθηκαν. Τη μεγαλύτερη μείωση παρουσίασε η Πελοπόννησος και κυρίως στο αεροδρόμιο της στην Καλαμάτα και για αυτό το λόγο επιπρόσθετα, το 2015 οι αφίξεις ξένων στα κυριότερα αεροδρόμια της Πελοποννήσου μειώθηκαν κατά 12,4% συγκριτικά με την προηγούμενη χρονιά. Στο αεροδρόμιο της Καλαμάτας συγκεκριμένα, η πτώση ήταν μεγαλύτερη του 20%, παρόλο που τόσο το 2013 όσο και το 2014 υπήρξαν εξαιρετικά για τις αφίξεις στο εν λόγω αεροδρόμιο.

Όσο αφορά τις τουριστικές εισπράξεις, αυτές για λόγους αναψυχής αυξήθηκαν το 2015 κατά 5,2%, ποσοστό περίπου ίσο με τη συνολική αύξηση των ταξιδιωτικών εισπράξεων της Ελλάδας. Σε αντίθεση με την εν λόγω αύξηση, οι εισπράξεις για λόγους σπουδών είχαν πτωτική τάση κατά 5,5% για την ίδια περίοδο. Συν τοις άλλοις, παρόλο που οι ταξιδιωτικές εισπράξεις από τα επαγγελματικά ταξίδια ανέκαψαν το 2014 σε σύγκριση με το 2013, το 2015-14 η αύξηση αυτή έμεινε μόνο στα επίπεδα του 0,7%. Σχετικά με τις μεταβολές και τάσεις των ταξιδιωτικών αφίξεων ανά λόγο ταξιδιού κατά την περίοδο 2008-2015, μόνο οι εισπράξεις για λόγους αναψυχής είχαν θετική πορεία (+28%), ενώ οι εισπράξεις για όλους τους άλλους λόγους μειώθηκαν. Τέλος, αξίζει να τονιστεί ότι η μεγαλύτερη μείωση παρουσιάστηκε στις εισπράξεις για λόγους σπουδών (-37,3%) και στις εισπράξεις για λόγους υγείας (-26%) ενώ οι εισπράξεις για επαγγελματικούς λόγους μειώθηκαν κατά 13,5% όπως φαίνεται και από τους προαναφερθέντες πίνακες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

4.1 Ξένες επενδύσεις στον Τουρισμό

Οι απόλυτες αξίες του τουρισμού σχετικά με τις μετοχές των Άμεσων Ξένων Επενδύσεων (ΑΞΕ) παραμένουν χαμηλές. Ωστόσο, το πραγματικό εύρος των δραστηριοτήτων των πολυεθνικών εταιρειών μπορεί να υποτιμάται, εν μέρει διότι πολλές χώρες στερούνται τα απαραίτητα στοιχεία σχετικά με τις ΑΞΕ στον τουρισμό, και εν μέρει επειδή μεγάλο μέρος τις πολυεθνικής δραστηριότητας στον τουρισμό λαμβάνει χώρα μέσω μη μετοχικών μεθόδων. Πέρα από τις μετοχικές αγορές, όλες οι άλλες συναλλαγές και δραστηριότητες δεν εμφανίζονται στα στατιστικά για τις ΑΞΕ, παρότι ενδέχεται να έχουν τα παρόμοια αποτελέσματα με εκείνες που γίνονται επισήμως, όπως ο διαχειριστικός έλεγχος, η τεχνολογία, η μεταβίβαση γνώσεων και η πρόσβαση στις αγορές. Οι μετοχικές επενδύσεις μπορούν να έχουν ως στόχο είτε την αγορά μετοχών κάποιας ξένης εταιρείας (ΑΞΕ) είτε μία μικρότερου τύπου επένδυση χωρίς ιδιαίτερες προσδοκίες (επένδυση χαρτοφυλακίου). Κοινοπραξία ονομάζεται επιχειρηματική οντότητα που σχηματίζεται από δύο ή περισσότερα πρόσωπα, με στόχο την ανάπτυξη επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Μη μετοχικές μορφές επενδύσεων αποτελούν συμφωνίες μισθώσεων, τα συμβόλαια διαχείρισης, οι συμβάσεις franchise, οι εμπορικές συμφωνίες.

Στον τομέα υπηρεσιών, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές (Σ&Ε) συχνά χρησιμοποιούνται για την είσοδο σε μία ξένη αγορά. Μία εξήγηση ως προς αυτό είναι ότι είναι γρηγορότερο και πιο αποδοτικό να αγοράσει κανείς ένα ήδη υπάρχον δίκτυο διακίνησης ή ένα εμπορικό σήμα, παρά να ξεκινήσει μία επιχείρηση «από το μηδέν». Οι Σ&Ε στον τομέα του τουρισμού συνήθως συμβαίνουν με συμφωνίες ξενοδοχείων στις ανεπτυγμένες χώρες, ενώ οι επενδύσεις σε αναξιοποίητες ζώνες είναι συχνότερες κατά την ανάπτυξη θέρετρων.

Οι κοινοπραξίες με τοπικούς παράγοντες χρησιμοποιούνται συχνά κατά την ίδρυση νέων τουριστικών εγκαταστάσεων και κατά την παροχή υπηρεσιών. Μέσω μίας τέτοιας διευθέτησης, οι πολυεθνικές εταιρείες μπορούν να εκμεταλλευτούν την γνώση και τα δίκτυα των συνεργατών τους στην χώρα υποδοχής.

Ανάμεσα στις μη μετοχικές μορφές επενδύσεων, οι συμβάσεις διαχείρισης διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο για τις ΑΞΕ, καθώς επιτρέπει στις πολυεθνικές να ελέγχουν τις τοπικές επιχειρήσεις. Αντιστρόφως, ο έλεγχος μειώνεται με τις συμβάσεις

franchise. Η διαδικασία του franchising χρησιμοποιείται συνήθως στα ξενοδοχεία, στα catering, στις ταξιδιωτικές υπηρεσίες, στις επιχειρήσεις ξενάγησης και στα ενοικιαστήρια αυτοκινήτων. Ο δικαιοπάροχος προσφέρει την μάρκα, τα υλικά για την προώθηση αγαθών και την επιχειρηματική υποστήριξη, ενώ ο δικαιοδόχος παρέχει το κεφάλαιο. Η δυνατότητα χρήσης μη μετοχικών μέσων για την παγκόσμια διάδοση των brand name, έχει επιφέρει έναν πολλαπλασιασμό των στρατηγικών συμμαχιών και συνεργασιών, ιδιαίτερα ανάμεσα σε σημαντικούς παράγοντες της βιομηχανίας. Επιπλέον, οι πολυεθνικές εταιρείες διαθέτουν διάφορες μορφές συμμετοχής, όπως για παράδειγμα τις ΑΞΕ, τις συμβάσεις διαχείρισης, και το franchising, ακόμα και στην ίδια ξένη αγορά.

Τότε, εμφανίζεται το ερώτημα: γιατί οι ΑΞΕ είναι περιορισμένες στον τουριστικό τομέα και γιατί οι μη μετοχικές ενέργειες δεν προτιμούνται από τις πολυεθνικές κατά την διαδικασία εισόδου στις ξένες αγορές; Μέρος της εξήγησης έγκειται στο γεγονός ότι η λογική που δραστηριοποιεί τις πολυεθνικές σε άλλες βιομηχανίες δεν γίνεται εμφανής στο τομέα του τουρισμού. Σύμφωνα με την συνηθισμένη θεωρητική προσέγγιση, μία ξένη επιχείρηση επενδύει στο εξωτερικό μόνο όταν διαβεβαιωθούν τρεις συγκεκριμένοι παράγοντες:

1. Ιδιοκτησία: Η εταιρεία διαθέτει συγκεκριμένα πλεονεκτήματα τα οποία της επιτρέπουν να ανταγωνίζεται αποτελεσματικά με τις τοπικές επιχειρήσεις.
2. Τοποθεσία: Υπάρχουν πλεονεκτήματα στην εγκαθίδρυση στην χώρα υποδοχής (μεγαλύτερη αγορά, φτηνά εργατικά χέρια, πλούσια πολιτισμική κληρονομία, ευχάριστο κλίμα).
3. Εσωτερίκευση: Υπάρχουν πλεονεκτήματα στον άμεσο έλεγχο της επιχειρηματικής δραστηριότητας απευθείας από την χώρα υποδοχής, παρά μέσω μίας τρίτης επιχείρησης.

Το παραπάνω μοντέλο ανάλυσης είναι γνωστό και ως το παράδειγμα “OLI” (ownership, location, internalization). Η πρώτη προϋπόθεση (ιδιοκτησία) και η Τρίτη (εσωτερίκευση) καθορίζουν αρχικώς αν η ΑΞΕ είναι μία ελκυστική στρατηγική, ενώ η δεύτερη (τοποθεσία) επηρεάζει τον τρόπο με τον οποίο οι πολυεθνικές επιλέγουν τις χώρες. Συγκεκριμένα, ο παράγοντας της εσωτερίκευσης συμβαίνει σπανιότερα στον τομέα του τουρισμού συγκριτικά με άλλους τομείς, και ο διαχωρισμός ιδιοκτησίας και ελέγχου είναι συχνός. Το παράρτημα 2 εφαρμόζει την προσέγγιση OLI στις τέσσερις συνηθέστερες τουριστικές δραστηριότητες που προσελκύουν περισσότερες άμεσες, ξένες επενδύσεις.

4.2 Τάσεις στις τουριστικές ΑΞΕ

Παρόλο που τα δεδομένα δείχνουν ότι δεν υπάρχουν πολλές ΑΞΕ στον τουρισμό, παρουσιάζουν παράλληλα μία αύξηση τους σε διάφορες χώρες. Ωστόσο, οι ΑΞΕ στον τουρισμό περιορίζονται συνήθως σε ορισμένες δραστηριότητες όπως στέγαση, εστίαση και ενοικίαση αυτοκινήτων (παράρτημα 3). Υπάρχουν λίγες ΑΞΕ σε δραστηριότητες υψηλού προφίλ όπως ξεναγήσεις, συστήματα κρατήσεων και αεροπορικές εταιρείες. Επιπλέον, οι τουριστικές ΑΞΕ είναι κατά κύριο λόγο συγκεντρωμένες στις ανεπτυγμένες χώρες, κάτι που γίνεται αντιληπτό από τις μετοχές των τουριστικών ΑΞΕ, αλλά και από την τοποθεσία των εγκαταστάσεων των διεθνών αλυσίδων ξενοδοχείων. Παρόλα αυτά, οι ΑΞΕ στον τουρισμό αυξάνονται ραγδαία στις αναπτυσσόμενες χώρες. Επίσης, οι επενδύσεις σε αναξιοποίητες ζώνες για ξένα ξενοδοχεία υποδηλώνουν έναν αναπροσανατολισμό των ΑΞΕ προς αναπτυσσόμενα κράτη. Είναι πιθανό να αυξηθούν οι επενδύσεις των πολυεθνικών σε απόλυτους και σχετικούς όρους στον αναπτυσσόμενο κόσμο.

Οι επενδυτές από αναπτυσσόμενες χώρες φαίνεται πως τείνουν να επενδύουν στην περιοχή τους και τα δεδομένα επιβεβαιώνουν ότι, όπως και με όλες τις ΑΞΕ γενικότερα, υπάρχει η τάση προς Σ&Ε μεταξύ των Νότιων. Συγκεκριμένα, ο ρόλος των πολυεθνικών του Νότου έχει μεγαλύτερες επιπλοκές σχετικά με τον διεθνή ανταγωνισμό. Μέρος της αύξησης των τουριστικών πολυεθνικών από αναπτυσσόμενες χώρες μπορεί να εξηγηθεί από τους αυξανόμενους αριθμούς τουριστών από χώρες όπως η Βραζιλία, η Κίνα, η Μαλαισία, η Ρωσία, και από τα Αραβικά Κράτη του Κόλπου.

4.3 Κάθετη Ενσωμάτωση

Οι κάθετα ενσωματωμένες ενώνονται μέσω μίας ιεραρχίας με έναν κοινό ιδιοκτήτη. Συνήθως, κάθε μέλος της ιεραρχίας παράγει ένα διαφορετικό προϊόν ή υπηρεσία και αυτά τα προϊόντα χρησιμοποιούνται για να ικανοποιήσουν μία κοινή ανάγκη. Τα τουριστικά πρακτορεία έχουν τουριστικούς πράκτορες, αεροπορικές εταιρείες και ξενοδοχεία. Αντίστροφα, αεροπορικές εταιρείες μπορούν να διαθέτουν ξενοδοχεία και τουριστικά πρακτορεία. Η κάθετη ενσωμάτωση αυξάνεται διαρκώς στον τουριστικό τομέα, με ξενοδοχειακούς ομίλους όπως η Sol Meliá και το Club Med να επενδύουν στα δίκτυα διακίνησης (τουριστικά πρακτορεία).

Πολλά μεγάλα τουριστικά πρακτορεία ενσωματώνονται κάθετα μέσω ιδιοκτησίας ή συμμαχιών με ξενοδοχεία, αεροπορικές και συστήματα κράτησης. Επομένως, αν

παρουσιάσουν ενδιαφέρον για κάποια συγκεκριμένη χώρα, είναι σε θέση όχι μόνο να φέρουν τουρίστες, αλλά και να παρέχουν υπηρεσίες όπως η στέγαση και η μεταφορά. Η κάθετη ενσωμάτωση επιτρέπει στα πρακτορεία να ελέγχουν διάφορα γρανάζια στη μηχανή της διακίνησης, συμπεριλαμβανομένων των αεροπορικών στόλων και των δικτύων πρακτορείων, ξενοδοχείων και μεταφορικών μέσων.

Ωστόσο έχει ασκηθεί έντονη κριτική στην διαδικασία της κάθετης ενσωμάτωσης καθώς μειώνει τα οφέλη για τις αναπτυσσόμενες χώρες από τον τουρισμό, διότι οι μεγάλες εταιρείες, και όχι τα κράτη, λαμβάνουν τις προμήθειες. Σε συνδυασμό με την κάθετη ενσωμάτωση, κάποιες τουριστικές εταιρείες έχουν υιοθετήσει την λεγόμενη διαγώνια ενσωμάτωση, παρέχοντας υπηρεσίες τις οποίες οι τουρίστες αγοράζουν αλλά υπηρεσίες οι οποίες δεν συμπεριλαμβάνονται στο συνηθισμένο τουριστικό πακέτο (π.χ. εγγύηση, συνάλλαγμα, αποσκευές).

4.4 Διάφορα είδη επενδυτών στον τουρισμό

Οι ξένοι επενδυτές μπορούν να είναι είτε εταιρείες είτε μεμονωμένοι επιχειρηματίες οι οποίοι επενδύουν σε τουριστικές επιχειρήσεις. Για παράδειγμα, τα Accor, Four Seasons και Hilton αποτελούν παραδείγματα μεγάλων εταιρικών επενδύσεων, ενώ τα Sol Kerzner from South Africa και Prince Waleed bin Talal of Saudi Arabia αποτελούν παραδείγματα μεμονωμένων επενδύσεων. Υπάρχουν επίσης διάφορες τουριστικές πολυεθνικές όπως τα Colony Capital και Mercury Tourism που εξαρτώνται από συγκεκριμένα επενδυτικά κεφάλαια, κατά κύριο λόγο Βρετανικά και Αμερικανικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια. Όλες οι μεγάλες τουριστικές πολυεθνικές εδράζονται σε ανεπτυγμένες χώρες. Οι ΗΠΑ είναι η χώρα με τις περισσότερες αλυσίδες ξενοδοχείων, και ακολουθείται από το Ηνωμένο Βασίλειο, τη Γαλλία, τη Γερμανία και την Ισπανία. Με εξαίρεση την Γαλλική Accor, υπάρχει ένα πολύ μικρό ποσοστό διεθνών αλυσίδων ξενοδοχείων στις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες.

Όσον αφορά τις συμφωνίες για την ιδιοκτησία και την διαχείριση ξενοδοχείων, παρουσιάζονται διαφορές ανάλογα με την τοποθεσία. Για παράδειγμα στην Ασία, οι μετοχικές επενδύσεις είναι προτιμότερες ενώ στη Βόρεια Αμερική, το franchising και τα διαχειριστικά συμβόλαια είναι δημοφιλέστερα.

Οι τουριστικοί διαχειριστές είναι ουσιαστικά οι «χονδρέμποροι» των τουριστικών προϊόντων. Οι διαχειριστές είναι συνήθως μέλη μίας κάθετα ενσωματωμένης εταιρείας, ή είναι άμεσα συνδεδεμένοι με ένα τουριστικό πρακτορείο, ή σε κάποιες περιπτώσεις αποτελούν ανεξάρτητους επιχειρηματίες που εξειδικεύονται στον σχεδιασμό και την

πώληση πακέτων διακοπών. Στην Αμερικανική αγορά οι κάθετα ενσωματωμένες ομάδες είναι σχετικώς σπάνιες, ενώ στην Ευρώπη οι περισσότεροι διαχειριστές είναι κάθετα ενσωματωμένοι.

Η συγκεκριμένη βιομηχανία απαρτίζεται από κάποιους μεγάλους παίχτες, και πολλές μικρές και εξειδικευμένες εταιρίες. Η δυνατότητα των τουριστικών διαχειριστών να κατευθύνουν την ροή των τουριστών σε συγκεκριμένα μέρη τους θέτει σε μία θέση ισχύος ως προς την διαπραγμάτευση των τιμών με τοπικούς ιδιοκτήτες ξενοδοχείων. Οι σημαντικότεροι διαχειριστές έχουν τις περισσότερες φορές την βάση τους σε ανεπτυγμένες χώρες με έντονη τουριστική δραστηριότητα, όπως την Γερμανία, τις ΗΠΑ, την Ιαπωνία, και το Ηνωμένο Βασίλειο. Σε κάποιες χώρες οι ΑΞΕ σε ταξιδιωτικά πρακτορεία απαιτούν κοινοπραξίες μεταξύ τοπικών εταιριών.

Οι αεροπορικές εταιρίες και γενικότερα η εναέρια μεταφορά είναι εξαιρετικά σημαντικοί παράγοντες για την ανάπτυξη του Τουρισμού ιδιαίτερα σε αναπτυσσόμενες χώρες. Οι ΑΞΕ σε αεροπορικές εταιρίες είναι πιο συνηθισμένες για γραφεία πωλήσεων και για υπηρεσίες επίγειας εξυπηρέτησης στους μεγάλους προορισμούς, καθώς και για συντήρηση αεροσκαφών και υπηρεσίες catering του αεροδρομίου. Η διεθνοποίηση των αεροπορικών εταιριών κατά κύριο λόγο λαμβάνει χώρα μέσω επενδύσεων εκτός μετοχών όπως είναι ο σχηματισμός συμμαχιών. Σήμερα, οι τέσσερις βασικές συμμαχίες κατέχουν το 70% της παγκόσμιας αγοράς. Το βασικό πλεονέκτημα που προσφέρουν οι στρατηγικές συμμαχίες είναι η μείωση του κόστους και η αύξηση της αποδοτικότητας που προκαλούνται από την κοινή χρήση πόρων (εγκαταστάσεις check-in, προσωπικό) χωρίς να απαιτείται μία αύξηση του αριθμού των εργαζομένων. Όλο και περισσότερες αεροπορικές εταιρίες σχηματίζουν συμμαχίες με ενοικιαστήρια αυτοκινήτων, ξενοδοχεία, οργανωτές κρουαζιέρας, χονδρέμπορους και με εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, προσπαθώντας να αποφύγουν την δημιουργία νέων θυγατρικών μέσω ΑΞΕ.

Τα παγκόσμια συστήματα διανομής (ΠΣΔ) είναι ένα σημαντικό κομμάτι της παγκόσμιας τουριστικής υποδομής, καθώς φέρνουν σε άμεση επαφή τους πωλητές και τους αγοραστές των τουριστικών προϊόντων. Δεν διευκολύνουν απλώς τις συναλλαγές αλλά παρέχουν και πληροφορίες σχετικά με τις τιμές, τις υπηρεσίες και τους προορισμούς, κάνοντας την τουριστική αγορά ακόμα πιο διάφανη. Οι πιθανοί τουρίστες συχνά χρησιμοποιούν και το διαδίκτυο για να αποκτήσουν πληροφορίες σχετικά με τις χώρες προορισμούς, τα τοπία και τα ξενοδοχεία.

Τι να περιμένει κανείς από τις ξένες επενδύσεις :

Τα παραπάνω παρουσιάζουν ότι αυτά που πρέπει να αναμένονται από την εσωτερική επένδυση στον τουρισμό έχουν την εξής μορφή:

- Ένα ποσοστό των κεφαλαίων (π.χ. σε μία αλυσίδα ξενοδοχείων, σε διαχειριστές, σε ενοικιαστήρια αυτοκινήτων).
- Κατασκευή και ανάπτυξη ξενοδοχείων ή άλλων εγκαταστάσεων
- Ανάπτυξη ακινήτων
- Ανάπτυξη θεματικών πάρκων και άλλων αξιοθέατων
- Οργάνωση ως προμηθευτής σε εγχώριες και ξένες επιχειρήσεις (π.χ. εγκαταστάσεις εκπαίδευσης, παροχή εξοπλισμού, καθαριότητα, τροφοδοσία, marketing)
- Διαχειριστικά συμβόλαια για παρόχους υπηρεσιών στον τουριστικό τομέα

Σε πολλές περιπτώσεις το κύριο όφελος από την επένδυση στο τουρισμό δεν σχετίζεται αποκλειστικά με το ύψος του κεφαλαίου, αλλά με την επίδραση της εκπαίδευσης του προσωπικού, την αναβάθμιση στις διαχειριστικές διαδικασίες και στη δικτύωση με τις διεθνείς αλυσίδες. Τα παραπάνω μπορούν να επιφέρουν σημαντικά θετικά αποτελέσματα στην οικονομική ανάπτυξη μακροπρόθεσμα, αν διαχειριστούν σωστά. Επιπλέον, μη μετοχικές επενδύσεις όπως το franchise ξενοδοχείων μπορούν να είναι ιδιαίτερα επικερδείς, βοηθώντας, για παράδειγμα, να μαζευτεί ένας μεγάλος αριθμός τουριστών, που θα επιφέρουν κέρδη.

4.5 Τρόπος λήψης τουριστικών επενδυτικών αποφάσεων

Βλέποντας παρακάτω στα κεφάλαια 2 και 3, υπάρχουν τρία βασικά σημεία τα οποία επηρεάζουν την διαδικασία απόφασης των επενδυτών. Ουσιαστικά, αυτά είναι κοινά για κάθε ΑΞΕ. Πρώτον, μία περιοχή για να θεωρηθεί και να παραμείνει στη «λίστα» μετά από όλη τη διαδικασία επιλογής, χρειάζεται να διαθέτει τους βασικούς παράγοντες επιτυχίας. Η εκτελεστική επιτροπή της εταιρείας χρειάζεται να μπορεί να παρουσιάσει αυτούς τους παράγοντες και να πείσει ότι η συγκεκριμένη τοποθεσία μπορεί να τους ικανοποιήσει. Δεύτερον, όταν η επένδυση ξεπερνά την οριακή τιμή, ιδιαιτέρως σε μεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις, οι αποφάσεις δεν λαμβάνονται από ένα μόνο πρόσωπο. Η απόφαση λαμβάνεται από μία ειδική ομάδα που αποτελείται από διάφορα παλιά υψηλόβαθμα μέλη που αποφασίζουν την σωστή κίνηση μετά από

ανάλυση και ζήτηση. Το κάθε μέλος έχει διαφορετική οπτική γωνία, κάτι που σημαίνει ότι η εκτελεστική επιτροπή χρειάζεται να λάβει υπόψη τις γνώμες και τις ενστάσεις όλων. Ένα ολόκληρο δίκτυο σχέσεων χρειάζεται να αναπτυχθεί και να διαχειριστεί στα πλαίσια της εταιρείας-στόχου. Σε αυτό το σημείο αξιοποιούνται τα συστήματα διαχείρισης πελατειακών σχέσεων. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι επενδυτές είναι ιδιαίτερος ευαίσθητοι απέναντι στο επιχειρηματικό περιβάλλον μίας τοποθεσίας που δεν γνωρίζουν. Αντιθέτως, όταν έχουν επαρκή γνώση της κατάστασης είναι σε θέση να κρίνουν και να αναγνωρίζουν τις θετικές πτυχές του περιβάλλοντος. Επιπλέον, σημασία έχει και το υπόβαθρο, το παρελθόν και το μορφωτικό επίπεδο των επενδυτών.

Τρίτον, τα άτομα που παίρνουν τις αποφάσεις είναι άνθρωποι, και αυτό σημαίνει ότι λαμβάνουν υπόψη τους τον αλληλοσεβασμό και την εμπιστοσύνη. Τέτοιου είδους σχέσεις αναπτύσσονται δύσκολα, ωστόσο αν υπάρχει καλή διαχείριση, οι παραπάνω παράγοντες συνήθως είναι και οι καθοριστικοί κατά την διαδικασία τελικής επιλογής επιχειρήσεων, οι οποίες «μοιάζουν στα χαρτιά».

4.5 Επιπτώσεις πολιτικών και συναλλαγματικών διακυμάνσεων στον τουριστικό κλάδο

Η περίπτωση της Τουρκίας

Σε αυτή την περίπτωση, η σχέση μεταξύ των τουριστικών εισροών και της μεταβλητότητας των συναλλαγματικών ισοτιμιών, μετριέται με βάση τις τουριστικές αφίξεις στην Τουρκία. Η εμπειρική μεθοδολογία βασίζεται στο έργο των Serenis D. et al (2014) και στη θεωρία της συνολοκλήρωσης, της παρουσίασης της διόρθωσης σφαλμάτων και στις διαφορετικές μετρήσεις μεταβλητότητας της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Τα αποτελέσματα τους μπορούν να συνοψιστούν ως εξής.

Κατ' αρχάς, η μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών, χρησιμοποιώντας και τα δύο μέτρα του ERV, έχει πράγματι σημαντικές αρνητικές επιπτώσεις για τις τουριστικές εισροές στην Τουρκία. Χρησιμοποιώντας και τα δύο μέτρα, ο συντελεστής του ERV είναι σημαντικά υψηλός, περίπου έξι, υποδεικνύοντας ότι το 1% μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας μειώνει τις τουριστικές ροές προς την Τουρκία κατά περισσότερο από 6%. Επιπλέον, η σύγκριση της ελαστικότητας ERV στις δύο

προδιαγραφές του μοντέλου δείχνει ότι οι υψηλότερες τιμές του ERV έχουν μεγαλύτερο αρνητικό αντίκτυπο στις αφίξεις τουριστών στην Τουρκία. Πράγματι, όσο παρουσιάζει η δεύτερη προδιαγραφή υψηλές και χαμηλές διακυμάνσεις (πάνω από 6% πάνω και κάτω από τον κινούμενο μέσο όρο της ισοτιμίας), ο εκτιμώμενος συντελεστής του ERV είναι μεγαλύτερος από εκείνον που διαπιστώθηκε όταν το ERV μετρήθηκε από τον κινούμενο μέσο όρο της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Το αποτέλεσμα αυτό δείχνει ότι υπάρχει μια κλιμακωτή επίδραση στην αρνητική επιρροή του ERV για τις τουριστικές ροές. Η αυξημένη μεταβλητότητα μειώνει τις αφίξεις των τουριστών σε μεγαλύτερη αναλογία. Οι δυνητικοί τουρίστες και οι διαχειριστές ξεναγήσεων πλήττονται περισσότερο από την επιλογή του ταξιδιωτικού προορισμού με βάση τις ακραίες αξίες της συναλλαγματικής ισοτιμίας παρά από τα ομαλά μέτρα.

Δεύτερον, η μεταβλητή του ΑΕΠ κατά κεφαλήν από τις χώρες προέλευσης έχει βρεθεί να είναι θετική και στατιστικά σημαντική. Οι τιμές των συντελεστών, που αντιπροσωπεύουν ελαστικότητα εισοδήματος των τουριστικών αφίξεων, είναι πολύ υψηλά στα δύο αναμενόμενα μοντέλα με τιμές άνω των 11, κάτι που δείχνει ότι 1% μεταβολής της κατά κεφαλήν αγοραστικής δύναμης στον τόπο καταγωγής του τουρίστα, αυξάνει τον αριθμό των αφίξεων των τουριστών στην Τουρκία κατά περισσότερο από 11%. Αυτό σημαίνει επίσης ότι το τουριστικό προϊόν της Τουρκίας αντιμετωπίζεται ως αγαθό πολυτελείας.

Τρίτον, η αύξηση του δείκτη τιμών καταναλωτή της Τουρκίας σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο, μειώνει τις αφίξεις τουριστών ανεξάρτητα από τα μέτρα μεταβλητότητας που χρησιμοποιούνται. Αυτό είναι ένα αναμενόμενο αποτέλεσμα, που δείχνει ότι ο πληθωρισμός επηρεάζει αρνητικά την ελκυστικότητα της χώρας ως τουριστικού προορισμού.

Παρακάτω παρουσιάζονται κάποιες πιθανές συνέπειες της πολιτικής:

- Οι διεθνείς τουριστικές ροές έχουν αυξηθεί σημαντικά τις τελευταίες έξι δεκαετίες, με αποτέλεσμα να γίνει μία από τις μεγαλύτερες και ταχύτερα αναπτυσσόμενες βιομηχανίες σε όλο τον κόσμο. Οι αφίξεις τουριστών ξεκίνησαν από 25 εκατομμύρια το 1950 και έφτασαν 1.087 εκατομμύρια το 2013.

- Αυτή η αύξηση στην άφιξη τουριστών αναμένεται να διαρκέσει, κατά μέσο όρο μακροπρόθεσμης αύξησης 3,3% ετησίως, φτάνοντας τα 1,8 δισ το 2030 (UNWTO 2011).

- Αυτή η μελλοντική αύξηση στις αφίξεις τουριστών θα ωφελήσει τις αναδυόμενες οικονομίες, ευνοώντας ορισμένους προορισμούς του κόσμου, όπως την Ευρώπη, την Ασία και την περιοχή του Ειρηνικού..

- Η Ασία και η περιοχή του Ειρηνικού αναμένεται να έχουν τον υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης (4,9%) στις αφίξεις τουριστών σε όλο τον κόσμο.

- Οι χρηματοοικονομικές ροές που συνδέονται με τις διεθνείς τουριστικές ροές είναι τεράστιες και αυξανόμενες, καθώς ανέρχονται σε 1,4 τρισεκατομμύρια δολάρια, σηματοδοτώντας έναν αυξανόμενο ρόλο του τουριστικού τομέα και αιτιολογώντας τους λόγους για τους οποίους οι κυβερνήσεις και οι διεθνείς οργανισμοί όπως το ΔΝΤ και η Παγκόσμια Τράπεζα, αναδεικνύουν τον τουριστικό τομέα ως μια κινητήρια δύναμη της οικονομικής ανάπτυξης και ως ένα εργαλείο για την καταπολέμηση της παγκόσμιας ύφεσης.

- Ο ανταγωνισμός μεταξύ των χωρών προορισμού στην προσέλκυση τουριστών είναι έντονος και εξαρτάται από διάφορους λόγους, μεταξύ των οποίων ο κυριότερος φαίνεται πως είναι η οικονομική, πολιτική και κοινωνική σταθερότητα στη χώρα προορισμού. Αστάθεια, είτε οικονομική, πολιτική ή κοινωνική σε μια χώρα, συχνά, γίνεται αντιληπτή από τους τουρίστες από την άποψη της Μεταβλητότητας Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ERV) που αποδίδεται στις οικονομικές μεταρρυθμίσεις που ακολουθούνται από τη χάραξη πολιτικής στην χώρα τουριστικού προορισμού.

- Ο παράγοντας ERV διαδραματίζει έναν σημαντικό ρόλο στην επιρροή των τουριστικών εισροών καθώς συχνά οδηγεί τους τουρίστες να αλλάξουν τα σχέδια των διακοπών τους.

- Ο βαθμός στον οποίο το ERV επηρεάζει αρνητικά την τουριστική εισροή, όμως, διαφέρει μεταξύ των χωρών αποστολής.

- Οι υπεύθυνοι για την χάραξη πολιτικής μιας χώρας που αποτελεί τουριστικό προορισμό θα πρέπει να αποφεύγουν την στόχευση της τουριστικής αγοράς χωρών που αντιμετωπίζουν είτε πολιτικές είτε οικονομικές αναταραχές(για παράδειγμα, η πολιτική αστάθεια, όπως συμβαίνει στην Ουκρανία, τη Μέση Ανατολή και τη Βόρεια Αφρική πρόσφατα), καθώς αυτό μπορεί να οδηγήσει σε αστάθεια των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

- Μια χώρα που στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στην τουριστική βιομηχανία της, θα πρέπει να αποφεύγει την άσκηση πολιτικών αλλαγής της συναλλαγματικής ισοτιμίας,

καθώς οι πολιτικές αυτές μπορεί να καταλήξουν σε μια ERV που θα μπορούσε να μειώσει σημαντικά τις τουριστικές εισροές της χώρας αυτής.

- Η παρατεταμένη ERV ασκεί αρνητική επιρροή στον βαθμό των τουριστικών ροών σε σχέση με την συγκυριακή ERV.

- Το τουριστικό προϊόν είναι ένα αγαθό πολυτελείας κι έτσι έχει υψηλή εισοδηματική ελαστικότητα, γεγονός που υποδηλώνει ότι οι φορείς χάραξης πολιτικής της χώρας προορισμού πρέπει να στοχεύουν χώρες αποστολής με σταθερή οικονομική ανάπτυξη, προκειμένου να διασφαλιστεί μια σταθερή ζήτηση για το τουριστικό προϊόν της χώρας τους.

Η περίπτωση των Η.Π.Α.

Οι εγχώριες οικονομικές συνθήκες επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τον αριθμό των δωματίων σε ξενοδοχεία των ΗΠΑ (Wheaton και Rossoff, 1998). Αυτή η θεμελιώδης σχέση μεταξύ της οικονομίας και της ζήτησης ξενοδοχείων παρέμεινε συνεπής στο πέρασμα του χρόνου και παραμένει σε διάφορα επίπεδα συγκέντρωσης από το εθνικό επίπεδο μέχρι την επιμέρους αγοράς των πόλεων. Κατά συνέπεια, οι στατιστικές σχέσεις μεταξύ των πωλήσεων του δωματίου και των κυρίαρχων μακροοικονομικών μεταβλητών, σε συνδυασμό με τον μέσο ημερήσιο ρυθμό, χρησιμεύουν ως βάση τόσο για την έρευνα όσο και για τις οικονομετρικές προβλέψεις της ζήτησης ξενοδοχείων. Ως υπόλοιπες επεξηγηματικές μεταβλητές που καθορίζουν τη ζήτηση δωματίων και μεταβάλλουν τις θεμελιώδεις οικονομικές σχέσεις, εμφανίζονται οι περιβαλλοντικές κρίσεις (π.χ., ο τυφώνας Κατρίνα) και οι απροσδόκητες αλλαγές σε επιχειρηματικές συνθήκες (π.χ., μείωση των αερογραμμών)

Οι πρόσφατες διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες μεταξύ των νομισμάτων σε όλο τον κόσμο προκαλούν αναπάντητα ερωτήματα σχετικά με το πώς οι τιμές συναλλάγματος επηρεάζουν την συμπεριφορά επιχειρήσεων και καταναλωτών και γενικότερα τα διεθνή ταξίδια προς τις ΗΠΑ. Η σχέση μεταξύ συναλλαγματικών ισοτιμιών και ζήτησης ξενοδοχείων είναι δυνητικά περίπλοκη. Η σχετική αγοραστική δύναμη είτε δυνατών είτε αδύναμων νομισμάτων έναντι του δολαρίου ΗΠΑ μπορεί να έχει ουσιαστική επίδραση στον αριθμό των δωματίων που πωλούνται σε ορισμένες αγορές των ΗΠΑ και πολύ λιγότερο σε άλλες. Πόλεις που συνήθως δέχονται περισσότερους τουρίστες εμφανίζουν σχετικά μεγάλες διακυμάνσεις. Οι επιδράσεις των μεταβολών στις τιμές συναλλάγματος μπορεί επίσης να γίνουν ιδιαίτερα αισθητές σε ορισμένες αλυσίδες ξενοδοχείων. Ασυνήθιστα ευνοϊκές και δυσμενείς συναλλαγματικές

ισοτιμίες ενδέχεται να αποτελούν κίνητρο για υπερβολική αύξηση της ζήτησης από επιχειρήσεις και ιδιώτες. Καθώς οι συναλλαγματικές ισοτιμίες σταθεροποιούνται, και επιστρέφουν προς τον μακροχρόνιο μέσο όρο, οι παραπάνω επιπτώσεις μειώνονται ή εξαφανίζονται.

Κάποτε υπήρχε η αντίληψη ότι οι παρατηρήσιμες συναλλαγματικές ισοτιμίες αποτελούσαν ένα μέσο για την παρατήρηση των τιμών των προϊόντων και των υπηρεσιών στις χώρες προορισμούς (Gray, 1966, Rugg's (1973). Για παράδειγμα η θεωρία του ταξιδιού του καταναλωτή δεν αντιμετώπιζε τις συναλλαγματικές ισοτιμίες ως κάτι το ανεξάρτητο από το κόστος μεταφοράς και τις τιμές. Ως εκ τούτου, οποιαδήποτε ερμηνευτική δύναμη που προέρχεται από τις μεταβλητές των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις εξισώσεις τουριστικής ζήτησης αντιπροσωπεύει αποτελέσματα που προκύπτουν από μία αδιαφανή τιμολόγηση της χώρας προορισμού (Witt και Martin, 1987).

Τα προβλήματα ως προς την πληροφόρηση που αντιμετώπιζαν οι τουρίστες στην προ-διαδικτύου εποχή, ίσως αποτελούν την αιτία της ασυνέπειας των εμπειρικών ευρημάτων σχετικά με την σημασία της συναλλαγματικής ισοτιμίας στα πλαίσια του τουρισμού από της πρώτες μελέτες που επανεξετάζονται από Iroegbu (2006).

Περίπου οι μισές από αυτές τις μελέτες κατέδειξαν στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των αφίξεων σε χώρες προορισμού και των συναλλαγματικών ισοτιμιών, ενώ οι άλλες μελέτες απέτυχαν να βρουν οποιαδήποτε σύνδεση. Τα προβλήματα πληροφόρησης όσον αφορά τις τιμές της χώρας προορισμού έχουν σχεδόν εξαφανιστεί τα τελευταία χρόνια, με αποτέλεσμα οι επιδράσεις από τις ισοτιμίες και τις τιμές στον προορισμό να αποτελούν μεμονωμένους παράγοντες επιρροής της ζήτησης. Η έρευνα για τον τουρισμό στην εποχή μετά το διαδίκτυο παρουσιάζει λίγα και ασυνεπή ευρήματα. Μία σχετικά πρόσφατη έρευνα του διεθνούς τουρισμού στην Ταϊλάνδη από τους Chiaboonsri, Chaitip και Rangaswamy (2009), παρουσίασε εκτιμήσεις ελαστικότητας από το -23.63 (Γαλλία) μέχρι το 3.93 (Μαλαισία). Σε μία ανάλυση για την διακύμανση των συναλλαγματικών διακυμάνσεων και για τις τουριστικές αφίξεις στην Ιταλία από 19 διαφορετικά κράτη, οι Quadri και Zheng (2010) ανακάλυψαν ότι οι συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν έχουν καμία επίδραση στον τουρισμό. Οι Bailey, Flaneigin, Racic, και Rudd (2009), ανέδειξαν κάποιες αποδείξεις σχετικά με την επίδραση των συναλλαγματικών ισοτιμιών στην πληρότητα των ξενοδοχείων χρησιμοποιώντας πρόσφατα στοιχεία, ωστόσο τα αποτελέσματά τους προέρχονται από μια μονοπαράγοντική και περιορισμένη ανάλυση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΜΕΤΡΗΣΗ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

5.1 Ορισμός και τύποι συναλλαγματικού κινδύνου

Σύμφωνα με τους Crouhy, Galai και Mark (2014), γενικά ο κίνδυνος που σχετίζεται με μια εταιρεία μπορεί να οριστεί ως η απροσδόκητη αύξηση της μεταβλητότητας που οδηγεί σε απρόσμενες απώλειες ή αύξηση του κόστους. Η λέξη κλειδί εδώ είναι απροσδόκητη. Οι επιχειρήσεις συνήθως σχεδιάζουν για ένα ορισμένο επίπεδο μεταβλητότητας ή αναμενόμενο εύρος των αποτελεσμάτων στην οργάνωση των επιχειρήσεων. Στη πραγματικότητα είναι οι απρόσμενες εκβάσεις που καθορίζουν πραγματικό κίνδυνο και είναι η αιτία της αναταραχής και το άγχος των συμμετεχόντων στην αγορά. Οι παράγοντες κινδύνου μπορούν να χωριστούν γενικά στις εξής μεγάλες κατηγορίες: οικονομικός κίνδυνος, κίνδυνος ρευστότητας, λειτουργικός κίνδυνος, νομικός και κανονιστικός κίνδυνος, επιχειρηματικός κίνδυνος, στρατηγικός κίνδυνος και ο κίνδυνος φήμης. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος μπορεί στη συνέχεια να υποδιαιρεθεί περαιτέρω σε κίνδυνο αγοράς και σε πιστωτικό κίνδυνο. Ένα είδος κινδύνου αγοράς είναι ο κίνδυνος συναλλάγματος που αποτελεί και το αντικείμενο της παρούσας εργασίας.

Ένας κοινός ορισμός του συναλλαγματικού κινδύνου σχετίζει την επίδραση των μη αναμενόμενων μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών με την αξία της επιχείρησης (Madura, 1989). Συγκεκριμένα, ορίζεται ως η πιθανή άμεση ζημιά (ως αποτέλεσμα μίας ακάλυπτης έκθεσης) ή ως έμμεση απώλεια της ρευστότητας, του ενεργητικού, του παθητικού, και των καθαρών κερδών της επιχείρησης και με τη σειρά τους, της χρηματιστηριακής αξίας από την κίνηση της ισοτιμίας. Για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου, που συνδέεται άμεσα με τις διαδικασίες των πολυεθνικών εταιρειών, η εταιρεία χρειάζεται να προσδιορίσει τον συγκεκριμένο τύπο της τρέχουσας έκθεσης σε κίνδυνο, την στρατηγική αντιστάθμισης και τα διαθέσιμα μέσα για την αντιμετώπιση αυτών των νομισματικών κινδύνων.

Οι πολυεθνικές επιχειρήσεις συμμετέχουν στις αγορές συναλλάγματος, λόγω των διεθνών δραστηριοτήτων τους. Για να μετρηθεί η επίπτωση των διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε μια επιχείρηση που δραστηριοποιείται σε συναλλαγές με ξένο νόμισμα, δηλαδή, η τεκμαρτή αξία σε κίνδυνο (value at risk-VaR) από τις κινήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών, θα πρέπει να προσδιοριστεί το είδος των

κινδύνων στους οποίους εκτίθεται η επιχείρηση και το ύψος του κινδύνου που αντιμετωπίζουν (Hakala και Wystup, 2002). Δύο βασικοί τύποι του συναλλαγματικού κινδύνου είναι (Shapiro, 1996; Madura, 1989):

Κίνδυνος συναλλαγής: Ουσιαστικά ο κίνδυνος ταμειακών ροών και αφορά την επίδραση των κινήσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε σχέση με την έκθεση των συναλλαγών που σχετίζονται με τα εισπρακτέα (εξαγωγικές συμβάσεις), πληρωτέα (συμβάσεις εισαγωγής) ή τον επαναπατρισμό των μερισμάτων. Μια αλλαγή στην συναλλαγματική ισοτιμία του νομίσματος της ονομαστικής αξίας μίας τέτοιας σύμβασης μπορεί να οδηγήσει σε άμεσο συναλλαγματικό κίνδυνο για την εταιρία

Οικονομικός κίνδυνος: Αντανακλά κυρίως τον κίνδυνο για την παρούσα αξία των μελλοντικών λειτουργικών ταμειακών ροών της επιχείρησης από τις κινήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Στην ουσία, ο οικονομικός κίνδυνος αφορά την επίδραση των μεταβολών των συναλλαγματικών ισοτιμιών στα έσοδα (εγχώριες πωλήσεις και εξαγωγές) και στα λειτουργικά έξοδα (κόστος εγχώριων συντελεστών παραγωγής και των εισαγωγών). Ο οικονομικός κίνδυνος εφαρμόζεται συνήθως με την παρούσα αξία εργασιών για τις μελλοντικές ταμειακές ροές της μητρικής εταιρείας και των θυγατρικών του εξωτερικού. Η αναγνώριση των διαφόρων τύπων του συναλλαγματικού κινδύνου, σε συνδυασμό με την μέτρηση τους, είναι απαραίτητοι παράγοντες για την ανάπτυξη στρατηγικής για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου.

5.2 Μέτρηση του συναλλαγματικού κινδύνου

Μετά τον καθορισμό των τύπων του συναλλαγματικού κινδύνου στους οποίους είναι εκτεθειμένη μια επιχείρηση, μια κρίσιμη πτυχή για τις αποφάσεις σχετικά με τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου μιας επιχείρησης, είναι η μέτρηση αυτών των κινδύνων. Η μέτρηση του νομισματικού κινδύνου μπορεί να αποδειχθεί ένα δύσκολο εγχείρημα, τουλάχιστον όσον αφορά τη μετάφραση και τον οικονομικό κίνδυνο (Van Deventer, Imai, Mesler, 2004, Holton, 2003). Προς το παρόν, μια ευρέως χρησιμοποιούμενη μέθοδος είναι το μοντέλο αξίας σε κίνδυνο (VaR). Σε γενικές γραμμές, η αξία σε κίνδυνο ορίζεται ως η μέγιστη ζημία για μια δεδομένη έκθεση σε δεδομένο χρονικό ορίζοντα με $z\%$ εμπιστοσύνη.

Η μεθοδολογία VaR μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να μετρήσει μια ποικιλία τύπων κινδύνου, βοηθώντας τις επιχειρήσεις στη διαχείριση των κινδύνων τους. Ωστόσο, η

VaR δεν ορίζει τι συμβαίνει με την έκθεση για το $(100 - \zeta)$ σημείο% της εμπιστοσύνης, δηλαδή, το χειρότερο σενάριο. Δεδομένου ότι το μοντέλο VaR δεν καθορίζει την μέγιστη απώλεια με εκατό τοις εκατό εμπιστοσύνη, οι επιχειρήσεις συχνά θέτουν λειτουργικά όρια, όπως ονομαστικά ποσά ή διακοπή των παραγγελιών, σε συνδυασμό με τα όρια VaR, για να επιτύχουν τη μεγαλύτερη δυνατή κάλυψη (Papaioannou και Gatzonas, 2002).

5.3 Υπολογισμός αξίας σε κίνδυνο και η μέθοδος VaR

Το μέτρο VaR του συναλλαγματικού κινδύνου χρησιμοποιείται από τις επιχειρήσεις για την εκτίμηση της επικινδυνότητας μιας θέσης ξένου συναλλάγματος που προκύπτει από τις δραστηριότητες μιας επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένης της συναλλαγματικής θέσης του ταμείου της, μέσα σε ένα ορισμένο χρονικό διάστημα υπό κανονικές συνθήκες (Holton, 2003). Ο υπολογισμός του VaR εξαρτάται από τρεις παραμέτρους:

- Την περίοδο εκμετάλλευσης, δηλαδή, το χρονικό διάστημα κατά το οποίο έχει προγραμματιστεί να διατηρηθεί η θέση του ξένου συναλλάγματος. Η τυπική περίοδος κράτησης είναι μία μέρα
- Το επίπεδο εμπιστοσύνης με βάση το οποίο γίνεται η εκτίμηση. Τα συνηθισμένα επίπεδα εμπιστοσύνης είναι 99% και 95%
- Τη νομισματική μονάδα που θα χρησιμοποιηθεί

Λαμβάνοντας μία χρονική περίοδο χ και ένα επίπεδο εμπιστοσύνης $u\%$ το VaR μετρά το ανώτατο επίπεδο ζημίας (δηλ. την μείωση της εμπορικής αξίας μίας συναλλαγματικής θέσης) σε μία περίοδο χ ημερών, σε περίπτωση που η περίοδος αυτή δεν είναι μία από τις $(100-u)\%$ των περιόδων που είναι χειρότερες από ότι συνήθως. Έτσι, αν η συναλλαγματική θέση έχει ένα μονοήμερο VaR των \$ 10 εκατομμυρίων σε επίπεδο εμπιστοσύνης 99%, τότε η επιχείρηση θα πρέπει να αναμένει ότι, με πιθανότητα 99 τοις εκατό, η τιμή αυτής της θέσης δεν θα μειωθεί κατά περισσότερο από \$ 10 εκατομμύρια κατά τη διάρκεια της μίας ημέρας, υπό την προϋπόθεση ότι οι συνήθεις συνθήκες θα επικρατήσουν κατά τη διάρκεια αυτής της ημέρας. Με άλλα λόγια, η επιχείρηση θα πρέπει να αναμένει ότι η αξία της συναλλαγματικής θέσης θα μειωθεί κατά λιγότερο από \$ 10 εκατομμύρια σε 99 από 100 συνήθεις ημερών διαπραγμάτευσης, ή κατά περισσότερο από 10 εκατομμύρια \$ για 1 από κάθε 100 συνήθεις ημέρες διαπραγμάτευσης.

Για τον υπολογισμό της VaR, υπάρχει μια ποικιλία μοντέλων. Μεταξύ αυτών, το πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο είναι: (1) η ιστορική προσομοίωση, η οποία υποθέτει ότι οι νομισματικές αποδόσεις για τη συναλλαγματική θέση της επιχείρησης θα έχουν την ίδια κατανομή όπως είχαν στο παρελθόν (2) το μοντέλο variance-covariance, που υποθέτει ότι οι νομισματικές επιστροφές στη συνολική συναλλαγματική θέση της επιχείρησης είναι πάντα (από κοινού) κανονικά κατανομημένες και ότι η μεταβολή της αξίας της θέσης ξένου συναλλάγματος εξαρτάται γραμμικά σε όλες τις νομισματικές επιστροφές (3) η προσομοίωση Monte Carlo, η οποία υποθέτει ότι οι μελλοντικές νομισματικές αποδόσεις διανέμονται τυχαία.

Η ιστορική προσομοίωση είναι η απλούστερη μέθοδος υπολογισμού. Αυτό περιλαμβάνει την σύγκριση της τρέχουσας συναλλαγματικής θέσης της επιχείρησης σε μια σειρά από ιστορικές αλλαγές των συναλλαγματικών ισοτιμιών, ώστε να παρουσιαστεί η κατανομή των ζημιών στην αξία της θέσης ξένου συναλλάγματος, για παράδειγμα 1.000, και στη συνέχεια τον υπολογισμό του εκατοστημορίου (το VaR). Έτσι, υποθέτοντας ένα επίπεδο εμπιστοσύνης 99 τοις εκατό και με χρονικό ορίζοντα 1 ημέρας, η VaR υπολογίζεται διαλέγοντας σε αύξουσα σειρά τις 1.000 ημερήσιες απώλειες και λαμβάνοντας την 11η μεγαλύτερη απώλεια από το 1000 (διότι το επίπεδο εμπιστοσύνης προϋποθέτει ότι το 1 τοις εκατό των απωλειών - 10 απώλειες -θα πρέπει να υπερβαίνουν το VaR). Το κύριο πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι δεν αναλαμβάνει μια κανονική κατανομή των νομισματικών αποδόσεων, δεδομένου ότι είναι καλά τεκμηριωμένο ότι αυτές οι αποδόσεις δεν είναι φυσιολογικές, αλλά μάλλον λεπτοκυρτικές. Οι ελλείψεις του, ωστόσο, είναι ότι ο υπολογισμός αυτός απαιτεί μια μεγάλη βάση δεδομένων και είναι υπολογιστικά εντατικές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΚΑΙ ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΑΝΤΙΣΤΑΘΜΙΣΗΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

6.1 Βασικά εργαλεία για την αντιστάθμιση κινδύνων

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι για την άμβλυση της έκθεσης της συναλλαγής, ένας εκ των οποίων είναι η αντιστάθμιση του σχετικού κινδύνου μέσω της σύναψης της σύμβασης παραγώγων με την ίδια διάρκεια και το ποσό ως σταθερή δέσμευση. Δεν θα αναφερθούν όλα τα διαθέσιμα μέσα αντιστάθμισης, αλλά αντίθετα μόνο μερικά βασικά μέτρα και ορισμούς που είναι χρήσιμα, κατά την ανάλυση της κάθε στρατηγικής. Κατ' αρχάς, ένα προθεσμιακό συμβόλαιο είναι μια σύμβαση μεταξύ δύο μερών για την αγορά ή την πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου σε συγκεκριμένη τιμή σε κάποια μελλοντική ημερομηνία. Αξίζει να σημειωθεί ότι ένα προθεσμιακό συμβόλαιο μπορεί να προσαρμοστεί σε οποιαδήποτε ποσότητα, ημερομηνία και περιουσιακό στοιχείο σε αντίθεση με ένα συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης, του οποίου οι όροι είναι άκαμπτοι. Οι προθεσμιακές συμβάσεις μπορεί να είναι είτε παραδοτέες ή μη παραδοτέες. Ένα παραδοτέο προθεσμιακό συμβόλαιο τα ποσά ανταλλάσσονται όπως συμφωνήθηκε με τους όρους της σύμβασης. Η πλευρά που πουλά παρέχει κεφάλαια σύμφωνα με τους όρους και η πλευρά που αγοράζει λαμβάνει κεφάλαια.

Για παράδειγμα, μία πολυεθνική βασισμένη στο Ηνωμένο Βασίλειο θέλει να πουλήσει προϊόντα σε πελάτες της στην Ιταλία. Η εταιρεία μπορεί να επιλέξει να εισέλθει σε ένα προθεσμιακό συμβόλαιο για την πώληση ευρώ και να αγορά λιρών, σύμφωνα με την αναμενόμενη ημερομηνία πληρωμής από τον πελάτη. Η εταιρεία με την μετατροπή των ευρώ σε GBP η εταιρεία εξάλειψε κάθε συναλλαγματικό κίνδυνο μεταξύ της ημερομηνίας του τιμολογίου και της ημερομηνίας παραλαβής των κεφαλαίων. Υπάρχουν κάποιες χώρες που έχουν νομοθετημένους νομισματικούς ελέγχους, που ουσιαστικά επιθυμούν τον περιορισμό της εισροής και της εκροής κεφαλαίων από τη χώρα. Αυτή η πρακτική είναι πιο κοινή στις αναδυόμενες χώρες της αγοράς, όπως η Βραζιλία, η Κορέα και η Κίνα, όπου η χρήση των μη παραδοτέων προθεσμιακών συμβάσεων είναι το πιο κοινό μέσο που χρησιμοποιείται.

Ένα μη παραδοτέο προθεσμιακό συμβόλαιο είναι δομημένο με τον ίδιο τρόπο όπως ένα παραδοσιακό προθεσμιακό συμβόλαιο με τη διαφορά ότι κατά την ημερομηνία διακανονισμού, το επιτόκιο της σύμβασης συγκρίνεται με το επιτόκιο της αγοράς και το κέρδος ή η ζημία υπολογίζονται σε δολάρια ΗΠΑ. Ουσιαστικά το συμβόλαιο

υπογράφεται κατά την λήξη της σύμβασης και οι παράγοντες είτε δέχονται είτε πληρώνουν σε δολάρια αντί να χρειάζεται να χρησιμοποιούν το κάθε διαφορετικό νόμισμα. Το όφελος των προθεσμιακών συμβολαίων είναι ότι το ποσοστό των συμβάσεων είναι γνωστό, ο υποκείμενος κίνδυνος εξαλείφεται και δεν υπάρχει αρχικό κόστος. Το μειονέκτημα είναι η ακαμψία ενός προθεσμιακού συμβολαίου και η αδυναμία να συμμετοχής σε ευνοϊκές κινήσεις της αγοράς κατά τη διάρκεια της σύμβασης. Η προθεσμιακή σύμβαση επομένως είναι μια συμφωνία μεταξύ δύο μερών στην οποία η συναλλαγματική ισοτιμία έχει οριστεί την ίδια στιγμή που γράφεται η συμφωνία, αλλά για μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή στο μέλλον. Αυτό σημαίνει ότι, ενώ το ποσό της συναλλαγής, η τοκοφόρος ημερομηνία, η διαδικασία πληρωμών και η ισοτιμία συμφωνούνται σχετικά εκ των προτέρων, δεν υπάρχει ανταλλαγή των χρημάτων μέχρι την πραγματική ημερομηνία στο μέλλον (Giddy, I, 2011).

Ένα ακόμα παράδειγμα ενός προθεσμιακού συμβολαίου θα μπορούσε να μοιάζει με αυτό: στην πρώτη Ιουλίου 2011 ένας χρηματοπιστωτικός ειδικός σε μια αμερικανική εταιρεία γνωρίζει ότι εταιρεία του έχει να πληρώσει 1 εκατομμύριο λίρες σε 6 μήνες (δηλαδή την πρώτη Ιανουαρίου του 2012) και θέλει να αντισταθμίσει απέναντι στις κινήσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών ελαχιστοποιώντας τον κίνδυνο ζημίας. Ο ειδικός μπορεί να συμφωνήσει να αγοράσει £ 1 εκατομμύριο σε ένα εξάμηνο προθεσμιακό συμβόλαιο σε μια συναλλαγματική ισοτιμία του 2,048 (USD / GBP). Η εταιρεία έχει στη συνέχεια ένα μακρύ προθεσμιακό συμβόλαιο για GBP. Έχει συμφωνηθεί ότι την πρώτη μέρα του Ιανουαρίου του 2011, θα αγοράσουν £ 1 εκατομμύριο από μία άλλη πηγή (συνήθως μια τράπεζα ή ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα) για 2.048 εκατομμύρια \$. Η άλλη πηγή έχει ένα σύντομο προθεσμιακό συμβόλαιο για GBP και έχει συμφωνήσει ότι την ίδια ημέρα θα πουλήσει £ 1.000.000 για την τιμή των 2.048 εκατομμυρίων \$. Και οι δύο πλευρές έχουν κάνει μια δεσμευτική υποχρέωση (Hull, JC, 2009).

Πώς να δούμε αν η εταιρεία καταφέρει να αντισταθμίσει τον κίνδυνο; Ας πούμε ότι η συναλλαγματική ισοτιμία υποχώρησε στο 1,9000 στο τέλος του εξαμήνου, το προθεσμιακό συμβόλαιο θα έχει αρνητική αξία στην επιχείρηση δεδομένου ότι η τιμή αγοράς, τότε θα είναι 1.900 εκατομμύρια \$ για 1 εκατομμύριο λίρες στερλίνες, πράγμα που σημαίνει ότι η εταιρεία έχει πληρώσει 148.900 δολάρια περισσότερο από ό, τι GBP πραγματικά άξιζε (\$ 1 900.000 έως 2.048.000), με συνολική απώλεια 148.900 δολάρια ΗΠΑ. Αν το επιτόκιο, από την άλλη πλευρά αυξηθεί στο 2,100 USD / GBP στο τέλος της περιόδου έξι μηνών, το προθεσμιακό συμβόλαιο θα έχει θετική αξία 52.000 δολαρίων ΗΠΑ (\$ 2.100.000-2.048.000). Θα υπάρξει ένα συνολικό κέρδος 52.000,

καθώς η είσοδος σε ένα προθεσμιακό συμβόλαιο έχει μηδενικό κόστος, με αποτέλεσμα η πληρωμή από τη σύμβαση να είναι το κέρδος ή απώλεια του εμπόρου (Hull, JC, 2009).

Πέρα από τα παραπάνω, υπάρχει και η μελλοντική σύμβαση η οποία φαίνεται να είναι πολύ παρόμοια με μία προθεσμιακή σύμβαση. Μια μελλοντική σύμβαση είναι μια σύμβαση για την παράδοση ενός ορισμένου ποσού ξένου νομίσματος σε μελλοντική ημερομηνία σε μια γνωστή τιμή. Αλλά η διαφορά μεταξύ των μελλοντικών και των προθεσμιακών συμβολαίων είναι ότι τα προθεσμιακά μπορούν να διαπραγματεύονται με οποιοδήποτε ποσό, ενώ τα μελλοντικά είναι τυποποιημένα, βλέπε πίνακα 15. Για παράδειγμα, η μελλοντική σύμβαση είναι τυποποιημένη όσον αφορά την ημερομηνία παράδοσης, με συνηθέστερες ημερομηνίες να είναι ο Μάρτιος, ο Ιούνιος, ο Σεπτέμβριος και ο Δεκέμβριος (Giddy, I, 2011). Αυτά τα βασικά χαρακτηριστικά είναι απαραίτητα προκειμένου να αυξηθεί η ρευστότητα στην αγορά. Με την τυποποίηση του ποσού της σύμβασης της μέλλουσας ημερομηνίας λήξης οι διαφορετικές ανάγκες μπορούν να συνδυαστούν πιο εύκολα με τις ανάγκες άλλων αγοραστών / πωλητών. Επιπλέον, η ημερομηνία λήξης, το ανατεθέν ποσό, τα ποσά και οι μέγιστες ημερήσιες διακυμάνσεις των τιμών είναι τυποποιημένα (Meera, A, 2002).

Επιπλέον επηρεάζεται η τοποθεσία διαπραγμάτευσης. Στα προθεσμιακά συμβόλαια η διαπραγμάτευση μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσω διαδικτύου, τηλεφώνου, φαξ, αλλά συνήθως γίνεται πρόσωπο με πρόσωπο. Στις μελλοντικές συμβάσεις, η τοποθεσία είναι τυποποιημένη και συνήθως ορίζεται με βάση δημοφιλή μέρη οργανωμένων ανταλλαγών όπως το IMM5 του Σικάγο, το LIFFE6 του Λονδίνου και το SIMEX της Σιγκαπούρης (Giddy, I, 2011). Ένα πολύ μεγάλο ποσοστό των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης που γίνονται, δεν παραδίδονται κατά την ημερομηνία λήξης. Μία μελλοντική σύμβαση είναι τυποποιημένη, και αναφέρονται τακτικά στις οικονομικές σελίδες στον Τύπο, για παράδειγμα, στην Wall Street Journal (Hull, JC, 2009).

Τα κολάρα μηδενικού κόστους είναι ουσιαστικά «εύρη προθεσμιακά συμβόλαια» που διευρύνουν τη ζώνη γύρω από την προθεσμιακή τιμή και επιτρέπουν τη συμμετοχή σε ευνοϊκές κινήσεις της αγοράς εξακολουθώντας να προσφέρουν προστασία πώσης, έστω και σε ένα ποσοστό που είναι πάνω από τα επιτόκια της αγοράς. Για παράδειγμα, αντί για το κλειδωμά σε ένα προθεσμιακό συμβόλαιο για την πώληση ευρώ σε 1,08 και την αγορά σε δολάρια, είναι δυνατή μία αγορά ενός κολάρου μηδενικού κόστους, το οποίο περιλαμβάνει την αγορά ενός put και την πώληση σε μια κλήση όταν αντισταθμίζει ακριβώς τα ασφάλιστρα. Τα ποσοστά, για παράδειγμα,

μπορεί να είναι 1.05 και 1.11. Το put στο 1.05 παρέχει προστασία πτώσης, ενώ εξασφαλίζει και τις θετικές κινήσεις του ευρώ έως και το 1.11.

Οι συμβάσεις δικαιωμάτων προαίρεσης προβλέπουν την ευελιξία και τη συμμετοχή σε ευνοϊκές κινήσεις της αγοράς με μειονέκτημα την προστασία, αλλά με κόστος που αναφέρεται ως αρχική προμήθεια. Μια κλήση (put) δίνει στον κάτοχο το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει (sell) ένα περιουσιακό στοιχείο σε κάποιο σημείο στο μέλλον. Η εγγενής ευελιξία της σύμβασης επιλογής έχει αξία και πληρώνεται με ένα ασφάλιστρο. Οι out-of-the-money επιλογές μπορούν να αγοραστούν ώστε να μειώσουν το κόστος με ένα λιγότερο αρεστό επιτόκιο σε σύγκριση με το είδη υπάρχων. Μια επιλογή ξένου συναλλάγματος είναι απλά «το δικαίωμα, αλλά όχι η υποχρέωση ανταλλαγή ενός νομίσματος σε μία προκαθορισμένη αναλογία». Για παράδειγμα, ένας κατασκευαστής ηλεκτρονικών υπολογιστών στη Φινλανδία μπορεί να δώσει τιμές πώλησης στη Σουηδία τόσο σε ευρώ όσο και σε σουηδική κορώνα (SEK). Με βάση την εκάστοτε αναλογία, τα έσοδα μπορεί να καταβληθεί είτε σε SEK ή ευρώ. Σε αυτή την περίπτωση που ο κατασκευαστής δεν μπορεί να προβλέψει σε ποιο νόμισμα θα πληρώσει ο πελάτης, δεν υπάρχει νόημα να γίνονται προθεσμιακές ή μελλοντικές συμβάσεις, καθώς η αντιστάθμιση είναι άσκοπη (Hull, J C, 2009).

Μια επιλογή είναι μια σύμβαση για την «μελλοντική παράδοση ενός νομίσματος σε αντάλλαγμα για ένα άλλο, όπου ο κάτοχος του δικαιώματος προαίρεσης έχει το δικαίωμα να αγοράσει (ή να πουλήσει) το νόμισμα σε προσυμφωνημένη τιμή», αλλά δεν υποχρεούται να το πράξει. Το συμφωνηθέν τίμημα ονομάζεται τιμή άσκησης, το δικαίωμα να αγοράσει είναι ένα call και το δικαίωμα να πωλήσει είναι ένα put. Για το εν λόγω δικαίωμα ο κάτοχος πληρώνει ένα τίμημα, «τέλος», που ονομάζεται τίμημα του δικαιώματος. Ο πωλητής της επιλογής λαμβάνει την προμοδότηση και στη συνέχεια είναι υποχρεωμένος να κάνει (ή να λάβει) παράδοση σε μία προσυμφωνημένη τιμή, εάν ο αγοραστής (κάτοχος) αποφασίζει να ασκήσει κατευθείαν την επιλογή του. Οι ευρωπαϊκές επιλογές δίνουν την άδεια στον κάτοχο να ασκεί την επιλογή μόνο κατά την ημερομηνία λήξης, ενώ οι αμερικανικές επιλογές επιτρέπουν στον κάτοχο να τις ασκεί οποτεδήποτε πριν από την ημερομηνία λήξης (Hull, JC, 2009). Υπάρχουν 4 είδη επιλογών και είναι όπως ακολουθούν:

1. Αγορασμένα Call (δικαίωμα αγοράς σε ορισμένη τιμή)
2. Πουλημένα Call (πώληση του δικαιώματος αγοράς σε ορισμένη τιμή)
3. Αγορασμένα Put (αγορά δικαιώματος πώλησης σε ορισμένη τιμή).

4. Πουλημένα Put (πώληση δικαιώματος πώλησης σε ορισμένη τιμή). (Hull, J C, 2012).

Για να γίνει καλύτερα κατανοητό θα εξεταστεί ένα παράδειγμα. Έστω ένας Αμερικάνος εισαγωγέας που έχει να κάνει πληρωμή 60.000 Ευρώ (EUR) σε Γερμανό εξαγωγέα σε 60 ημέρες. Για να αντισταθμίσει την αβεβαιότητα σε σχέση με την μεταβολή της ισοτιμίας θα αγοράσει ένα Ευρωπαϊκό call (δικαίωμα να του παραδοθούν EUR σε 60 ημέρες). Έστω ότι το option premium είναι 2 σέντς (\$0,02) για κάθε ένα EUR και η τιμή (ισοτιμία) εξάσκησης είναι \$1,10/ EUR.

i. Εάν σε 60 ημέρες η ισοτιμία γίνεται \$1,20/ EUR. Ο εισαγωγέας θα εξασκήσει το δικαίωμα και θα αγοράσει για \$1,10/ EUR με κέρδος $\$1,20 - \$1,10 = 0,10$, δηλαδή 10 σέντς ανά Ευρώ. Το συμβόλαιο όμως είναι για 60.000 EUR, άρα θα έχει ένα κέρδος συνολικό \$6.000.

ii. Εάν σε 60 ημέρες η ισοτιμία γίνεται: \$1,00/ EUR. Ο εισαγωγέας δεν θα εξασκήσει το δικαίωμα να αγοράσει τα EUR αλλά θα πάει να αγοράσει από την αγορά απευθείας με μόνο και επομένως το εν λόγω δικαίωμα προαίρεσης θα έχει ως κόστος μόνο το αρχικό του κόστος (τιμή) ή option premium που έχει ήδη όμως πληρωθεί.

Μία ανταλλαγή swar είναι μια συμφωνία μεταξύ των δύο εταιριών για την ανταλλαγή ταμειακών ροών στο μέλλον. Η συμφωνία περιλαμβάνει τις ημερομηνίες, που πρέπει να καταβληθούν οι ταμειακές ροές και τον τρόπο με τον οποίο υπολογίζονται. Συχνά, η υπολογιζόμενη αξία των ταμειακών ροών περιλαμβάνει τη μελλοντική αξία ενός επιτοκίου, μιας συναλλαγματικής ισοτιμίας ή μίας άλλης μεταβλητής της αγοράς. Το προθεσμιακό συμβόλαιο και μια συμφωνία swar μπορούν να θεωρηθούν ως πολύ παρόμοια, αλλά η διαφορά τους είναι ότι η προθεσμιακή σύμβαση ανταλλάσσει συνήθως τις ταμειακές ροές σε μία μόνο μελλοντική ημερομηνία, ενώ το swar συνήθως οδηγεί σε ανταλλαγές των ταμειακών ροών σε διάφορες μελλοντικές ημερομηνίες (Hull, JC, 2009).

Το πιο συνηθισμένο είδος swar είναι το απλό swar επιτοκίων, με την μια εταιρεία να συμφωνεί να καταβάλει ταμειακές ροές ίσες με ένα προκαθορισμένο σταθερό για ένα ονομαστικό ποσό για μια σειρά ετών. Σε αντάλλαγμα, λαμβάνει τόκο με κυμαινόμενο επιτόκιο, το οποίο έχει ίδιο ύψος και ίδια προθεσμία με το αντίστοιχο της άλλης ομάδας (χρηματοπιστωτικό ίδρυμα ή τράπεζα) (Hull, JC, 2009).

Ένα παράδειγμα αυτού φαίνεται στο σχήμα 1. Μία συμφωνία swar 3 ετών γίνεται την 1η Μαρτίου 2007 μεταξύ της Εταιρείας A και B Εταιρείας Υποθέτουμε ότι η εταιρεία

A συμφωνεί να πληρώσει επιτόκιο 5% ετησίως στην εταιρεία B για 100 εκατομμύρια ευρώ, και σε αντάλλαγμα η εταιρεία B συμφωνεί να πληρώσει το εξάμηνο Euribor (Μάρτιος 1200, EUR6? 4,135%, Τράπεζα της Φινλανδίας) στο ίδιο κεφάλαιο. Η εταιρεία A είναι ο πληρωτής σταθερού επιτοκίου και η εταιρεία B είναι ο πληρωτής κυμαινόμενου επιτοκίου. Η εταιρεία A θα πληρώσει 2,5 εκατομμύρια € στην εταιρεία B (τόκοι από 100 εκατομμύρια € για 6 μήνες με επιτόκιο 5%). Η εταιρεία B θα πληρώσει στην εταιρεία A τόκους των 100 εκατομμυρίων € σε ποσοστό EUR6 που έχει καθοριστεί 6 μήνες πριν από την ημερομηνία καταβολής, σε αυτή την περίπτωση το πρώτο του Μαρτίου του 2007. Η εταιρεία B πληρώνει: $0,5 * 0,04135 * 100$ ίδιο με 2,0675 εκατομμύρια € (ο υπολογισμός απλοποιείται καθώς αγνοεί την ημέρα καταμέτρησης). (Hull, JC, 2009) όπως φαίνεται και στο σχήμα 11 του παραρτήματος.

Η δεύτερη πληρωμή θα πραγματοποιηθεί την 1η Μαρτίου του 2008, ένα χρόνο μετά την είσοδο στη συμφωνία. Η εταιρεία A εξακολουθεί να πληρώνει την εταιρεία B το ίδιο ποσό, δεδομένου ότι είναι ένα σταθερό ποσοστό του 2,5 εκατ. Η εταιρεία B θα πρέπει να καταβάλλει ένα επιτόκιο στα 100 εκατ. που έχει καθοριστεί 6 μήνες πριν από την ημερομηνία πληρωμής. Για παράδειγμα 4,764% είναι παρόμοια με 2.382 εκατομμύρια €. Μια ανταλλαγή επιτοκίων είναι συνήθως δομημένη έτσι ώστε η μία πλευρά εμβάσει τη διαφορά μεταξύ των δύο πληρωμών προς την άλλη πλευρά. Σε αυτό το παράδειγμα, η εταιρεία A θα πληρώσει 0,4325 εκατομμύρια ευρώ (2,5 εκατομμύρια ευρώ - 2,0675 ευρώ) την πρώτη Σεπτεμβρίου, το 2007, και 0.118 εκατομμύρια ευρώ (2,5 εκατομμύρια ευρώ - 2.382 ευρώ) την πρώτη Μαρτίου, 2008. Η συμφωνία αυτή θα συνεχιστεί μέχρι τη λήξη του swap. (Hull, JC, 2009).

Μια εταιρεία επίσης μπορεί να χρησιμοποιήσει το χρέος αντί για προθεσμιακές συμβάσεις ή συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης σε πράξεις αντιστάθμισης του νομίσματος. Τόσο ο δανεισμός στο νόμισμα στο οποίο η εταιρεία είναι εκτεθειμένη ή οι επενδύσεις σε έντοκα περιουσιακά στοιχεία για την αντιστάθμιση μιας πληρωμής σε ξένο νόμισμα, ονομάζεται χρέος. Ένα παράδειγμα αυτού θα μπορούσε να είναι μια φινλανδική εταιρεία που έχει πουλήσει τα εμπορεύματα στη Στοκχόλμη. Ο εξαγωγέας τα έχει αντισταθμίσει με ένα προθεσμιακό συμβόλαιο σε SEK για την προστασία τους έναντι κάποιας ενδεχόμενης πτώσης στο νόμισμα. Η εταιρεία μπορούσε, αντί να κάνει ένα προθεσμιακό συμβόλαιο, να δανειστεί σε SEK και να αλλάξει τους σε ευρώ στην αγορά spot, τα άλλαξε σε ευρώ και τα κράτησε σε ένα λογαριασμό για δύο μήνες. τους πραγματοποιήθηκε στο κατάθεση του ευρώ για παράδειγμα δύο μήνες. Όταν η πληρωμή SEK ελήφθη από τον πελάτη, η πληρωμή μπορούσε να έχει χρησιμοποιηθεί

για να πληρώσει άμεσα το χρέος SEK. Αυτό το είδος της συναλλαγής ονομάζεται αντιστάθμιση της αγοράς χρήματος (Giddy, I, 2011).

Το κόστος αυτής της συναλλαγής, είναι η διαφορά μεταξύ του επιτοκίου SEK που έχει καταβληθεί και του επιτοκίου του ευρώ που έχει κερδηθεί. Αυτά τα εργαλεία αντιστάθμισης ταιριάζουν εάν η εταιρεία έχει να δανειστεί για μια μετάβαση ούτως ή άλλως, αφού τότε είναι απλά θέμα έκφρασης του χρέους της εταιρείας στο νόμισμα στο οποίο είναι εκτεθειμένη. Η αρνητική πτυχή της αντιστάθμισης της αγοράς χρήματος είναι ότι είναι πολύ δαπανηρή εάν η επιχείρηση δεν πρέπει να δανειστούν για άλλο σκοπό, καθώς τότε δανείζεται από μια τράπεζα, για να δανείζουν σε μία άλλη (Giddy, I, 2011).

Άλλα παραδείγματα επιλογών μηδενικού κόστους περιλαμβάνουν προθεσμιακές συμβάσεις, επιλογές προώθησης της σύμβασης και επιλογές προστασίας που επιτρέπουν κάποια συμμετοχή στην κίνηση της αγοράς, προστατεύοντας παράλληλα από καθοδικό κίνδυνο. Μια άλλη λύση για τη μείωση των κινδύνων και την αποφυγή νομισματικής αντιστάθμισης είναι η συνολική αντιστάθμιση της έκθεση σε συναλλαγή με την εύρεση ενός σχετικού offset στο ίδιο νόμισμα για τη μείωση ή την εξάλειψη του συναλλαγματικού κινδύνου.

Παραδείγματος χάριν, μια γαλλική εταιρεία εισάγει εμπορεύματα από την Κίνα, τα οποία μπορεί να πληρώσει σε αμερικανικά δολάρια. Η απαίτηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να αντισταθμίσει την πληρωτέα συναλλαγή, παρέχοντας ταυτόχρονα ένα φυσικό μέσο αντιστάθμισης, μειώνοντας συνολικά τον συναλλαγματικό κίνδυνο της εταιρείας σε μεταβολές της συναλλαγματικής ισοτιμίας USD / EUR. Ένα άλλο παράδειγμα που έχει εφαρμοστεί από διάφορους κατασκευαστές αυτοκινήτων, όπως η BMW περιλαμβάνει τη δημιουργία επιχειρήσεων στην ίδια χώρα όπου βρίσκονται οι πωλήσεις και οι πελάτες, με χαρακτηριστικό παράδειγμα το εργοστάσιο της BMW στη Νότια Καρολίνα. Με τη δημιουργία μιας μονάδας παραγωγής στις ΗΠΑ, όπου συμβαίνει ένα σημαντικό μέρος των πωλήσεών της, η BMW έχει δημιουργήσει ένα φυσικό μέσο αντιστάθμισης με συμψηφισμό της πληρωτέας και της εισπρακτέας συναλλαγής, με στόχο τη μείωση ή την εξάλειψη κάθε συναλλαγματικού κινδύνου λόγω των αλλαγών στο USD / EUR (Bin και Ying, 2012). Η διερεύνηση της μεθόδου που χρησιμοποίησε τόσο η BMW όσο και άλλες παρόμοιες πολυεθνικές εταιρίες σαν την Porsche, αναφέρεται παρακάτω με μεγαλύτερη λεπτομέρεια.

Ο κίνδυνος μετάφρασης δεν μπορεί να αντισταθμιστεί, δεδομένου ότι είναι καθαρά μια λογιστική εγγραφή που γίνεται με στόχο την μετατροπή του νομίσματος μιας

οικονομικής οντότητας σε νόμισμα της μητρικής εταιρείας. Αξίζει να σημειωθεί ότι πολλές πολυεθνικές εταιρείες με έδρα τις ΗΠΑ κατά το πρώτο τρίμηνο του 2015 παρουσιάστηκαν πιο αδύναμες σε σχέση με τις αναμενόμενες πωλήσεις και τα κέρδη, λόγω της ισχύος του δολαρίου, πράγμα που οδήγησε σε απώλειες μετάφρασης που συνέβησαν κατά την μετατροπή των νομισμάτων των ξένων θυγατρικών στις οικονομικές καταστάσεις, που χρησιμοποιούν το αμερικανικό δολάριο (Hintze, 2015). Ο κίνδυνος μετάφρασης αντισταθμίζεται πολύ σπάνια και μη συστηματικά, συχνά για να αποφευχθούν οι επιπτώσεις από πιθανές κρίσεις που προκαλούν οι απότομες νομισματικές κρίσεις επί του καθαρού ενεργητικού. Ο κίνδυνος αυτός αφορά κυρίως μακροπρόθεσμες ξένες εκθέσεις, όπως η αποτίμηση των θυγατρικών από την επιχείρηση, τη δομή του χρέους της και τις διεθνείς επενδύσεις. Ωστόσο, η μακροπρόθεσμη φύση αυτών των στοιχείων και το γεγονός ότι η μετάφραση νομίσματος επηρεάζει περισσότερο τον ισολογισμό, παρά την δήλωση εισοδήματος μιας επιχείρησης, κάνει την αντιστάθμιση του κινδύνου μετάφρασης έναν έλασσον ζήτημα για τη εταιρεία. Για τη μετάφραση του συναλλαγματικού κινδύνου της αξίας μιας θυγατρικής, είναι συνήθως πρακτική να αντισταθμίσει τα ανοίγματα του καθαρού ισολογισμού, δηλαδή, τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία (ακαθάριστα στοιχεία του ενεργητικού μείον υποχρεώσεις) της θυγατρικής που θα μπορούσαν να επηρεαστούν από δυσμενείς μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Συν τοις άλλοις, ο κίνδυνος συναλλαγής συχνά αντισταθμίζεται τακτικά (επιλεκτικά) ή στρατηγικά για να διατηρηθούν οι ταμειακές ροές και τα κέρδη, ανάλογα με το σκοπό του ταμείου της επιχείρησης σχετικά με τις μελλοντικές κινήσεις των εμπλεκόμενων νομισμάτων. Η τακτική αντιστάθμιση χρησιμοποιείται από τις περισσότερες επιχειρήσεις για να αντισταθμίσει τον κίνδυνο του συναλλαγματικού νομίσματος σχετικά με τις βραχυπρόθεσμες εισπρακτέες και πληρωτέες συναλλαγές, ενώ η στρατηγική αντιστάθμιση χρησιμοποιείται για συναλλαγές μεγαλύτερης περιόδου. Ωστόσο, ορισμένες εταιρείες χρησιμοποιούν παθητική αντιστάθμιση, η οποία περιλαμβάνει τη διατήρηση της ίδιας δομής αντιστάθμισης και την εκτέλεση σε κανονικές περιόδους αντιστάθμισης, ανεξάρτητα από τις νομισματικές προσδοκίες.

Ο οικονομικός κίνδυνος μπορεί να αντισταθμιστεί, αλλά είναι ιδιαίτερα δύσκολο, δεδομένου ότι απαιτεί την πρόβλεψη των συναλλαγματικών κινήσεων. Μια λύση θα είναι η παροχή ενός ευρέος φάσματος αναμενόμενων αλλαγών ή μεταβλητότητας στις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Όπως κάποιες μελέτες έχουν δείξει, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες είναι μία από τις πιο δύσκολες αγορές ως προς την πρόβλεψη και ως εκ τούτου οι ειδικοί στα νομίσματα συχνά αλλάζουν τις προβλέψεις τους κάθε έναν ή δύο

μήνες. Ένα παράδειγμα θα ήταν μια εταιρεία που είχε θέσει τα ποσοστά του προϋπολογισμού για το 2015 με βάση τα ποσοστά στο τέλος του έτους ή τις προβλέψεις εκείνη τη στιγμή. Δεν είναι πολλοί εκείνοι που προέβλεψαν την ενίσχυση του δολαρίου το 2015, με αποτέλεσμα οι εταιρείες να χρειάζεται να επαναπροσδιορίσουν τις προβλέψεις τους πολύ πιο σύντομα από ότι περίμεναν.

6.2 Η ποσοτικοποίηση του κινδύνου συναλλάγματος σε έναν οργανισμό

Έχοντας ορίσει τα είδη των κινδύνων συναλλάγματος και ποια από αυτά μπορούν να μετρηθούν μέσω της αντιστάθμισης, είναι σημαντικό να προσδιοριστούν και να ποσοτικοποιηθούν. Συχνά οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι και, ειδικότερα, ο συναλλαγματικός κίνδυνος μπορούν να προσδιοριστούν μέσω της βαθιάς γνώσης του τρόπου λειτουργίας της επιχείρησης και των αγορών στις οποίες δραστηριοποιείται. Η διοίκηση χρειάζεται να εξαρτάται από τους τοπικούς διαχειριστές για την ταυτοποίηση των νομισματικών κινδύνων. Ένας από τους πιο αποτελεσματικούς τρόπους για να προσδιορίσει ο συναλλαγματικός κίνδυνος είναι μέσω της χρήσης ενός συστήματος Διαχείρισης Επιχειρησιακών Πόρων (ERP), το οποίο αποτελεί ένα ευρύ σύστημα εταιρικό που μπορεί να εντοπίσει τα συναλλαγματικά ανοίγματα σε ολόκληρο τον οργανισμό σε παγκόσμια βάση. Ένα σύστημα ERP είναι επίσης σε θέση να προσδιορίσει την φυσική αντιστάθμιση και τα αντισταθμιστικά οφέλη για τη μείωση της συνολικής έκθεσης σε συναλλαγματικό κίνδυνο. Για παράδειγμα, ένας διευθυντής στις ΗΠΑ, ο οποίος αγοράζει προϊόντα από έναν προμηθευτή στην Ιταλία σε Ευρώ, είναι σε θέση να καθορίσει, μέσω του συστήματος ERP, πού πωλούνται πόροι από τις ΗΠΑ στην Ιταλία. Μια επιχείρηση πρέπει να ενημερώνεται συνεχώς για τους συναλλαγματικούς κινδύνους και να παρακολουθεί και να επανεξετάζει σε μηνιαία βάση τις αλλαγές των προβλέψεων. Και πάλι, ένα σύστημα ERP είναι ο καλύτερος τρόπος για να ενημερώνεται και να παρακολουθεί τα ανοίγματα των νομισμάτων, όσο αλλάζει και η ίδια η επιχείρηση. Για παράδειγμα, μια αμερικανική μητρική έχει μια θυγατρική στη Βραζιλία που έχει προβλέψει τις πωλήσεις στα 500M RS φέτος, αλλά λόγω των πρόσφατων οικονομικών προβλημάτων της χώρας το νόμισμα υποτιμάται, και οι πωλήσεις πέφτουν στα \$ 450M R \$. Αυτή η αλλαγή θα πρέπει να ενσωματωθεί στα συνολικά ανοίγματα της εταιρείας και του σχετικού συναλλαγματικού κινδύνου του BRL / USD.

Μετά την ταυτοποίηση των τύπων συναλλαγματικού ρίσκου και την μέτρηση της έκθεσης σε κίνδυνο, μια επιχείρηση πρέπει να αποφασίσει αν θα αντισταθμίσει ή όχι

αυτούς τους κινδύνους. Στον διεθνή χρηματοοικονομικό τομέα, το θέμα της κατάλληλης στρατηγικής για τη διαχείριση των διαφορετικών τύπων του συναλλαγματικού κινδύνου δεν έχει διευθετηθεί (Jacque, 1996). Στην πράξη, ωστόσο, οι εταιρικοί ταμίες έχουν χρησιμοποιήσει διάφορες στρατηγικές για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου, ανάλογα, *ceteris paribus*, με την επικράτηση ενός συγκεκριμένου τύπου κινδύνου και ανάλογα με το μέγεθος της επιχείρησης (Allen, 2003).

Στο πλαίσιο της αντιστάθμισης του συναλλαγματικού κινδύνου σε ένα ενοποιημένο ισολογισμό, το θέμα της αντιστάθμισης προφίλ του χρέους μιας επιχείρησης είναι επίσης υψίστης σημασίας (Marrison, 2002, Jorion και Khouiry, 1996). Το νόμισμα και η σύνθεση ωριμότητας του χρέους της επιχείρησης καθορίζουν την ευαισθησία της καθαρής θέσης και των κερδών της σε σχέση με τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Για να μειωθεί η επίδραση των συναλλαγματικών ισοτιμιών ως προς την αστάθεια των κερδών, η επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει ένα μοντέλο βελτιστοποίησης για να επινοηθεί ένα βέλτιστο σύνολο στρατηγικών αντιστάθμισης για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου της.

Η αντιστάθμιση την υπόλοιπη νομισματική έκθεση μετά την βελτιστοποίηση της σύνθεσης του χρέους είναι ένα δύσκολο έργο. Μια επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιεί τακτικές αντιστάθμισης, εκτός από την βελτιστοποίηση, για να μειώσει το υπολειμματικό νομισματικό κίνδυνο. Επιπλέον, αν οι συναλλαγματικές ισοτιμίες δεν κινούνται στην αναμενόμενη κατεύθυνση, η αντιστάθμιση του κινδύνου μετάφρασης μπορεί να προκαλέσει μεταβλητότητα είτε της ρευστότητας είτε των κερδών. Ως εκ τούτου, η αντιστάθμιση του κινδύνου μετάφρασης συχνά περιλαμβάνει την προσεκτική στάθμιση του κόστους της αντιστάθμισης έναντι του πιθανού κόστους της μη αντιστάθμισης

Ο οικονομικός κίνδυνος συχνά αντισταθμίζεται ως υπολειπόμενος κίνδυνος. Ο οικονομικός κίνδυνος είναι δύσκολο να ποσοτικοποιηθεί, καθώς αντικατοπτρίζει τις πιθανές επιπτώσεις των κινήσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών από την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών. Αυτό μπορεί να απαιτεί και την μέτρηση των πιθανών επιπτώσεων της απόκλισης των συναλλαγματικών ισοτιμιών από το επιτόκιο αναφοράς που χρησιμοποιείται για την πρόβλεψη των εσόδων και των δαπανών ροές μιας επιχείρησης σε μια δεδομένη περίοδο. Σε αυτή τη περίπτωση, ο αντίκτυπος της κάθε ροής μπορεί να συμψηφιστεί με τις γραμμές προϊόντων σε ένα εύρος αγορών, με το ουσιαστικό οικονομικό κόστος να είναι μικρό για τις εταιρείες που επενδύουν σε πολλές ξένες αγορές λόγω των αντισταθμιζόμενων αποτελεσμάτων. Επίσης, αν τις

μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών ακολουθούν οι διαφορές πληθωρισμού, τότε σε περίπτωση που μια επιχείρηση έχει μία θυγατρική που αντιμετωπίζει πληθωρισμό κόστους πάνω από το γενικό ποσοστό του πληθωρισμού, η εταιρεία αυτή θα εμφάνιζε προβλήματα ανταγωνιστικότητας και μείωσης των αρχικών αξιών λόγω των προσαρμογών στις συναλλαγματικές ισοτιμίες που δεν συμβαδίζουν με την ισοτιμία αγοραστικής δύναμης (Froot and Thaler, 1990). Υπό αυτές τις συνθήκες, η εταιρεία θα μπορούσε να αντισταθμίσει την καλύτερη οικονομική έκθεσή της, με τη δημιουργία υποχρεώσεων (π.χ. χρηματοδοτικές δραστηριότητες) στο νόμισμα που η θυγατρική της επιχείρηση βιώνει την άνοδο του πληθωρισμού κόστους (δηλαδή, στο νόμισμα που η αξία της επιχείρησης είναι ευάλωτη).

Εξελιγμένα, ωστόσο, ταμεία έχουν αναπτύξει αποτελεσματικές στρατηγικές αντιστάθμισης ως μία πιο ολοκληρωμένη προσέγγιση απέναντι στην απλή αντιστάθμιση νομισματικού κινδύνου, σε σύγκριση με την απλή αγορά κάλυψης της συναλλαγματικής έκθεσης (Kritzman, 1993). Ουσιαστικά, μία καλή στρατηγική υπολογίζει το κόστος της αντιστάθμισης με το κόστος της μη αντιστάθμισης, και επομένως αναπτύσσεται ο αποδοτικότερος και φτηνότερος τρόπος αντιμετώπισης του κινδύνου. Λαμβάνοντας υπόψη την έκθεση του νομίσματος, τα μοντέλα βελτιστοποίησης της αντισταθμιστικής στρατηγικής συνήθως συγκρίνουν τις αποκλειστικά αντισταθμιστικές και τις αποκλειστικά μη αντισταθμιστικές προσεγγίσεις χρησιμοποιώντας απλές στρατηγικές για την επιλογή της καλύτερης. Αν και αυτή η προσέγγιση για τη διαχείριση του κινδύνου παρέχει τη δομή αντιστάθμισης με το λιγότερο κόστος για ένα δεδομένο προφίλ κινδύνου, εξαρτάται καθοριστικά από την άποψη του εταιρικού ταμεία για την συναλλαγματική ισοτιμία. Αξίζει να σημειωθεί ότι αυτή η βελτιστοποίηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον κίνδυνο συναλλαγής, μετάφρασης ή νομίσματος, υπό την προϋπόθεση ότι η εταιρεία έχει μια συγκεκριμένη άποψη για το νόμισμα (δηλαδή, μια πιθανή πρόβλεψη των συναλλαγματικών ισοτιμιών κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου).

Η επίδοση της αντιστάθμισης μπορεί να μετρηθεί ως μία απόσταση σε ένα συγκεκριμένο επιτόκιο αναφοράς (Jacque, 1996). Το ρίσκο που εμπεριέχεται στην αντιστάθμιση συνήθως εκφράζεται ως ένας αριθμός VaR που είναι συμβατός με την μέτρηση της επίδοσης. Τα μοντέλα βελτιστοποίησης της αντιστάθμισης, επιτρέπουν την εύρεση του καλύτερου δυνατού στρατηγικού μοντέλου αντιστάθμισης, μη παρέχοντας ωστόσο πλάνα για κάθε νόμισμα. Με αποτέλεσμα, και η επίδοση και το VaR να μετρώνται ως ουσιαστικοί συντελεστές αντιστάθμισης που υπολογίζονται με βάση το ρίσκο ως προς το επίπεδο εμπιστοσύνης. Τότε η καλύτερη δυνατή στρατηγική

επιλέγεται με τον καθορισμό του ρίσκου που είναι διατεθειμένη να αναλάβει η εταιρεία. Η στρατηγική αυτή έχει το λιγότερο δυνατό ποσοστό αντιστάθμισης για ένα αποδεκτό επίπεδο αβεβαιότητας. Καθ' αυτό τον τρόπο, όταν η εικόνα του νομίσματος της εταιρείας δείχνει μεταβλητότητα, οι επιλογές παράγουν ένα καλύτερο ή έστω παρόμοιο ποσοστό αντιστάθμισης. Επιπλέον, όταν το τοπικό νόμισμα έχει σχετικά υψηλή απόδοση και χαμηλή μεταβλητότητα, οι επιλογές δημιουργούν σχεδόν πάντα μια καλύτερα σταθμισμένη συναλλαγματική αντιστάθμιση.

Στο πλαίσιο της πολιτικής για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου, οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν μια ποικιλία αναφορών αντιστάθμισης για να διαχειριστεί αποτελεσματικά τις στρατηγικές αντιστάθμισης του κινδύνου τους. Τα εν λόγω κριτήρια είναι το επίπεδο αντιστάθμισης (δηλαδή, ένα ορισμένο ποσοστό), η περίοδος αναφοράς, ειδικά για τις επιχειρήσεις που έχουν χρησιμοποιήσει πρώιμη αντιστάθμιση για τον περιορισμό της μεταβλητότητας των μετοχών τους, (π.χ., τριμηνιαία ή αναφοράς 12 μηνών), και των συναλλαγματικών ισοτιμιών του προϋπολογισμού, ανάλογα με τους επικρατούντες λογιστικούς κανόνες. Επιπλέον, τα σημεία αναφοράς επιτρέπουν την σύγκριση μεταξύ της επίδοσης μεμονωμένων αντισταθμίσεων σε σχέση με τις αντισταθμίσεις της εταιρείας.

Οι συναλλαγματικές ισοτιμίες του προϋπολογισμού παρέχουν στις επιχειρήσεις ένα σημείο αναφοράς (Madura, 1989). Η ρύθμιση των συναλλαγματικών ισοτιμιών του προϋπολογισμού συνδέεται συχνά με τις ευαισθησίες της επιχείρησης και τις προτεραιότητες της. Μετά τη λήψη της απόφασης σχετικά με την ισοτιμία του προϋπολογισμού, το εταιρικό ταμείο πρέπει να καθορίσει ένα κατάλληλο ποσοστό αντιστάθμισης κινδύνου και να εξασφαλίσει ότι υπάρχει ελάχιστη απόκλιση από αυτό το ποσοστό αντιστάθμισης. Αυτή η διαδικασία καθορίζει τη συχνότητα και τα μέσα που θα χρησιμοποιηθούν σε πράξεις αντιστάθμισης. Θα πρέπει επίσης να επισημανθεί ότι οι επίμονες κινήσεις σε σχέση με το numeraire (λειτουργικό) νόμισμα θα πρέπει να αντικατοπτρίζονται στα ποσοστά του προϋπολογισμού, ή θα πρέπει να θεωρούνται στρατηγική τοποθέτηση και αντιστάθμιση.

Οι επιχειρήσεις έχουν διαφορετικές πρακτικές όσον αφορά τον καθορισμό των συναλλαγματικών ισοτιμιών του προϋπολογισμού (Lam, 2003). Πολλοί εταιρικοί ταμίες των πολυεθνικών εταιρειών προτιμούν να χρησιμοποιούν τα ποσοστά PPP ως συναλλαγματικές ισοτιμίες του προϋπολογισμού, συχνά με την προϋπόθεση ότι μπορεί να χρειαστούν βραχυπρόθεσμα μία τακτική αντιστάθμισης όπου η απόδοση πρόβλεψης του μοντέλου PPP είναι συνήθως κακή. Ωστόσο, άλλες πολυεθνικές

εταιρείες προτιμούν να ορίζουν το ποσοστό του προϋπολογισμού, σύμφωνα με το ημερολόγιο των πωλήσεών τους και, στη συνέχεια, με τη στρατηγική αντιστάθμισης τους. Για παράδειγμα, αν μια επιχείρηση έχει ένα τριμηνιαίο χρονοδιάγραμμα πωλήσεων, μπορεί να αποφασίσει να αντισταθμίσει τριμηνιαίες ταμειακές ροές σε ξένο νόμισμα του επόμενου έτους κατά τέτοιο τρόπο, ώστε να μην διαφέρουν περισσότερο από ένα ορισμένο ποσοστό από την ταμειακή ροή κατά το ίδιο τρίμηνο του περασμένου έτους. Κατά συνέπεια, αυτό θα απαιτήσει τέσσερις αντισταθμίσεις ετησίως, κάθε μία από τις οποίες διάρκειας ενός έτους, με αντισταθμίσεις που γίνονται στο τέλος της περιόδου, χρησιμοποιώντας το τέλος της συναλλαγματικής ισοτιμίας ως ποσοστό του προϋπολογισμού της.

Εναλλακτικά, μια επιχείρηση μπορεί να αποφασίσει να ορίσει το ποσοστό της ισοτιμίας του προϋπολογισμού της με βάση τη μέση ημερήσια τιμή συναλλάγματος κατά το προηγούμενο οικονομικό έτος (Barton, Shenkir, και Walker, 2002). Αυτή η λειτουργία αντιστάθμισης συνήθως εκτελείται την τελευταία ημέρα του προηγούμενου οικονομικού έτους, με ημερομηνία έναρξης την πρώτη ημέρα του νέου οικονομικού έτους. Επιπλέον, μια εταιρεία μπορεί επίσης να χρησιμοποιήσει την παθητική αντιστάθμιση συναλλαγματικού κινδύνου, όπως την αντιστάθμιση της μέσης τιμής της ταμειακής ροής σε ξένο νόμισμα κατά τη διάρκεια μιας καθορισμένης χρονικής περιόδου, σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο, μέσα από τις διαθέσιμες δομές της αγοράς. Αυτό το είδος της στρατηγικής αντιστάθμισης είναι αρκετά απλή και πιο εύκολη στην παρακολούθηση.

Η ρύθμιση των συναλλαγματικών ισοτιμιών του προϋπολογισμού είναι επίσης ζωτικής σημασίας για την τιμολογιακή στρατηγική της επιχείρησης, πέρα από την σημασία τους για τον καθορισμό του δείκτη αναφοράς απόδοσης αντιστάθμισης και το περιεχόμενο της αντιστάθμισης. Ωστόσο, η συναλλαγματική ισοτιμία του προϋπολογισμού που χρησιμοποιείται για την πρόβλεψη των ταμειακών ροών πρέπει να είναι κοντά στην τρέχουσα ισοτιμία, προκειμένου να αποφευχθούν πιθανές σημαντικές αλλαγές στην τιμολογιακή στρατηγική της επιχείρησης ή να επανεξεταστεί η στρατηγική αντιστάθμισης του. Στο πλαίσιο αυτό, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η πρόβλεψη των μελλοντικών συναλλαγματικών ισοτιμιών αποτελεί βασική πτυχή της στρατηγικής τιμολόγησης μιας επιχείρησης (Papaioannου, 1989). Δεδομένου ότι είναι επαρκώς τεκμηριωμένο ότι τα προθεσμιακά επιτόκια είναι κακοί προγνωστικοί παράγοντες για τις μελλοντικές ισοτιμίες, θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν άλλα διαρθρωτικά ή χρονικά μοντέλα της συναλλαγματικής ισοτιμίας για ένα τέτοιο εγχείρημα (Bansal & Dahlquist, 2000, Fama, 1984). Αυτό γίνεται φανερό αν συγκρίνουμε τις

καθαρές ταμειακές ροές της επιχείρησης που έχουν υπολογιστεί με βάση τη συναλλαγματική πρόβλεψη και τη μέλλουσα συναλλαγματική ισοτιμία. Για μια επένδυση σε μια ξένη θυγατρική, εξάλλου, η συναλλαγματική ισοτιμία του προϋπολογισμού είναι συχνά η λογιστική τιμή, δηλαδή, η συναλλαγματική ισοτιμία στο τέλος του προηγούμενου οικονομικού έτους.

6.3 Βέλτιστες πρακτικές για τη διαχείριση κινδύνων συναλλαγματικών ισορροπιών

Για τις αποφάσεις διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου τους, οι επιχειρήσεις με σημαντική έκθεση συναλλαγματικής ισοτιμίας συχνά χρειάζονται τη δημιουργία ενός πλαισίου λειτουργίας των βέλτιστων πρακτικών (Allen, 2003? Jacque, 1996). Αυτές οι πρακτικές ή οι αρχές μπορούν να περιλαμβάνουν:

1. Προσδιορισμός των τύπων του συναλλαγματικού κινδύνου στους οποίους εκτίθεται μια επιχείρηση και μέτρηση της σχετικής έκθεσης σε κίνδυνο. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, αυτό συνεπάγεται τον προσδιορισμό των συναλλαγών, τη μετάφραση και τους οικονομικούς κινδύνους, μαζί με την ειδική αναφορά στα νομίσματα που σχετίζονται με κάθε τύπο συναλλαγματικού κινδύνου. Επιπλέον, η μέτρηση των ανωτέρω συναλλαγματικών κινδύνων με την χρήση διαφόρων μοντέλων αποτελεί ένα ακόμα κρίσιμο στοιχείο για τον προσδιορισμό των θέσεων αντιστάθμισης κινδύνου.

2. Ανάπτυξη μιας στρατηγικής για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου. Μετά τον προσδιορισμό των τύπων του συναλλαγματικού κινδύνου και τη μέτρηση της έκθεσης σε κίνδυνο της επιχείρησης, μια στρατηγική νομίματος θα πρέπει να συσταθεί για την αντιμετώπιση αυτών των κινδύνων. Ειδικότερα, η στρατηγική αυτή θα πρέπει να προσδιορίζει στόχους, αν και εφόσον η εταιρεία θα πρέπει να αντισταθμίσει πλήρως ή μερικώς την νομισματική της έκθεση. Επιπλέον, πρέπει να συσταθεί μια λεπτομερής προσέγγιση αντιστάθμισης νομίματος. Είναι επιτακτική ανάγκη για την επιχείρηση να αναλύσει την συνολική της στρατηγική για τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου σε επιχειρησιακό επίπεδο, συμπεριλαμβάνοντας την διαδικασία εκτέλεσης της αντιστάθμισης νομίματος, τα μέσα αντιστάθμισης που πρέπει να χρησιμοποιούνται, καθώς και τις διαδικασίες παρακολούθησης των αντισταθμίσεων νομίματος.

3. Δημιουργία μιας κεντρικής οντότητας στο ταμείο της επιχείρησης για την αντιμετώπιση των πρακτικών πτυχών της εκτέλεσης της αντιστάθμισης συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η οντότητα αυτή θα είναι υπεύθυνη για την πρόβλεψη της συναλλαγματικής ισοτιμίας, την αντιστάθμιση των μηχανισμών προσέγγισης, τις λογιστικές διαδικασίες σχετικά με το συναλλαγματικό κίνδυνο, το κόστος της αντιστάθμισης νομίσματος, και τον καθορισμό κριτηρίων αναφοράς για τη μέτρηση της απόδοσης της αντιστάθμισης νομίσματος. (Οι ενέργειες αυτές μπορούν να πραγματοποιηθούν από κάποια εξειδικευμένη ομάδα με επικεφαλής τον ταμία ή, για τις μεγάλες πολυεθνικές επιχειρήσεις, με επικεφαλής τον αντιπρόσωπο.)

4. Ανάπτυξη ενός συνόλου ελέγχων που θα έχουν ως στόχο την παρακολούθηση του συναλλαγματικού κινδύνου της επιχείρησης και την εξασφάλιση της κατάλληλης λήψης θέσεων. Αυτό περιλαμβάνει την θέσπιση ορισμένων θέσεων για κάθε αντισταθμιστικό όργανο μέσω αξιολογήσεων τις αγορές και όλων των νομισματικών θέσεων σε καθημερινή και ολοήμερη βάση. Επιπλέον, σημαντικός είναι και ο καθορισμός κριτηρίων αντιστάθμισης συναλλαγματικού κινδύνου για την περιοδική παρακολούθηση της αντιστάθμισης απόδοσης (συνήθως κάθε μήνα).

5. Σύσταση επιτροπής εποπτείας των κινδύνων. Η επιτροπή αυτή θα έχει ως στόχο την έγκριση των ορίων για την ανάληψη θέσεων, την εξέταση της καταλληλότητας των μέσων αντιστάθμισης και των σχετικών θέσεων VaR, και την αναθεώρηση της πολιτικής διαχείρισης κινδύνου σε τακτική βάση.

Η διαχείριση της έκθεσης σε κίνδυνο συναλλαγματικής ισοτιμίας έχει αποκτήσει εξέχουσα θέση κατά την τελευταία δεκαετία, ως αποτέλεσμα της ασυνήθιστης εμφάνισης ενός μεγάλου αριθμού νομισματικών κρίσεων. Από την πλευρά των εταιρικών διαχειριστών, η διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου θεωρείται όλο και περισσότερο μια συνετή προσέγγιση για τη μείωση των τρωτών σημείων μιας επιχείρησης από τις μεγάλες διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών (Van Deventer, Imai, και Mesler, 2004). Αυτή η στάση έχει επίσης ενισχυθεί από την πρόσφατη διεθνή προσοχή τόσο σε λογιστικούς κινδύνους όσο και κινδύνους ισολογισμού.

Ο προϋπολογισμός κεφαλαίων ποσοτικοποιεί τα οφέλη, το κόστος και τους κινδύνους της επένδυσης. Η επιχείρηση πρέπει πρώτον να εκτιμήσει τις ροές μετρητών που σχετίζονται με το εκάστοτε έργο, και στην συνέχεια να προεξοφλήσει τις ροές αυτές ώστε να προσδιορίσει την καθαρή παρούσα αξία τους χρησιμοποιώντας ένα κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Ανάμεσα στους παράγοντες που αφορούν την

υιοθέτηση τεχνικών προϋπολογισμού κεφαλαίων για μια διεθνή επιχείρηση κατασκευής, είναι οι εξής:

Ο διαχωρισμός μεταξύ των ροών ρευστού για διάφορα προγράμματα και των ροών προς την θυγατρική. Πολιτικοί και οικονομικοί κίνδυνοι, συμπεριλαμβανομένου του συναλλαγματικού κινδύνου, μπορούν να επιδράσουν την τιμή ξένων επενδύσεων. Η σχέση μεταξύ των ροών μετρητών προς την μητρική και της πηγή της χρηματοδότησης πρέπει να είναι γνωστή.

Ταμιακές Ροές για Προγράμματα και για την Μητρική

Οι ταμιακές ροές προς τα προγράμματα δεν είναι το ίδιο με τις ταμιακές ροές προς την μητρική εταιρία. Τα διάφορα προγράμματα δεν είναι πάντα σε θέση να εμβάσουν το σύνολο των ροών προς την μητρική εταιρία. Για παράδειγμα, οι ροές μπορούν να σταματήσουν λόγω του επαναπατρισμού στην χώρα υποδοχής, λόγω της υψηλής φορολογίας, ακόμα και λόγω των απαιτήσεων του κράτους για επενδύσεις στο εσωτερικό της χώρας. Ενώ αυτοί οι περιορισμοί δεν επηρεάζουν άμεσα την αξία του ίδιου του προγράμματος, επιδρούν την αξία του ως προς την μητρική εταιρία, καθώς περιορίζουν τις ταμιακές ροές της εταιρίας. Κατά την διαδικασία αξιολόγησης μίας επένδυσης, η μητρική εταιρία χρειάζεται να επικεντρώνεται στα χρήματα που το πρόγραμμα δεσμεύει και όχι αποκλειστικά σε αυτά που παράγει, διότι επηρεάζεται άμεσα η ρευστότητα της εταιρίας.

Προσαρμογή για Πολιτικούς και Οικονομικούς Κινδύνους

Κατά την ανάλυση μιας ξένη επενδυτικής ευκαιρίας, η επιχείρηση πρέπει να εξετάσει τις πολιτικούς και οικονομικούς κινδύνους που απορρέουν από την θέση του κράτους. Ο πολιτικός κίνδυνος αποτελεί την πιθανότητα οι πολιτικές δυνάμεις να προκαλέσουν δραστικές αλλαγές στο επιχειρηματικό περιβάλλον μιας χώρας, κάτι που θα πλήξει τα κέρδη και άλλους στόχους μιας επιχείρησης. Ο πολιτικός κίνδυνος περιλαμβάνει ασυνέπεια στις πολιτικές, αλλαγές στη νομοθεσία και τους κανονισμούς, περιορισμούς στον επαναπατρισμό κεφαλαίων, και οι περιορισμούς στις εισαγωγές. Σε λιγότερο ακραίες περιπτώσεις, οι πολιτικές αλλαγές μπορεί να οδηγήσουν σε αύξηση φορολογικών συντελεστών, στην επιβολή ελέγχων συναλλάγματος που περιορίζουν ή εμποδίζουν την ικανότητα μιας θυγατρικής για την έμβαση κερδών στη μητρική της εταιρία, στην επιβολή ελέγχων των τιμών, και σε κυβερνητικές παρεμβάσεις στις

υπάρχουσες συμβάσεις. Ο βαθμός πιθανότητας αυτών των γεγονότων μειώνει την ελκυστικότητα μιας ξένης επενδυτικής ευκαιρίας.

Οικονομικός κίνδυνος είναι η πιθανότητα οικονομικά γεγονότα ή κακοδιαχείριση να προκαλέσει δραστικές αλλαγές στο επιχειρηματικό περιβάλλον της χώρας που μπορούν να βλάψουν το κέρδος και άλλους στόχους μιας επιχείρησης. Στην πράξη, το μεγαλύτερο πρόβλημα που προκύπτει από την οικονομική κακοδιαχείριση είναι ο πληθωρισμός, ειδικά για μια ξένη εταιρεία με περιουσιακά στοιχεία σε μια χώρα. Ο υψηλός πληθωρισμός οδηγεί σε μείωση της αξίας των ταμειακών ροών που απορρέουν από τα κέρδη της επιχείρησης και συνεπώς όσο αυξάνεται η πιθανότητα αύξησης του, τόσο πέφτει η ελκυστικότητα του προορισμού.

Κίνδυνος και Προϋπολογισμός Κεφαλαίων

Κατά την ανάλυση μιας ξένης επενδυτικής ευκαιρίας, ο πρόσθετος κίνδυνος που απορρέει από τη θέση του κράτους μπορεί να αντιμετωπιστεί με διάφορους τρόπους. Πρώτον, οι εταιρείες συχνά αντιμετωπίζουν κάθε κίνδυνο ως ένα ενιαίο πρόβλημα, με αποτέλεσμα την αύξηση του προεξοφλητικού επιτοκίου για ξένα προγράμματα, σε χώρες όπου πολιτικοί και οικονομικοί κίνδυνοι θεωρούνται πιθανοί. Όσο υψηλότερο είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο, τόσο μεγαλύτερο είναι το καθαρό κέρδος που πρέπει να έχει το πρόγραμμα για να είναι συμφέρον. η προβλεπόμενη καθαρές ταμειακές ροές θα πρέπει να είναι για μια επένδυση. Δεύτερον, μπορεί κανείς να αναλύσει εναλλακτικά σενάρια με προβλέψεις των εκάστοτε πιθανοτήτων σε ένα πλαίσιο ανάλυσης αποφάσεων (Au 1983; Lopez 1998).

Αποφάσεις Χρηματοδότησης

Όταν μία εταιρεία εξετάζει τις επιλογές της για τη χρηματοδότηση μίας ξένης επένδυσης, πρέπει να εξετάσει δύο ζητήματα. Πρώτον, πώς θα χρηματοδοτηθεί η ξένη επένδυση; Εάν απαιτείται εξωτερική χρηματοδότηση, το πρώτο πρέπει να αποφασίσει είναι εάν θα δανειστεί από πηγές στη χώρα υποδοχής ή από αλλού. Δεύτερον, το πώς θα διαμορφωθεί η οικονομική δομή των αλλοδαπών θυγατρικών.

Πηγή χρηματοδότησης

Εάν η επιχείρηση πρόκειται να ζητήσει εξωτερική χρηματοδότηση για ένα έργο, χρειάζεται να δανειστεί κεφάλαια από την φτηνότερη δυνατή πηγή, όπως είναι οι παγκόσμιες αγορές κεφαλαίων. Η χρήση των παγκόσμιων κεφαλαιαγορών μπορεί να οδηγήσει σε χρηματοδότηση από οπουδήποτε στον κόσμο με το χαμηλότερο συνολικό κόστος. Ωστόσο, οι περιορισμοί της κυβέρνησης της χώρας υποδοχής μπορούν να αποκλείουν αυτή την επιλογή. Οι κυβερνήσεις πολλών χωρών απαιτούν, ή τουλάχιστον να προτιμούν, ξένες πολυεθνικές να δέχονται τοπική χρηματοδότηση των έργων, με τοπική χρηματοδότηση του χρέους ή με τοπικές πωλήσεις των ιδίων κεφαλαίων. Σε χώρες όπου η διαθεσιμότητα επενδυτικών κεφαλαίων (ή " ρευστότητας ") είναι περιορισμένη, η τοπική χρηματοδότηση αυξάνει το κόστος του κεφαλαίου για ένα έργο. Η επιχείρηση μπορεί να επιθυμεί να εξετάσει τον τοπικό δανεισμό (ή τη χρηματοδότηση του χρέους) για επενδύσεις σε χώρες όπου το τοπικό νόμισμα αναμένεται να υποτιμηθεί στην αγορά συναλλάγματος. Ωστόσο, αν πρέπει να εξυπηρετούνται υποχρεώσεις προς εξωτερικό χρέος, το γεγονός ότι το τοπικό νόμισμα υποτιμάται, αυξάνει αποτελεσματικά το κόστος του κεφαλαίου.

Χρηματοοικονομική διάρθρωση

Υπάρχει μεγάλη ποικιλία ως προς το μέσο όρο των λόγων του χρέους των επιχειρήσεων και ως εκ τούτου η οικονομική δομή των επιχειρήσεων που είναι εγκατεστημένες σε διαφορετικές χώρες. Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι τα διαφορετικά φορολογικά καθεστώτα καθορίζουν την σχετική ελκυστικότητα του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων σε μια χώρα. Μια διεθνής επιχείρηση θα πρέπει να υιοθετήσει μια οικονομική δομή για κάθε ξένη θυγατρική που ελαχιστοποιεί το κόστος του κεφαλαίου, ανεξάρτητα από το αν αυτή η δομή είναι συνεπής με την τοπική πρακτική.

Διεθνής Διαχείριση Χρημάτων: Ο στόχος της Αποδοτικότητας

Οι αποφάσεις για τη διαχείριση χρημάτων επιχειρούν να διαχειριστούν πιο αποτελεσματικά τα παγκόσμια ταμειακά διαθέσιμα της επιχείρησης (του κεφαλαίου κίνησης). Αυτό συνεπάγεται την ελαχιστοποίηση των ταμειακών υπολοίπων και τη μείωση του κόστους των συναλλαγών.

Ελαχιστοποιώντας τα ταμειακά διαθέσιμα

Μια επιχείρηση πρέπει να διατηρεί ένα ελάχιστο ταμειακό υπόλοιπο ανά πάσα στιγμή για την εξυπηρέτηση τυχόν λογαριασμών και πληρωτέων γραμματίων κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, και ως έκτακτης ανάγκης σε περίπτωση αιφνίδιων απαιτήσεων σε μετρητά. Συνήθως, μια επιχείρηση επενδύει σε μετρητά στους λογαριασμούς της αγοράς χρήματος με χαμηλό επιτόκιο για να κερδίσει τον τόκο, λόγω της ευελιξίας που παρέχει η εύκολη ανάληψη μετρητών. Αντιθετικά, η εταιρεία θα μπορούσε να κερδίσει ένα υψηλότερο επιτόκιο, αν επένδυε τα ταμειακά διαθέσιμά σε μακροπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα, με την επιχείρηση να μην μπορεί να αποσύρει τα χρήματά της πριν την ωρίμανση των μέσων, χωρίς να υποστεί χρηματική ποινή.

Μείωση του κόστους συναλλαγής

Το κόστος των συναλλαγών είναι το κόστος της ανταλλαγής. Κάθε φορά που ο ανάδοχος αλλάζει μετρητά από ένα νόμισμα σε ένα άλλο νόμισμα, φέρει το κόστος της συναλλαγής. Οι δαπάνες αυτές περιλαμβάνουν την προμήθεια που καταβάλλεται στους αντιπροσώπους συναλλάγματος και τα τραπεζικά έξοδα για τη μετακίνηση μετρητών από το ένα σημείο στο άλλο. Διαφορετικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα μπορούν να επιβάλλουν διαφορετικά ποσά για το κόστος των συναλλαγών.

Διεθνής Διαχείριση Χρημάτων: Ο στόχος της φορολογίας

Διαφορετικές χώρες έχουν διαφορετικά φορολογικά καθεστώτα. Πολλά έθνη σε όλο τον κόσμο ακολουθούν την αρχή ότι έχουν το δικαίωμα να φορολογούν εισόδημα που έχει παραχθεί εκτός των ορίων τους από οντότητες που βασίζονται στη χώρα τους. Η διπλή φορολόγηση προκύπτει όταν το εισόδημα μιας θυγατρικής εξωτερικού φορολογείται τόσο από την κυβέρνηση της χώρας υποδοχής και όσο και από την κυβέρνηση της μητρικής εταιρίας. Ωστόσο, η διπλή φορολόγηση μετριάζεται σε κάποιο βαθμό από φορολογικές ελαφρύνσεις, φορολογικές συνθήκες, και από την αναβολή των φόρων μέχρις ότου τα κέρδη να επιστρέψουν στην πατρίδα.

Τεχνικές για την Διεθνή Διαχείριση Χρημάτων

Τα Συγκεντρωτικά αποθετήρια και οι πολυμερείς συμφηφισμοί είναι κοινές τεχνικές που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για τη αποτελεσματική διαχείριση των παγκόσμιων πόρων μετρητών τους.

Το σημαντικότερο ζήτημα για μια διεθνή ανάδοχο είναι κατά πόσον κάθε θυγατρική της θα πρέπει να κρατήσει το δικά της ταμειακά υπόλοιπα ή αν τα ταμειακά διαθέσιμα θα πρέπει να τοποθετηθούν σε ένα κεντρικό αποθετήριο. Σε γενικές γραμμές, οι επιχειρήσεις προτιμούν να κρατούν τα ταμειακά διαθέσιμα σε ένα κεντρικό αποθετήριο για τρεις λόγους. Κατ' αρχάς, με τη συγκέντρωση των ταμειακών διαθεσίμων σε ένα κεντρικό επίπεδο, η εταιρεία μπορεί να καταθέσει μεγαλύτερα ρευστά ποσά σε λογαριασμούς. Δεύτερον, αν το κεντρικό αποθετήριο βρίσκεται σε ένα σημαντικό οικονομικό κέντρο (π.χ., το Λονδίνο, τη Νέα Υόρκη ή το Τόκιο), έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες σχετικά με τις καλές βραχυπρόθεσμες επενδυτικές ευκαιρίες που οι τυπικές θυγατρικές του εξωτερικού στερούνται. Τρίτον, με τη συγκέντρωση των ταμειακών αποθεμάτων της, η ανάδοχος μπορεί να μειώσει το συνολικό μέγεθος των ρευστών που θα πρέπει να κρατήσει σε λογαριασμούς υψηλής ρευστότητας, επιτρέποντας στην επιχείρηση να επενδύσει ένα μεγαλύτερο ποσό των ταμειακών αποθεμάτων σε μακροπρόθεσμα, λιγότερο ρευστοποιήσιμα χρηματοπιστωτικά μέσα που αποφέρουν υψηλότερο επιτόκιο. Ωστόσο, η ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργήσει ένα κεντρικό αποθετήριο που μπορεί να εξυπηρετήσει τις βραχυπρόθεσμες ταμειακές ανάγκες μπορεί να αμβλυθεί από περιορισμούς της κυβέρνησης στην κίνηση κεφαλαίων ροές πέρα το εξωτερικό. Επίσης, το κόστος συναλλαγής από την μεταφορά χρημάτων εντός και εκτός των διαφόρων νομισμάτων μπορεί να περιορίσει τα πλεονεκτήματα ενός τέτοιου συστήματος.

Οι πολυμερείς συμφηφισμοί επιτρέπουν μια πολυεθνική εταιρεία να μειώσει το κόστος των συναλλαγών που προκύπτουν όταν συμβαίνουν πολλές συναλλαγές μεταξύ των θυγατρικών της. Για παράδειγμα, ένα έργο μπορεί να έχει έσοδα 100.000, ενώ ένα άλλο έχει ένα κόστος 60.000 μονάδες του τοπικού νομίσματος. Αυτές οι συναλλαγές μπορούν να συνδυαστούν, έτσι ώστε μόνο $100.000 - 60.000 = 40.000$ του ξένου νομίσματος χρειάζεται να μετατραπεί. Ο συμφηφισμός μειώνει το κόστος των συναλλαγών, μειώνοντας τον αριθμό και το ύψος των συναλλαγών.

6.4 Η μέθοδος του Natural Hedging

Πέρα από τις παραπάνω μεθόδους και εργαλεία για την αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου, αξίζει να γίνει μία σύντομη αναφορά σε μία μέθοδο αντιστάθμισης του εν λόγω κινδύνου που έχει χρησιμοποιηθεί από διάφορες πολυεθνικές εταιρίες. Παρακάτω εξετάζονται δύο παραδείγματα τέτοιων εταιριών, της γερμανικής αυτοκινητοβιομηχανίας BMW και της, επίσης γερμανικής, Porsche αλλά και αναφέρεται ένα κομμάτι από την έκθεση της επίσης μεγάλης εταιρίας Volkswagen. Η αξία της παρακάτω μεθόδου έγκειται στο γεγονός ότι πέρα από τα διάφορα χρηματοοικονομικά εργαλεία που μπορούν να χρησιμοποιήσουν μεγάλες πολυεθνικές επιχειρήσεις για την αντιστάθμιση των διαφόρων κινδύνων τους, έχουν τη δυνατότητα μέσα από τη μεταφορά των δραστηριοτήτων τους σε χώρες των οποίων η ισοτιμία παίζει σημαντικό ρόλο στα κέρδη της επιχείρησης (ομίλου), να αντισταθμίσουν τον κίνδυνο που πηγάζει από τις διακυμάνσεις της εν λόγω ισοτιμίας.

Η γερμανική αυτοκινητοβιομηχανία BMW που παράγει μια σειρά από μοντέλα στις ΗΠΑ, αναφέρει στην ετήσια έκθεση της για το 2007 ότι από στρατηγικής άποψης, δηλαδή, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, η BMW Group προσπαθεί να διαχειριστεί τον ξένο συναλλαγματικό κίνδυνο μέσω της φυσικής αντιστάθμισης, με άλλα λόγια, με την αύξηση του όγκου των αγορών που εκφράζονται σε ξένο νόμισμα ή την αύξηση του όγκου της τοπικής παραγωγής. Ομοίως, η Volkswagen έχτισε το 2008 ένα εργοστάσιο στο Τεννεσί και αναφέρει στην ετήσια έκθεση της για το 2009 ότι ο κίνδυνος σε ξένο νόμισμα μειώνεται κατά κύριο λόγο μέσω της φυσικής αντιστάθμισης, δηλαδή από μια ευέλικτη προσαρμογή της παραγωγής μας παγκοσμίως, από την ίδρυση νέων εγκαταστάσεων παραγωγής στις πιο σημαντικές νομισματικές περιοχές και επίσης προμηθεύοντας ένα μεγάλο ποσοστό των υλικών σε τοπικό επίπεδο. Πολλές ασιατικές αυτοκινητοβιομηχανίες έχουν επίσης σημαντική παραγωγική ικανότητα στη Βόρεια Αμερική, και η φυσική αντιστάθμιση είναι αποτελεί μία από τις κύριες αιτίες αυτής της κατάστασης. Ωστόσο, άλλες αυτοκινητοβιομηχανίες ακολουθούν διαφορετικές στρατηγικές. Η Porsche για παράδειγμα, παράγει αποκλειστικά και μόνο στη ζώνη του ευρώ, αλλά έχει 30-40 τοις εκατό των πωλήσεών της στη Βόρεια Αμερική.

Συγκεκριμένα, η εταιρία BMW είναι μία από τις δέκα μεγαλύτερες αυτοκινητοβιομηχανίες στον κόσμο. Συγκριτικά με άλλες κατασκευάστριες εταιρίες αυτοκινήτων, τα λογιστικά στοιχεία δείχνουν την bmw ως μια κερδοφόρα μάρκα με υψηλά περιθώρια κέρδους: το ROA (Return On Assets), δηλαδή η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων είναι κατά μέσο όρο 5,3% και το περιθώριο κέρδους είναι 15.6% (EBITDA- Λειτουργικό περιθώριο κέρδους προ τόκων, φόρων και

αποσβέσεων). Τα βασικά προϊόντα για την BMW μία μακρά χρονική περίοδο ήταν τα πολυτελή αυτοκίνητα στις σειρές 3,5 και 7 μαζί με το ανοιχτό αυτοκίνητο (roadster) Z3. Παρόλο που στα πλαίσια της παρούσας ανάλυσης υπάρχει επικέντρωση μόνο στην μάρκα της BMW, θα έπρεπε επίσης να αναφερθεί ότι μέχρι και το 2000 η ομάδα της BMW επίσης ήλεγχε τις σειρές της Land rover και της range rover καθώς επίσης και της Mini, οι οποίες όλες παράγονταν στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Ο τόπος παραγωγής της μάρκας BMW ποίκιλλε κάπως στη διάρκεια των ετών. Το πρώτο μοντέλο, το οποίο παρήχθη στο εργοστάσιο στις Η.Π.Α. στο Spartanburg, SC, αρχής γενομένης από τα μέσα του 1995 (έτος μοντέλου 1996), ήταν το ανοιχτό αυτοκίνητο (roadster) Z3. Το 1999 ακολούθησε η BMW X5, ένα μεσαίας πολυτέλειας SUV, και το 2003 ο διάδοχος του Z3, το BMW Z4. Ωστόσο, ξεκινώντας από το 2008, όταν εισήχθη η δεύτερη γενιά του BMW Z4, η παραγωγή μεταφέρθηκε στη βιομηχανία της BMW στο Regensburg (Γερμανία). Έτσι, στο τέλος της δοκιμαστικής περιόδου μόνο τα μοντέλα X5 και Z4 της BMW παράγονταν στις Η.Π.Α., ενώ όλα τα άλλα προϊόντα της BMW παράγονταν στην περιοχή της Ευρώπης. Κατά τη διάρκεια της περιόδου, κατά μέσο όρο, 23,7% από τη διανομή αυτοκινήτων γίνονται στη Βόρεια Αμερική. Γι αυτό το λόγο, όπως είναι και λογικό, ισοτιμία συναλλάγματος US/EUR έπαιζε σημαντικό ρόλο στα κέρδη της BMW αφού η ετήσια έκθεση της ίδιας της εταιρίας για το 2005 ανέφερε ότι από όλα τα νομίσματα με τα οποία η ομάδα της BMW συναλλάσσεται, το αμερικανικό δολάριο αποτελεί την κύρια και μοναδική πηγή κινδύνου.

Η λογιστική κερδοφορία και το λειτουργικό περιθώριο κέρδους είναι σχετικά υψηλά στη Porsche: το ROA (Return On Assets), δηλαδή η απόδοση των περιουσιακών στοιχείων, είναι κατά μέσο όρο 19,7% και το λειτουργικό περιθώριο κέρδους είναι 24.7%. Το βασικό προϊόν της Porsche αυτή την περίοδο είναι το 911 που εισήχθη το 1963 και ακόμα αποτελεί τον λόγο σχεδόν του μισού των προσόδων στις Η.Π.Α. στο τέλος. Αρχικά, το 911 είναι το μόνο μοντέλο που εμπορεύτηκε από την Porsche στην US. Το μικρό ανοιχτό αυτοκίνητο (roadster) Boxster εισήχθη μετά, τέλη του 1996. Το μοντέλο Cayenne εισήχθη το 2003 (θεωρήθηκε ένα μέσης πολυτέλειας SUV από τη WARD'S) και το σπορ αυτοκίνητο Cayman το 2005. Το 2004 η Porsche προσθέτει το κορυφαίο της σειράς σπορ αυτοκίνητο Carrera GT. Έχοντα γραμμή παραγωγής μόνο στη Γερμανία, η Porsche αρχίζει την παραγωγή της Boxster της στην Φινλανδία το 1997 (στο πλαίσιο ενός συμφωνητικού αγοραπωλησίας με τον φινλανδικό παραγωγό Valmet). Από το 2005 και το Cayman μοντέλο παράγεται στην Φινλανδία, η οποία, όπως και η Γερμανία, είναι κομμάτι της ζώνης του ευρώ. Η αγορά της Βόρεια Αμερικής

αντιστοιχεί, κατά μέσο όρο, σε 35% των εσόδων από τις πωλήσεις για την Πορσε. Με ένα σημαντικό μερίδιο εσόδων από την αγορά της Βόρειας Αμερικής, αλλά όλες τις δαπάνες στην Ευρώπη, όπως είναι κατανοητό, τα κέρδη της Porsche εκτίθεται στην ισοτιμία US/EUR. Πράγματι, πριν από την περίοδο που μελετάμε, τα κέρδη της Porsche είχαν μια ισχυρή σχέση με το δολάριο. Στα μέσα του 1980, στο αποκορύφωμα του ισχυρού δολαρίου, περισσότερο του 60 τοις εκατό των πωλήσεων της Porsche ήταν στη Βόρεια Αμερική. Γύρω το τελευταίο μέρος της δεκαετίας του 1980 και στις αρχές της δεκαετίας του 1990, το δολάριο υποχώρησε έναντι του γερμανικού μάρκου και από τις αρχές του 1990 η Porsche αντιμετώπιζε σοβαρές οικονομικές δυσκολίες

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ- ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Ο σκοπός της παρούσας έρευνας είναι η εξέταση της σχέσης των τουριστικών επενδύσεων με τους συναλλαγματικούς κινδύνους και τα εργαλεία που χρησιμοποιούνται για την ελαχιστοποίηση των κινδύνων αυτών με την ανάλυση διαφόρων πρακτικών παραδειγμάτων και εταιριών αλλά και θεωρητικώς. Τα ερευνητικά ερωτήματα που τέθηκαν ήταν: ποιοι είναι οι συναλλαγματικοί κίνδυνοι που πρέπει να διαχειριστούν οι εταιρίες με ποιο τρόπο μπορεί να αντισταθμιστεί ο εν λόγω κίνδυνος και ποια εργαλεία πρέπει να χρησιμοποιηθούν προς αυτή την κατεύθυνση. Τα συμπεράσματα από αυτά είναι ότι όταν μια επιχείρηση έχει την επιχειρηματική της δραστηριότητα σε διεθνές επίπεδο, ανεξάρτητα από την επιχειρηματική περιοχή, η διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου είναι ένα ουσιαστικό κομμάτι της επιχείρησης. Τέτοιες επιχειρήσεις βλέπουν τους κινδύνους εξίσου ως ευκαιρίες και απειλές αλλά όμως κάθε εταιρία που εκτίθεται σε ξένο συναλλαγματικό κίνδυνο εκτίθεται και άλλους κινδύνους, απλά το μείγμα του πόσο πολύ ή πόσο λίγο ποικίλλει. Για να ελαχιστοποιήσει τους προαναφερόμενους κινδύνους, μια επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει διαφορετικά εργαλεία και μεθόδους αντιστάθμισης κινδύνου, αν και τα πλέον ευρέως χρησιμοποιούμενα παράγωγα είναι τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (forward contracts), οι συμβάσεις ανταλλαγής (swaps) και τα δικαιώματα προαίρεσης (option). Συν τοις άλλοις, αξίζει να τονιστεί ότι η σημασία αντιστάθμισης του συναλλαγματικού κινδύνου από εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον τουρισμό και στις τουριστικές επενδύσεις είναι παρόμοια, αν όχι πιο μεγάλη, αφού ο τουριστικός κλάδος είναι ιδιαίτερα ευάλωτος στις διακυμάνσεις των διαφόρων συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Κατά τη διάρκεια της συγγραφής της παρούσας εργασίας δημιουργήθηκαν πολλές ερωτήσεις, προβληματισμοί και ιδέες. Το θέμα αποτελεί ενδιαφέρον αντικείμενο μελέτης και το ενδιαφέρον για επιπρόσθετη μελέτη και για αυτό το λόγο παρακάτω αναφέρονται ορισμένα ζητήματα τα οποία θα ήταν άξια περαιτέρω μελέτης σχετικά με το υπό εξέταση θέμα. Θα ήταν ιδιαίτερος ενδιαφέρον να εξεταστεί πιο προσεχτικά το τι είδους πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα έχουν βρει οι εταιρίες στα εργαλεία αντιστάθμισης που χρησιμοποιούν διότι οι περισσότερες μελέτες επικεντρώνονται στα διάφορα οφέλη των εν λόγω εργαλείων και όχι τόσο στα μειονεκτήματα. Σε περαιτέρω μελέτες η θεωρία θα μπορούσε επίσης να εμβαθυνθεί ή να μειωθεί, δεδομένου ότι ο

συναλλαγματικός κίνδυνος είναι ένα ευρύ θέμα το οποίο μπορεί να εξεταστεί από πολλές οπτικές γωνίες. Αυτό το είδος μελέτης θα μπορούσε να είναι ενδιαφέρον για μια συμβουλευτική εταιρία διαχείρισης κινδύνου παραδείγματος χάριν.

Επιπρόσθετα, θα ήταν ενδιαφέρον να μελετηθούν σε βάθος τα IFRS, προκειμένου να εξεταστεί το είδος των απαιτήσεων που θέτουν σχετικά με τη διαχείριση του συναλλαγματικού κινδύνου, και πόσο καλά οι εταιρίες πράγματι τις ακολουθούν. Συν τοις άλλοις, θα άξιζε να μελετηθεί το τι συνέβη μετά την ύφεση, πως οι εταιρίες άλλαξαν τον τρόπο και τις μεθόδους διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου τους ή γενικώς αν άλλαξαν καθόλου τα διάφορα εργαλεία συγκριτικά με την περίοδο πριν από την ύφεση.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Akinboade, O.A., Braimoh L.A. (2010). *International tourism and economic development in South Africa: A Granger causality test*, International Journal of Tourism Research, 12, (2), 149-163.
- Akram, Q. F, Rime, D., Sarno, L. (2008). *Arbitrage in the foreign exchange market: Turning on the microscope*. Journal of International Economics Vol. 76 Issue 2, p237-253, 17p.
- Albuquerque R. (2007). *Optimal currency hedging*. Global Finance Journal. 18: 16-33.
- Allayannis, G., J. Ihrig, J. Weston. (2001). *Exchange-Rate Hedging: Financial vs. Operational Strategies*. American Economic Review Papers and Proceedings. 91 (2), 391–395.
- Allen S.L. (2003). *Financial Risk Management: A Practitioner's Guide to Managing Market and Credit Risk*. Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Au, T., and Au, T. P. (1983). *Engineering economics for capital investment analysis*, Allyn and Bacon, Needham Heights, Mass.
- Balassa Bela (1964). *The purchasing power parity doctrine: A reappraisal*. Journal of Political Economy 72: 584-596.
- Barrell, R. and Pain, N. (1996). *An Econometric Analysis of U.S. Foreign Direct Investment*. The Review of Economics and Statistics 78(2): 200-207.
- Barro, R. J. and Sala-i-Martin, X. I. (1995). *Economic Growth*. McGraw-Hill College.
- Barton, T.L., W.G. Shenkir, P.L. Walker (2002). *Making Enterprise Risk Management Pay Off: How Leading Companies Implement Risk Management*. Brookfield. Connecticut: Fei Research Foundation.
- Begg David, László Halpern, Charles Wyplosz. (1999), *Monetary and Exchange Rate Policies, EMU and Central and Eastern Europe*. Forum Report of the Economic Policy Initiative 5. London CEPR.
- Bessembinder, H. (1991). *Forward contracts and firm value: investment incentive and contracting effects*. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 26: 519-532.
- Bing, L., Lee-Kong-Tiong, R., Wai Fan, W., and Chew, D. (1999). *Risk management in international construction joint ventures*. J. Constr. Engrg. and Mgmt., 125(4), 277–284.

- Boyle P.P. and F. Boyle (2001). *Derivatives – the tools that changed finance*. Risk Waters Group Ltd. London.
- Brada Joseph C. (1998). *Introduction: Exchange rates, capital flows, and commercial policies in transition economies*. Journal of Comparative Economies 26: 613-620.
- Broeck Mark D. and Torsten Sløk. (2001). *Interpreting real exchange rate movements in transition countries*. Working Paper 56, Washington, IMF.
- Carter, D. (2009). *Currency hedging expected to rise*. Pensions & Investments Vol. 37 Issue 3, p3-25.
- Chen, M.H., Liao, C.N. & Huang, S.S. (2010). *Effects of shifts in monetary policy on hospitality stock performance*, Service Industries Journal, 30, (2), 171-184.
- Christoffersen, P. F., Diebold, F. X., and Schuermann, T. (1998). *Horizon problems and extreme events in financial risk management*. FRNBY Economic policy Review.
- Copeland, L. (2005). *Exchange Rates and International Finance*. Fourth edition. Essex. Pearson Education Limited.
- Crouch, G. (1993). *Currency exchange rates and the demand for international tourism*. The Journal of Tourism Studies, 4, (2), 45-53.
- Cruise Line Industry Association. (2014). *Contribution of Cruise Tourism to the Economies of Europe*. 2014 Edition.
- D'Arista J. (2009). *The evolving international monetary system*. Cambridge Journal of Economics. 33: 633-652.
- Dam K.W. (1982). *The rules of the game*, University of Chicago Press. Chicago.
- DeMarzo, P. and D. Duffie. (1995). *Corporate incentives for hedging and hedge accounting*. Review of Financial Studies. 95: 743-771.
- Desai Padma (1998). *Macroeconomic fragility and exchange rate vulnerability: A cautionary record of transition economies*. Journal of Comparative Economics 26: 621-641.
- Dibooglu, Sel, Ali Kutan. (2001). *Sources of real exchange rate fluctuations in transition economies: The case of Poland and Hungary*. Journal of Comparative Economics 29: 257-275.
- Dornbusch Rudiger. (1976). *Expectations and exchange rate dynamics*. Journal of Political Economy 84: 1161-1176.

- Égert Balázs (2002). *Estimating the impact of Balassa-Samuelson effect on inflation and real exchange rate during the transition*. *Economic System* 26: 1-16.
- Enders Walter, Bong-Soo Lee. (1997), *Accounting for real and nominal exchange rate movements in the post-Bretton Woods period*, *Journal of International Money and Finance* 16: 233-254.
- Ferguson N. (2008). *The Ascent of Money*. Penguin Group (USA) Inc. New York.
- Fosu, O.-A. E. and Magnus, F. J. (2006). *Bounds testing approach to cointegration: an examination of foreign direct investment trade and growth relations*. *American Journal of Applied Sciences* 3(11): 2079-2085.
- Geczy, C., B.A. Minton and C. Schrand. (1997). *Why firms use currency derivatives*. *Journal of Finance*. 52: 1323-1354.
- Graham J. R., Smith Jr., C. W. (1999). *Tax Incentives to Hedge*. *The Journal of Finance*. Volume 54, Issue 6, pages 2241–2262.
- Graham J.R. and C.W. Smith, Jr. (1999). *Tax incentives to hedge*. *Journal of Finance*. 54:2241-2262.
- Graham J.R., D.A. Rogers. (2002). *Do firms hedge in response to tax incentives?* *Journal of Finance*, 57: 815-839.
- Hagelin, N., Pramborg B. (2004). *Hedging Foreign Exchange Exposure: Risk Reduction from Transaction and Translation Hedging*, *Journal of International Financial Management* Vol. 15 Issue 1, p1-20
- Haushalter G.D. (2000). *Financing policy, basis risk, and corporate hedging: evidence from oil and gas producers*. *Journal of Finance*, 55: 107-152.
- Heather, B. (2010). *When Do Firms Divest Foreign Operations?* The Wharton School, University of Pennsylvania. Philadelphia.
- Horcher K. A. (2005). *Essentials of Financial Risk Management*. John Wiley & Sons. Inc. New York
- Hull J.C. (1997). *Options, Futures, and other Derivatives*. Prentice- Hall International Inc. Upper Saddle River. New Jersey.
- Hull, John C. (2009). *Options, Futures, and other Derivatives*. Seventh edition. New Jersey. Pearson Education, Inc.

- Hull, John C. (2012). *Power points of Options, Futures, and other Derivatives*. Eight edition. New Jersey. Pearson Education, Inc.
- Husted, S & Melvin, M. (2007). *International Economics*. Seventh edition. Boston. Pearson International Edition.
- IFRS. *International Accounting Standard 39*.
- JerseyEiteman D. K. A.I. Stonehill and M.H. Moffett (2004), *Multinational Business Finance*, 10th edition, Pearson Education, Inc., International Edition
- Kawaller, I.G., (2008). *Hedging Currency Exposures by Multinationals: Things to Consider*, Journal of applied Finance Vol. 18 Issue 1, p92-98, 7p.
- Kenyon, A. (1990). *Currency Risk and Business Management*. Oxford. Vindale Limited.
- Kleinert, J. and Toubal, F. (2010). *Gravity for FDI*. Review of International Economics 18(1): 1-13.
- Kollias, C., Metaxas, K. (2001). *How efficient are FX markets? Empirical evidence of arbitrage opportunities using high frequency data*, Applied Financial Economics, Vol. 11 Issue 4, p435-444.
- Korsvold, P. E. (2000), *Valutastyring*, edition 2, J.W . Cappelens Forlagas, Oslo
- Lam, J. (2003). *Enterprise Risk Management: From Incentives to Controls*. Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Levinson M. (2005). *Guide to financial markets*. The Economist in association with Profile Books Ltd., London.
- Lopez, J. A. (1998). *Methods for evaluating value-at-risk estimates*. FRNBY Economic Policy Review.
- Millar W. (1989). *New directions in financial risk management*. New York: Business International Corporation.
- Mishkin F. S. (2013). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Pearson Education Limited. England.
- Modigliani F., M.H. Miller. (1958). *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*. American Economic Review, 48: 261-297.
- Mohammad, A., Alison, S. (2009). *The Effects of the Use of Corporate Derivatives on the Foreign Exchange Rate Exposure*. Journal of Accounting – Business & Management vol. 16 no. 1 72-92.

- Nance, D.R., C.W. Smith Jr. and C.W. Smithson (1993), *On the determinants of corporate hedging*, Journal of Finance, 48: 267-284.
- Narayan Y. N., P.K. Yadav. (2003). *Risk Management with Derivatives by Dealers and Market Quality in Government Bond Markets*. The Journal of Finance, 58: 1873-1904.
- Papaioannou, M. (1989). *The Use of Derivatives Instruments by Multinational Firms: Some Survey Results*. Bala Cynwood, Pennsylvania: The WEFA Group.
- Papaioannou, M., E.K. Gatzonas. (2002). *Assessing Market and Credit Risk of Country Funds: A Value-at-Risk Analysis*. in Global Risk Management: Financial, Operational and Insurance Strategies, International Finance Review, Vol. 3, ed. by J. J. Choi, and M. R. Powers, (Amsterdam: Elsevier), pp. 61–79.
- Pesaran, M. H., Shin, Y. and Smith, R. J. (2001). *Bonds testing approaches to the analysis of level relationship*. Journal of Applied Econometric 16(3): 289- 326.
- Pramborg, B. (2004). *Derivatives hedging, geographical diversification and firm market value*. Journal of Multinational Financial Management. 14: 117-133.
- Randall, Dodd (2008). *Over-the-Counter Markets: What Are They?* Finance & Development 45, no. 2: 34-35. Business Source Premier, EBSCOhost
- Rubinstein M. (1999). *Futures, Options and Dynamic Strategies*. Risk Books. UK.
- Salvatore, D. (2011). *International Economics; Trade and Finance*. Tenth edition. John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. P 2.
- Shapiro, A. and S. Titman. (1985). *An integrated approach to corporate risk management*. Midland Corporate Finance Journal. Summer: 41-56.
- Smith, C.W. Jr and R.M. Stulz. (1985). *The determinants of firms' hedging policies*. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 20: 391-405.
- Stulz, R. (1990). *Managerial discretion and optimal financing policies*. Journal of Financial Economics. 26: 3-28.
- Ηγουμενάκης Νίκος. (1997). *Τουριστική Οικονομία*. Τόμος Α΄, έκδοση Β΄. Αθήνα. εκδόσεις Interbooks.
- Ηγουμενάκης Νίκος. (2000), *Εισαγωγή στον τουρισμό*. Αθήνα. εκδόσεις Interbooks.
- ΙΟΒΕ. (2012). *Η επίδραση του τουρισμού στην ελληνική οικονομία*.
- ΚΕΠΕ. (2014). *Οικονομικές Εξελίξεις*. Τεύχος 24.

Λαγός Δ. (2005). *Τουριστική Οικονομική*. Αθήνα, Εκδόσεις Κριτική.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α΄

Πίνακας 1: Κατηγορίες τουρισμού

Πηγή: Λαγός (2005)

Είδος	Περιγραφή
Εγχώριος τουρισμός	Τουρισμός εντός της χώρας από τους μόνιμους κατοίκους της μόνο
Εξερχόμενος τουρισμός	Τουρισμός εκτός της χώρας της μόνιμης κατοικίας
Εισερχόμενος τουρισμός	Τουρισμός των αλλοδαπών σε κάποια άλλη χώρα
Διεθνής τουρισμός	Το άθροισμα του εισερχόμενου και του εξερχόμενου τουρισμού
Εσωτερικός τουρισμός	Το άθροισμα του εγχώριου και του εισερχόμενου τουρισμού
Εθνικός τουρισμός	Το άθροισμα του εγχώριου και του εξερχόμενου τουρισμού μίας χώρας

Πίνακας 2: Κατηγορίες τουρισμού με βάση τους παράγοντες που τον επηρεάζουν

Πηγή: Ηγουμενάκης (1997)

Είδος	Περιγραφή
Μαζικός τουρισμός	Ομαδικότητα τουριστών σε διάφορες τουριστικές δραστηριότητες
Ατομικός τουρισμός	Εκ διαμέτρου αντίθετος προς το μαζικό τουρισμό και βασικό του χαρακτηριστικό είναι η ανεξάρτητη ατομική οργάνωση του ταξιδιού
Εσωτερικός τουρισμός	Το άθροισμα του εγχώριου και του εισερχόμενου τουρισμού μίας χώρας
Εξωτερικός τουρισμός	Τουρισμός από άτομα μίας χώρας προς μία άλλη
Συνεχής τουρισμός	Διάρκεια όλο το χρόνο και για αυτό το λόγο δεν επηρεάζεται από καιρικές και άλλες παροδικές συνθήκες ή καταστάσεις
Εποχιακός τουρισμός	Τουρισμός περιορισμένης χρονικής διάρκειας και επομένως διαφέρει σημαντικά από το συνεχή τουρισμό αφού ο εποχιακός τουρισμός επηρεάζεται σημαντικά από κλιματικές ή καιρικές αλλαγές

Πίνακας 3: Μορφές τουρισμού

Πηγή: Σχεδιασμός συγγραφέα της παρούσας έρευνας

Μορφή	Περιγραφή
Πολιτιστικός τουρισμός	Αφορά την πολιτιστική κληρονομία του κάθε μέρους και μέσω αυτού του τουρισμού τα άτομα επιδιώκουν να κατανοήσουν τον πολιτισμό του τόπου που επισκέπτονται
Οικοτουρισμός	Τουρισμός που σχετίζεται με το φυσικό περιβάλλον του εκάστοτε τόπου και ονομάζεται συχνά και πράσινος τουρισμός και τις περισσότερες φορές αναπτύσσεται σε περιοχές που προστατεύονται περιβαλλοντικά
Αγροτουρισμός	Τουρισμός που σχετίζεται με τις αγροτικές δραστηριότητες και στο πλαίσιο του οι τουρίστες συμμετέχουν σε διάφορες αγροτικές εργασίες
Θρησκευτικός τουρισμός	Ο εν λόγω τουρισμός είναι υποκατηγορία ουσιαστικά του πολιτισμικού και επιλέγεται από άτομα που επιθυμούν να προσκυνήσουν και να έρθουν γενικά σε επαφή με τα θεία
Αθλητικός τουρισμός	Περιλαμβάνει διάφορους αθλητικούς αγώνες, παγκόσμια πρωταθλήματα,

	αθλητικά μουσεία, κ.α.
Θαλάσσιος τουρισμός	Περιλαμβάνει τις θαλάσσιες δραστηριότητες, όπως για παράδειγμα τις καταδύσεις, τις παρατηρήσεις θαλάσσιων θηλαστικών και ζώων, ιστιοπλοΐα κ.α.
Συνεδριακός τουρισμός	Γνωστός και ως MICE, είναι ουσιαστικά επαγγελματικός τουρισμός και αφορά διοργανώσεις συναντήσεων, συνεδρίων και συσκέψεων
Τουρισμός υγείας	Η μορφή του εν λόγω τουρισμού είναι στην πραγματικότητα τουρισμός με θεραπευτική λειτουργία και μπορεί να είναι είτε ιατρικός τουρισμός, ιαματικός ή τουρισμός ευεξίας
Τουρισμός πόλης	Ο εν λόγω τουρισμός αφορά μεγάλες αστικές πόλεις, η διάρκεια του είναι συνήθως μικρή και συνδέεται με την ιστορία και τον πολιτισμό της πόλης

Πίνακας 4: Αφίξεις τουριστών διεθνώς

Πηγή: UNWTO (2016)

ΠΕΡΙΟΧΕΣ	2000	2005	2010	2013	2014	2015	2015 (μερίδιο %)	13/12	14/13	15/14
	(σε εκατ.)							(% μεταβολή)		
ΚΟΣΜΟΣ	674	809	950	1.088	1.134	1.184	100,0	4,7	4,2	4,4
Αναπτυγμένες Οικονομίες	420	466	513	585	619	648	54,7	4,8	5,8	4,7
Αναδυόμενες Οικονομίες	254	343	437	503	515	536	45,3	4,7	2,3	4,1
Ευρώπη	386,6	453,2	489,4	566,8	580,3	609,1	51,4	5,0	2,4	5,0
ΕΕ-28	330,5	367,9	384,3	433,1	454,2	478,3	40,4	4,1	4,9	5,3
Βόρεια Ευρώπη	44,8	59,9	62,8	67,2	70,8	75,3	6,4	4,1	5,3	6,3
Δυτική Ευρώπη	139,7	141,7	154,4	170,8	174,5	180,9	15,3	2,7	2,2	3,7
Κεντρ. & Ανατ. Ευρώπη	69,6	95,3	98,9	127,8	120,1	127,8	10,8	7,6	-6,0	6,4
Νότ. & Μεσογ. Ευρώπη	132,6	156,4	173,3	201,0	214,9	225,1	19,0	5,6	6,9	4,8
Ασία και Ειρηνικός	110,4	154,0	205,5	249,9	264,4	177,0	23,4	6,8	5,8	4,8
Ωκεανία	9,6	10,9	11,4	12,5	13,2	14,2	1,2	4,6	6,0	7,3
Νότια Ασία	6,1	8,2	12,1	16,0	17,6	18,3	1,5	11,4	10,1	4,2
Αμερική	128,2	133,3	150,2	167,6	181,7	190,7	16,1	3,5	8,4	4,9
Βόρεια Αμερική	91,5	89,9	99,5	110,2	120,9	126,2	10,7	3,9	9,7	4,4
Καραϊβική	17,1	18,8	19,5	21,1	22,2	23,8	2,0	2,8	5,0	7,4
Αφρική	26,2	34,8	50,4	54,7	54,9	53,1	4,5	4,8	0,3	-3,3
Μέση Ανατολή	22,4	33,7	54,7	49,1	52,4	54,1	4,6	-3,4	6,7	3,1

Πίνακας 5: Εισπράξεις από τον τουρισμό διεθνώς

Πηγή: UNWTO (2016)

ΠΕΡΙΟΧΕΣ	2000	2010	2012	2013	2014	13/12	14/13	Εισπράξεις ανά άφιξη 2013 (σε \$)	Εισπράξεις ανά άφιξη 2014 (σε \$)
	(σε δις \$)					Δ%, εγχώρια νομίσματα, σταθ. τιμές			
ΚΟΣΜΟΣ	476	929	1.115	1.199	1.250	5,2	4,0	1.100	1.100
Ευρώπη	231,6	409,5	454,9	492,9	512,4	4,3	4,0	870	880
<i>Βόρεια Ευρώπη</i>	36,1	61,7	68,0	75,6	82,4	8,6	6,1	1.100	1.160
<i>Δυτική Ευρώπη</i>	83,7	142,4	156,4	166,8	172,8	2,2	2,7	970	990
<i>Κεντρ. & Ανατ. Ευρώπη</i>	20,3	48,1	56,6	60,9	58,0	3,4	-1,4	480	480
<i>Νότια & Μεσογ. Ευρώπη</i>	91,5	157,4	173,9	189,5	199,2	4,8	6,1	940	930
Ασία και Ειρηνικός	85,3	255,6	329,3	360,4	377,6	8,5	4,5	1.440	1.430
<i>Ωκεανία</i>	14,3	38,5	43,1	42,8	44,5	2,0	6,9	3.440	3.360
<i>Νότια Ασία</i>	4,8	19,9	22,9	24,8	27,2	6,5	7,5	1.520	1.540
Αμερική	131,3	180,7	249,0	264,2	273,7	4,8	3,0	1.570	1.510
<i>Βόρεια Αμερική</i>	102,0	131,2	191,4	204,5	210,9	5,1	2,2	1.850	1.740
<i>Καραϊβική</i>	17,2	22,8	24,3	25,4	26,6	3,7	4,4	1.200	1.200
Αφρική	10,3	30,5	34,0	35,6	36,3	2,3	2,7	630	660
Μέση Ανατολή	16,8	52,2	48,0	45,8	49,6	-5,5	5,0	950	950

Πίνακας 6: Εισπράξεις από τον τουρισμό διεθνώς

Πηγή: UNWTO (2016)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	M.O. 2005- 2014	Εκτίμηση Προβλέψεων για το 2016
ΚΟΣΜΟΣ	6,5%	4,6%	4,7%	4,6%	4,2%	4,4%	3,8%	+3,5% έως +4,5%
Ευρώπη	3,1%	6,4%	3,9%	4,8%	2,4%	5,0%	2,8%	+3,5% έως +4,5%
Ασία και Ειρηνικός	13,2%	6,2%	7,1%	6,9%	5,8%	4,8%	6,2%	+4% έως +5%
Αμερική	6,3%	3,6%	4,5%	3,1%	8,4%	4,9%	3,5%	+4% έως +5%
Αφρική	9,3%	-0,7%	4,6%	4,4%	30,0%	-3,3%	5,2%	+2% έως +5%
Μέση Ανατολή	13,1%	-9,6%	2,2%	-2,9%	6,7%	3,1%	5,0%	+2% έως +5%

Πίνακας 7: Επιδόσεις των ξενοδοχειακών μονάδων στην Ε.Ε.

Πηγή: MKG Hospitality Database (2015)

Όμιλος	2014	1 ^ο Εξάμηνο 2015
Πληρότητα (%)	69,2%	67,2%
Μεταβολή πληρότητας (ποσοστιαίες μονάδες)	1,6	1,5
Μέση ημερήσια τιμή (ADR=Avg Daily Rate, €)	99,3	98,5
Ποσοστιαία μεταβολή ADR (%)	2,3%	2,9%
RevPAR (€)	68,7	66,2
Ποσοστιαία μεταβολή RevPAR (%)	4,7%	5,3%

Πίνακας 8: Αποτελέσματα Ξενοδοχειακών Αλυσίδων σε ορισμένες χώρες στην Ευρώπη (2014)

Πηγή: MKG Hospitality Database (2015)

Χώρα	Πληρότητα 2013	Πληρότητα 2014	Μεταβολή (π.μ.)*	ADR 2013	ADR 2014	Δ% μεταβολή	RevPAR 2013	RevPAR 2014	Δ% μεταβολή
Ελλάδα	53,6%	62,3%	8,7	130,7	139,1	6,4%	70,0	86,7	23,9%
Μάλτα	67,1%	72,9%	5,8	114,9	122,4	6,5%	77,0	89,2	15,8%
Ουγγαρία	66,8%	69,8%	3,0	71,8	78,2	8,9%	48,0	54,5	13,5%
Πορτογαλία	63,1%	68,1%	5,0	74,7	76,5	2,4%	47,1	52,1	10,6%
Ισπανία	64,0%	67,2%	3,2	61,2	83,4	36,3%	51,9	56,1	8,1%
Τσεχία	66,2%	67,0%	0,8	77,5	82,3	6,2%	51,3	55,2	7,6%
Λουξεμβούργο	73,0%	75,0%	2,0	95,7	100,1	4,6%	69,8	75,1	7,6%
Ην. Βασίλειο	77,0%	79,2%	2,2	102,2	124,9	22,2%	92,5	99,0	7,0%
Δανία	64,5%	68,0%	3,5	126,7	127,8	0,9%	81,7	87,0	6,5%
Αυστρία	71,6%	74,3%	2,7	102,7	104,6	1,9%	73,5	77,7	5,7%
Ιταλία	64,3%	66,7%	2,4	112,2	113,1	0,8%	72,2	75,4	4,4%
Γερμανία	68,8%	70,4%	1,6	92,5	94,0	1,6%	63,6	66,2	4,1%
Ολλανδία	68,6%	70,7%	2,1	106,5	107,1	0,6%	73,1	75,7	3,6%
Γαλλία	65,6%	65,7%	0,1	89,8	92,0	2,4%	58,9	60,4	2,5%
Βέλγιο	71,0%	73,1%	2,1	97,3	96,8	-0,5%	69,1	70,8	2,5%
Ελβετία	69,5%	70,7%	1,2	132,9	133,6	0,5%	92,4	94,5	2,3%
Πολωνία	62,3%	64,4%	2,1	64,0	63,1	-1,4%	39,9	40,6	1,8%
Σουηδία	62,1%	64,4%	2,3	127,1	124,3	-2,2%	78,9	80,1	1,5%

Πίνακας 9: Αποτελέσματα Ξενοδοχειακών Αλυσίδων σε ορισμένες χώρες στην Ευρώπη (Α' Εξάμηνο 2015)

Πηγή: MKG Hospitality Database (2015)

Χώρα	Πληρό- τητα 2013	Πληρό- τητα 2014	Μετα- βολή (π.μ.)*	ADR 2013	ADR 2014	Δ% μεταβολή	RevPAR 2013	RevPAR 2014	Δ% μεταβολή
Μάλτα	59,8%	69,7%	9,9	107,0	112,9	5,5%	64,0	78,7	23,0%
Τσεχία	59,0%	63,4%	4,4	73,0	79,0	8,2%	43,1	50,1	16,2%
Πορτογαλία	61,7%	67,7%	6,0	65,6	69,4	5,8%	40,5	47,0	16,0%
Λουξεμβούργο	72,2%	74,1%	1,9	102,7	114,0	11,0%	74,1	84,4	13,9%
Ουγγαρία	62,5%	66,5%	4,0	71,4	76,2	6,7%	44,6	50,7	13,7%
Ισπανία	63,8%	66,7%	2,9	80,0	84,7	5,9%	51,1	56,5	10,6%
Πολωνία	59,9%	65,7%	5,8	60,8	61,3	0,8%	36,4	40,3	10,7%
Ελλάδα	60,2%	62,9%	2,7	126,1	133,2	5,6%	76,0	83,7	10,1%
Ιταλία	65,1%	65,9%	0,8	113,6	121,0	6,5%	74,0	79,7	7,7%
Βέλγιο	70,7%	73,2%	2,5	99,6	102,8	3,2%	70,4	75,3	7,0%
Γερμανία	66,8%	68,4%	1,6	89,9	93,1	3,6%	60,0	63,7	6,2%
Ολλανδία	68,2%	70,7%	2,5	103,4	105,7	2,2%	70,5	74,8	6,1%
Αυστρία	67,2%	67,9%	0,7	96,5	100,7	4,4%	64,8	68,4	5,6%
Σουηδία	60,7%	63,3%	2,6	117,3	118,2	0,8%	71,2	74,8	5,1%
Ην. Βασίλειο	76,0%	76,8%	0,8	119,4	123,9	3,8%	90,7	95,1	4,9%
Δανία	64,0%	64,6%	0,6	125,4	127,7	1,8%	80,2	82,5	2,9%
Γαλλία	63,2%	63,7%	0,5	92,0	92,9	1,0%	58,2	59,2	1,7%
Σουηδία	67,5%	68,4%	0,9	138,3	134,3	-2,9%	93,4	91,8	-1,7%

Πίνακας 11: *Αεροπορικές Αφίξεις Τουριστών απο το εξωτερικό (Ιαν- Δεκ)*

Πηγή: ΥΠΑ, ΔΑΑ «Ελ. Βενιζέλος», Περιφερειακά Αεροδρόμια

Αεροδρόμια	2012	2013	2014	2015	Δ% 13/12	Δ% 14/13	Δ% 15/14
Θεσσαλονίκη*	1.307.537	1.351.378	1.569.814	1.569.431	3,4	16,2	0,0
Καβάλα	67.933	72.512	75.370	84.071	6,7	3,9	11,5
(Β. Ελλάδα)	1.375.470	1.423.890	1.645.184	1.653.502	3,5	15,5	0,5
Ηράκλειο*	2.113.501	2.472.775	2.595.702	2.562.626	17,0	5,0	-1,3
Χανιά	717.249	849.271	935.615	943.001	18,4	10,2	0,8
(Κρήτη)	2.830.750	3.322.046	3.531.317	3.505.627	17,4	6,3	-0,7
Ρόδος	1.606.843	1.785.305	1.926.675	1.902.051	11,1	7,9	-1,3
Κως	802.760	925.834	1.011.194	970.777	15,3	9,2	-4,0
(Δωδεκάνησα)	2.409.603	2.711.139	2.937.869	2.872.828	12,5	8,4	-2,2
Άραξος	66.144	70.006	73.786	73.340	5,8	5,4	-0,6
Καλαμάτα	35.948	57.947	108.623	86.508	61,2	87,5	-20,4
(Πελοπόννησος)	102.092	127.953	182.409	159.848	25,3	42,6	-12,4
Κέρκυρα	839.759	943.917	1.074.289	1.092.647	12,4	13,8	1,7
Κεφαλονιά	168.496	198.033	209.725	217.430	17,5	5,9	3,7
Ζάκυνθος	423.698	488.161	575.009	607.396	15,2	17,8	5,6
Άκτιο	142.027	154.489	175.986	190.106	8,8	13,9	8,0
(Ιόνια Νησιά)	1.573.980	1.784.600	2.035.009	2.107.579	13,4	14,0	3,6
Μύκονος	140.131	177.540	247.126	276.175	26,7	39,2	11,8
Σαντορίνη	200.271	244.449	310.416	365.673	22,1	27,0	17,8
(Κυκλάδες)	340.402	421.989	557.542	641.848	24,0	32,1	15,1
Σκιάθος	117.989	119.070	141.609	159.327	0,9	18,9	12,5
Μυτιλήνη	48.435	54.395	76.413	75.767	12,3	40,5	-0,8
Χίος	8.433	8.735	8.228	7.214	3,6	-5,8	-12,3
Λήμνος	7.220	9.213	9.804	12.686	27,6	6,4	29,4
Σάμος	108.151	103.563	122.392	126.789	-4,2	18,2	3,6
(Β. Αιγαίο)	290.228	294.976	358.446	381.783	1,6	21,5	6,5
ΣΥΝΟΛΟ	8.922.525	10.086.593	11.247.776	11.323.015	13,0	11,5	0,7
ΑΘΗΝΑ	2.555.352	2.618.358	3.389.833	4.152.751	2,5	29,5	22,5
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	11.477.877	12.704.951	14.637.609	15.475.766	10,7	15,2	5,7

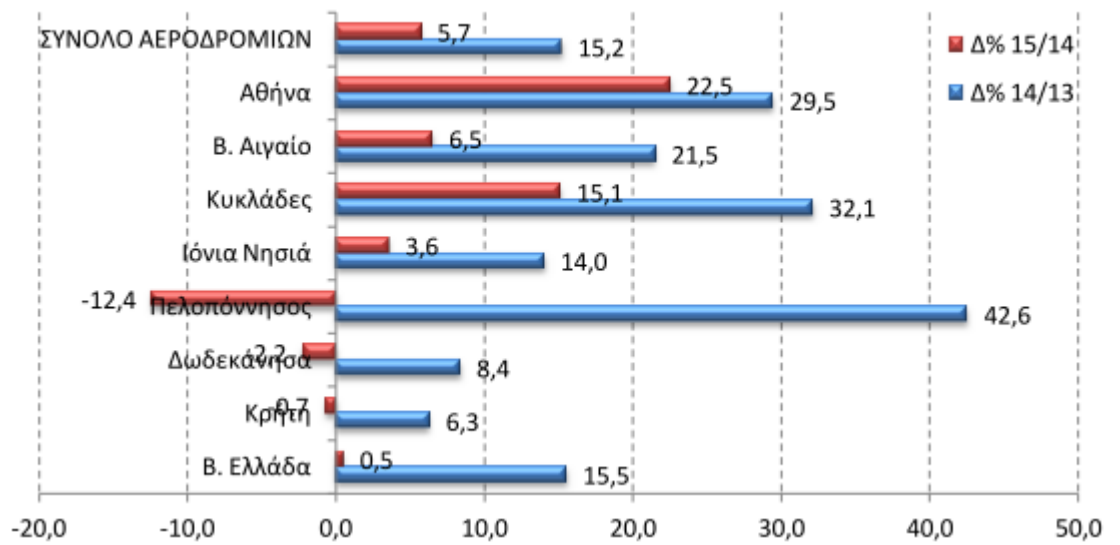
Πίνακας 12: Τουριστικές εισπράξεις

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Περίοδος	Π ρ ο σ ω π ι κ ο ί Λ ό γ ο ι						Επαγγελ- ματικοί λόγοι	Σύνολο	% Μεταβολή ως προς το προηγού- μενο έτος
	Αναψυχή	Σπουδές	Λόγοι υγείας	Επίσκε- ψη σε οικογέν- νεια	Λοιποί λόγοι	Σύνολο προσωπι- κών λόγων			
2009	8.336,1	306,4	40,3	546,6	472,4	9.701,9	698,4	10.400,3	-10,6
2010	7.461,8	282,1	29,8	471,6	620,4	8.865,7	745,6	9.611,3	-7,6
2011	8.446,7	223,9	35,2	489,5	596,1	9.791,3	713,14	10.504,7	9,3
2012	8.605,3	193,3	27,4	431,7	602,2	9.859,9	582,6	10.442,5	-0,6
2013	10.258,5	190,4	20,3	409,1	639,5	11.517,8	634,4	12.152,2	16,4
2014	11.290,6	180,6	29,6	511,7	604,3	12.616,8	776,2	13.393,0	10,2
2015	11.876,7	170,6	37,3	553,5	705,7	13.343,9	782,0	14.125,9	5,5
2012									% Μεταβολή ως προς το αντίστοιχο 3μηνο του προηγού- μενου έτους
I	120,7	37,2	6,7	74,3	58,4	297,3	115,3	412,6	
II	2.064,3	64,0	6,4	116,0	143,7	2.394,4	151,3	2.545,7	
III	5.685,2	47,1	6,8	175,2	308,5	6.222,8	178,7	6.401,5	
IV	735,1	45,0	7,5	66,2	91,6	945,5	137,3	1.082,7	
2013									
I	139,4	29,1	2,7	50,3	63,7	285,2	116,6	401,8	-2,6
II	2.582,7	73,8	4,7	105,1	144,7	2.911,0	162,9	3.073,9	20,7
III	6.589,6	41,7	9,1	170,1	328,6	7.139,1	204,2	7.343,3	14,7
IV	946,8	45,8	3,9	83,6	102,5	1.182,6	150,6	1.333,2	23,1
2014									
I	167,0	33,4	5,4	68,0	61,2	335,0	136,3	471,3	17,3
II	2.830,6	61,2	7,8	119,0	136,7	3.155,3	184,2	3.339,5	8,6
III	7.283,0	43,9	7,7	234,9	321,4	7.890,9	299,5	8.190,4	11,5
IV	1.009,9	42,0	8,7	89,9	85,0	1.235,5	156,2	1.391,7	4,4
2015									
I	238,0	26,5	11,1	74,9	54,7	405,2	110,8	516,0	9,5
II	3.015,5	69,9	10,7	136,8	197,7	3.430,6	224,7	3.655,3	9,5
III	7.691,2	43,4	9,2	238,8	362,7	8.345,3	271,3	8.616,6	5,2
IV	932,0	30,9	6,3	103,0	90,6	1.162,8	175,2	1.338,0	-3,9

Πίνακας 14: Αφίξεις Αλλοδαπών στα Περιφερειακά Αεροδρόμια (% μεταβολή)

Πηγή: AIA/Passenger Survey, ΥΠΑ



Πίνακας 14: Επιρροή του νομίσματος στις αποδόσεις (σε %)

Πηγή: Deutsche Bank, Asset Management 2016

	MSCI EAFE Index			MSCI Japan Index			MSCI ACWI ex USA Index		
	Return in local currency	Return in U.S. dollars	Currency impact on return	Return in local currency	Return in U.S. dollars	Currency impact on return	Return in local currency	Return in U.S. dollars	Currency impact on return
2006	16.5	26.3	9.8	7.3	6.2	-1.1	18.1	26.7	8.6
2007	3.5	11.2	7.7	-10.2	-4.2	6.0	8.5	16.7	8.2
2008	-40.3	-43.4	-3.1	-42.6	-29.2	13.4	-40.9	-45.5	-4.6
2009	24.7	31.8	7.1	9.1	6.3	-2.8	31.7	41.4	9.7
2010	4.8	7.8	3.0	0.6	15.4	14.8	7.6	11.2	3.6
2011	-12.2	-12.1	0.1	-18.7	-14.3	4.4	-12.2	-13.7	-1.5
2012	17.3	17.3	0.0	21.6	8.2	-13.4	16.3	16.8	0.5
2013	26.9	22.8	-4.1	54.6	27.2	-27.4	20.1	15.3	-4.8
2014	5.9	-4.9	-10.8	9.5	-4.0	-13.5	6.0	-3.9	-9.9
2015	5.3	-0.8	-6.1	9.9	9.6	-0.4	1.9	-5.7	-7.5

Πίνακας 15: Σύγκριση των διαφόρων αντισταθμιστικών εργαλείων

Πηγή: Σχεδιασμός συγγραφέα της παρούσας έρευνας

	Προθεσμιακά συμβόλαια	Μελλοντική σύμβαση	Δικαίωμα προαίρεσης
<u>Κόστη</u>			
Αρχική κατάθεση	Όχι	Ναι	Όχι
Μεβλητή ανάγκη κατάθεσης	Όχι	Ναι	Όχι
Ανάγκη για κερδοσκόπους να πάρουν ρίσκα που οι αντισταθμιστές αποφεύγουν	Όχι	Ναι	Όχι
Αποπληρωμή σε περίπτωση ευνοϊκής κατεύθυνσης	Ναι	Ναι	Όχι
Κερδοσκοπία	Ναι	Ναι	Όχι
Arbitrage	Ναι	Ναι	Όχι
Πιθανά προβλήματα διακανονισμού	Ναι	Όχι	Όχι
Κόστη συναλλαγής	Ναι	Ναι	Ναι

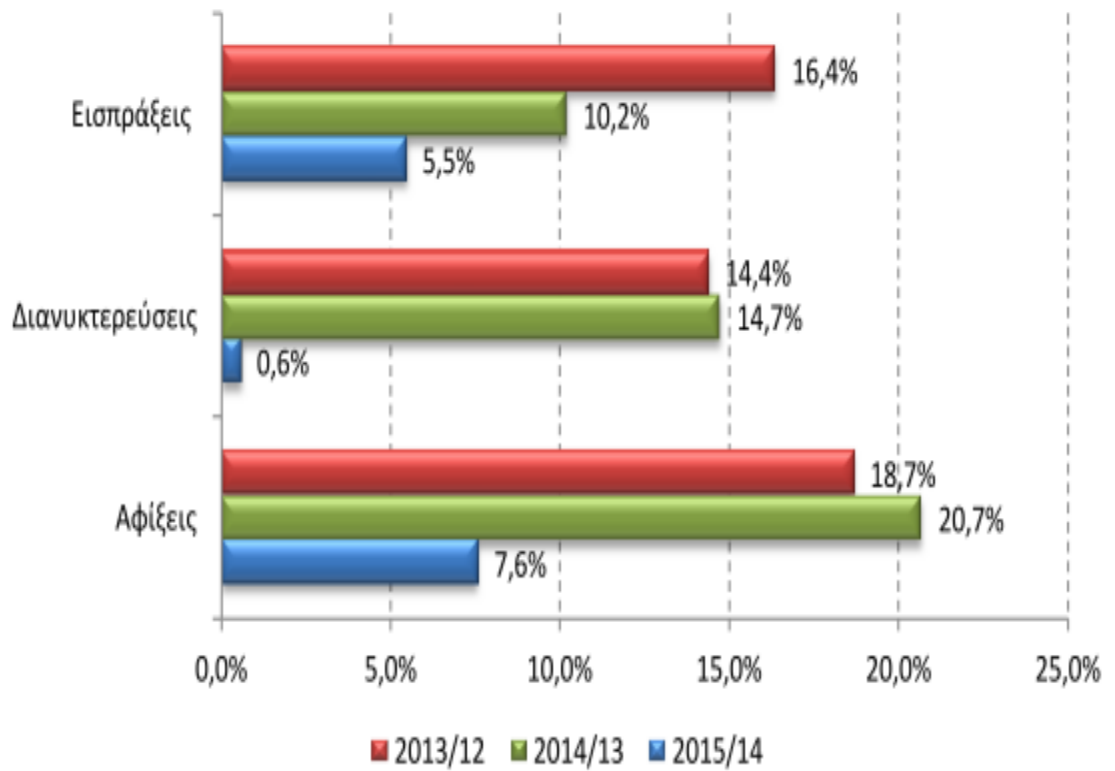
<u>Οφέλη</u>			
Οφέλη διαφοροποίησης	Όχι	Όχι	Ναι
Ρευστότητα αγοράς	Όχι	Ναι	Όχι
Δυνατότητα αντιστάθμισης κάθε νομίσματος	Ναι	Όχι	Ναι
Νομική υποχρέωση	Ναι	Ναι	Ναι

Πίνακας 16: Σύγκριση προθεσμιακών συμβολαίων με μελλοντικές συμβάσεις

Πηγή: Σχεδιασμός συγγραφέα της παρούσας έρευνας

Προθεσμιακά συμβόλαια	Μελλοντική σύμβαση
Δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένα χρηματιστήρια	Διαπραγματεύονται σε οργανωμένα χρηματιστήρια
Αυτο-ρυθμιζόμενη Αγορά	Ελεγχόμενη Αγορά
>90% εκκαθαρίζονται με φυσική παράδοση	<1% εκκαθαρίζονται με φυσική παράδοση
Διάφορα μεγέθη	Τυποποιημένο μέγεθος
Παράδοση οποιαδήποτε ημέρα	Παράδοση συγκεκριμένη ημέρα
Εκκαθάριση στο τέλος του συμβολαίου	Εκκαθάριση στο τέλος του συμβολαίου
Ευρωπαϊκοί οροί	Αμερικανικοί οροί
Κόστος: bid–ask spread	Κόστος: προμηθειες χρηματιστή
Δεν χρειάζονται περιθώρια	Χρειάζονται περιθώρια
Μεγάλος πιστωτικός κίνδυνος	Ελάχιστος πιστωτικός κίνδυνος

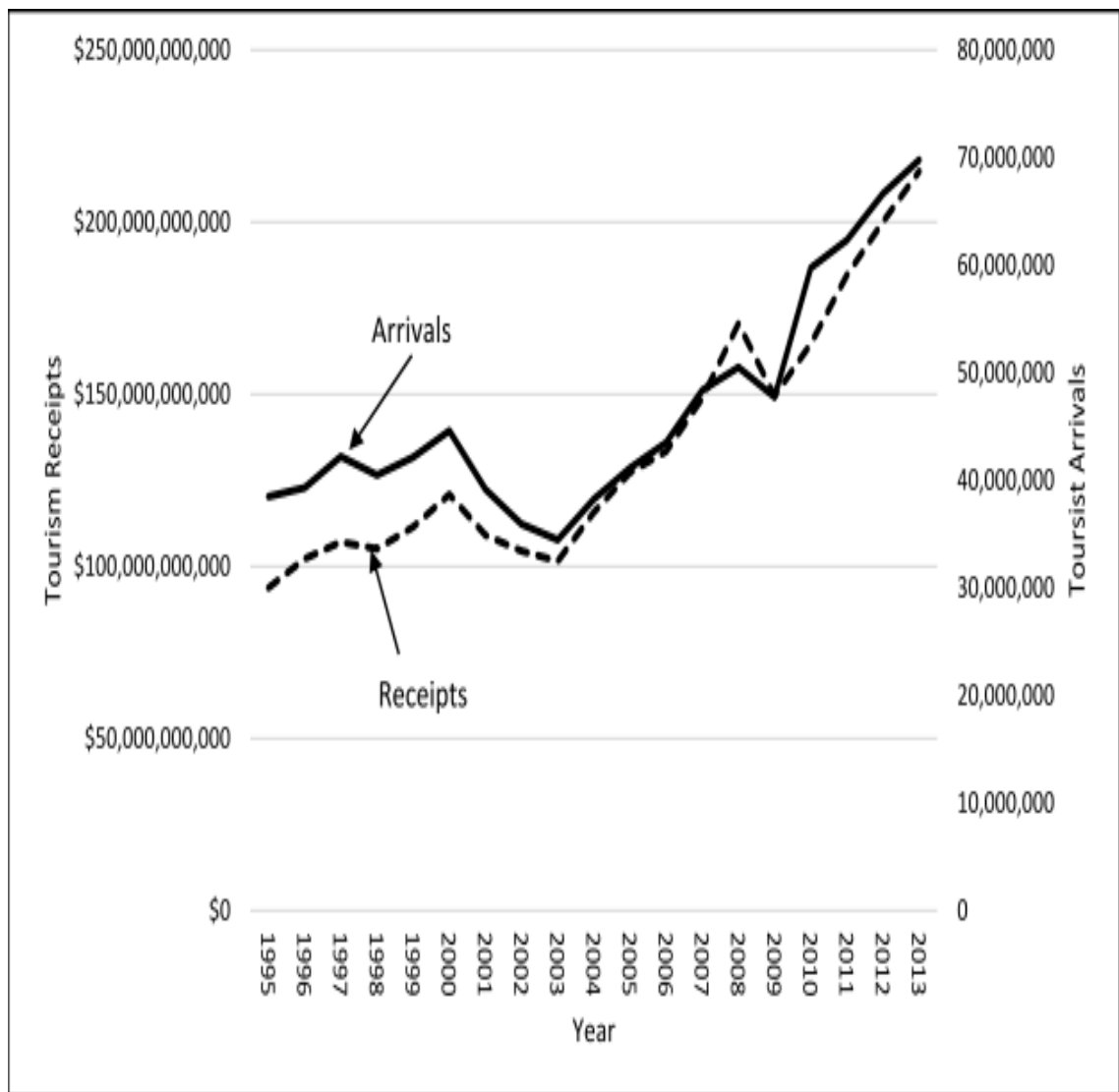
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β΄



Σχήμα 1: Τάσεις Ελληνικού τουρισμού για την περίοδο 2014- 2015

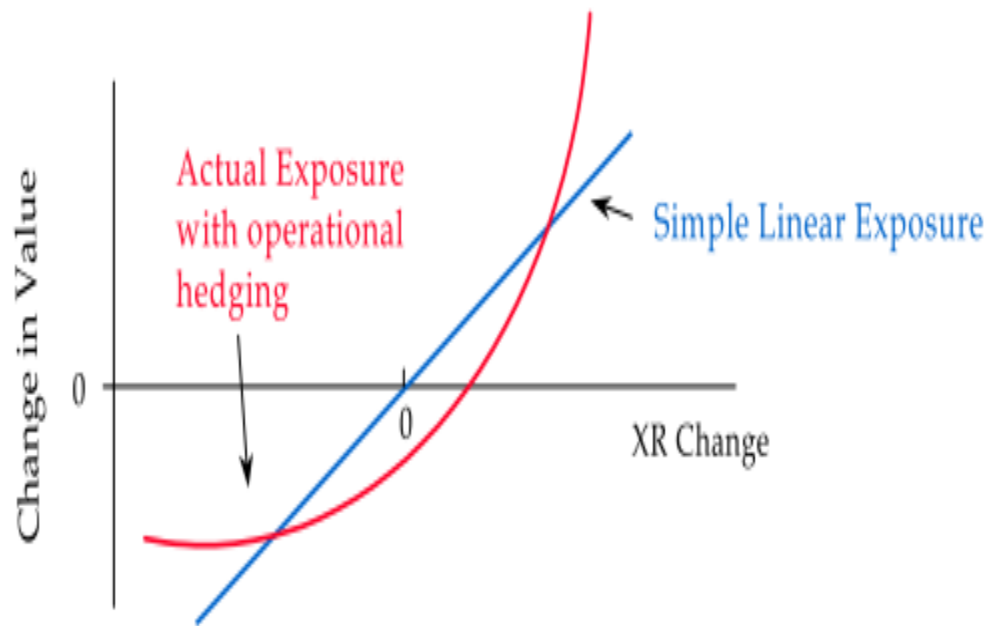
Πηγή: Έρευνα Συνόρων, Τράπεζα της Ελλάδος (Προσωρινά στοιχεία), Επεξεργασία ΙΤΕΠ¹

¹ ΙΤΕΠ: Ινστιτούτο Τουριστικών Ερευνών και Προβλέψεων



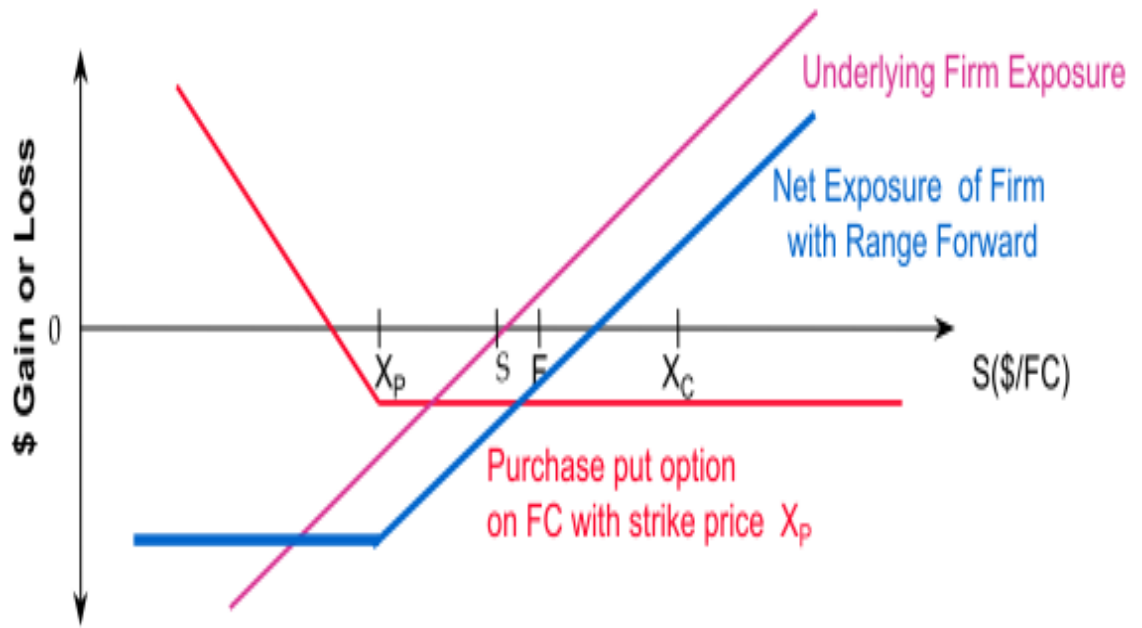
Σχήμα 2: Τουριστικές αφίξεις στις Η.Π.Α.

Πηγή: U.S. Office of Travel και World Development Indicators (WDI)



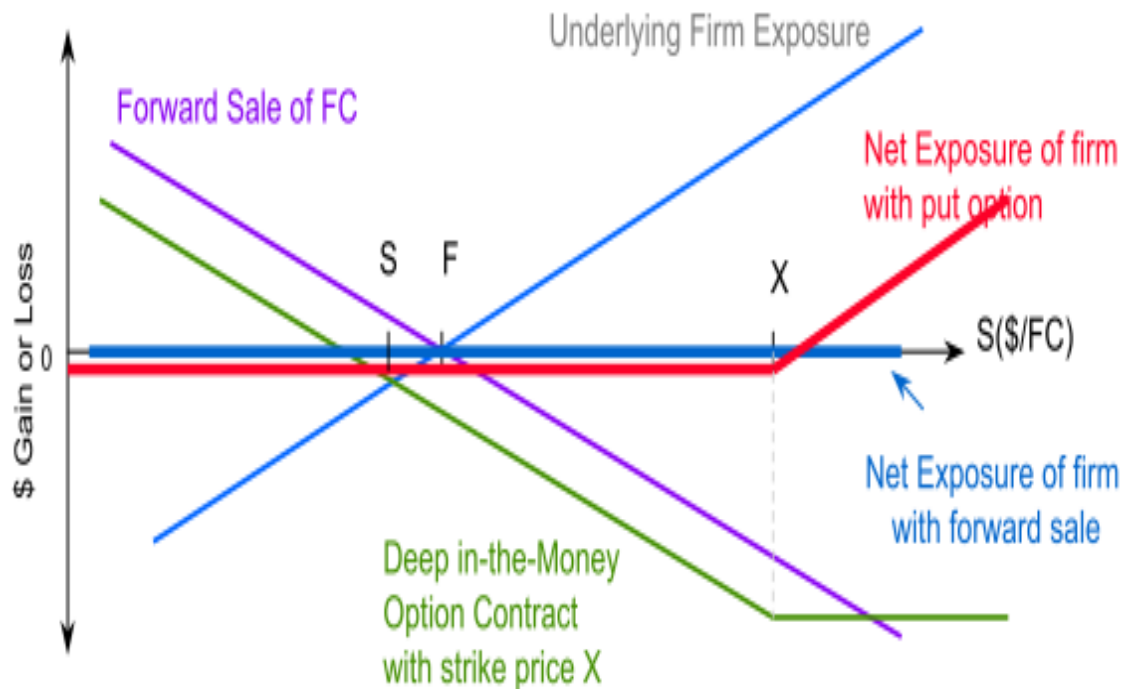
Σχήμα 3: Επίδραση της επιχειρησιακής αντιστάθμισης στα οικονομικά μίας εταιρίας

Πηγή: *Bodnar Gordon. (2014)*



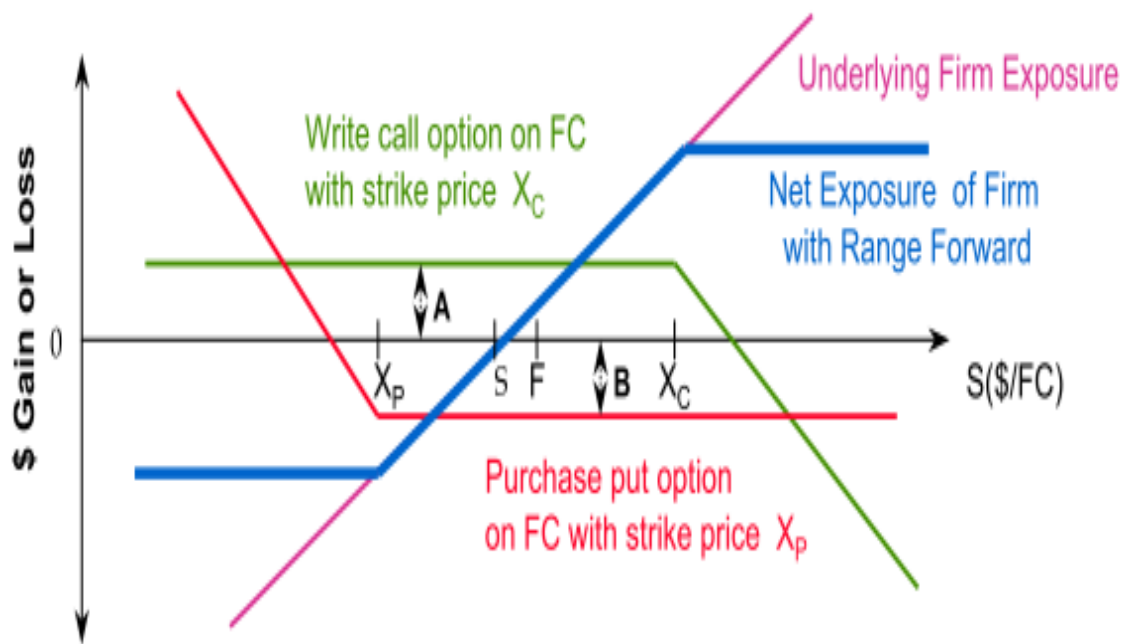
Σχήμα 4: Χρήση δικαιώματος προαίρεσης για προστασία μελλοντικών ταμειακών ρών

Πηγή: Bodnar Gordon. (2014)



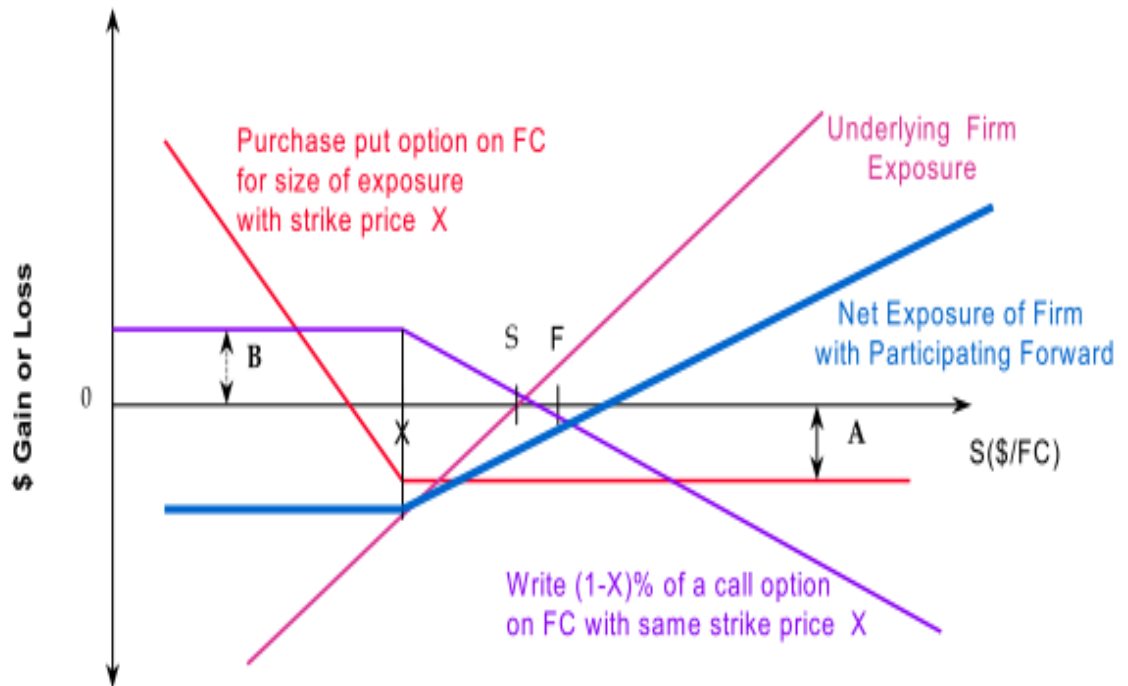
Σχήμα 5: Ομοιότητα δικαιωμάτων προαίρεσης με μεγάλο κέρδος (*deep in-the-money*) με τα προθεσμιακά συμβόλαια

Πηγή: *Bodnar Gordon. (2014)*



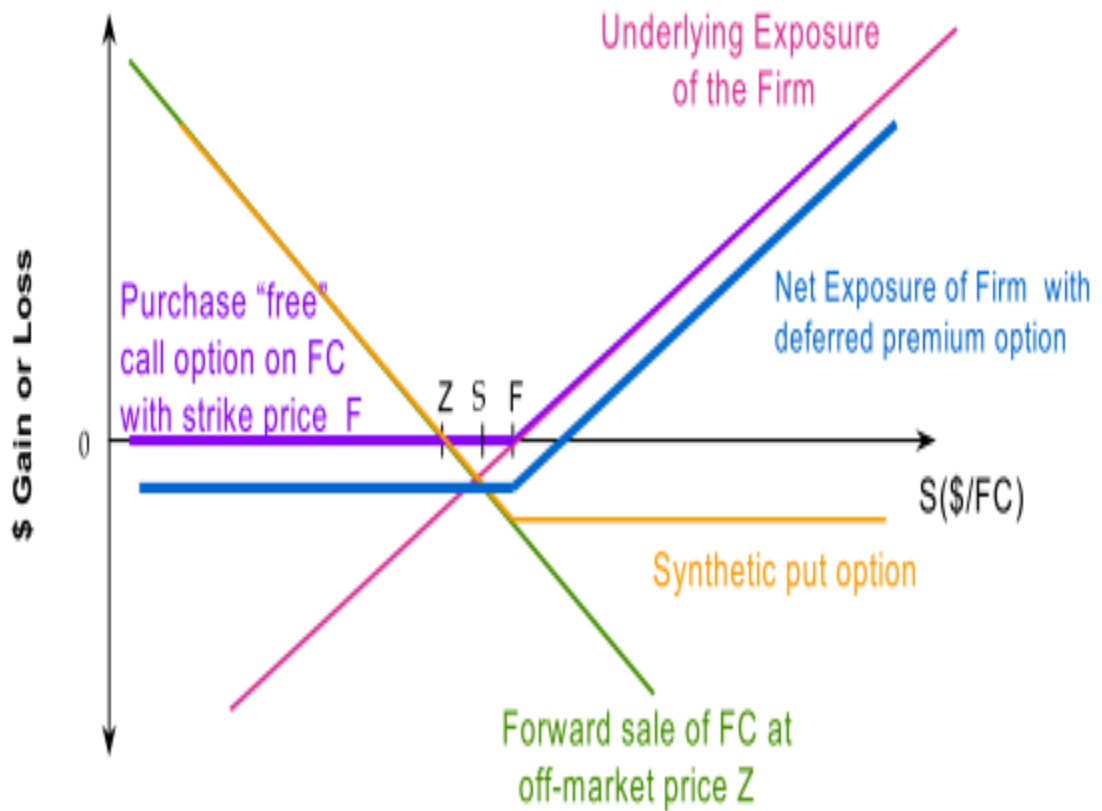
Σχήμα 6: Συνδυασμός προθεσμιακού συμβολαίου και δικαιώματος προαίρεσης (*range forward*)

Πηγή: *Bodnar Gordon. (2014)*



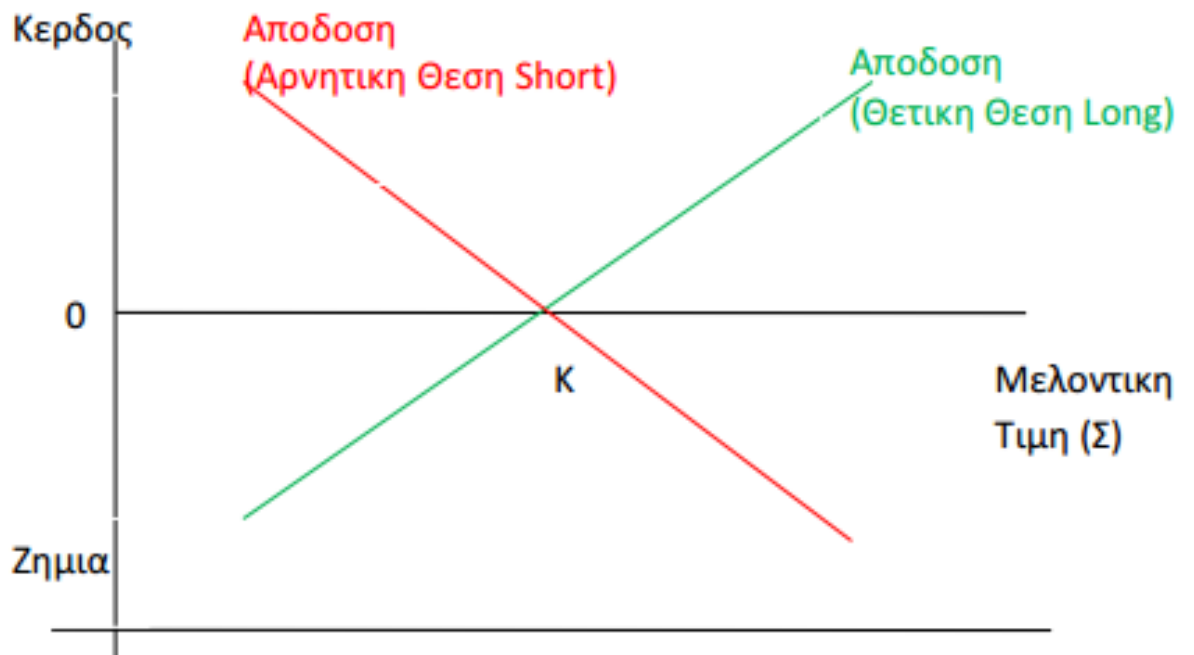
Σχήμα 7: Συνδυασμός προθεσμιακού συμβολαίου και δικαιώματος προαίρεσης (participating forward)

Πηγή: Bodnar Gordon. (2014)



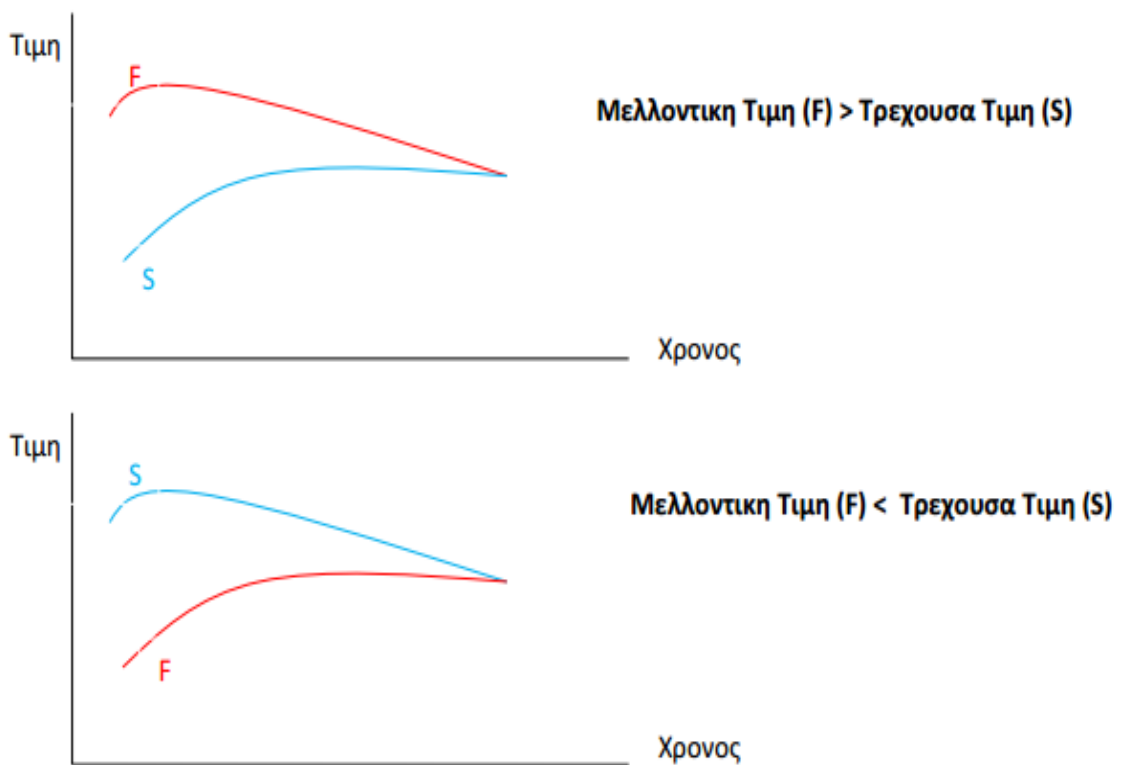
Σχήμα 8: Συνδυαστικό δικαίωμα προαίρεσης (*Deferred Premium Option*)

Πηγή: Bodnar Gordon. (2014)



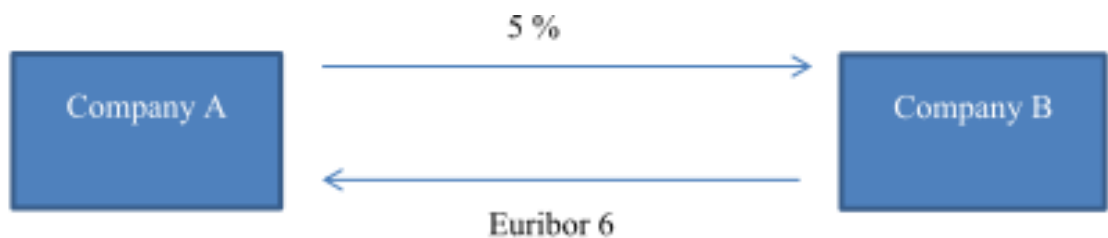
Σχήμα 9: Γραφική απεικόνιση προθεσμιακού συμβολαίου

Πηγή: <http://economics.pblogs.gr> (προσπέλαση στις 29.10.2016)



Σχήμα 10: Γραφική απεικόνιση τιμής μίας μελλοντικής σύμβασης (ή συμβολαίου μελλοντικής εκπλήρωσης)

Πηγή: <http://economics.pblogs.gr> (προσπέλαση στις 29.10.2016)



Σχήμα 11: Συμφωνία ανταλλαγής μεταξύ εταιρία A και B

Πηγή: Hull, J C, 2009; σελ. 148)

