

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΣΧΟΛΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

Προσδιοριστικοί παράγοντες των διεθνών επενδύσεων χαρτοφυλακίου

Επιβλέπων:

Καθηγητής Άγγελος Α. Αντζουλάτος

Επιτροπή:

Καθηγητής Δημήτριος Μαλλιάρopoulos

Καθηγητής Γεώργιος Διακογιάννης

Σιαπάτης Θεόδωρος (ΜΧΑΝ 1442)

Πειραιάς

Φεβρουάριος 2016

Περίληψη Διατριβής

Στην παρούσα εργασία επιδιώκουμε να εντοπίσουμε τις μεταβλητές εκείνες οι οποίες επηρεάζουν τις ροές διεθνών κεφαλαίων σε ομόλογα και μετοχές. Η έρευνα διεξάγεται σε 31 χώρες για το χρονικό διάστημα από το 1999 έως το 2014 με την ενσωμάτωση Διεθνών (Push Factors) και Εγχώριων παραγόντων επηρεασμού (Pull Factors). Οι χώρες οι οποίες συμμετέχουν στην ανάλυση αποτελούν αναδυόμενες οικονομίες από την Ασία, τη Λατινική Αμερική και την Ευρώπη.

Στο σύνολο της προαναφερθείσας περιόδου προκύπτουν ως στατιστικά σημαντικοί μόνο οι Εγχώριοι παράγοντες επηρεασμού (Pull Factors) με την εικόνα αυτή να αλλάζει όταν η έρευνα διεξάγεται ξεχωριστά για τις χρονικές περιόδους πριν και μετά την κρίση, όπου ενισχύεται η σημαντικότητα των Διεθνών παραγόντων επηρεασμού (Push Factors).

Σημαντική μεταβλητή απόφασης προκύπτει η ασύμμετρη πληροφόρηση η οποία συνδέεται θετικά με τις ροές των διεθνών κεφαλαίων, στις περισσότερες των περιπτώσεων, γεγονός το οποίο ερμηνεύεται ως μεγαλύτερη διάθεση ανάληψης κινδύνου από τους επενδυτές.

Επιπλέον το υψηλό χρέος επηρεάζει θετικά τις τοποθετήσεις σε ομόλογα ενώ αντίθετα η επίδραση στα προϊόντα ιδιοκτησίας είναι αρνητική.

Τέλος η υψηλή ρευστότητα στις Ηνωμένες Πολιτείες, μετά την κρίση, επηρέασε θετικά τις ροές κεφαλαίων σε ομόλογα με τους επενδυτές να επιλέγουν χώρες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα προκειμένου να αυξήσουν τις αποδόσεις τους.

Λέξεις – Κλειδιά: Διεθνή κεφάλαια, Διεθνείς προσδιοριστικοί παράγοντες, Εγχώριοι προσδιοριστικοί παράγοντες, Ασύμμετρη πληροφόρηση.

Πίνακας Περιεχομένων

Περίληψη Διατριβής 2

Διεθνή Επενδυτικά Κεφάλαια

- 1.1 Εισαγωγή 5
- 1.2 Διεθνής Επενδυτική Θέση και Εθνικοί Λογαριασμοί 6
- 1.3 Θετικές και Αρνητικές Επιδράσεις των Διεθνών Κεφαλαίων 8
 - 1.3.1 Θετικές Επιδράσεις 8
 - 1.3.2 Αρνητικές Επιδράσεις 11
- 1.4 Η Μεγάλη Εικόνα 13
 - 1.4.1 Διάκριση Διεθνών Επενδυτικών Κεφαλαίων 15
 - 1.4.2 Άμεσες Ξένες Επενδύσεις 16
 - 1.4.3 Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου Προϊόντων Ιδιοκτησίας 17
 - 1.4.4 Ομόλογα 18
 - 1.4.5 Τραπεζικός και άλλος Δανεισμός 19
 - 1.4.6 Ροές Διεθνών Κεφαλαίων Πριν και Μετά την Κρίση 21

Βασικά Χρηματοοικονομικά Προϊόντα και ο Ρόλος της Πληροφόρησης

- 2.1 Εισαγωγή 23
- 2.2 Διάκριση Χρηματοοικονομικών Προϊόντων 23
- 2.3 Κίνδυνοι και Χρηματοοικονομικά Προϊόντα 25
- 2.4 Ροές Διεθνών Κεφαλαίων στο Εσωτερικό της Οικονομίας 28
- 2.5 Ασύμμετρη Πληροφόρηση 30
- 2.6 Η Ασύμμετρη Πληροφόρηση ως Μεταβλητή Απόφασης 35
 - 2.6.1 Κοινοπρακτικά Δάνεια 37
 - 2.6.2 Εναρμόνιση Λογιστικών Προτύπων 38
 - 2.6.3 Εταιρική Διακυβέρνηση 38
 - 2.6.4 Επιλογή Εταιρειών 39
 - 2.6.5 Απόσταση 41
 - 2.6.6 “Μέτρηση” της Ασύμμετρης Πληροφόρησης 42

Έρευνα Βιβλιογραφίας

- 3.1 Εισαγωγή 44
- 3.2 Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας 45

Εμπειρική Ανάλυση

- 4.1 Εισαγωγή 87
- 4.2 Βασική Συνάρτηση 88

4.3 Δεδομένα και Μεθοδολογία 93

4.4 Αποτελέσματα 94

4.5 Πριν και Μετά την Κρίση 95

4.5.1 1999 έως 2007 95

4.5.2 2008 έως 2014 97

Συμπεράσματα 99

Παράρτημα 100

Βιβλιογραφία 101

Κατάλογος Πινάκων 105

Πίνακας 1: Χώρες συμμετοχής στη διαμόρφωση της “Μεγάλης Εικόνας” 105

Πίνακας 2: Πηγές άντλησης δεδομένων 106

Υποσημειώσεις 107

Διεθνή Επενδυτικά Κεφάλαια

1.1 Εισαγωγή

Η εξέλιξη της πληροφορικής, των δικτύων και μεταφορών αλλά και του χρηματοοικονομικού τομέα έχουν συνεισφέρει στη διαδικασία ολοκλήρωσης της αγοράς και στη δημιουργία ενός κοινού πεδίου δραστηριοποίησης, της παγκόσμιας οικονομίας.

Το σημαντικότερο κανάλι μέσω του οποίου το διεθνές οικονομικό περιβάλλον αλληλεπιδρά με τις εγχώριες οικονομίες, αλλά και οι εγχώριες οικονομίες μεταξύ τους, είναι το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών το οποίο καταγράφει τις ροές των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων.

Τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια αποτελούν σημαντική πηγή χρηματοδότησης των επενδύσεων και κάλυψης των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Με τον όρο διεθνή επενδυτικά κεφάλαια αναφερόμαστε στα κεφάλαια που εισρέουν στη χώρα από αλλοδαπούς επενδυτές.

Η σημαντικότερη διάκριση των διεθνών επενδύσεων, σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (Balance of Payments and International Investment Position Manual, 6^η Έκδοση), είναι ανάμεσα στις άμεσες επενδύσεις, στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου, στις επενδύσεις σε παράγωγα προϊόντα και στις επενδύσεις σε διαθέσιμα.

Οι άμεσες επενδύσεις αναφέρονται σε επενδύσεις στις οποίες ο κάτοικος μιας χώρας αποκτά τον έλεγχο ή σημαντική επιρροή σε ένα επενδυτικό στοιχείο μιας χώρας διαφορετικής από τη χώρα προέλευσης του επενδυτή. Η έννοια του επενδυτή τόσο στην περίπτωση των άμεσων επενδύσεων όσο και στις υπόλοιπες κατηγορίες είναι ευρεία και περιλαμβάνει τους ιδιώτες επενδυτές, τις επιχειρήσεις, τους διεθνείς οργανισμούς κρατικούς ή ιδιωτικούς αλλά και τα επενδυτικά σχήματα.

Οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου περιλαμβάνουν τις επενδύσεις σε αξιόγραφα χρέους ή ιδιοκτησίας, όπως ομόλογα και μετοχές.

Οι επενδύσεις σε διαθέσιμα αναφέρονται στην κατοχή περιουσιακών στοιχείων που μπορούν να εξυπηρετήσουν συγκεκριμένες ανάγκες, όπως η παρέμβαση στη διεθνή αγορά συναλλάγματος και η χρηματοδότηση του ισοζυγίου πληρωμών, με κοινό χαρακτηριστικό την υψηλή ρευστότητα. Η

σημαντικότερη κατηγορία διαθεσίμων είναι τα συναλλαγματικά αποθέματα. Πέραν της χρήσης η κατοχή των συναλλαγματικών αποθεμάτων συμβάλει στη διατήρηση της εμπιστοσύνης των διεθνών αγορών ως προς τη δυνατότητα της χώρας να ανταποκριθεί στους στόχους της χαραχθείσας οικονομικής και συναλλαγματικής πολιτικής.

1.2 Διεθνής Επενδυτική Θέση και Εθνικοί Λογαριασμοί

Η διαφορά των επενδύσεων της χώρας σε ξένα περιουσιακά στοιχεία από τις επενδύσεις των ξένων σε εγχώρια περιουσιακά στοιχεία καθορίζει τη διεθνή επενδυτική θέση της χώρας.

Όταν το σύνολο του ενεργητικού υπολείπεται (ξεπερνά) του συνόλου των υποχρεώσεων η διεθνής επενδυτική θέση της χώρας είναι αρνητική (θετική).

Η διεθνής επενδυτική θέση της χώρας δεν παραμένει σταθερή αλλά μεταβάλλεται διαχρονικά. Οι μεταβολές αυτές μπορεί να προέρχονται τόσο από μεταβολές στο σύνολο των απαιτήσεων όσο και από μεταβολές στο σύνολο των υποχρεώσεων προς τους ξένους επενδυτές.

Η διαδικασία μεταβολής της διεθνούς επενδυτικής θέσεως μπορεί να γίνει περισσότερο κατανοητή μέσω του ισοζυγίου πληρωμών (BP), καθώς το σύνολο των διεθνών χρηματοροών καταγράφεται στο συγκεκριμένο ισοζύγιο και συγκεκριμένα στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών (CF) και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (CA). Η σχέση που συνδέει τα τρία ισοζύγια είναι:

$$BP = CA + CF$$

Όταν το ισοζύγιο πληρωμών είναι θετικό η ζήτηση για το εγχώριο νόμισμα ξεπερνά την αντίστοιχη προσφορά με αποτέλεσμα το νόμισμα να τείνει να ανατιμηθεί.

Αντίθετα όταν το ισοζύγιο πληρωμών είναι αρνητικό έχουμε την τάση για υποτίμηση του νομίσματος λόγω υπερβάλλουσας προσφοράς.

Η ανισορροπία αποκαθίσταται μέσω εξισορροπητικών μηχανισμών οι οποίοι θέτουν το ισοζύγιο πληρωμών ίσο με το μηδέν και η φύση των μηχανισμών εξαρτάται από το καθεστώς συναλλαγματικών ισοτιμιών που έχει επιλεχτεί.

Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών αναφέρεται στις ροές των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων και καταγράφει τις επενδυτικές δραστηριότητες σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών προκύπτει από το άθροισμα των καθαρών εξαγωγών (NX) με το ισοζύγιο εισοδημάτων (NFI). Συνεπώς το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών καταγράφει τις χρηματοροές που προκύπτουν από τις παραγωγικές δραστηριότητες της χώρας σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Όταν το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι αρνητικό οι πληρωμές που πρέπει να κάνει η χώρα υπολείπονται των εισπράξεων. Ως εκ τούτου η χώρα θα πρέπει να αναζητήσει νέες πηγές χρηματοδότησης των ελλειμμάτων της.

Η χρηματοδότηση του ελλείμματος πραγματοποιείται μέσω της πώλησης των περιουσιακών της στοιχείων, μέσω των συναλλαγματικών αποθεμάτων ή/και μέσω του δανεισμού. Οι παραπάνω επιλογές έχουν ως αποτέλεσμα τη μείωση των απαιτήσεων της χώρας ή/και την αύξηση των υποχρεώσεων της. Συνεπώς τα πλεονάσματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αυξάνουν τη διεθνή επενδυτική θέση της χώρας, ενώ τα ελλείμματα τη μειώνουν.

Η παραπάνω χρηματοδότηση καταγράφεται στο ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών.

Συνοψίζοντας το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών καλύπτεται από το πλεόνασμα του ισοζυγίου χρηματοοικονομικών συναλλαγών.

Η διαρκής κάλυψη των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μέσω της πώλησης περιουσιακών στοιχείων ή μέσω του δανεισμού δε μπορεί να διατηρηθεί διαχρονικά καθώς οι αποταμιεύσεις κάποια στιγμή θα εξαντληθούν αλλά και το κόστος δανεισμού θα αυξάνεται συνεχώς μέχρι του σημείου όπου δε θα υπάρχουν πρόθυμοι χρηματοδότες, όσο υψηλό επιτόκιο και αν προσφέρεται.

Η ταυτότητα αποταμιεύσεων-επενδύσεων αποκαλύπτει μια επιπλέον λειτουργία του ισοζυγίου χρηματοοικονομικών συναλλαγών, αυτής της χρηματοδότησης των επενδύσεων που δε μπορούν να χρηματοδοτηθούν από τις ανεπαρκείς εθνικές αποταμιεύσεις.

$$S_N = I + CA$$

Όπου S_N η εθνική αποταμίευση, I οι επενδύσεις και CA το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Συνεπώς το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών αποτελεί το κανάλι μεταφοράς επενδυτικών κεφαλαίων από τις πλεονασματικές χώρες που

αναζητούν επικερδείς επενδύσεις προς τις ελλειμματικές που αναζητούν προς επένδυση κεφάλαια.

1.3 Θετικές και Αρνητικές Επιδράσεις των Διεθνών Κεφαλαίων

Όπως είδαμε τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια αποτελούν σημαντική πηγή χρηματοδότησης των επενδύσεων και κάλυψης των ελλειμμάτων.

Το ερώτημα που τίθεται είναι: Πόσο σημαντικά είναι τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια για τις εγχώριες οικονομίες και την οικονομική τους πρόοδο;

Προκειμένου να απαντήσουμε στο παραπάνω ερώτημα θα πρέπει να εξετάσουμε τα θετικά και τα αρνητικά των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων σε συνδυασμό με τις συνθήκες που απαιτούνται προκειμένου οι εγχώριες οικονομίες να αξιοποιήσουν τις θετικές λειτουργίες και να περιορίσουν τις αρνητικές επιδράσεις.

1.3.1 Θετικές Επιδράσεις

- *Χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και των επενδύσεων που δε μπορούν να χρηματοδοτηθούν από την ανεπαρκή εθνική αποταμίευση.*

Η χρηματοδότηση των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και των επενδύσεων από τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια διευκολύνει την άσκηση της οικονομικής πολιτικής καθώς δεν απαιτείται η λήψη μέτρων συσταλτικής πολιτικής για τον περιορισμό των ελλειμμάτων

Επίσης δεν απαιτείται η διατήρηση υψηλών συναλλαγματικών αποθεμάτων τα οποία συνεπάγονται υψηλό δημοσιονομικό κόστος (Αντζουλάτος. 2011).

- *Αύξηση των αποδόσεων και της διαφοροποίησης του κινδύνου.*

Η δυνατότητα των επενδυτών να επενδύσουν εκτός των εθνικών συνόρων μειώνει το μέρος του κινδύνου που συνδέεται με τη χώρα καταγωγής. Επιπλέον έχουν τη δυνατότητα να αναζητήσουν υψηλότερες αποδόσεις για τα κεφάλαιά τους εκτός εθνικών συνόρων.

- *Προάγουν την εφαρμογή μακροοικονομικών πολιτικών με κατεύθυνση στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας.*
Η προσέλκυση και η διαχείριση των επενδυτικών κεφαλαίων απαιτεί πειθαρχία και εφαρμογή πολιτικών με στόχο τη μακροχρόνια ανάπτυξη και την αποφυγή των μεγάλων ανισοροπιών.
- *Μειώνουν τις μεγάλες διακυμάνσεις στην κατανάλωση και τις επενδύσεις.*
Η χρηματοδότηση μέσω των διεθνών κεφαλαίων αποτρέπει τις μεγάλες διακυμάνσεις στην κατανάλωση και στις επενδύσεις λόγω έλλειψης εγχώριων πόρων.
- *Βελτίωση της λειτουργίας του χρηματοοικονομικού και χρηματοπιστωτικού τομέα και μεταφορά τεχνογνωσίας.*
Η εισροή αλλότριων επενδυτικών κεφαλαίων και η αλληλεπίδραση με περισσότερο εξελιγμένες οικονομίες διευκολύνει την ανάπτυξη των εγχώριων οικονομικών παραγόντων και αγορών και συνεισφέρει στη διάχυση της τεχνογνωσίας.
- *Παρέχουν περισσότερες επενδυτικές επιλογές.*
Η ύπαρξη των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων διευρύνει το πλήθος των διαθέσιμων εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών (Αντζουλάτος, 2011) και συνεισφέρει στη δημιουργία νέων καινοτόμων χρηματοοικονομικών προϊόντων.
- *Αύξηση της κερδοφορίας των τραπεζών, τόσο για τις αναπτυγμένες όσο και για τις αναπτυσσόμενες χώρες, και βελτίωση της ανταγωνιστικότητας.*
Ο διεθνής ανταγωνισμός, η εισαγωγή νέων κερδοφόρων προϊόντων και η ανάγκη για αποτελεσματικότερη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος ενισχύει την ανάπτυξη της κερδοφορίας των τραπεζών σε ένα παγκόσμιο στίβο δραστηριοποίησης (Παγκόσμια Τράπεζα, 1997).
- *Αύξηση των εναλλακτικών πηγών χρηματοδότησης και μείωση του αντίστοιχου κόστους για τους οικονομικούς παράγοντες στη χώρα δέκτη των κεφαλαίων.*
Οι εγχώριοι επενδυτές έχουν περισσότερες εναλλακτικές πηγές για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων τους. Η προσφορά αυτή των

κεφαλαίων μειώνει το κόστος για το χρηματοδοτούμενο (Αντζουλάτος. 2011).

- *Άμεσες ξένες επενδύσεις.*

Ένα μέρος των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων κατευθύνεται σε άμεσες επενδύσεις συμβάλλοντας στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας δέκτη των κεφαλαίων (Αντζουλάτος. 2011).

- *Εισαγωγή μεταρρυθμίσεων και βελτίωση του θεσμικού πλαισίου.*

Η αποτελεσματική λειτουργία του θεσμικού πλαισίου, η οποία προάγει την επιχειρηματικότητα, ενισχύει, διευκολύνει και διασφαλίζει την ιδιωτική πρωτοβουλία και τα περιουσιακά στοιχεία των επενδυτών, αποτελεί βασική συνιστώσα στην απόφαση των επενδυτών για την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους. Ως εκ τούτου οι χώρες οι οποίες επιθυμούν την προσέλκυση των επενδυτικών κεφαλαίων θα πρέπει να διασφαλίσουν το κατάλληλο θεσμικό περιβάλλον και να εφαρμόσουν τις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις για τη δημιουργία των ενδεικνυόμενων συνθηκών υποδοχής των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων είτε χρηματοοικονομικών είτε άμεσων ξένων επενδύσεων (Παγκόσμια Τράπεζα. 1997).

- *Αύξηση της παγκόσμιας και της εγχώριας παραγωγής.*

Αύξηση της παραγωγής τόσο λόγω της αύξησης του διαθέσιμου κεφαλαίου στη συνάρτηση παραγωγής όσο και λόγω της αποτελεσματικότερης κατεύθυνσης των κεφαλαίων σε επικερδέστερες επενδύσεις (Παγκόσμια Τράπεζα. 1997).

- *Αύξηση του όγκου των συναλλαγών και της κεφαλαιοποίησης των χρηματιστηριακών αγορών.*

Η παρουσία διεθνών επενδυτών ενισχύει τη συνολική κεφαλαιοποίηση και τη ρευστότητα των εγχώριων χρηματιστηριακών αγορών (Παγκόσμια Τράπεζα. 1997). Σε ένα περιβάλλον υψηλής ρευστότητας ευνοείται η ανάπτυξη των συναλλαγών για τις υπάρχουσες μετοχές αλλά και για την είσοδο νέων εταιρειών. Η αύξηση της τιμής των μετοχών ευνοεί την κατανάλωση και τις επενδύσεις κυρίως λόγω της αύξησης του πλούτου τόσο για τα νοικοκυριά όσο για τις επιχειρήσεις και τις τράπεζες.

Βέβαια σε κάποιες έρευνες έχει εντοπιστεί αρνητική σχέση ανάμεσα στην κεφαλαιοποίηση της χρηματιστηριακής αγοράς και των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων σε μετοχές λόγω της περιορισμένης δυνατότητας των επενδυτών να σημειώσουν υψηλά κέρδη σε ώριμες αγορές.

- *Εναρμόνιση των λογιστικών πρακτικών και ενίσχυση των ελεγκτικών μηχανισμών.*

Η ανάγκη διαφάνειας στη λειτουργία της αγοράς και η ανάγκη ύπαρξης μιας κοινής μεθοδολογίας καταμέτρησης, αξιολόγησης και παρουσίασης των περιουσιακών στοιχείων και των οικονομικών αποτελεσμάτων επιβάλλουν την ενιαία διαχείριση των οικονομικών στοιχείων και την ύπαρξη αποτελεσματικών ελεγκτικών μηχανισμών (Παγκόσμια Τράπεζα. 1997).

1.3.2 Αρνητικές Επιδράσεις

- *Μεγεθύνουν τις υπάρχουσες ανισορροπίες και το κόστος των ανεπαρκών οικονομικών πολιτικών.*

Η ύπαρξη των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων ενισχύει τις υπάρχουσες ανισορροπίες (Αντζουλάτος. 2011) και μεγεθύνει τις αρνητικές επιπτώσεις των οικονομικών υφέσεων, όπως στην περίπτωση των διογκούμενων ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

- *Οι εγχώριες οικονομίες εκτίθενται σε νέους κινδύνους, τους οποίους ίσως να μην είναι σε θέση να ελέγξουν.*

Οι εγχώριες οικονομίες έχουν μικρότερα περιθώρια αντιδράσεως και επηρεασμού των διεθνών οικονομικών συνθηκών με αποτέλεσμα να μειώνεται η δυνατότητα προστασίας από την αλλαγή της κατεύθυνσης των διεθνών κεφαλαίων (Παγκόσμια Τράπεζα. 1997). Στην περίπτωση της μαζικής αποχώρησης των διεθνών κεφαλαίων η υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος δύσκολα μπορεί να αποφευχθεί.

- *Μείωση της αυτονομίας στην άσκηση της νομισματικής και της δημοσιονομικής πολιτικής.*

Σε μία ανοιχτή οικονομία, υπό καθεστώς σταθερών ισοτιμιών, οι μικρές χώρες, οι οποίες είναι συνήθως οι αποδέκτες των διεθνών κεφαλαίων, δεν ελέγχουν τη νομισματική κυκλοφορία. Αντίθετα στην περίπτωση των μεταβλητών ισοτιμιών καθίσταται αναποτελεσματική η δημοσιονομική πολιτική (Αντζουλάτος. 2011).

- *Έκθεση του τραπεζικού συστήματος σε περισσότερους και πολυσύνθετους κινδύνους.*

Το τραπεζικό σύστημα εκτίθεται σε νέους κινδύνους καθώς επηρεάζεται άμεσα, μέσω των επενδύσεων του, στον κίνδυνο της χώρας στην οποία έχει τοποθετήσει τα κεφάλαια του, αλλά και έμμεσα μέσω του αυξημένου κινδύνου που διατρέχουν οι πελάτες του (επενδυτές και δανειζόμενοι) σε ένα διεθνές επενδυτικό περιβάλλον. Επίσης οι τράπεζες ως μέλος της εγχώριας οικονομίας επηρεάζονται άμεσα από τους κινδύνους που καλείται να αντιμετωπίσει η εν λόγω οικονομία από τη μαζική μεταστροφή της κατεύθυνσης των κεφαλαίων.

- *Αύξηση της συνολικής ζήτησης, του πληθωρισμού και μεγέθυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.*

Η εισροή κεφαλαίων οδηγεί σε αύξηση της συνολικής ζήτησης, του πληθωρισμού και διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Αυτή η υπέρμετρη αύξηση της ζήτησης και των τιμών δημιουργεί “φούσκες” στην αγορά ακινήτων και μετοχών (Αντζουλάτος. 2011). Οι “φούσκες” αργά ή γρήγορα θα σπάσουν και οι αρνητικές συνέπειες τους θα διοχετευτούν στο σύνολο της οικονομίας.

- *Μεγάλες διακυμάνσεις στις εισροές και στις εκροές των επενδυτικών κεφαλαίων, με συνέπεια τη μεταστροφή του εργοδικού κύκλου σε φαύλου.*

Η χώρα καθίσταται ευάλωτη στην περίπτωση των εκροών των επενδυτικών κεφαλαίων. Συγκεκριμένα η μεταστροφή των προτιμήσεων των επενδυτών θα οδηγήσει σε αλλαγή της κατεύθυνσης και εκροή των κεφαλαίων.

Η μεγάλη εισροή κεφαλαίων και η αναποτελεσματική τους διαχείριση από τις αρχές της χώρας δέκτη ενισχύει τις υπάρχουσες ανισορροπίες

και καθιστά τη χώρα ευάλωτη στις επερχόμενες εκροές των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων (Αντζουλάτος. 2011).

- *Contagion – μόλυνση της εγχώριας οικονομίας από τα προβλήματα και τις ανισορροπίες από άλλες χώρες.*

Το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών και ως εκ τούτου τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια, μέσω των εισροών ή των εκροών τους, αποτελούν το βασικό κανάλι αλληλεπίδρασης και μετάδοσης των κρίσεων από μια χώρα στις υπόλοιπες. Ακόμη και χώρες οι οποίες δεν έχουν οικονομικούς ή εμπορικούς δεσμούς επηρεάζονται από την εκδήλωση μιας κρίσης χρέους σε κάποια άλλη χώρα (Αντζουλάτος. 2011).

Ολοκληρώνοντας την απορύθμιση των θετικών και των αρνητικών συνεπειών των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων το ερώτημα που γεννάτε είναι: Τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια συμβάλουν στην μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη;

Η απάντηση είναι δύσκολο να δοθεί καθώς τα επενδυτικά κεφάλαια αποτελούν ένα εργαλείο στη διάθεση των αρχών και της χώρας, το πώς θα χρησιμοποιηθεί αυτό το εργαλείο αν δηλαδή χρησιμοποιηθεί παραγωγικά και κατευθυνθεί προς κερδοφόρες επενδύσεις ή αν χρησιμοποιηθεί για την κάλυψη πρόσκαιρων αναγκών και διοχετευτεί στην κατανάλωση εξαρτάται από το χρήστη.

1.4 Η Μεγάλη Εικόνα

Ένας επιπλέον παράγοντας ο οποίος αποτελεί πηγή αποσταθεροποίησης των εγχώριων οικονομιών, αποδεκτών των διεθνών κεφαλαίων, είναι το γεγονός ότι τα κεφάλαια αυτά χαρακτηρίζονται από έντονη μεταβλητότητα καθώς επηρεάζονται άμεσα από τις γενικότερες οικονομικές συνθήκες στο διεθνές οικονομικό και επενδυτικό περιβάλλον.

Η μεταβλητότητα αυτή διαφέρει ανάλογα με το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης της χώρας αποδέκτη, το επίπεδο ανάπτυξης του χρηματοπιστωτικού τομέα, της συναλλαγματικής πολιτικής που ακολουθείτε, το μέγεθος των αγορών χρήματος και κεφαλαίου και το είδος των επενδυτικών κεφαλαίων.

Σημαντική επιρροή στις ροές των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων ασκείται από το οικονομικό περιβάλλον στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, με τις χώρες οι οποίες έχουν άμεσους οικονομικούς δεσμούς να επηρεάζονται ακόμη περισσότερο από τη νομισματική πολιτική που ασκείται από την τελευταία και από το επίπεδο των επιτοκίων.

Όταν το επενδυτικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται από χαμηλά επιτόκια και μεγαλύτερη διάθεση ανάληψης κινδύνου παρατηρούμε αύξηση των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων καθώς οι επενδυτές δείχνουν περισσότερο πρόθυμοι να αναλάβουν επιπλέον κίνδυνο προκειμένου να αυξήσουν τις αποδόσεις τους.

Ακόμη το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης στις Ηνωμένες Πολιτείες επηρεάζει άμεσα τις ροές των διεθνών κεφαλαίων καθώς τα τελευταία κατευθύνονται προς τις Αμερικανικές εταιρείες με τη μορφή των επενδύσεων σε προϊόντα ιδιοκτησίας. Σε ένα περιβάλλον οικονομικής ανάπτυξης της Αμερικανικής οικονομίας, πλέον του κανονικού, οι επενδυτές τοποθετούν τα κεφάλαια τους στις εγχώριες εταιρείες με την προσδοκία της ανάπτυξης των κερδών και των αποδόσεων τους, μειώνοντας τις αντίστοιχες τοποθετήσεις κεφαλαίων στις αναπτυσσόμενες αγορές.

Η αύξηση της ζήτησης για επενδυτικά προϊόντα στις αναδυόμενες αγορές υποστηρίχθηκε από την ανάπτυξη νέων καινοτόμων προϊόντων διαχείρισης κινδύνου καθώς επίσης και από την ανάπτυξη νέων συλλογικών επενδυτικών προϊόντων τα οποία παρέχουν στους κατόχους τους ένα σημαντικό εργαλείο διαφοροποίησης του κινδύνου.

Σημαντική διακύμανση στις ροές των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων παρατηρήθηκε κατά την εκδήλωση της οικονομικής κρίσης το 2007 με τη μαζική απόσυρση των εν λόγω κεφαλαίων και τη μετέπειτα σταδιακή ανάκαμψη έως το 2013, όπως θα δούμε παρακάτω.

Αναλύοντας τις ροές των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων παρατηρούμε σημαντική διαφοροποίηση ανάμεσα στις χώρες υποδοχής, γεγονός το οποίο αναδεικνύει τη σημασία συγκεκριμένων οικονομικών μεταβλητών που διαφοροποιούν τις χώρες μεταξύ τους αλλά και τις διαφορές μεταξύ των ευρύτερων γεωγραφικών περιοχών.

1.4.1 Διάκριση Διεθνών Επενδυτικών Κεφαλαίων

Προκειμένου να εντοπίσουμε τις διακυμάνσεις των διεθνών κεφαλαίων προχωρούμε στην ομαδοποίηση των ιδιωτικών διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων στις παρακάτω κατηγορίες, σύμφωνα με το διαχωρισμό της Παγκόσμιας Τράπεζας:

- *Άμεσες ξένες επενδύσεις.*
Ως άμεσες ξένες επενδύσεις λαμβάνονται υπόψη οι καθαρές εισροές κεφαλαίων για επενδύσεις σε μετοχές εταιρειών της χώρας αναφοράς. Προκειμένου να χαρακτηριστεί η συγκεκριμένη εισροή κεφαλαίου ως άμεση ξένη επένδυση θα πρέπει να κατέχεται ποσοστό τουλάχιστον 10% του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.
- *Επενδύσεις χαρτοφυλακίου προϊόντων ιδιοκτησίας.*
Στην κατηγορία αυτή λαμβάνονται υπόψη οι καθαρές εισροές διεθνών κεφαλαίων για επενδύσεις σε μερίδια, σε μετοχές και σε άμεσες αγορές μετοχών στις εγχώριες αγορές από ξένους επενδυτές.
- *Ομόλογα.*
Η κατηγορία αυτή αναφέρεται σε καθαρές εισροές αλλότριων κεφαλαίων προκειμένου να τοποθετηθούν σε ομόλογα του δημοσίου και με εγγύηση του δημοσίου χρεόγραφα καθώς επίσης και σε ιδιωτικές μη εγγυημένες εκδόσεις ομολόγων.
- *Τραπεζικός και άλλος δανεισμός.*
Αναφέρεται στο δανεισμό του δημοσίου και των ιδιωτών από εμπορικές τράπεζες.

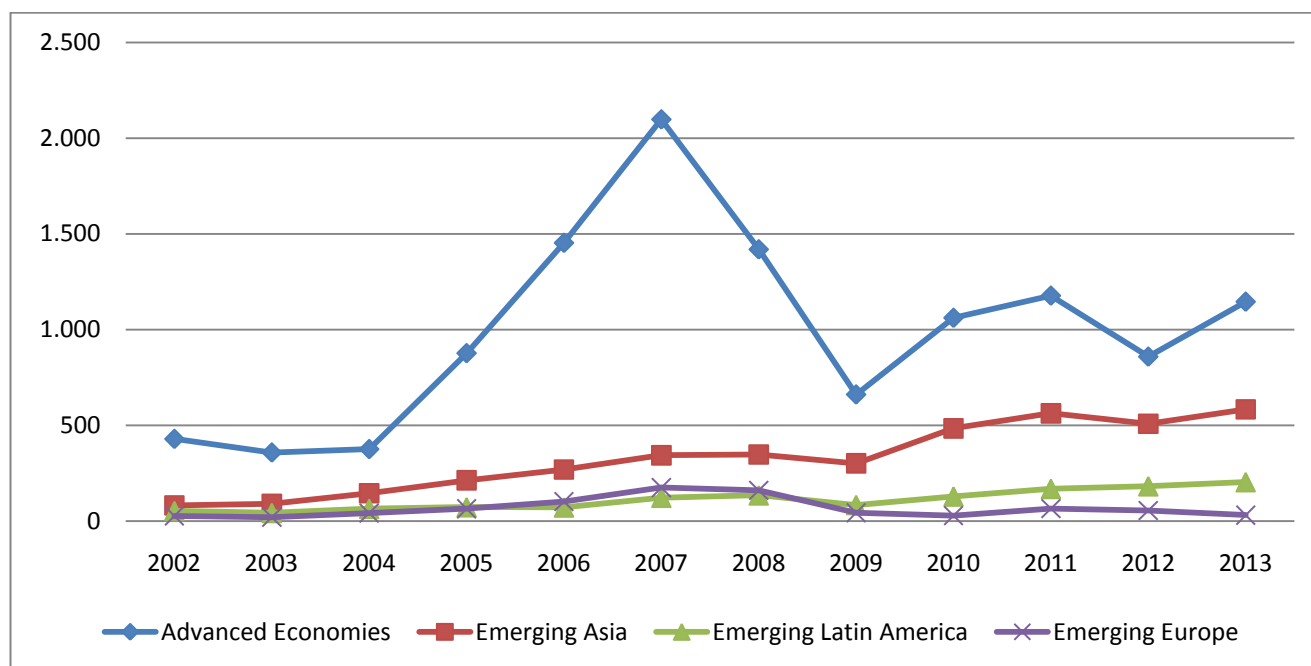
Στη συνέχεια κατατάσσουμε τις χώρες αποδέκτες των κεφαλαίων σε τέσσερις κατηγορίες (πίνακας 1) και συγκεκριμένα στις αναπτυγμένες οικονομίες (Advanced Economies), στις αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας (Emerging Asia), στις αναδυόμενες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής (Emerging Latin America) και στις αναδυόμενες οικονομίες της Ευρώπης (Emerging Europe).

Η ανάλυση περιλαμβάνει τις καθαρές ροές των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων (σε δισεκατομμύρια δολαρίων) ανά κατηγορία επενδυτικού προϊόντος και ανά κατηγορία αποδέκτη από το 2002 έως το 2013.

Στόχος μας είναι να εντοπίσουμε τις μεταβολές των διεθνών επενδυτικών ροών μετά την κρίση του 2007, πώς οι τελευταίες ανέκαμψαν έως το 2013 και τη σύνθεσή τους μετά την εκδήλωση της κρίσης στις αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας και της Λατινικής Αμερικής.

Επίσης η ανάλυση των ροών ανά κατηγορία αποδέκτη στοχεύει στο να αναδείξει τη διαφορά της μεταβλητότητας η οποία οφείλεται στο διαφορετικό επίπεδο ανάπτυξης αλλά και στις διαφορές ανάμεσα στις ευρύτερες περιοχές των αναπτυσσόμενων οικονομιών καθώς επίσης και στη διαφοροποίηση της σύνθεσης των διεθνών κεφαλαίων, πώς αυτά επηρεάστηκαν από την κρίση του 2007 και σε ποιο βαθμό ανέκαμψαν στη μετέπειτα περίοδο.

1.4.2 Άμεσες Ξένες Επενδύσεις



Πηγή Παγκόσμια Τράπεζα, κάθετος άξονας δισεκατομμύρια δολαρίων

Οι άμεσες ξένες επενδύσεις παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη κατακόρυφη πτώση, με την εκδήλωση της κρίσης, στις αναπτυγμένες οικονομίες. Με τις ροές των επενδυτικών κεφαλαίων να παραμένουν σε σημαντικά χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με αυτά προ κρίσης και συγκεκριμένα από τα υψηλά του έτους 2007.

Η υποχώρηση των διεθνών κεφαλαίων από τις αναδυόμενες αγορές παρουσιάζει χρονική υστέρηση ενός έτους με τις τελευταίες να παρουσιάζουν μικρότερη πτώση και μικρότερη μεταβλητότητα στις ροές των διεθνών

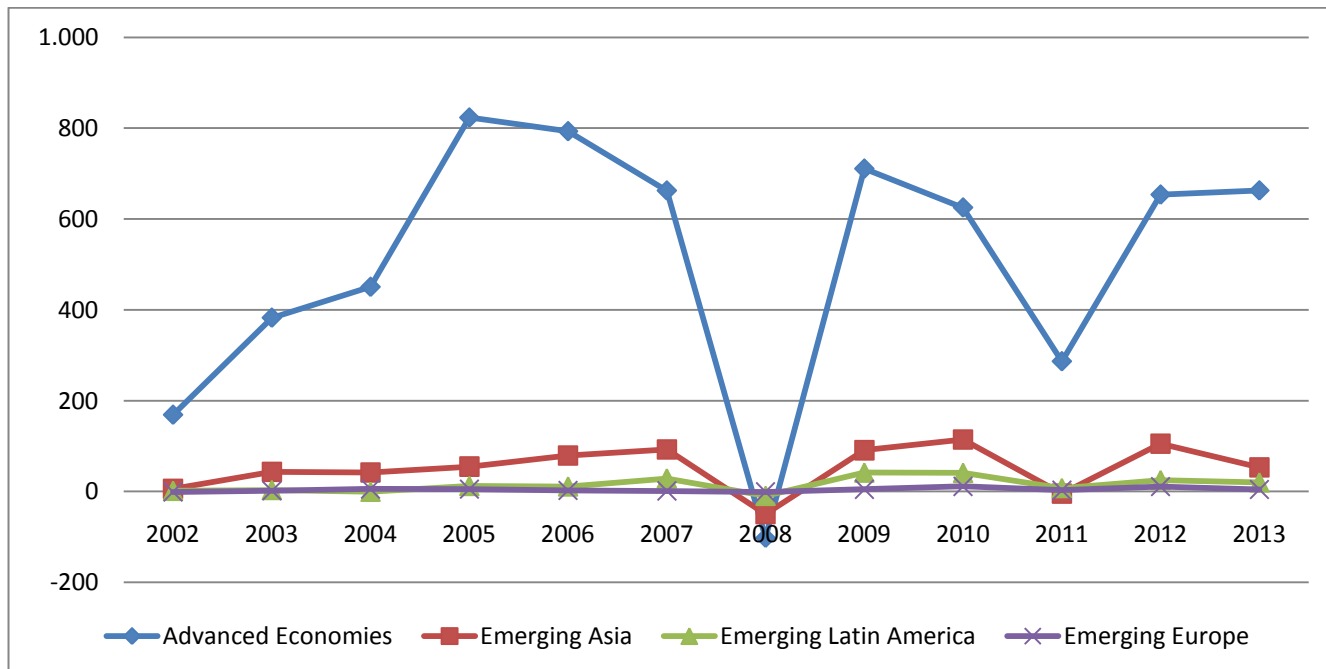
επενδυτικών κεφαλαίων που κατευθύνονται σε άμεσες ξένες επενδύσεις σε σχέση με τις αντίστοιχες ροές στις αναπτυγμένες οικονομίες.

Η χαμηλή ρευστότητα στις αναδυόμενες αγορές και η φύση των άμεσων ξένων επενδύσεων, δε διευκόλυνε την άμεση απεμπλοκή των ξένων επενδυτών με αποτέλεσμα να παρατηρείται η χρονική υστέρηση στην αντιστροφή των ροών σε σχέση με τα υπόλοιπα επενδυτικά προϊόντα.

Επίσης χρονική υστέρηση παρουσιάζει η αποχώρηση των άμεσων ξένων επενδύσεων στις Ηνωμένες Πολιτείες όπου το 2009 οι άμεσες ξένες επενδύσεις μειώνονται στο μισό σε σχέση με αυτές του προηγούμενου έτους.

Αντίθετα στην Ολλανδία η εκδήλωση της κρίσης δείχνει να την επηρεάζει άμεσα καθώς το 2008 χάνει περισσότερο από τα 2/3 του ύψους των κεφαλαίων κατευθυνόμενων σε άμεσες ξένες επενδύσεις σε σχέση με αυτά του έτους 2007. Στον αντίποδα το Βέλγιο διπλασιάζει τις καθαρές εισροές το 2008, σε σχέση με το προηγούμενο έτος, οι οποίες όμως μειώνονται στο 1/3 το 2009 σε σχέση με αυτές του 2008.

1.4.3 Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου Προϊόντων Ιδιοκτησίας



Πηγή Παγκόσμια Τράπεζα, κάθετος άξονας δισεκατομμύρια δολαρίων

Στις αναπτυγμένες οικονομίες παρατηρούμε τη μεγαλύτερη μείωση των εισροών των διεθνών κεφαλαίων η οποία εξελίσσεται σταδιακά έως το 2007,

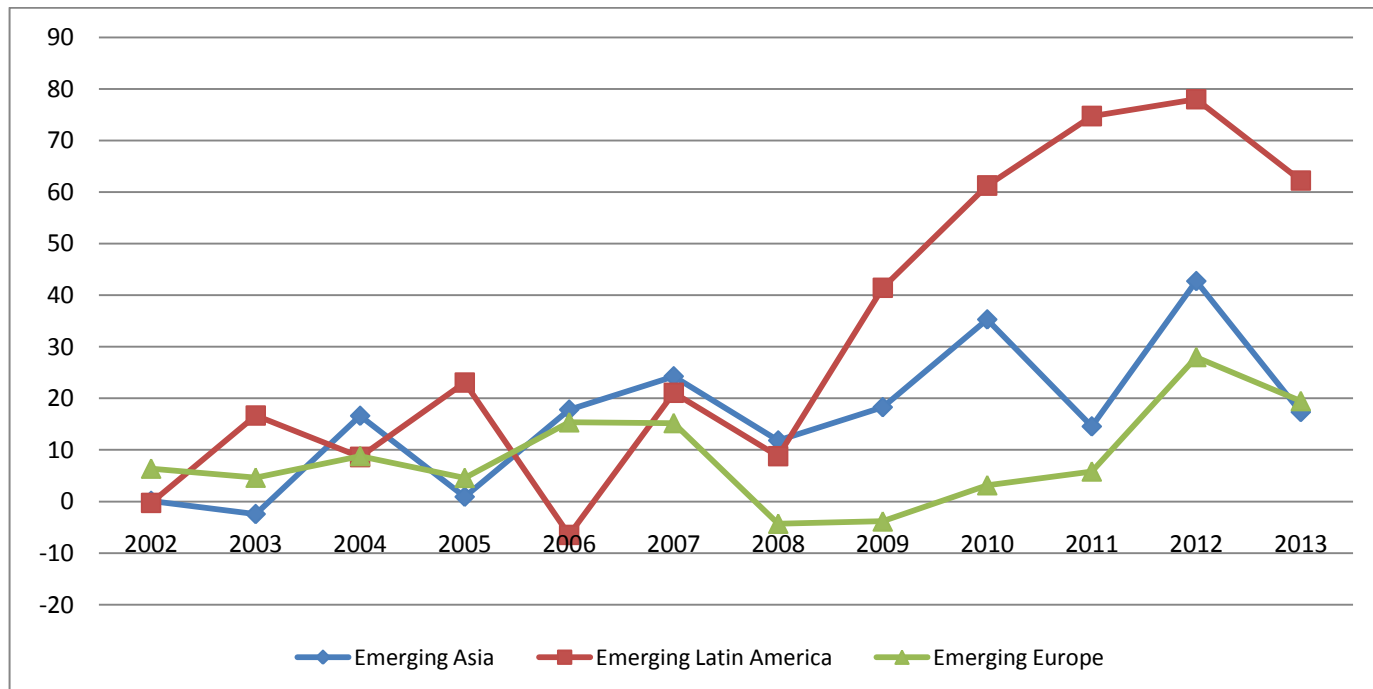
με εναρκτήριο έτος το 2005 κατά το οποίο οι εισροές των κεφαλαίων κορυφώνονται, όπου μετέπειτα παρατηρείται δραματική πτώση στα εισερχόμενα κεφάλαια.

Η μεγαλύτερη ποσοστιαία μείωση ανάμεσα στα έτη 2007 και 2008 παρατηρείται στις αναδυόμενες αγορές της Ευρώπης (-158%) με τις αντίστοιχες οικονομίες της Ασίας να ακολουθούν (-153%).

Οι αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας κατάφεραν το 2010 να ξεπεράσουν τα επίπεδα των εισερχόμενων κεφαλαίων κατά το 2007 χωρίς όμως να μπορέσουν να διατηρήσουν τον υψηλό όγκο εισερχόμενων κεφαλαίων καθώς τα τελευταία σημείωσαν κατακόρυφη πτώση κατά το επόμενο έτος.

Αντίστοιχα οι αναδυόμενες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής ενώ αρχικά έδειξαν σημάδια άμεσης ανάκαμψης, από την εκδήλωση της κρίσης, σημειώνοντας αύξηση των εισερχόμενων ροών κατά τα έτη 2009 και 2010 σε επίπεδα υψηλότερα από αυτά του 2007, δε μπόρεσαν να διατηρήσουν τη ανοδική τους πορεία καθώς το επόμενο έτος (2011) υποχώρησαν σημαντικά.

1.4.4 Ομόλογα



Πηγή Παγκόσμια Τράπεζα, κάθετος άξονας δισεκατομμύρια δολαρίων

Οι διεθνείς επενδύσεις σε ομόλογα δείχνουν να ανακάμπτουν άμεσα μετά την κρίση του 2007 και να ξεπερνούν τα προ κρίσης επίπεδα με διαφορετική χρονική υστέρηση για την κάθε περιοχή.

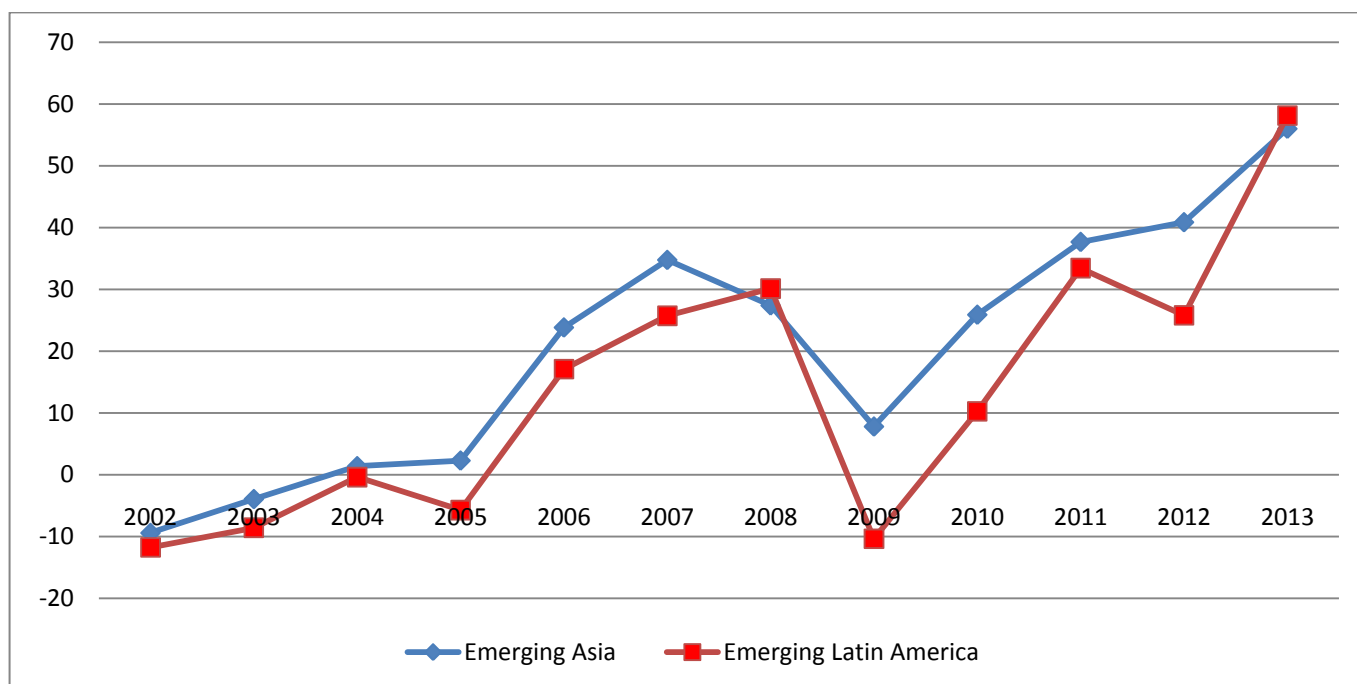
Στις αναδυόμενες αγορές της Λατινικής Αμερικής παρατηρούμε την ανάκαμψη των διεθνών επενδύσεων, στη συγκεκριμένη κατηγορία επενδυτικού προϊόντος, μετά το 2008 με την κορύφωση των ροών να παρατηρείται το 2012, οι οποίες ξεπερνούν τα προ κρίσης επίπεδα και συγκεκριμένα τετραπλασιάζοντας τον όγκο των κεφαλαίων.

Η Βραζιλία απορροφά το μεγαλύτερο μέρος των διεθνών κεφαλαίων έως το 2011, η οποία όμως υποχωρεί σημαντικά μετά το 2011 καταλήγοντας σε αρνητικές χρηματοροές κεφαλαίων το 2013.

Την αυξανόμενη τάση των ροών και τη σταδιακή αποχώρηση των διεθνών επενδυτών από τη Βραζιλία έρχεται να καλύψει η αύξηση των εισερχόμενων διεθνών κεφαλαίων στην Κόστα Ρίκα.

Η άνιση κατανομή των ροών μεταξύ των χωρών υποδοχής των διεθνών κεφαλαίων αναδεικνύει το ρόλο των ειδικών οικονομικών συνθηκών που επικρατούν στην κάθε χώρα αποδέκτη αλλά και των γενικότερων οικονομικών συνθηκών στην ευρύτερη γεωγραφική περιοχή.

1.4.5 Τραπεζικός και άλλος δανεισμός



Πηγή Παγκόσμια Τράπεζα, κάθετος άξονας δισεκατομμύρια δολαρίων

Διαθέσιμα στοιχεία για την εν λόγω κατηγορία υπάρχουν μόνο για τις περιοχές της Ασίας και της Λατινικής Αμερικής.

Συγκεκριμένα παρατηρούμε κάθετη πτώση στη συγκεκριμένη κατηγορία επενδυτικού προϊόντος στη Λατινική Αμερική κατά το έτος 2009 όπου το επίπεδο των καθαρών ρών κινήθηκε σε αρνητικά επίπεδα. Η έναρξη της καθόδου εντοπίζεται κατά το έτος 2008, ένα έτος μετά την εκδήλωση της παγκόσμιας κρίσης.

Η κάθετη πτώση στη Λατινική Αμερική ανάμεσα στα έτη 2008 και 2009 αποδίδεται στην υποχώρηση των καθαρών ρών στη Γουατεμάλα, στην Κολομβία και στο Μεξικό.

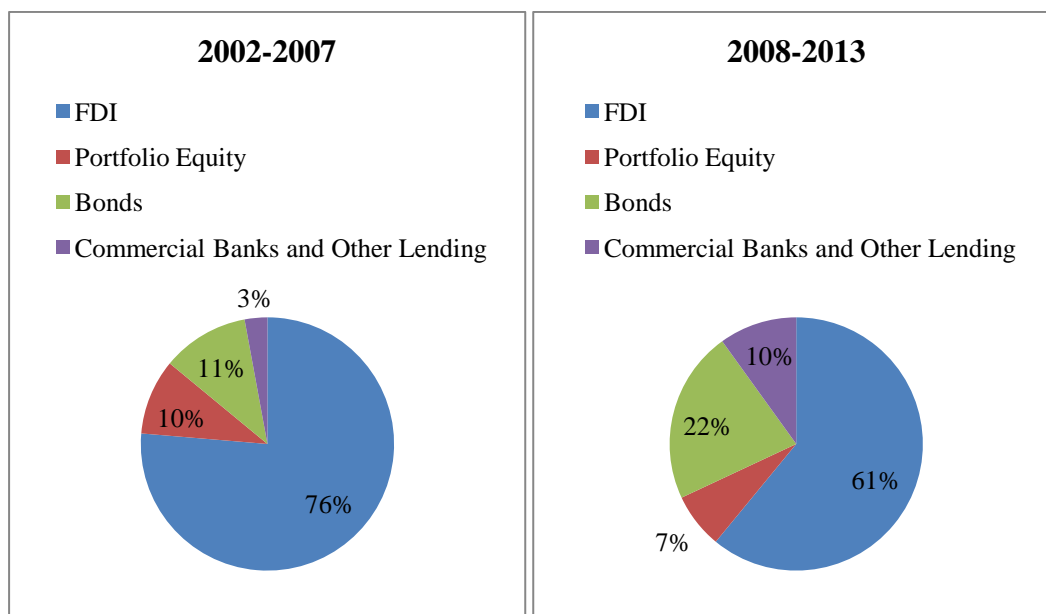
Αντίθετα η πτώση στις καθαρές εισερχόμενες ροές στην Ασία υπήρξε περισσότερο ομαλή.

Ειδικά στη συγκεκριμένη περιοχή η πτώση του όγκου των καθαρών ρών ξεκίνησε το 2007 και κορυφώθηκε κατά το έτος 2009. Μετέπειτα παρατηρούμε την ανάκαμψη τους ξεπερνώντας κατά το έτος 2011 τα αντίστοιχα επίπεδα του έτους 2007.

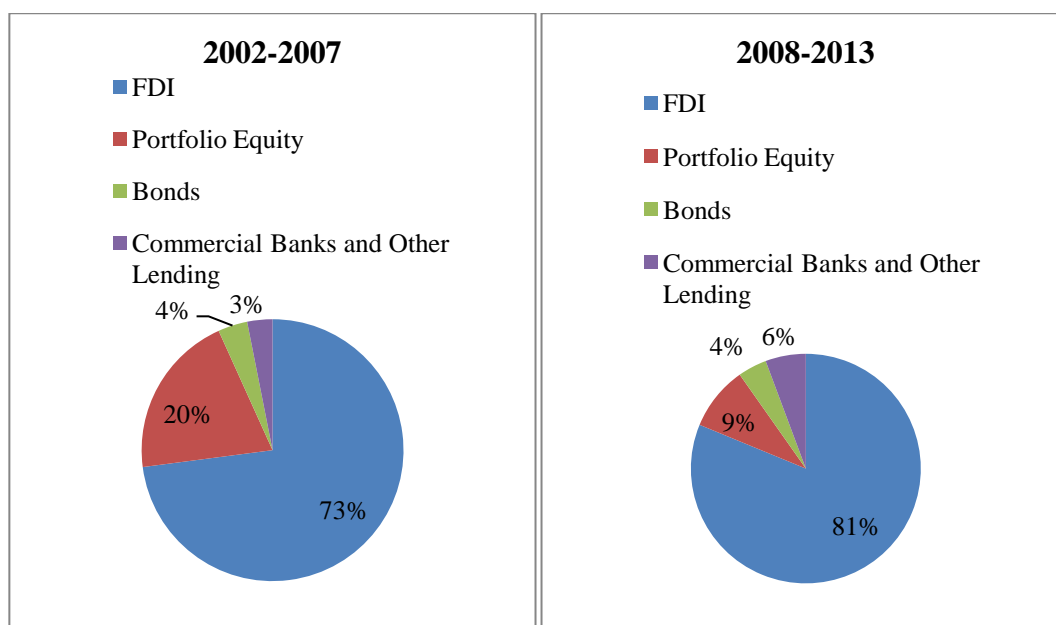
Στις αναπτυσσόμενες οικονομίες της Ασίας η Ινδονησία και η Ινδία δείχνουν να αντιστέκονται σε περιόδους μείωσης των καθαρών εισερχόμενων κεφαλαίων με τις τελευταίες να παρουσιάζουν κατά τα έτη 2008 και 2009 ανάπτυξη των καθαρών ρών.

1.4.6 Ροές Διεθνών Κεφαλαίων Πριν και Μετά την Κρίση

Emerging Latin America¹



Emerging Asia²



Στις Αναπτυσσόμενες χώρες της Λατινικής Αμερικής, μετά την εκδήλωση της κρίσης το 2007, παρατηρούμε αύξηση του ενδιαφέροντος των επενδυτών για ομόλογα, τραπεζικά και άλλα προϊόντα ενώ παράλληλα το ποσοστό

συμμετοχής των άμεσων ξένων επενδύσεων και των προϊόντων ιδιοκτησίας δείχνει να συρρικνώνεται.

Αντίθετα η περιοχή της Ασίας παρουσιάζει διαφορετική εικόνα στη διαμόρφωση των καθαρών εισερχόμενων ροών με αύξηση των άμεσων επενδύσεων και των τραπεζικών και άλλων προϊόντων και μείωση των προϊόντων ιδιοκτησίας. Συγκεκριμένα το ποσοστό συμμετοχής των προϊόντων ιδιοκτησίας μειώνεται στο μισό ενώ τα ομόλογα διατηρούν τα προ κρίσης χαμηλά ποσοστά συμμετοχής τους.

Συμφώνα με τα όσα αναφέραμε η επίδραση της κρίσης δεν υπήρξε η ίδια για όλες τις οικονομίες όπως επίσης οι επιδράσεις της δεν παρατηρήθηκαν την ίδια χρονική στιγμή. Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες επηρεάστηκαν άμεσα καθώς η κρίση ξεκίνησε σε μία από αυτές και συγκεκριμένα στις Ηνωμένες Πολιτείες. Αντίθετα παρατηρούμε υστέρηση στην εμφάνιση των επιδράσεων της κρίσης στις αναπτυσσόμενες οικονομίες με τις τελευταίες να διαφέρουν τόσο ως προς τη σύνθεση των διεθνών κεφαλαίων όσο και ως προς την ανάκαμψη τους μετά την εκδήλωση της κρίσης.

Βασικά Χρηματοοικονομικά Προϊόντα και ο Ρόλος της Πληροφορήσεως

2.1 Εισαγωγή

Η εξέλιξη των χρηματοοικονομικών αγορών έχει δημιουργήσει μια πληθώρα καινοτόμων προϊόντων τα οποία έρχονται να προστεθούν στα ήδη υπάρχοντα χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα αποτελούν τα βασικά εργαλεία εκπλήρωσης των επιδιώξεων των επενδυτών στην προσπάθειά τους να μεγιστοποιήσουν τις αποδόσεις τους και να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο.

Μέσω των προϊόντων αυτών οι πλεονασματικές μονάδες διοχετεύουν τους πόρους τους στις ελλειμματικές προκειμένου οι τελευταίες να εκπληρώσουν τα επενδυτικά και καταναλωτικά σχέδια τους.

Συγκεκριμένα τα νοικοκυριά αποταμιεύουν το πλεονάζον εισόδημά τους όπως επίσης δανείζονται, αγοράζουν μετοχές και ομόλογα.

Οι εταιρείες αποταμιεύουν τα κέρδη, που δε διανέμουν, αλλά και αντλούν κεφάλαια μέσω τραπεζικού δανεισμού, μέσω έκδοσης μετοχών αλλά και μέσω έκδοσης ομολόγων.

2.2 Διάκριση Χρηματοοικονομικών Προϊόντων

Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα διακρίνονται σε τέσσερις μεγάλες κατηγορίες.

1. Προϊόντα Χρέους.

Στα προϊόντα χρέους συγκαταλέγονται τα εξής:

- Καταθέσεις και δάνεια σε/από τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.
- Ομόλογα τα οποία εκδίδονται είτε από δημόσιους είτε από ιδιωτικούς οργανισμούς.
- Έντοκα γραμμάτια δημοσίου τα οποία εκδίδονται από το κράτος και η διάρκεια τους κυμαίνεται από τρεις μήνες έως ένα έτος.
- Διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά καταθέσεων τα οποία αναφέρονται σε προθεσμιακές καταθέσεις τραπεζών.
- Commercial papers τα οποία είναι βραχυπρόθεσμες μη εγγυημένες υποχρεώσεις.

- Συμφωνίες επαναγοράς (repos) οι οποίες αφορούν την πώληση ενός χρεογράφου με τον όρο της επαναγοράς του από τον αρχικό πωλητή σε προκαθορισμένη τιμή.

2. Προϊόντα Ιδιοκτησίας.

Τα προϊόντα ιδιοκτησίας αναφέρονται στις μετοχές των εταιρειών καθώς οι μέτοχοι αποκτούν μέρος της ιδιοκτησίας της εταιρείας κατά το ποσοστό των μετοχών που κατέχουν στο σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου.

Η σημαντικότερη διάκριση των μετοχών είναι ανάμεσα σε κοινές και προνομιούχες, τα χαρακτηριστικά των οποίων είναι:

- Οι κάτοχοι των κοινών μετοχών συμμετέχουν στα κέρδη και στις αποφάσεις που λαμβάνει η εταιρεία. Η πληρωμή μερίσματος στους κατόχους κοινών μετοχών δεν είναι υποχρεωτική.
- Οι προνομιούχες μετοχές συνδυάζουν χαρακτηριστικά προϊόντων χρέους και ιδιοκτησίας. Οι προνομιούχοι μέτοχοι πλεονεκτούν έναντι των κοινών στο γεγονός ότι η καταβολή του μερίσματος είναι υποχρεωτική αλλά οι πρώτοι δε συμμετέχουν στη λήψη των αποφάσεων. Οι προνομιούχοι μέτοχοι λαμβάνουν σταθερό μερίσμα είτε κατά ποσοστό είτε σε συγκεκριμένο χρηματικό ποσό. Στην περίπτωση που δεν καταβληθεί μερίσμα, η υποχρέωση αυτή μπορεί να μεταφερθεί για το επόμενο ή τα επόμενα έτη. Επίσης δε μπορεί να καταβληθεί μερίσμα στους κοινούς μετόχους εάν δεν έχει καταβληθεί πρώτα μερίσμα στους προνομιούχους. Μια σημαντική διαφοροποίηση των προνομιούχων μετοχών από τα προϊόντα χρέους είναι ότι η μη καταβολή μερίσματος δεν οδηγεί την εταιρεία σε χρεοκοπία.

3. Υπό συνθήκη Χρηματοοικονομικά προϊόντα.

Τα υπό συνθήκη χρηματοοικονομικά προϊόντα ενεργοποιούν τις συμφωνημένες χρηματοροές όταν εκπληρωθούν οι ειδικές συνθήκες που προβλέπονται στις σχετικές συμβάσεις. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν οι συμβάσεις ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης (CDS).

Οι συμβάσεις αυτές αναφέρονται σε ένα προϊόν χρέους όπως το ομόλογο και περιλαμβάνει τις περιοδικές χρηματικές καταβολές του αγοραστή της προστασίας προς τον πωλητή αλλά και την αντίστροφη χρηματοροή του πωλητή προς τον αγοραστή όταν το πιστωτικό γεγονός, της αθέτησης των

πληρωμών που προβλέπονται στο προϊόν αναφοράς (ομόλογο), λάβει χώρα. Η χρήση των συμβάσεων ανταλλαγής κινδύνου αθέτησης είναι η κερδοσκοπία (speculation), η αντιστάθμιση κινδύνου (hedging) και η εξισορροπητική κερδοσκοπία (arbitrage).

4. Παράγωγα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα.

Η αξία ενός παράγωγου χρηματοοικονομικού προϊόντος καθορίζεται από την αξία του προϊόντος-τίτλου στο οποίο αναφέρεται (υποκείμενος τίτλος – υποκείμενο προϊόν).

Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα διακρίνονται στα προθεσμιακά συμβόλαια (forward contracts), στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (future contracts), στα δικαιώματα προαίρεσης (options) και στις συμφωνίες ανταλλαγής (swaps).

Τόσο η πηγή όσο το μέσο και η κατάληξη των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων μπορεί να διαφέρουν από χώρα σε χώρα και από περίοδο σε περίοδο. Σε κάποιες περιόδους παρατηρούμε αύξηση των διεθνών κεφαλαίων με κατεύθυνση σε ομόλογα ενώ σε άλλες περιόδους τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια επικεντρώνονται στις επενδύσεις χαρτοφυλακίου όπως οι μετοχές. Επίσης η κατάληξη των διεθνών κεφαλαίων μπορεί να είναι σε άμεσες επενδύσεις στη χώρα προορισμού. Οι άμεσες ξένες επενδύσεις συμβάλουν στην μακροχρόνια ανάπτυξη της εγχώριας οικονομίας καθώς αποτελούν επενδυτικές επιλογές με μεγαλύτερη περίοδο διακράτησης κυρίως λόγω του κόστους αποεπένδυσης.

2.3 Κίνδυνοι και Χρηματοοικονομικά Προϊόντα

Οι αποφάσεις των επενδυτών επηρεάζονται τόσο από τις συνθήκες που επικρατούν στη διεθνή και στην εγχώρια αγορά όσο και από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των χρηματοοικονομικών προϊόντων και το πώς αυτά επηρεάζονται από τις παραπάνω συνθήκες.

Στην περίπτωση που οι επενδυτές επιλέξουν να επενδύσουν σε προθεσμιακές καταθέσεις, θα πρέπει να εξετάσουν κατά πόσο το θεσμικό πλαίσιο της χώρας προορισμού εγγυάται τις καταθέσεις, μέχρι ποιο ύψος, τι προβλέπεται στην περίπτωση πτωχεύσεως της τράπεζας και αν το κράτος έχει την οικονομική ευρωστία να ανταποκριθεί στις παρεχόμενες εγγυήσεις.

Οι καταθέσεις διατρέχουν μικρότερο κίνδυνο καθώς οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να επιστρέψουν τις καταθέσεις και τους τόκους, όταν γίνουν απαιτητά, στο ακέραιο. Ακόμη η καταβολή των τόκων είναι ανεξάρτητη από την κερδοφορία των τραπεζών και πραγματοποιείται σε προκαθορισμένες ημερομηνίες.

Επίσης οι τράπεζες σπανίως πτωχεύουν αλλά ακόμη και αν κάποια τράπεζα αντιμετωπίσει προβλήματα βιωσιμότητας, οι αρχές παρεμβαίνουν για τη διάσωσή της προκειμένου να αποφθεχτεί η μετάδοση της κρίσης στο τραπεζικό σύστημα (Αντζουλάτος και Κόντος. 2015).

Στην περίπτωση που οι επενδυτές επιλέξουν να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε ομόλογα τότε αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο από αυτόν των καταθέσεων.

Η καταβολή των συμφωνημένων τόκων δεν επηρεάζεται από την κερδοφορία της επιχείρησης αλλά το ενδεχόμενο πτωχεύσεως είναι υπαρκτό (Αντζουλάτος και Κόντος. 2015), ιδιαίτερα στην περίπτωση που το ομόλογο έχει εκδοθεί από κάποια μικρή εταιρεία. Η τιμή των ομολόγων επηρεάζεται από τις γενικότερες οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στην αγορά και από την οικονομική κατάσταση της εταιρείας ή της κυβερνήσεως που εξέδωσε το ομόλογο με αποτέλεσμα να υπάρχει ο κίνδυνος της απώλειας ολόκληρου ή μέρους του κεφαλαίου.

Στην περίπτωση της αγοράς ομολόγων μεγάλων εταιρειών και κρατών ο επενδυτής μπορεί ευκολότερα να πουλήσει το ομόλογο που κατέχει στα χέρια του καθώς τα τελευταία διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές με μεγάλη ρευστότητα. Ακόμη οι μεγάλες εταιρείες και οι κυβερνήσεις έχουν την απαραίτητη ρευστότητα προκειμένου να ανταπεξέρθουν στις συμφωνημένες χρηματοροές.

Σε κάθε περίπτωση ο επενδυτής θα πρέπει να εξετάσει την ποιότητα του θεσμικού πλαισίου καθώς επίσης και την ποιότητα των πληροφοριών που παρέχονται σχετικά με την οικονομική κατάσταση των εταιρειών. Ακόμη θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και ο κίνδυνος πτωχεύσεως της χώρας ή της οικονομικής υφέσεως της τελευταίας καθώς υπάρχει άμεση συσχέτιση της οικονομικής κατάστασης των εταιρειών με αυτήν της χώρας στην οποία πραγματοποιείται ο κύριος όγκος των εργασιών ή της κερδοφορίας τους.

Πιο συγκεκριμένα τα επιτόκια των κρατικών ομολόγων επηρεάζονται από τις γενικότερες οικονομικές συνθήκες στη διεθνή αγορά, από τις ειδικότερες οικονομικές συνθήκες στην εγχώρια αγορά, από τα επιτόκια των Ηνωμένων Πολιτειών και από τις προσδοκίες των επενδυτών.

Επιπλέον οι αποδόσεις των κρατικών χρεογράφων είναι, υπό κανονικές συνθήκες, μικρότερες από αυτές των ιδιωτικών εταιρειών λόγω του μικρότερου κινδύνου που διατρέχουν.

Στην περίπτωση της επενδύσεως σε μετοχές, ο επενδυτής διατρέχει ακόμη μεγαλύτερο κίνδυνο από αυτόν των ομολόγων. Τα μερίσματα των μετόχων εξαρτώνται από την κερδοφορία των εταιρειών αλλά και από τη ρευστότητά τους. Οι τιμές των μετοχών, όπως και στην περίπτωση των ομολόγων, επηρεάζονται από τις γενικότερες οικονομικές συνθήκες της αγοράς αλλά και από τις ειδικότερες της εταιρείας. Επίσης ο κίνδυνος πτωχεύσεως της εταιρείας είναι υπαρκτός ο οποίος ενισχύεται από το γεγονός ότι οι μέτοχοι στην περίπτωση της πτωχεύσεως ικανοποιούνται τελευταίοι (Αντζουλάτος και Κόντος. 2015).

Ταυτόχρονα θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και ο κίνδυνος της χώρας ο οποίος αναφέρεται στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε χώρας όπως το πολιτικό και το κοινωνικό περιβάλλον, η ποιότητα των θεσμών και η ύπαρξη μεγάλων και μακροχρόνιων ελλειμμάτων του κρατικού προϋπολογισμού.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση, όπως θα δούμε παρακάτω, αποτελεί σημαντική πηγή κινδύνου, η αντιμετώπιση της οποίας απαιτεί την ανάληψη συγκεκριμένων μέτρων από τις αρχές προκειμένου να αναπτυχθεί η χρηματιστηριακή αγορά και να προσελκύσει το ενδιαφέρον των διεθνών επενδυτών.

Έναν ακόμη κίνδυνο που καλούνται να διαχειριστούν οι επενδυτές-καταθέτες είναι αυτός της αδιαφάνειας των τραπεζών, καθώς οι τελευταίοι δε μπορούν να γνωρίζουν την πραγματική οικονομική κατάσταση της τράπεζας στην οποία έχουν εμπιστευτεί τις καταθέσεις και τις επενδύσεις τους (Αντζουλάτος και Κόντος. 2015).

Όπως αναφέραμε παραπάνω, στην περίπτωση της επένδυσης σε κρατικά ομόλογα ή μετοχές εταιρειών του δημοσίου, ο κίνδυνος ρευστότητας, χρηματοροών και πτωχεύσεως είναι μικρότερος σε σχέση με αυτόν της επένδυσης σε προϊόντα χρέους και ιδιοκτησίας ιδιωτικών εταιριών.

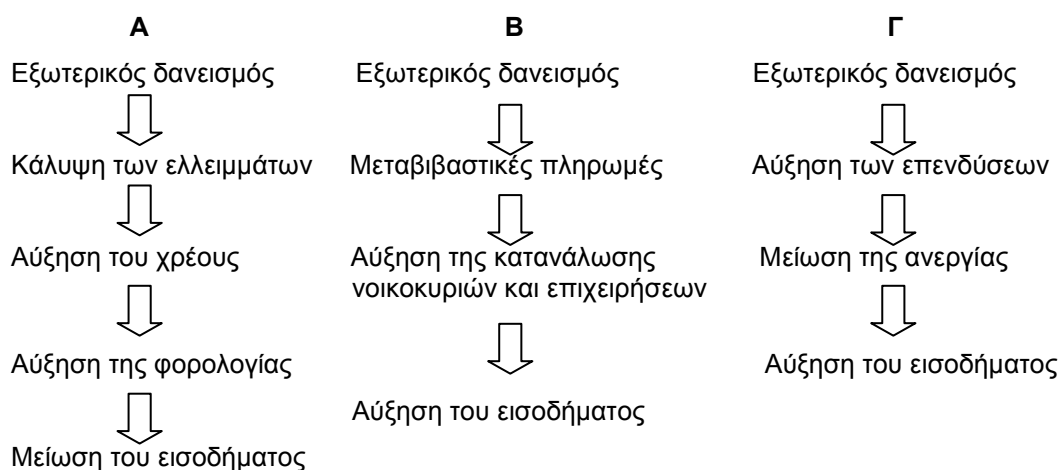
Περιορισμένη είναι επίσης και η ασύμμετρη πληροφόρηση, ιδιαίτερα στην περίπτωση των κυβερνητικών ομολόγων, καθώς υπάρχουν διεθνείς στατιστικές υπηρεσίες οι οποίες ανακοινώνουν τα οικονομικά αποτελέσματα των κυβερνήσεων. Παρόλα αυτά, δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις στις οποίες οι εθνικές στατιστικές υπηρεσίες επιλέγουν συγκεκριμένους τρόπους χειρισμού ή παρουσίασης των οικονομικών αποτελεσμάτων προκειμένου να συγκαλύψουν μεγάλα ελλείμματα ή μεγάλες ανισοροπίες.

2.4 Ροές Διεθνών Κεφαλαίων στο Εσωτερικό της Οικονομίας

Η κατάληξη των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων αποτελεί σημαντική συνιστώσα για την οικονομική ανάπτυξη της εγχώριας οικονομίας και τη θωράκισή της από τις αρνητικές επιπτώσεις της αντιστροφής των διεθνών κεφαλαίων.

Όσον αφορά τις ροές των διεθνών κεφαλαίων αυτές μπορούν να ακολουθήσουν διαφορετικές διαδρομές εξυπηρετώντας κάθε φορά τις ανάγκες και τα κίνητρα των εμπλεκόμενων μερών.

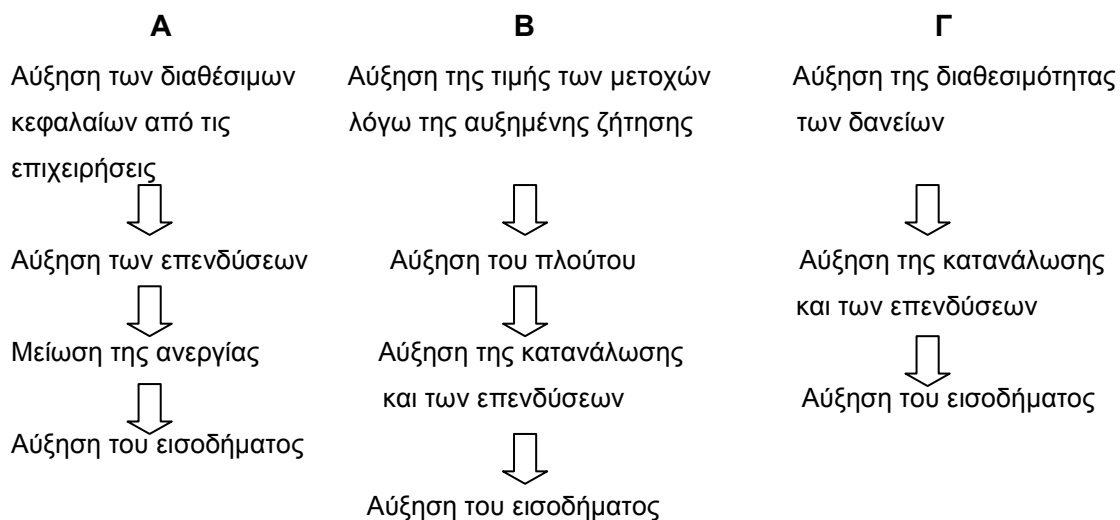
Στην περίπτωση του κρατικού δανεισμού, είτε μέσω τραπεζικού δανεισμού από κάποια ξένη τράπεζα είτε μέσω έκδοσης χρεογράφων, οι εναλλακτικές ροές των κεφαλαίων είναι:



Όπως παρατηρούμε παραπάνω τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια διοχετεύονται στα νοικοκυριά και στις επιχειρήσεις κυρίως μέσω των επενδύσεων και των μεταβιβαστικών πληρωμών

Στην περίπτωση των μεταβιβαστικών πληρωμών αυξάνεται πρόσκαιρα η κατανάλωση ενώ στην περίπτωση των επενδύσεων, ενισχύεται η παραγωγική βάση της χώρας και η μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη.

Στην περίπτωση της αγοράς εταιρικών ομολόγων και μετοχών από ξένους επενδυτές, οι ροές που καταγράφονται είναι:



Τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια αποτελούν πηγή χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις προκειμένου οι τελευταίες να υλοποιήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια.

Η επιλογή των επιχειρήσεων να διοχετεύσουν τα κεφάλαια στην πραγματική οικονομία, μέσω των παραγωγικών επενδύσεων, έχει ως συνέπεια τη μείωση της ανεργίας, την αύξηση του εισοδήματος των νοικοκυριών, την αύξηση των κρατικών εσόδων λόγω της αύξησης των φορολογικών εσόδων και τη συνολική αύξηση της παραγωγής της χώρας.

Η αυξημένη ζήτηση των μετοχών μπορεί να οδηγήσει σε “φούσκες” στη χρηματιστηριακή αγορά και σε μεγάλη διακύμανση των επενδύσεων και της κατανάλωσης.

Επίσης στην περίπτωση που οι τράπεζες έχουν πλεονάζοντα διαθέσιμα κεφάλαια λόγω της αυξημένης κερδοφορίας τους, ως αποτέλεσμα της οικονομικής ανάπτυξης από την παρουσία των διεθνών κεφαλαίων, θα πρέπει να διαθέσουν τα κεφάλαια αυτά στο ευρύ επενδυτικό κοινό αυξάνοντας τις επενδύσεις. Η αυξημένη διαθεσιμότητα των δανείων μπορεί να οδηγήσει σε “φούσκες” στην αγορά των ακινήτων λόγω της αυξημένης ζήτησης τους από τα νοικοκυριά, που πλέον έχουν πρόσβαση στο δανεισμό με ακόμη ευνοϊκότερους όρους. Η αύξηση της διαθεσιμότητας των δανείων δεν οφείλεται μόνο στα πλεονάζοντα κεφάλαια αλλά και στην αύξηση του πλούτου των τραπεζών λόγω της αύξησης της τιμής των μετοχών.

2.5 Ασύμμετρη Πληροφόρηση

Η ασύμμετρη πληροφόρηση αναφέρεται σε καταστάσεις όπου τα συναλλασσόμενα μέρη διαφέρουν ως προς την ποιότητα, την ακρίβεια και το μέγεθος του συνόλου των πληροφοριών που κατέχουν.

Η έννοια της ασύμμετρης πληροφόρησης έγινε γνωστή από το άρθρο του George Akerlof τον Αύγουστο του 1970 με τίτλο « The Market for “Lemons” : Quality Uncertainty and the Market Mechanism».

Στο παράδειγμα που χρησιμοποιεί ο Akerlof περιγράφονται τα προβλήματα που ανακύπτουν από τη διαφοροποίηση της πληροφόρησης και των κινήτρων ανάμεσα σε έναν πωλητή μεταχειρισμένων αυτοκινήτων και σε έναν υποψήφιο αγοραστή. Ο πωλητής γνωρίζει την ποιότητα των πωλούμενων αυτοκινήτων σε αντίθεση με τον υποψήφιο αγοραστή ο οποίος μπορεί να μάθει για την πραγματική ποιότητα του αυτοκινήτου μόνο μετά την αγορά του τελευταίου.

Συγκεκριμένα ο πωλητής έχει κίνητρο να πουλήσει σε τιμή μεγαλύτερη από την πραγματική αξία του αυτοκινήτου και αντίστοιχα ο αγοραστής επιδιώκει να εξασφαλιστεί από το ενδεχόμενο να πληρώσει για ένα αυτοκίνητο σε τιμή μεγαλύτερη από την πραγματική του αξία. Συνεπώς ελάχιστα καλά αυτοκίνητα θα διαπραγματεύονται στην αγορά, η ποιότητα των προς πώληση αυτοκινήτων θα είναι χαμηλή και ο όγκος των συναλλαγών θα είναι περιορισμένος καθώς κανένας δε θα θέλει να αγοράσει ένα προϊόν σε τιμή μεγαλύτερη από την πραγματική του αξία.

Τα εμπλεκόμενα μέρη όπως αγοραστές, πωλητές και ειδικοί καθορίζουν τη συμπεριφορά τους με βάση τη διαθέσιμη πληροφορία που κατέχουν και τα αντίστοιχα κίνητρά τους. Τα κίνητρα όμως των συναλλασσόμενων είναι αντικρουόμενα με αποτέλεσμα να ενισχύεται η μη αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς.

Συνεπώς η διάσταση αυτή στην κατεχόμενη πληροφορία έχει ως αποτέλεσμα τη μη αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς και τη δημιουργία επιπλέον κόστους τόσο ατομικού, μεταξύ των συναλλασσομένων, όσο και κοινωνικού.

Στη συνέχεια θα αναλύσουμε τις επιπτώσεις της ασύμμετρης πληροφόρησης, τις συνιστώσες της και τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες κατά τη διαδικασία αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των υποψήφιων

χρηματοδοτούμενων, εταιρειών και ιδιωτών, καθώς και της παρακολούθησης της συμπεριφοράς των τελευταίων μετά την εκταμίευση του δανείου.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση δυσχεραίνει την προσπάθεια του χρηματοδότη να διαχωρίσει τον υψηλού κινδύνου χρηματοδοτούμενο από αυτόν του χαμηλού με αποτέλεσμα να χρεώνει υψηλότερο επιτόκιο στο χαμηλού κινδύνου επενδυτή και χαμηλότερο επιτόκιο στον υψηλού κινδύνου (Αντζουλάτος και Κόντος. 2015). Η δυσκολία αυτή διαχωρισμού των επενδυτών και της αντίστοιχης τιμολόγησης τους έχει σημαντικές προεκτάσεις οι οποίες περιορίζουν την κοινωνική και οικονομική πρόοδο καθώς αποτελούν πηγή κοινωνικού κόστους.

Συγκεκριμένα οδηγεί σε αύξηση του κόστους χρηματοδότησης, σε μείωση των επενδυτικών ευκαιριών και σε απόρριψη κερδοφόρων επενδυτικών προγραμμάτων.

Τα προβλήματα που ανακύπτουν λόγω της διάστασης της πληροφόρησης ανάμεσα σε χρηματοδότες και χρηματοδοτούμενους διακρίνονται στη δυσμενή επιλογή η οποία λαμβάνει χώρα πριν τη χρηματοδότηση και στον ηθικό κίνδυνο ο οποίος θα πρέπει να αντιμετωπιστεί μετά τη χρηματοδότηση. Συγκεκριμένα η τράπεζα πριν τη χορήγηση του δανείου δε γνωρίζει τον πραγματικό κίνδυνο και ως εκ τούτου την πραγματική πιστοληπτική ικανότητα του υποψήφιου δανειστή. Το γεγονός αυτό έχει ως αποτέλεσμα να χρεώνει ένα ενιαίο επιτόκιο το οποίο είναι υψηλό για τις χαμηλού κινδύνου επενδύσεις, οι οποίες έχουν μικρότερες αποδόσεις, και χαμηλό για τις υψηλού κινδύνου επενδύσεις, οι οποίες έχουν αντίστοιχα υψηλότερες αποδόσεις. Η ενιαία τιμολόγηση έχει ως συνέπεια να εγκαταλείπονται κερδοφόρες επενδύσεις καθώς το κόστος τους υπερβαίνει το όφελος. Η τράπεζα προκειμένου να αποφύγει τη δυσμενή επιλογή διενεργεί πιστοληπτικό έλεγχο του υποψήφιου δανειζόμενου (screening). Πιο συγκεκριμένα η τράπεζα συλλέγει στοιχεία για την οικογενειακή κατάσταση (στην περίπτωση των ιδιωτών), την οικονομική κατάσταση, τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία και το επαγγελματικό ιστορικό προκειμένου να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο αθέτησης πληρωμών.

Τι γίνεται όμως μετά την εκταμίευση του δανείου;

Όπως αναφέραμε παραπάνω μετά την εκταμίευση του δανείου συναντάμε τον ηθικό κίνδυνο.

Με τον όρο ηθικό κίνδυνο αναφερόμαστε σε καταστάσεις όπου ο χρηματοδοτούμενος στρέφει τα κεφάλαια σε υψηλότερου κινδύνου επενδύσεις από αυτές που αρχικά είχαν συμφωνηθεί με την τράπεζα. Επίσης στον ηθικό κίνδυνο συμπεριλαμβάνεται και η έλλειψη εντατικής προσπάθειας ώστε τα επενδυτικά σχέδια να τεθούν σε κερδοφόρα τροχιά. Προκειμένου, ωστόσο, να προστατευτούν, οι τράπεζες, από τον ηθικό κίνδυνο θέτουν συγκεκριμένους όρους στη σύμβαση δανεισμού και παρακολουθούν την επενδυτική συμπεριφορά του δανειζόμενου. Στην περίπτωση που κάποιος από τους χρηματοδοτούμενους δεν τηρήσει τις συμβατικές του υποχρεώσεις, η σύμβαση δανεισμού προβλέπει συγκεκριμένες ποινικές ρήτρες.

Η ύπαρξη της ασύμμετρης πληροφόρησης δεν περιορίζεται μόνο στον τραπεζικό δανεισμό αλλά επεκτείνεται και στις υπόλοιπες πηγές δανεισμού των εταιρειών δυσχεραίνοντας ακόμη περισσότερο τις επιλογές των υποψήφιων ομολογιούχων και μετόχων.

Οι ιδιοκτήτες και τα διευθυντικά στελέχη των εταιρειών έχουν καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με τις προοπτικές ανάπτυξης των εταιρειών τους σε σχέση με τους υποψήφιους επενδυτές. Οι τελευταίοι δεν έχουν τους ελεγκτικούς μηχανισμούς που διαθέτουν οι τράπεζες προκειμένου να διασφαλίσουν το επενδυτικό τους κεφάλαιο από μια επένδυση υψηλού ρίσκου και χαμηλής απόδοσης.

Συγκεκριμένα ο υποψήφιος επενδυτής δεν έχει τη δυνατότητα να διαχωρίσει μια καλή εταιρεία χαμηλού ρίσκου από μία άλλη υψηλότερου κινδύνου.

Η τιμολόγηση στη μέση τιμή ευνοεί τους ιδιοκτήτες ή/και τους διευθυντές των εταιρειών υψηλού κινδύνου καθώς έχουν την ευκαιρία να πουλήσουν τις μετοχές τους σε τιμή μεγαλύτερη από την πραγματική τους αξία σε αντίθεση με τους ιδιοκτήτες ή/και τους διευθυντές των εταιρειών χαμηλού κινδύνου οι οποίοι δεν είναι πρόθυμοι να πουλήσουν τις μετοχές σε τιμή χαμηλότερη από αυτήν που πραγματικά αξίζει η εταιρεία τους και ως εκ τούτου θα απέχουν από τη χρηματιστηριακή αγορά. Η αποχή αυτή θα έχει ως αποτέλεσμα να διαπραγματεύονται μόνο μετοχές εταιρειών υψηλού κινδύνου σε αντίστοιχα υψηλές τιμές κάτι το οποίο γνωρίζουν οι επενδυτές και ενδεχομένως, οι

τελευταίοι, να αποφασίσουν να αποσύρουν το ενδιαφέρον τους για επενδύσεις σε μετοχές (Mishkin. 2004).

Τα ίδια διλήμματα και τους ίδιους προβληματισμούς συναντάμε και στην αγορά ομολόγων.

Προκειμένου να αντιμετωπιστεί λοιπόν το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης ή τουλάχιστον να περιοριστούν οι αρνητικές επιδράσεις της θα πρέπει οι επενδυτές να έχουν στη διάθεση τους αξιόπιστα δεδομένα, σχετικά με την πραγματική οικονομική κατάσταση και τις προοπτικές ανάπτυξης των εταιριών, προκειμένου να λάβουν τις βέλτιστες επενδυτικές αποφάσεις. Επιπλέον οι ξένοι επενδυτές έχουν να αντιμετωπίσουν τα διαφορετικά λογιστικά πρότυπα στην κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων, τη διαφορετική γλώσσα καθώς και τις ιδιαιτερότητες της εγχώριας αγοράς.

Την παραπάνω διαδικασία συλλογής και διάθεσης των πληροφοριών θα μπορούσε να την αναλάβει κάποιος ανεξάρτητος οργανισμός δημόσιος ή ιδιωτικός.

Στην περίπτωση που την παροχή των παραπάνω πληροφοριών αναλάβουν ιδιωτικές επιχειρήσεις, οι τελευταίες θα πρέπει να αντιμετωπίσουν το φαινόμενο του “free-rider”, το οποίο υπονομεύει την κερδοφορία τους και καθιστά την εκμετάλλευση των πληροφοριών ασύμφορη. Οι συγκεκριμένοι επενδυτές (free-riders) εκμεταλλεύονται την παρεχόμενη πληροφόρηση, χωρίς να έχουν καταβάλει το αντίστοιχο αντίτιμο, μιμούμενοι τις επενδυτικές κινήσεις αυτών που έχουν πληρώσει για το σύνολο των απαραίτητων δεδομένων (Mishkin. 2004).

Η συμπεριφορά αυτή καθιστά τη λειτουργία της αγοράς των πληροφοριών μη αποτελεσματική καθώς οι επενδυτές που πληρώνουν για την παροχή των δεδομένων δεν έχουν πλέον τη δυνατότητα επένδυσης σε υποτιμημένες μετοχές καθώς η μιμητική συμπεριφορά των επενδυτών (free-riders), που δεν έχουν πληρώσει για την παρεχόμενη πληροφόρηση, θα οδηγήσει σε αύξηση των τιμών και θα εξαλείψει την όποια επενδυτική ευκαιρία (Mishkin. 2004).

Στην περίπτωση που τη διαδικασία συλλογής και παρουσίασης των δεδομένων αναλάβουν δημόσιοι οργανισμοί, οι τελευταίοι θα είναι υποχρεωμένοι να παρέχουν αντικειμενική πληροφόρηση στο επενδυτικό κοινό. Η αντικειμενική πληροφόρηση όμως περιλαμβάνει και τη δημοσίευση

αρνητικών στοιχείων για κάποιες εταιρείες γεγονός το οποίο δημιουργεί πολιτικό κόστος για τις κυβερνήσεις.

Η λύση λοιπόν που φαίνεται να προκρίνεται είναι η αυστηρότερη ρύθμιση της λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και των διαδικασιών που οφείλουν να ακολουθούν οι εταιρείες που συμμετέχουν σε αυτή.

Η επιλογή όμως αυτή περιορίζει αλλά δεν εξαλείφει το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης καθώς δεν είναι λίγα τα παραδείγματα των εταιρειών που παρέβησαν τους θεσμοθετημένους κανόνες, υποκρύπτοντας την πραγματική τους οικονομική κατάσταση με συνέπεια την πτώχευση και την απώλεια του επενδυτικού κεφαλαίου αλλά ακόμη σημαντικότερου την απώλεια της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Επίσης ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τη διοίκηση έρχεται να μεγεθύνει ακόμη περισσότερο τον ηθικό κίνδυνο καθώς οι στόχοι και οι επιδιώξεις των διευθυντικών στελεχών δεν ταυτίζονται πάντα με αυτούς των ιδιοκτητών-μετόχων με αποτέλεσμα να αναδεικνύεται μια ακόμη σημαντική συνιστώσα της ασύμμετρης πληροφόρησης “the principal – agent problem” (Mishkin. 2004).

Στο σημείο αυτό συναντάμε την παρουσία του έμμεσου δανεισμού και το ρόλο των διαμεσολαβητών, όπως οι τράπεζες.

Η δυνατότητα που έχουν οι τράπεζες, μέσω των εξειδικευμένων τμημάτων τους, να συλλέγουν και να αναλύουν στοιχεία σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα της υποψήφιας δανειζόμενης εταιρείας μειώνει τα προβλήματα της ασύμμετρης πληροφόρησης. Το γεγονός αυτό αντανάκλαται στο μεγάλο μερίδιο που κατέχει ο τραπεζικός δανεισμός σε σχέση με τις υπόλοιπες εναλλακτικές πηγές άντλησης κεφαλαίων αλλά και της προτίμησης της έμμεσης χρηματοδότησης έναντι της άμεσης.

Ως εκ τούτου η εξέλιξη του τραπεζικού συστήματος αποτελεί σημαντική μεταβλητή οικονομικής ανάπτυξης καθώς η μείωση του κινδύνου αθέτησης πληρωμών οδηγεί σε μείωση του κόστους χρηματοδότησης και σε ανάπτυξη των επενδύσεων.

Όπως, επίσης, η μειωμένη ανάγκη παρακολούθησης της συμπεριφοράς των διευθυντών στελεχών από τους ομολογιούχους λόγω της προστασίας που τους παρέχει η μεταξύ τους σύμβασή, η οποία προβλέπει συγκεκριμένες πληρωμές σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους ανεξαρτήτου κερδοφορίας

(Mishkin. 2004), ενθαρρύνει την ανάπτυξη των προϊόντων χρέους έναντι των προϊόντων ιδιοκτησίας.

Συνοψίζοντας τα παραπάνω οι επενδύοντες σε μετοχές και ομόλογα έχουν μεγαλύτερη ανάγκη για πληροφοριακά συστήματα ικανά να παρέχουν ακριβή και άμεση ενημέρωση καθώς και θεσμικού πλαισίου ικανού να παρέχει την απαραίτητη προστασία στον επενδυτή από την ασύμμετρη πληροφόρηση.

Τέλος η ύπαρξη ποιοτικού θεσμικού πλαισίου, ικανού να παρέχει το αναγκαίο επίπεδο προστασίας των δικαιωμάτων των επενδυτών, να απονέμει άμεσα δικαιοσύνη και να χαρακτηρίζεται από την ισχύ και την αποτελεσματικότητα του νομικού συστήματος, ενισχύει τη διαφάνεια, μειώνει τη διαφθορά και ενθαρρύνει την εγχώρια αποταμίευση και την προσέλκυση διεθνών επενδύσεων.

2.6 Η Ασύμμετρη Πληροφόρηση ως Μεταβλητή Απόφασης

Προκειμένου να κατανοήσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν τους δανειζόμενους στην επιλογή του μέσου δανεισμού θα πρέπει να εξετάσουμε τις γενικότερες συνθήκες που επικρατούν στις χρηματοοικονομικές και χρηματοπιστωτικές αγορές αλλά και τις ιδιαιτερότητες που παρουσιάζουν τα διάφορα μέσα δανεισμού σε συνδυασμό με το επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας και το θεσμικό περιβάλλον της εγχώριας οικονομίας.

Συγκεκριμένα θα εξετάσουμε το ρόλο της ασύμμετρης πληροφόρησης και πως επηρεάζει τις αποφάσεις των δανειζομένων και των δανειστών στην επιλογή του μέσου δανεισμού καθώς και τη διαμόρφωση των σχέσεων τους πριν και μετά την ολοκλήρωση της συνδιαλλαγής.

Καθώς οι δανειολήπτες βελτιώνουν την πιστοληπτική τους ικανότητα αλλάζουν τη σύνθεση των προϊόντων χρέους μέσω των οποίων αντλούν κεφάλαια.

Ειδικότερα, οι χώρες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα αντλούν κεφάλαια μέσω της έκδοσης “Junk Bonds” τα οποία έχουν υψηλό κίνδυνο για τον επενδυτή, ο οποίος όμως ανταμείβεται με μεγαλύτερες αποδόσεις. Η περεταίρω βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειζομένων δίνει τη δυνατότητα στους τελευταίους να αντλήσουν κεφάλαια μέσω τραπεζικού δανεισμού. Στη συνέχεια η επιπλέον αναβάθμιση του αξιόχρεου μετατοπίζει

τις προτιμήσεις των δανειζομένων προς το δανεισμό μέσω έκδοσης ομολόγων υψηλής πιστοληπτικής αξιολόγησης (Galina Hale. 2001).

Η αλλαγή αυτή στο μέσο δανεισμού επηρεάζεται άμεσα από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κάθε προϊόντος χρέους.

Στα τραπεζικά δάνεια και συγκεκριμένα στα κοινοπρακτικά δάνεια (syndicated loans) περιορίζεται ο ηθικός κίνδυνος καθώς υπάρχει η δυνατότητα παρακολούθησης των δραστηριοτήτων του δανειζόμενου και επαναδιαπραγμάτευσης των όρων του δανείου γεγονός το οποίο δεν ισχύει στα ομολογιακά δάνεια διότι είναι δύσκολος ο έλεγχος των δραστηριοτήτων του τελευταίου από τους ομολογιούχους αλλά και η δυνατότητα επαναδιαπραγμάτευσης των όρων του ομολογιακού δανείου είναι περιορισμένη.

Η δυνατότητα αυτή των τραπεζών μειώνει τον κίνδυνο απώλειας του κεφαλαίου γεγονός το οποίο μεταφράζεται σε μικρότερο κόστος για τους δανειζόμενους.

Παρόλα αυτά η διαδικασία παρακολούθησης των δραστηριοτήτων των δανειζομένων συνεπάγεται επιπλέον κόστος για τις τράπεζες, οι οποίες μετακυλούν το κόστος αυτό στο δανειζόμενο.

Ως εκ τούτου το κόστος μέσω τραπεζικού δανεισμού μειώνεται με τη μείωση του κινδύνου λόγω της μείωσης του ηθικού κινδύνου και αυξάνεται από το κόστος διαχείρισης που αντιμετωπίζουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Αυτό το κόστος διαχείρισης έχει ως αποτέλεσμα οι υψηλής πιστοληπτικής ικανότητας δανειζόμενοι να καταφεύγουν στην έκδοση ομολόγων προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια καθώς το κόστος τραπεζικού δανεισμού είναι υψηλότερο από το κόστος άντλησης κεφαλαίων μέσω ομολογιακών δανείων. Αντίθετα στους υψηλού ρίσκου δανειολήπτες οι τράπεζες χρεώνουν ακόμη μεγαλύτερο επιτόκιο καθώς η δυσμενής επιλογή για τη συγκεκριμένη κατηγορία μεγεθύνει ακόμη περισσότερο τον κίνδυνο για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Συνεπώς το κόστος τραπεζικού δανεισμού είναι υψηλότερο από το αντίστοιχο κόστος δανεισμού μέσω έκδοσης ομολόγων τόσο για τους χαμηλού όσο και για τους υψηλού κινδύνου δανειολήπτες, για διαφορετικό λόγο ο καθένας.

Σύμφωνα με τα παραπάνω οι χαμηλού και οι υψηλού κινδύνου δανειζόμενοι καταφεύγουν στην έκδοση ομολόγων προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια

καθώς η δυσμενής επιλογή για τους πρώτους και ο ηθικός κίνδυνος για τους δεύτερους αυξάνουν το κόστος τραπεζικού δανεισμού με αποτέλεσμα η αγορά τραπεζικών δάνειων για τις συγκεκριμένες κατηγορίες δανειοληπτών να είναι περιορισμένη. Αντίθετα για τους δανειζόμενους των οποίων η πιστοληπτική ικανότητα κυμαίνεται σε ενδιάμεσα επίπεδα η άντληση κεφαλαίων μέσω τραπεζικού δανεισμού αποτελεί τη βέλτιστη επιλογή σε όρους κόστους κεφαλαίου (Galina Hale. 2001).

2.6.1 Κοινοπρακτικά Δάνεια

Η επίδραση της ασύμμετρης πληροφόρησης για τη συγκεκριμένη κατηγορία δανείων δεν περιορίζεται μόνο στους όρους της σύμβασης δανεισμού, που ρυθμίζει τη σχέση ανάμεσα στο δανειζόμενο και στους δανειστές, αλλά επεκτείνεται και στη σύνθεση του συμμετοχικού σχήματος των δανειστών.

Σύμφωνα με τον Amir Sufi (2007) σημαντική επίδραση ασκείται από τη φήμη και την οικονομική ευρωστία της τράπεζας που αναλαμβάνει τον κυρίαρχο ρόλο στη ρύθμιση των συμβατικών σχέσεων (Lead Bank).

Επιπροσθέτως η τράπεζα που ηγείται της κοινοπραξίας αναλαμβάνει τη διαχείριση των κινδύνων που αναδύονται τόσο λόγω της δυσμενούς επιλογής όσο και του ηθικού κινδύνου καθώς διαθέτει τους κατάλληλους μηχανισμούς προκειμένου να αναγνωρίσει την πραγματική οικονομική κατάσταση των υποψήφιων δανειοληπτών αλλά και τη δυνατότητα να αναλάβει τη μετέπειτα παρακολούθηση (monitoring) των δραστηριοτήτων τους.

Η ανάγκη επόπτευσης του δανειολήπτη συνδέεται θετικά με το ποσοστό συμμετοχής της κυρίαρχης τράπεζας στο συμμετοχικό κεφάλαιο. Αυτό σημαίνει ότι η φήμη του δανειζόμενου επηρεάζει το ποσοστό συμμετοχής της κυρίαρχης τράπεζας στο σύνολο του δανείου.

Αντίστοιχα οι κυρίαρχες τράπεζες όταν αποφασίσουν να δανείσουν μια εταιρεία, για την οποία τα διαθέσιμα στοιχεία είναι περιορισμένα, προσπαθούν να εντάξουν στο κοινοπρακτικό δάνειο χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς από την ίδια γεωγραφική περιοχή οι οποίοι γνωρίζουν την υποψήφια δανειζόμενη εταιρεία και ενδεχομένους να έχουν συνδιαλλαχθεί με την τελευταία κατά το παρελθόν.

2.6.2 Εναρμόνιση Λογιστικών Προτύπων

Η αναζήτηση από τους επενδυτές ενός ασφαλούς οικονομικού περιβάλλοντος δεν περιορίζεται μόνο στην ύπαρξη ενός ισχυρού νομοθετικού πλαισίου προσανατολισμένου στην προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας αλλά επεκτείνεται και στην ύπαρξη και εφαρμογή ενός επαρκούς πλαισίου κανόνων, αρχών και πρακτικών που θα εξασφαλίζουν επαρκή ενημέρωση στους πρώτους.

Οι πληροφοριακές ανάγκες των αλλοδαπών επενδυτών, προκειμένου να περιορίσουν την ασύμμετρη πληροφόρηση, ανέδειξε την αναγκαιότητα εφαρμογής ενός ενιαίου πλαισίου παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων και ανάλυσης των οικονομικών αποτελεσμάτων ώστε να είναι δυνατή η σύγκριση των οικονομικών στοιχείων των εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών.

Η εναρμόνιση των πρακτικών σύνταξης και παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων και των οικονομικών αποτελεσμάτων συμβάλει στη μείωση του κόστους και του κινδύνου που αναδύεται από την ασύμμετρη πληροφόρηση.

Συγκεκριμένα η υιοθέτηση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης συνδέεται θετικά με την αύξηση της παρουσίας των διεθνών επενδυτών στις εγχώριες αγορές καθώς οι τελευταίοι έχουν τη δυνατότητα να αξιολογήσουν τις επενδυτικές ευκαιρίες σε μία ενιαία βάση η οποία εκτός των άλλων περιορίζει τον κίνδυνο της ασύμμετρης πληροφόρησης και συγκεκριμένα της δυσμενούς επιλογής (Lee and Fargher. 2010).

2.6.3 Εταιρική Διακυβέρνηση

Μια ακόμη παράμετρος που δείχνει να απασχολεί τους διεθνείς επενδυτές είναι η εταιρική διακυβέρνηση.

Με τον όρο εταιρική διακυβέρνηση αναφερόμαστε στις διαδικασίες, στις δομές και στις πρακτικές οι οποίες αναπτύσσονται στο εσωτερικό της εταιρείας και επηρεάζουν τόσο την άσκηση της διοίκησης όσο και τη διαμόρφωση των σχέσεων στο εξωτερικό και στο εσωτερικό περιβάλλον της εταιρείας.

Στην περίπτωση των εταιρειών όπου ο έλεγχος ασκείται από συγκεκριμένη κλειστή ομάδα ατόμων, όπως στην περίπτωση των οικογενειακών επιχειρήσεων, η παρουσία των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων εμφανίζεται να είναι περιορισμένη (Leuz et al. 2008). Η απροθυμία των επενδυτών να

τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε επιχειρήσεις όπου οι δομές διοίκησης οργανώνονται και ασκούνται από συγκεκριμένα πρόσωπα ενισχύεται από την απουσία επαρκούς έννομης προστασίας του επενδυτικού κεφαλαίου.

Συνεπώς όταν η εκμετάλλευση των επενδυτικών ευκαιριών απαιτεί τη γνώση ιδιαίτερων επιχειρηματικών πρακτικών, την αναγνώριση των σχέσεων που αναπτύσσονται μεταξύ κυβερνόντων και ιδιωτών και την ύπαρξη συγκεκριμένης ομάδας ατόμων τα οποία ασκούν τον έλεγχο σε συγκεκριμένους κλάδους της οικονομίας τότε δημιουργούνται συνθήκες διάστασης πληροφόρησης ανάμεσα στους ξένους και στους εγχώριους επενδυτές.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση ανάμεσα στους παραπάνω επενδυτές δημιουργεί τόσο προβλήματα δυσμενούς επιλογής όσο και ηθικού κινδύνου.

Πιο αναλυτικά οι αλλότριοι επενδυτές αποφεύγουν τις επενδύσεις σε μετοχές εταιρειών οι οποίες δραστηριοποιούνται σε ένα περιβάλλον, όπως αυτό που αναφέραμε παραπάνω, καθώς θεωρούν ότι η απόδοσή τους θα είναι σημαντικά χαμηλότερη.

Επίσης χαμηλότερη είναι και η τιμή στην οποία είναι πρόθυμοι να αγοράσουν τους τίτλους (Leuz et al. 2008), με το κόστος παρακολούθησης των ασκούντων τη διοίκηση στο εσωτερικό των εταιρειών να αυξάνεται.

Ως εκ τούτου οι ξένοι επενδυτές κατευθύνουν λιγότερα κεφάλαια σε εταιρείες όπου ο έλεγχος ασκείται από συγκεκριμένη ομάδα ατόμων, περιορίζοντας ακόμη περισσότερο τις επενδύσεις τους όταν το σύνολο των κανόνων και των θεσμών παρέχουν ανεπαρκή προστασία των δικαιωμάτων τους (Leuz et al. 2008).

2.6.4 Επιλογή εταιρειών

Δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι οι διεθνείς επενδυτές και συγκεκριμένα οι μεγάλοι επενδυτικοί οργανισμοί επιλέγουν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε μεγάλες εταιρείες σε αντίθεση με τους εγχώριους επενδυτές οι οποίοι διαμορφώνουν το χαρτοφυλάκιο τους με τη συμμετοχή τίτλων και από μικρότερες εταιρείες (Didier. 2011).

Οι μικρότερες εταιρείες, λοιπόν, των οποίων τα κέρδη παρουσιάζουν μεγαλύτερη διακύμανση, συγκεντρώνουν κεφάλαια από επενδυτές που κατέχουν περισσότερη πληροφόρηση.

Αντίθετα οι μεγαλύτερες εταιρείες αντλούν κεφάλαια από επενδυτές οι οποίοι υστερούν στη διαθέσιμη πληροφόρηση και δεν επιθυμούν να αναλάβουν το κόστος απόκτησής της.

Βέβαια οι μεγάλες εταιρείες είναι γνωστές στους επενδυτές, γεγονός το οποίο μειώνει την ανάγκη εμβάθυνσης στην οικονομική κατάσταση και στις μελλοντικές προοπτικές για αυτή την κατηγορία των εταιρειών.

Η διάσταση λοιπόν στην πληροφόρηση δεν επηρεάζει με τον ίδιο τρόπο όλους τους επενδυτές. Όσο περισσότερο συγκεντρωμένες είναι οι επενδύσεις ενός επενδυτή σε μία συγκεκριμένη χώρα ή σε ένα συγκεκριμένο κλάδο τόσο μικρότερη είναι η επίδραση της ασύμμετρης πληροφόρησης στη λήψη της επενδυτικής απόφασης καθώς οι επενδυτές έχουν συσσωρευμένη πληροφόρηση και εμπειρία από παρελθούσες συναλλαγές.

Μπορούμε λοιπόν να διαχωρίσουμε τους επενδυτές σε δύο ευρύτερες κατηγορίες.

Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τους διεθνείς επενδυτές που κατευθύνουν τα κεφάλαια τους σε συγκεκριμένους προορισμούς και η δεύτερη τους επενδυτές με διευρυμένο πεδίο δραστηριοποίησης τόσο σε επίπεδο χώρας όσο και σε επίπεδο κλάδου και επενδυτικού προϊόντος (Didier. 2011).

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονίσουμε ότι η επιλογή τοποθέτησης κεφαλαίων σε μεγάλες εταιρείες δεν επηρεάζεται μόνο από τη διάσταση στην πληροφόρηση αλλά και από την αυξημένη ταχύτητα ρευστοποίησης που διαθέτουν οι τελευταίες, στοιχείο σημαντικό για επενδυτές που μεταβάλουν συχνά το χαρτοφυλάκιο τους.

Ακόμη ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει την επιλογή τοποθέτησης των κεφαλαίων σε μεγάλες εταιρείες είναι η παρουσία των τελευταίων σε διεθνή χρηματιστήρια και ιδιαίτερα στις χρηματιστηριακές αγορές των Ηνωμένων Πολιτειών γεγονός το οποίο μειώνει σε σημαντικό βαθμό την ασύμμετρη πληροφόρηση και παρέχει την απαραίτητη εξασφάλιση του επενδυτικού κεφαλαίου. Στην περίπτωση των επενδυτών από τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, οι οποίοι αποτελούν τη μεγαλύτερη ομάδα των διεθνών επενδυτών, σημαντικός παράγοντας στη λήψη της επενδυτικής απόφασης είναι η συμμετοχή των ξένων εταιρειών στα χρηματιστήρια των Ηνωμένων Πολιτειών. Η συμμετοχή των εταιρειών ή η έκδοση ομολογιακού δανείου (Yankee Bonds) απαιτεί τη συμμόρφωσή των εταιρειών με τα λογιστικά

πρότυπα των Ηνωμένων Πολιτειών γεγονός το οποίο μειώνει το κόστος αναζήτησης και σύγκρισης των οικονομικών καταστάσεων για τους επενδυτές (Ahearne et al. 2002).

Επίσης το θεσμικό πλαίσιο και οι ρυθμιστικές αρχές της συγκεκριμένης χώρας αποτελούν γνώριμο περιβάλλον για τους Αμερικανούς επενδυτές συμβάλλοντας στην αίσθηση της εξασφάλισης ενός ικανοποιητικού επιπέδου προστασίας από αθέμιτες πρακτικές και περιορισμού της διάστασης της πληροφόρησης ανάμεσα στους δρώντες στο εσωτερικό της εταιρείας (μάνατζερ και ιδιοκτήτες) και στους επενδυτές.

Τέλος η άμεση παροχή πληροφόρησης σχετικά με την πορεία της εταιρείας και η εκτέλεση συναλλαγών με μικρότερο κόστος ενθαρρύνει ακόμη περισσότερο την επένδυση των Αμερικανικών κεφαλαίων σε χρεόγραφα αλλότριων εταιρειών που διαπραγματεύονται σε Αμερικανικά Χρηματιστήρια.

2.6.5 Απόσταση

Η απόσταση αποτελεί ένα επιπλέον παράγοντα επηρεασμού για την επιλογή της οικονομίας στην οποία θα κατευθυνθούν τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια.

Στην περίπτωση των αγαθών είναι εύκολο να αντιληφθεί κανείς ότι η απόσταση επηρεάζει το κόστος μεταφοράς και ως εκ τούτου επιβαρύνει το τελικό κόστος απόκτησης του προϊόντος.

Αντίστοιχα στην περίπτωση των διεθνών επενδυτικών προϊόντων η πηγή κόστους που συνδέετε με τη γεωγραφική απόσταση είναι η ασύμμετρη πληροφόρηση.

Θα μπορούσε να υποθέσει κανείς ότι οι επενδυτές προκειμένου να ικανοποιήσουν το στόχο της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους θα απευθύνονταν σε αγορές οι οποίες δεν επηρεάζονται από τις συνθήκες στην εγχώρια οικονομία καταγωγής τους.

Συνεπώς θα ήταν λογικό να υποθέσουμε μία θετική σχέση ανάμεσα στην τοποθέτηση κεφαλαίων σε ξένες αγορές και στην απόσταση.

Η παραπάνω υπόθεση, όμως, δεν ισχύει κυρίως λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης. Η κίνηση των κεφαλαίων εκτός συνόρων τείνει να κατευθύνεται σε επενδύσεις στον ευρύτερο γεωγραφικό χώρο που περιβάλλει τη χώρα καταγωγής. Οι σχέσεις που έχουν αναπτυχθεί μέσω εμπορικών συναλλαγών, η πιθανή εξοικείωση με τη γλώσσα, η παροχή πληροφοριών

από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης και η δυνατότητα άμεσης και γρήγορης πρόσβασης στις χώρες υποδοχής αποτελούν παράγοντες που μειώνουν σε κάποιο βαθμό την ανησυχία των επενδυτών από το ενδεχόμενο διάστασης της πληροφόρησης, όπως τουλάχιστον την αντιλαμβάνονται οι τελευταίοι (Portes et al. 2001).

Βέβαια η ανάγκη για πληροφόρηση δεν είναι η ίδια για όλα προϊόντα. Στην περίπτωση των κρατικών ομολόγων η πρόσβαση στην απαραίτητη πληροφόρηση είναι εύκολη καθώς η απαίτηση σε πληροφοριακό υλικό εντοπίζεται στα μακροοικονομικά μεγέθη της εγχώριας οικονομίας τα οποία είναι διαθέσιμα από πλήθος έγκυρων πηγών ενημέρωσης. Αντίθετα στην περίπτωση της επένδυσης σε εταιρικά προϊόντα είτε ιδιοκτησίας όπως οι μετοχές είτε χρέους όπως τα ομόλογα η απόκτηση έγκυρης πληροφόρησης δεν είναι τόσο εύκολη υπόθεση (Portes et al. 2001).

Οι επενδυτικές αποφάσεις δεν είναι αποκλειστικά αποτέλεσμα της ανάλυσης των ιδιαίτερων συνθηκών που επικρατούν στις εγχώριες αγορές αλλά πολλές φορές επηρεάζονται από την αγελαία συμπεριφορά καθώς η συμμετοχή στην αγορά διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων από μεγάλους επενδυτικούς οργανισμούς καθορίζει σε σημαντικό βαθμό την απόφαση εισόδου στη συγκεκριμένη εγχώρια οικονομία.

2.6.6 “Μέτρηση” της Ασύμμετρης Πληροφόρησης

Προκειμένου λοιπόν οι επενδυτές να αποφασίσουν αν θα τοποθετήσουν τα κεφάλαια τους σε κάποιο επενδυτικό στοιχείο και την απόδοση που θα ζητήσουν για το αντίστοιχο επίπεδο κινδύνου θα πρέπει να είναι σε θέση να ποσοτικοποιήσουν το συγκεκριμένο κίνδυνο ώστε να τιμολογήσουν αποτελεσματικά το δανειζόμενο-λήπτη των κεφαλαίων.

Το πρόβλημα που ανακύπτει στη συγκεκριμένη ποσοτικοποίηση είναι ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση αποτελεί ποιοτική μεταβλητή.

Καθώς λοιπόν η ασύμμετρη πληροφόρηση δεν είναι άμεσα μετρήσιμη, η λύση που προτείνετε είναι η χρήση υποκατάστατων.

Τα υποκατάστατα που προτείνονται σύμφωνα με τους Clarke και Shastri (2000) για τη μέτρηση της ασύμμετρης πληροφόρησης είναι:

- *Προβλέψεις Αναλυτών.*
Ελέγχεται η ακρίβεια των προβλέψεων και η διασπορά των προβλέψεων ανάμεσα στους αναλυτές.
- *Επενδυτικές Ευκαιρίες.*
Η βασική υπόθεση είναι ότι οι διευθυντές των εταιρειών έχουν καλύτερη γνώση των επενδυτικών ευκαιριών και των αναμενόμενων χρηματοροών. Οι δείκτες που χρησιμοποιούνται στη συγκεκριμένη κατηγορία είναι η αγοραία αξία προς τη λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων καθώς και τα κέρδη ανά μετοχή.
- *Μικροδομές της αγοράς (Microstructure measures).*
Η συγκεκριμένη κατηγορία αναφέρεται στο εύρος ανάμεσα στις τιμές πώλησης και αγοράς τίτλων (bid – ask spread) το οποίο επηρεάζεται μεταξύ άλλων από την ασύμμετρη πληροφόρηση. Συγκεκριμένα όταν οι διαπραγματευτές στην αγορά (market makers) συναλλάσσονται με καλά πληροφορημένους επενδυτές η διαφορά αυτή μειώνεται και αυξάνεται αντίστοιχα με το μέγεθος της ασύμμετρης πληροφόρησης.

Τέλος στη χρήση του κάθε υποκατάστατου θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι “αδυναμίες” με τις οποίες το κάθε μέτρο συνοδεύεται όπως η αμεροληψία και τα προσωπικά φίλτρα των εκτιμητών, η διαφορετική μέθοδος αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων και η επίδραση άλλων εξωγενών μεταβλητών στη διαμόρφωση του εύρους των τιμών πώλησης και αγοράς όπως οι δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης.

Έρευνα Βιβλιογραφίας

3.1 Εισαγωγή

Η επιλογή των διεθνών επενδυτών για το που θα στρέψουν τα κεφάλαια τους εξαρτάται τόσο από τις γενικότερες (Push Factors) όσο και από τις ειδικότερες οικονομικές συνθήκες (Pull Factors) που διαμορφώνουν το επενδυτικό περιβάλλον της χώρας αποδέκτη των διεθνών κεφαλαίων, με το θεσμικό πλαίσιο να αποτελεί σημαντική μεταβλητή απόφασης για τους επενδυτές και συγκεκριμένα ο βαθμός προστασίας των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας από τις χώρες αποδέκτες των κεφαλαίων. Οι συνθήκες στη διεθνή αγορά επηρεάζονται κυρίως από το οικονομικό περιβάλλον στις Ηνωμένες Πολιτείες οι οποίες θεωρούνται η κινητήριος δύναμη της παγκόσμιας οικονομίας. Σε κάποιες έρευνες οι διεθνείς παράγοντες επηρεασμού (Push Factors) αναφέρονται τόσο στις οικονομικές συνθήκες στις Ηνωμένες Πολιτείες όσο και στις υπόλοιπες μεγάλες οικονομίες στην Ευρωζώνη, στην Ιαπωνία και στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Αντίστοιχα τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη των χωρών υποδοχής των κεφαλαίων συνθέτουν το μεγαλύτερο μέρος των εγχώριων παραγόντων (Pull Factors).

Η κύρια διάκριση των χωρών είναι ανάμεσα στις αναπτυγμένες, στις λιγότερο αναπτυγμένες και στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Με τις χώρες οι οποίες χαρακτηρίζονται ως αναπτυσσόμενες–αναδυόμενες οικονομίες να προέρχονται κυρίως από την Ασία, την Ευρώπη και τη Λατινική Αμερική

Οι εξαρτημένες μεταβλητές αναφέρονται στις ροές κεφαλαίων σε ομόλογα, σε μετοχές, σε άμεσες ξένες επενδύσεις και σε τραπεζικά προϊόντα.

Ακόμη προκειμένου να ποσοτικοποιηθεί η επίδραση συγκεκριμένων γεγονότων και ποιοτικών μεταβλητών γίνεται χρήση ψευδομεταβλητών ή υποκατάστατων όπως στην περίπτωση της ασύμμετρης πληροφόρησης και του θεσμικού πλαισίου.

3.2 Ανασκόπηση Βιβλιογραφίας

Angelos A. Antzoulatos (1997). “On the Determinants and Resilience of LDC Bond Issuance, 1990 – 1995”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 19, No. 3, pp. 399-418.

Στο συγκεκριμένο άρθρο εντοπίζουμε την ανάδειξη ενός επιπλέον παράγοντα επηρεασμού των διεθνών κεφαλαίων, τοποθετημένων σε ομόλογα, της παγκόσμιας έκδοσης.

Συγκεκριμένα η παγκόσμια έκδοση ομολόγων αντιμετωπίζεται ως επεξηγηματική μεταβλητή του γεγονότος ότι οι ροές διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων σε ομόλογα δεν αντεστράφησαν, αποχωρώντας από τις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες, με την αύξηση των επιτοκίων στην Αμερική.

Η ύφεση και η μείωση των επιτοκίων στις βιομηχανικές χώρες, η υιοθέτηση πολιτικών και μεταρρυθμίσεων, σε συνδυασμό με την αναδιάρθρωση του εξωτερικού χρέους, από τις αναπτυσσόμενες χώρες συνέθεσαν ένα οικονομικό περιβάλλον το οποίο ενθάρρυνε τις επενδύσεις ομολόγων στις λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες της Λατινικής Αμερικής και της Ασίας.

Η ομοιότητα των οικονομικών συνθηκών που χαρακτήριζε το επενδυτικό περιβάλλον στις δεκαετίες του 1920 και του 1970 με αυτό του 1990 ενίσχυσε τις ανησυχίες της αποχώρησης των διεθνών κεφαλαίων από τις αναπτυσσόμενες χώρες με την αύξηση των επιτοκίων στην Αμερική.

Παρά τις προβλέψεις, οι ροές των κεφαλαίων σε ομόλογα ανέκαμψαν το τρίτο τρίμηνο του 1994, μετά τη μείωση που σημειώθηκε στο προηγούμενο τρίμηνο, ως αποτέλεσμα του περιορισμού της νομισματικής πολιτικής από τη FED και της αύξησης των επιτοκίων στην Αμερική.

Συγκεκριμένα οι ροές των ομολόγων έδειξαν να ακολουθούν τις διακυμάνσεις της παγκόσμιας έκδοσης ομολόγων ενισχύοντας τη σπουδαιότητα της συγκεκριμένης μεταβλητής στον επηρεασμό της κατεύθυνσης των διεθνών κεφαλαίων στη συγκεκριμένη κατηγορία προϊόντων χρέους ξεπερνώντας ακόμη και αυτή, που μέχρι σήμερα αντιμετωπίζονταν ως η σημαντικότερη μεταβλητή, των επιτοκίων στην Αμερική.

Η έρευνα που πραγματοποιείται στο συγκεκριμένο άρθρο διεξάγεται σε ένα πλήρη κύκλο των επιτοκίων στην Αμερική και των διεθνών επιτοκίων, από τον Ιανουάριο του 1990 έως το Δεκέμβριο του 1995, καταγράφοντας τις ροές των

ομολόγων στην Αργεντινή, στη Βραζιλία και στο Μεξικό προκειμένου να εντοπίσει τις μεταβλητές και το βαθμό επηρεασμού των τελευταίων στις ροές των διεθνών κεφαλαίων.

Η εξαρτημένη μεταβλητή της ανάλυσης είναι οι ροές των διεθνών κεφαλαίων σε ομόλογα στις παραπάνω χώρες.

Αντίστοιχα οι ανεξάρτητες μεταβλητές κατατάσσονται σε εννέα ευρύτερες κατηγορίες οι οποίες αναλύονται ως εξής:

- Η πρόσβαση στη αγορά ομολόγων (Market Access).
Η μεταβλητή αυτή αναφέρεται στην προηγούμενη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων μέσω ομολόγων (**BOND_{t-k}**). Η δυνατότητα αυτή μπορεί να ερμηνευτεί ότι συνεισφέρει θετικά στην παρούσα δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων μέσω της έκδοσης ομολόγων λόγω της εξοικείωσης των επενδυτών με τη δανειζόμενη χώρα ενώ μπορεί να λάβει αρνητικό πρόσημο αν ερμηνευτεί ως υπερδανεισμός και αύξηση του πιστωτικού κινδύνου.
- Η προσφορά κεφαλαίων (Supply of Funds).
Η αύξηση της παγκόσμιας έκδοσης ομολόγων (**WBOND**) ενισχύει την παροχή ρευστότητας και ως εκ τούτου τη ροή κεφαλαίων σε ομόλογα, στις συγκεκριμένες χώρες της Λατινικής Αμερικής.
- Η ζήτηση κεφαλαίων (Demand for Funds – **NEED**).
Η ζήτηση κεφαλαίων επηρεάζεται από τις παρακάτω μεταβλητές:
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (CA).
Ένα ελλειμματικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών επηρεάζει θετικά τη ζήτηση κεφαλαίων για την κάλυψη των ελλειμμάτων ενώ επηρεάζει αρνητικά την προσφορά καθώς μειώνεται η εμπιστοσύνη των επενδυτών στην ικανότητα της χώρας να ανταποκριθεί στις δανειακές υποχρεώσεις της. Όπως φαίνετε το αρνητικό πρόσημο υπερισχύει του θετικού με το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών να αυξάνει τη ζήτηση κεφαλαίων.
Η ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας (%ΔR).
Η ανατίμηση της πραγματικής ισοτιμίας (με την αφαίρεση της επίδρασης του πληθωρισμού) οδηγεί σε αύξηση των ελλειμμάτων του

ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και ως εκ τούτου, σύμφωνα με όσα αναφέραμε παραπάνω, λαμβάνει θετικό πρόσημο.

Η σωρευτική μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας ($\% \Delta R^{cum}$).

Η σωρευτική μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας από τον Ιανουάριο του 1990 λαμβάνει επίσης θετικό πρόσημο.

- Η ζήτηση κεφαλαίων ως συνάρτηση του κόστους (Demand for Funds-COST)

Οι μεταβλητές κόστους που επηρεάζουν τη ζήτηση δανειακών κεφαλαίων είναι:

Τα εγχώρια επιτόκια (i).

Τα εγχώρια επιτόκια συνδέονται θετικά με τη ζήτηση διεθνών κεφαλαίων καθώς η αύξηση του εγχώριου κόστους δανεισμού οδηγεί σε αναζήτηση πηγών άντλησης κεφαλαίων εκτός συνόρων.

Τα πραγματικά εγχώρια επιτόκια (r).

Όπως και στην περίπτωση των ονομαστικών επιτοκίων και τα πραγματικά επιτόκια συνδέονται θετικά με τη ζήτηση διεθνών κεφαλαίων.

Τα διεθνή επιτόκια (i^).*

Σε αντίθεση με τα εγχώρια επιτόκια η αύξηση του κόστους δανεισμού στο εξωτερικό μειώνει τη ζήτηση διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων.

*Η αναμενόμενη μεταβολή των διεθνών επιτοκίων ($E_t \Delta i^*_{t+1}$).*

Η αναμενόμενη μεταβολή των διεθνών επιτοκίων συνδέεται θετικά με τη ζήτηση διεθνών κεφαλαίων καθώς η προσδοκία αύξησης του κόστους δανεισμού θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη ζήτηση κεφαλαίων στο παρόν.

- Το φαινόμενο του επηρεασμού από τις ανισορροπίες ή/και από την χρηματοοικονομική κρίση που αντιμετωπίζουν οι χώρες στην ευρύτερη περιοχή (Contagion Effects).

Για τη μέτρηση της συγκεκριμένης μεταβλητής χρησιμοποιούνται οι προηγούμενες ροές κεφαλαίων σε ομόλογα στην ευρύτερη περιοχή της Λατινικής Αμερικής (**LABOND**).

- Η πιστοληπτική ικανότητα της χώρας (Creditworthiness).

Η αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας (**CRED**) μειώνει το κόστος δανεισμού και αυξάνει την παροχή κεφαλαίων.

- Η ύπαρξη ρευστότητας στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον (International Liquidity). Η ρευστότητα αυτή επηρεάζεται από τα προηγούμενα συναλλαγματικά αποθέματα (Lagged Reserves –**RES**) με αρνητική επίδραση των τελευταίων στη ζήτηση κεφαλαίων τόσο λόγω της μειωμένης ανάγκης εξωτερικού δανεισμού όσο και λόγω της αύξησης του δημοσιονομικού κόστους.

Αντίθετα τα υψηλά συναλλαγματικά αποθέματα ενισχύουν την εμπιστοσύνη των διεθνών επενδυτών συμβάλλοντας στην αύξηση της προσφοράς κεφαλαίων από τους τελευταίους.

- Αλλαγές στο πολιτικό περιβάλλον και σημαντικά γεγονότα (Policy Changes & Major Evens).

Η ενσωμάτωση της επίδρασης των μεγάλων πολιτικών γεγονότων και των αλλαγών στην οικονομική πολιτική στη ζήτηση των κεφαλαίων επιτυγχάνεται μέσω της χρήσης ψευδομεταβλητών (Dummies – **DUM**).

- Η ποιότητα της οικονομικής διαχείρισης (Quality of Economic Management – **QUALITY**)

Η ποσοτικοποίηση της συγκεκριμένης μεταβλητής επιτυγχάνεται με τη χρήση της διακύμανσης του πληθωρισμού και της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Οι εν λόγω διακυμάνσεις συνδέονται αρνητικά με την εφαρμογή μακροοικονομικών πολιτικών για την οικονομική ενίσχυση της χώρας αποδοχής.

Οι σχέσεις που συνδέουν τις παραπάνω μεταβλητές είναι:

$$BOND_t^* = a + \sum_{i=1}^n \beta_i BOND_{t-i} + \sum_{i=0}^p \gamma_i WBOND_{t-i} + \sum_{i=1}^q \delta_i NEED_{t-i} + \sum_{i=1}^m \varepsilon_i COST_{t-i} + \zeta LABOND_{t-1} + \theta CRED_t + \lambda RES_{t-k} (k \geq 2) + \sum_j \mu_j DUM_{t,j} + n QUALITY_{t-k} (k \geq 1) + u_t$$

$$BOND_t = \begin{cases} 0 & \text{if } BOND_t^* \leq 0 \\ BOND_t^* & \text{if } BOND_t^* > 0 \end{cases}$$

$$U_t \sim N(0, \sigma^2)$$

Τα αποτελέσματα της εμπειρικής ανάλυσης αναδεικνύουν την ανάγκη εκτίμησης των συντελεστών για κάθε χώρα ξεχωριστά.

Συγκεκριμένα στην Αργεντινή η μεταβλητή που ασκεί τη μεγαλύτερη επιρροή στα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια, τοποθετημένα σε ομόλογα, είναι η παγκόσμια έκδοση ομολόγων η οποία εκτοπίζει σε μεγάλο βαθμό την αντίθετη επίδραση της αύξησης των επιτοκίων και των γεγονότων που συνδέονται με την κρίση στο Μεξικό.

Στο Μεξικό οι σημαντικότερες μεταβλητές επηρεασμού είναι η παγκόσμια έκδοση ομολόγων και οι προηγούμενες ροές κεφαλαίων με τη διαμόρφωση των επιτοκίων στην Αμερική να μην ασκούν σημαντική επίδραση στην κατεύθυνση των ροών.

Στη Βραζιλία, σε αντίθεση με τις δύο προηγούμενες χώρες, η παγκόσμια έκδοση ομολόγων δεν ασκεί σημαντική επιρροή στη διαμόρφωση των ροών κεφαλαίων σε ομόλογα με τη βελτίωση των οικονομικών συνθηκών και την αναβάθμιση της αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας να εκτοπίζει την αρνητική επίδραση της αύξησης των επιτοκίων.

Τέλος υπενθυμίζεται στον επίλογο του άρθρου ότι η επίδραση της παγκόσμιας έκδοσης ομολόγων δε σημαίνει ότι έχει εξαλείφει η πιθανότητα εκδήλωσης μιας νέας κρίσης, από την αύξηση των επιτοκίων, όπως συνέβη στις προηγούμενες δεκαετίες του 1920 και 1970.

Angelos A. Antzoulatos (1998). “Capital Flows, Foreign Exchange Reserves and Aggregate Demand”, pp. 147-172, chapter 10, in European Union at the Crossroads: A Critical Analysis of Monetary Union and Enlargement, edited by Chris Paraskevopoulos, Edward Elgar Publishing Limited.

Οι ομοιότητες των μακροοικονομικών μεταβλητών στις χώρες αποδέκτες των διεθνών κεφαλαίων με τις αντίστοιχες μακροοικονομικές μεταβλητές σε προηγούμενες εκδηλώσεις χρηματοοικονομικών κρίσεων όπως η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, η ανατίμηση των εγχώριων νομισμάτων και η μείωση του επιτοκίου στις Ηνωμένες Πολιτείες δημιούργησαν ανησυχίες για μια ενδεχόμενη επανάληψη του φαινομένου της αποχώρησης των διεθνών κεφαλαίων.

Συγκεκριμένα οι ερωτήσεις που τίθενται από το συγγραφέα αλλά κι από άλλες έρευνες είναι:

Γιατί η διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών υπήρξε αποτέλεσμα της έξαρσης στην κατανάλωση στις χώρες της Λατινικής Αμερικής και της έξαρσης στις επενδύσεις στις χώρες της Ασίας;

Είναι η μείωση των αποταμιεύσεων στη Λατινική Αμερική μόνιμη ή προσωρινή;

Πώς οι υπόλοιπες μεταβλητές της εγχώριας ζήτησης συμπεριφέρονται;

Γιατί οι χώρες της Λατινικής Αμερικής ξοδεύουν μεγαλύτερο μέρος των ροών των διεθνών κεφαλαίων και αποταμιεύουν λιγότερο με τη μορφή των συναλλαγματικών αποθεμάτων σε σχέση με τις χώρες της Ασίας;

Θα μπορούσαν τα διεθνή κεφάλαια όχι μόνο να επιτρέψουν την αύξηση της ζήτησης μέσω της χαλάρωσης των περιορισμών στη χρηματοδότηση από το εξωτερικό αλλά και να προκαλέσουν την αύξηση στην εγχώρια ζήτηση ακόμη και σε χώρες οι οποίες δεν αντιμετώπιζαν περιορισμούς (στον εξωτερικό δανεισμό);

Η συγκεκριμένη ερευνά επιχειρεί να απαντήσει στα παραπάνω ερωτήματα προσεγγίζοντάς τα μέσω του μοντέλου του ορθολογικού νοικοκυριού που έχει κατά νου το μέλλον αλλά αντιμετωπίζει περιορισμό στο δανεισμό και το οποίο προσπαθεί να εξομαλύνει την κατανάλωση διαχρονικά.

Οι απαντήσεις σε αυτές τις ερωτήσεις αναμένεται να συμβάλουν στην απόκτηση σημαντικών γνώσεων για την αντιμετώπιση παρόμοιων καταστάσεων τόσο για τους αναλυτές όσο και για τους διαμορφωτές της πολιτικής καθώς ο κύκλος της ροής των διεθνών κεφαλαίων δείχνει να επαναλαμβάνεται.

Συνεπώς το εμπειρικό μοντέλο στηρίζεται στην υπόθεση ότι η κατανάλωση ενός ατόμου εξαρτάται από την αύξηση των μελλοντικών εισοδημάτων υπό συνθήκες περιορισμένου δανεισμού.

Συγκεκριμένα η συνάρτηση ωφέλειας ενός ατόμου μεγιστοποιείται ως εξής:

$$MAX E_t \left[\sum_{t=1}^T \left(\frac{1}{1+\delta} \right)^{t-1} u(c_t) \right] \quad 0 \leq \delta$$

Υποκείμενη στους παρακάτω περιορισμούς:

$$c_t \leq x_t + U_t \quad (U_t \geq 0)$$

$$x_t = R(x_{t-1} - C_{t-1}) + y_{t-1} = R_{s_{t-1}} + y_t \quad (R = 1 + r \geq 1)$$

$$C_T = R_T$$

Σύμφωνα με τους ισχύοντες περιορισμούς η κατανάλωση (c_t) ενός ατόμου δε μπορεί να υπερβαίνει το άθροισμα των περιουσιακών του στοιχείων (x_t) με το αντίστοιχο ποσό προερχόμενο από δανεισμό (U_t).

Αντίστοιχα τα περιουσιακά στοιχεία προέρχονται από το άθροισμα των αποταμιεύσεων των προηγούμενων ετών ($R_{s_{t-1}}$) και του εισοδήματος.

Ο τελευταίος περιορισμός αναφέρετε στο τέλος της περιόδου προγραμματισμού όπου η κατανάλωση (c_T) ισούται με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων (x_T).

Η σχέση που συνδέει τις παραπάνω μεταβλητές είναι:

$$\frac{C_t}{y_t} = \alpha + \beta \frac{S_{t-1}}{y_t} + \gamma \frac{U_t}{y_t} + u_t$$

Με εξαρτημένη μεταβλητή την κατανάλωση ως ποσοστό του εισοδήματος και ανεξάρτητες την αποταμίευση ως ποσοστό του εισοδήματος και το επίπεδο χρέους επίσης ως ποσοστό του εισοδήματος.

Η παράμετρος β παίρνει τιμές στο πεδίο $(0,1]$ καθώς σύμφωνα με την παρακάτω ανισότητα η οριακή αύξηση της κατανάλωσης υπολείπεται της οριακής αύξησης των περιουσιακών στοιχείων αλλά σε κάθε περίπτωση επηρεάζεται θετικά.

$$0 < \frac{\partial C_t^*(x_t; U_t)}{\partial x_t} \leq 1$$

Αντίστοιχα η παράμετρος γ παίρνει τιμές στο πεδίο $[0,1]$ καθώς σύμφωνα με την ανισότητα που ακολουθεί η οριακή αύξηση της κατανάλωσης υπολείπεται της οριακής αύξησης του χρέους αλλά από κάποιο επίπεδο δανεισμού και πάνω η κατανάλωση γίνεται αδιάφορη του επιπέδου δανεισμού.

$$0 \leq \frac{\partial C_t^*(x_t; U_t)}{\partial U_t} \leq 1$$

Η προσαρμογή της παραπάνω συνάρτησης σε επίπεδο χώρας μας δίνει την παρακάτω σχέση:

$$\frac{Z_{i,t}}{Y_{i,t}} = \alpha_i + \beta \frac{S_{i,t-1}}{Y_{i,t}} + \gamma \frac{U_{i,t}}{Y_{i,t}} + u_{i,t}$$

Όπου ο δείκτης i αναφέρεται στη χώρα και η εξαρτημένη μεταβλητή Z αντιστοιχεί στην εγχώρια ζήτηση ή σε οποιοδήποτε συστατικό της.

Οι αποταμιεύσεις αναφέρονται στα συνολικά συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας.

Αντίστοιχα για τη μέτρηση του ορίου στο δανεισμό χρησιμοποιούνται οι ροές κεφαλαίων σε ομόλογα και δάνεια.

Συγκεκριμένα χρησιμοποιώντας τις επενδύσεις σε ομόλογα ως αντιπροσωπευτικής μεταβλητής του ορίου στο δανεισμό, έχει ως αποτέλεσμα τη διαμόρφωση των συντελεστών β και γ ως εξής:

$$\hat{\beta} = \beta + \lambda\gamma$$

$$\hat{\gamma} = \gamma\mu$$

Με το λ και μ να αποτελούν τους συντελεστές παλινδρόμησης του ορίου στο χρέος ($U_{i,t}$), στα συναλλαγματικά αποθέματα ($S_{i,t-1}$) και στις ροές κεφαλαίων σε ομόλογα ($B_{i,t}$).

Η τελική συνάρτηση παλινδρόμησης διαμορφώνεται ως εξής:

$$\frac{X_{i,t}}{Y_{i,t}} = a_i + \hat{\beta} \frac{RES_{i,t-1}}{Y_{i,t}} + \hat{\gamma} \frac{FLOWS_{i,t}}{Y_{i,t} + u_{i,t}} + u_{i,t}$$

Αναλύοντας τα αποτελέσματα της έρευνας οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι τα διεθνή κεφάλαια συνέβαλαν στη διεύρυνση του ελλείμματος του Ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μέσω δύο επιδράσεων:

- Δίνοντας τη δυνατότητα στις χώρες οι οποίες αντιμετώπιζαν περιορισμούς στον εξωτερικό δανεισμό να αυξήσουν την εγχώρια ζήτηση.
- Ενισχύοντας την εγχώρια ζήτηση μέσω της αντίληψης ότι η παροχή κεφαλαίων θα συνεχιστεί και στο μέλλον.

Συγκρίνοντας τις δύο περιοχές η αυξημένη ευαισθησία της εγχώριας ζήτησης στις χώρες της Λατινικής Αμερικής από τα συναλλαγματικά αποθέματα και από τα διεθνή κεφάλαια δικαιολογείται από το γεγονός ότι οι χώρες αυτές αντιμετώπιζαν περιορισμούς στον εξωτερικό δανεισμό.

Επίσης ο περιορισμός στον εξωτερικό δανεισμό αποτελεί την επεξηγηματική μεταβλητή του γεγονότος ότι οι χώρες της Λατινικής Αμερικής ξόδευαν περισσότερο και αποταμίευαν λιγότερο σε σχέση με τις χώρες της Ασίας.

Η μεγαλύτερη ευαισθησία της ιδιωτικής κατανάλωσης στα διεθνή κεφάλαια σε σχέση με τις επενδύσεις αποδίδεται από τους Kaminsky and Pereira (1994)

στις μεγάλες εισοδηματικές ανισότητες στις χώρες της Λατινικής Αμερικής γεγονός το οποίο δεν επέτρεψε τον περιορισμό της κατανάλωσης και τη μετατόπιση των κεφαλαίων από την κατανάλωση στις επενδύσεις.

Μια εναλλακτική προσέγγιση αποδίδει τη μεγαλύτερη ευαισθησία της κατανάλωσης στις χώρες της Λατινικής Αμερικής στο γεγονός ότι κατά την προηγούμενη ροή κεφαλαίων τη δεκαετία του 1980 δεν υπήρξαν σημαντικές επενδύσεις οι οποίες θα δημιουργούσαν τις απαραίτητες υποδομές για τη δημιουργία υψηλότερου εισοδήματος στο μέλλον.

Επιπροσθέτως η κατανάλωση στις χώρες της Ασίας, σε αντίθεση με τις χώρες της Λατινικής Αμερικής, δεν έδειξε να επηρεάζεται από τη διοχέτευση των κεφαλαίων σε επενδύσεις.

Τέλος το συγκεκριμένο μοντέλο, με την υποστήριξη των εμπειρικών αποτελεσμάτων εισάγει ένα σημαντικό μάθημα πολιτικής, την ανάδειξη της επίδρασης των προσδοκιών στη συμπεριφορά των ατόμων.

Συγκεκριμένα η αύξηση στην εγχώρια ζήτηση μπορεί να οδηγηθεί από τις προσδοκίες της μεγαλύτερης πρόσβασης στα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια, παρά το γεγονός της ύπαρξης περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων.

Kenneth A. Froot, Paul G. J. O'Connell and Mark S. Seasholes(2001). "The portfolio flows of international investors", *Journal of Financial Economics* 59, 151-193.

Στη συγκεκριμένη έρευνα συγκεντρώνονται ημερήσια στοιχεία από την State Street Bank & Trust τα οποία αναφέρονται στη ροή διεθνών κεφαλαίων σε 44 χώρες από τα μέσα του 1994 έως το τέλος του 1998.

Οι 44 χώρες χωρίζονται σε πέντε κατηγορίες στις αναπτυγμένες χώρες, στις αναπτυσσόμενες χώρες της Λατινικής Αμερικής, στις αναπτυσσόμενες χώρες της Ασίας, στις αναπτυσσόμενες χώρες της Ευρώπης και σε άλλες αναπτυσσόμενες χώρες κυρίως της Αφρικής.

Τα βασικά ευρήματα της έρευνας συνοψίζονται ως εξής:

- Η συσχέτιση (correlation) των ροών διεθνών κεφαλαίων είναι θετική με μεγαλύτερη επίδραση ανάμεσα στις χώρες που ανήκουν στην ίδια κατηγορία- γεωγραφική περιοχή.

Η αύξηση της συσχέτισης στις χώρες που ανήκουν στην ίδια γεωγραφική περιοχή αναδεικνύει τη σημασία των παραγόντων που

σχετίζονται με την περιφέρεια που ανήκουν οι συγκεκριμένες χώρες στον επηρεασμό της κίνησης των διεθνών κεφαλαίων.

Η συσχέτιση αυτή επεκτείνεται και στις αποδόσεις των μετοχών ανάμεσα στις χώρες του δείγματος.

Η μεγαλύτερη επίδραση στην κίνηση των διεθνών κεφαλαίων τοποθετημένων σε μετοχές εντοπίζεται με την κατάρρευση της Long-Term Capital Management L.P.

- Οι ροές των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων εμφανίζονται να παρουσιάζουν μεγαλύτερη σταθερότητα (persistence) ιδιαίτερα όταν αναλύονται σε ευρύτερο γεωγραφικό επίπεδο. Η διατήρηση των ροών εξετάζεται μέσω του συντελεστή διακύμανσης και συγκεκριμένα συγκρίνοντας τις ημερήσιες διακυμάνσεις με τις διακυμάνσεις σε χρονικές περιόδους 2, 5, 20 και 60 ημερών.

$$VR_i^k = \frac{\sum_{t=k}^T [\sum_{s=0}^{k-1} (f_{i,t-s} - \bar{f}_i)]^2}{k \sum_{t=1}^T (f_{i,t} - \bar{f}_i)^2} \left[\frac{T-1}{(T-K-1)(1-K/T)} \right]$$

- Τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια επηρεάζονται από τις προηγούμενες αποδόσεις, με τα διεθνή κεφάλαια να έχουν προβλεπτική ικανότητα στις θετικές αποδόσεις των μετοχών στις αναδυόμενες αγορές τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα.

Η συσχέτιση των διεθνών κεφαλαίων με τις αποδόσεις πραγματοποιείται μέσω της διάσπασης, σε τρία επιμέρους συστατικά, της σχέσης που συνδέει τις παραπάνω μεταβλητές.

Το πρώτο συστατικό (Component A) αναφέρεται στη σχέση των τρεχουσών ροών διεθνών κεφαλαίων με τις παρελθούσες αποδόσεις.

Το δεύτερο συστατικό (Component B) ελέγχει τη σχέση των ημερήσιων ροών των διεθνών κεφαλαίων και των αποδόσεων.

Το τρίτο συστατικό (Component C) αναφέρεται στη σχέση ανάμεσα στις τρέχουσες ροές κεφαλαίων και στις μελλοντικές αποδόσεις.

Τα παραπάνω συστατικά συνδυάζονται στην εξίσωση του συντελεστή διακύμανσης:

$$CVR_i^k = \underbrace{\sum_{s=1}^{k-1} \left(1 - \frac{s}{k}\right) \beta(r_{i,t-s}, f_{i,t})}_{\text{Component A}} + \underbrace{\beta(r_{i,t}, f_{i,t})}_{\text{Component B}} + \underbrace{\sum_{s=1}^{k-1} \left(1 - \frac{s}{k}\right) \beta(r_{i,t+s}, f_{i,t})}_{\text{Component C}}$$

Οι συντελεστές β προέρχονται από την παλινδρόμηση ανάμεσα στις ημερήσιες ροές κεφαλαίων στο χρόνο t και στις ημερήσιες αποδόσεις στο χρόνο s . Η μεγάλη συμμετοχή του πρώτου συστατικού στη διαμόρφωση της τιμής του συντελεστή διακύμανσης αναδεικνύει την ισχυρή θετική συσχέτιση ανάμεσα στις θετικές αποδόσεις των μετοχών και στα μελλοντικά εισερχόμενα διεθνή κεφάλαια.

- Το γεγονός ότι οι αποδόσεις και οι ροές διεθνών κεφαλαίων διαγράφουν αντίστοιχες πορείες (co-movement) αποδίδεται στην πληροφορία που ενσωματώνεται στην κίνηση των διεθνών κεφαλαίων.
- Τέλος οι παροδικές ροές κεφαλαίων οδηγούν σε παροδικές αυξήσεις των τιμών.

Serge Jeanneau and Marian Micu (2002). “Determinants of International Bank Lending to Emerging Market Countries” Discussion Paper No. 112, BIS Working Paper.

Η συγκεκριμένη έρευνα επικεντρώνεται στον προσδιορισμό των παραγόντων που επηρεάζουν το διεθνή τραπεζικό δανεισμό. Οι προσδιοριστικοί παράγοντες κατατάσσονται σε δύο ευρύτερες κατηγορίες, τους εξωτερικούς παράγοντες (Push Factors) και τους εσωτερικούς παράγοντες (Pull Factors).

Ως εξαρτημένη μεταβλητή ορίζεται ο διεθνής τραπεζικός δανεισμός.

Αντίστοιχα οι ανεξάρτητες μεταβλητές κατατάσσονται στις δύο κατηγορίες, που αναφέραμε παραπάνω:

Push Factors

- *Ο οικονομικός κύκλος της δανείστριας χώρας.*
Όταν η οικονομική δραστηριότητα στο εσωτερικό της δανείστριας χώρας είναι χαμηλή, οι τράπεζες αναζητούν ευκαιρίες τοποθέτησης των κεφαλαίων εκτός συνόρων.
- *Η εκτεταμένη ρευστότητα στις κύριες δανείστριες χώρες.*
Η συγκεκριμένη μεταβλητή συνδέεται με την προηγούμενη καθώς η χαμηλή οικονομική δραστηριότητα ή η νομισματική επέκταση δημιουργούν υπερβάλλουσα ρευστότητα η οποία θα πρέπει να διοχετευτεί σε κάποιον επικερδή προορισμό μιας αναδυόμενης αγοράς. Επίσης η ύπαρξη “φούσκας” στο εσωτερικό της χώρας επηρεάζει την

κατεύθυνση του τραπεζικού δανεισμού προσανατολίζοντάς τον σε αγορές του εξωτερικού.

- *Η διάθεση ανάληψης κινδύνου.*

Η διάθεση ανάληψης υψηλότερου ρίσκου προκειμένου να επιτευχθούν υψηλότερες αποδόσεις υπολογίζεται από την απόκλιση ανάμεσα στα εταιρικά ομόλογα κατηγορίας BBB και στα κυβερνητικά ομόλογα (US Treasuries).

Pull Factors

- *Το διεθνές εμπόριο και ο δανεισμός σε χώρες της περιφέρειας.*

Η ύπαρξη εμπορικών δεσμών διευκολύνει την κατανόηση των οικονομικών και επενδυτικών συνθηκών που επικρατούν στις δανειζόμενες χώρες.

Ο δανεισμός σε χώρες της περιφέρειας μειώνει την ασύμμετρη πληροφόρηση η οποία συνδέεται θετικά με την απόσταση.

- *Οι κυκλικές συνθήκες στις αναδυόμενες αγορές (Cyclical conditions in emerging market countries).*

Η ανάπτυξη του καθαρού εγχώριου προϊόντος συνδέεται θετικά με το διεθνή δανεισμό. Οι χώρες με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης δημιουργούν την απαραίτητη παραγωγική βάση προκειμένου να ανταπεξέλθουν στη μελλοντική εξυπηρέτηση του χρέους και στην προσέλκυση άμεσων ξένων επενδύσεων.

- *Η μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας.*

Η μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας αποτελεί δείκτη χρηματοοικονομικής αστάθειας και συναλλαγματικού κινδύνου.

- *Το εξωτερικό χρέος και το αξιόχρεο.*

Το ύψος του εξωτερικού χρέους μια χώρας αποτελεί μέτρο καθορισμού της πιστοληπτικής της ικανότητας. Ο συγκεκριμένος κίνδυνος μεταξύ άλλων αναφέρεται στον έλεγχο της συναλλαγματικής ισοτιμίας, στον περιορισμό των δικαιωμάτων των δανειστών και στην ύπαρξη πολιτικών κινδύνων οι οποίοι ενδεχόμενος να οδηγήσουν σε αδυναμία εξυπηρέτησης του εξωτερικού χρέους.

- *Η επίδραση στο μακροχρόνιο δανεισμό του διακανονισμού του χρέους μέσω του σχεδίου διάσωσης "Brady operations".*

- Ο δείκτης συνολικής απόδοσης.

Η ελκυστικότητα των χρηματιστηριακών αγορών ελέγχεται μέσω του δείκτη συνολικής απόδοσης των χρηματιστηριακών αγορών του οργανισμού διεθνών χρηματοοικονομικών (International Finance Corporation).

Η συνάρτηση παλινδρόμησης που συνδέει την εξαρτημένη μεταβλητή με τις ανεξάρτητες και μέσω της οποίας ελέγχεται η στατιστική σημαντικότητα των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι:

$$y_{i,t} = \beta x_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Όπου η μεταβλητή $y_{i,t}$ αντιπροσωπεύει τον τραπεζικό δανεισμό, η μεταβλητή $x_{i,t}$ αντιπροσωπεύει τις ανεξάρτητες μεταβλητές και η μεταβλητή $\varepsilon_{i,t}$ αντιπροσωπεύει τον όρο του σφάλματος.

Τα αποτελέσματα της έρευνας συνοψίζονται ως εξής:

- Ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός επηρεάζεται κυρίως από την πιστοληπτική ικανότητα του δανειστή, το συναλλαγματικό κίνδυνο και τις αποδόσεις των χρηματοοικονομικών αγορών.
- Η επέκταση των τραπεζών μέσω θυγατρικών στις αναδυόμενες αγορές δεν υποκατέστησε το διεθνή τραπεζικό δανεισμό.
- Η συμπεριφορά ανάμεσα στους κύριους δανειστές δεν είναι ομοιογενείς. Οι Ιαπωνικές τράπεζες και οι τράπεζες της Ευρωζώνης υιοθέτησαν προ-κυκλική συμπεριφορά στην κίνηση των κεφαλαίων με τις τράπεζες της Αμερικής να παρουσιάζουν αντί-κυκλική συμπεριφορά στο διεθνή τραπεζικό δανεισμό.
- Το καθεστώς σταθερών και ενδιάμεσων συναλλαγματικών ισοτιμιών ενθαρρύνει το διεθνή τραπεζικό δανεισμό.
- Οι δανειστές παρουσιάζουν αγελαία συμπεριφορά στην τοποθέτηση των κεφαλαίων τους. Επίσης σε περιόδους κρίσεων σε κάποια περιοχή, οι δανείστριες χώρες στρέφουν το επενδυτικό τους ενδιαφέρον σε άλλες περιοχές.
- Η επιρροή της εφαρμογής των κανόνων της Βασιλείας υπήρξε περιορισμένη στο διεθνή τραπεζικό δανεισμό.

- Δεν υπάρχει σημαντική διαφορά ανάμεσα στους εσωτερικούς και στους εξωτερικούς παράγοντες επηρεασμού (Push and Pull Factors) των διεθνών τραπεζικών δανείων.

Roberto A. De Santis and Melanie Lührmann (2009). “On the determinants of net international portfolio flows: A global perspective”, *Journal of International Money and Finance*, Volume 28, Issue 5, September 2009, Pages 880–901.

Η συγκεκριμένη έρευνα εξετάζει την επίδραση της ηλικίας του πληθυσμού, της ποιότητας των θεσμών, της ποσότητας του χρήματος και των αποκλίσεων από την ακάλυπτη ισοδυναμία των επιτοκίων στις τοποθετήσεις των διεθνών κεφαλαίων σε προϊόντα χρέους και ιδιοκτησίας καθώς και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Οι παραπάνω μεταβλητές συνδέονται ποσοτικά μέσω του ισοζυγίου αποταμιεύσεων- επενδύσεων όπου το έλλειμμα (πλεόνασμα) του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ισούται με το άθροισμα των καθαρών εισροών (εκροών) κεφαλαίων σε άμεσες ξένες επενδύσεις (FDI), σε μετοχές (E), σε προϊόντα χρέους (D), σε τραπεζικά δάνεια (O) και στη μείωση (αύξηση) των συναλλαγματικών αποθεμάτων (O):

$$Savings - Investments = CAB = FDI + E + B + L + O$$

Οι εξαρτημένες μεταβλητές της έρευνας είναι:

- Καθαρές ροές κεφαλαίων σε μετοχές ως ποσοστό του ΑΕΠ.
- Καθαρές ροές κεφαλαίων σε προϊόντα χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ.
- Έλλειμμα του ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ.

Αντίστοιχα οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι :

- Το ποσοστό του πληθυσμού άνω των 65 (65+/15-65) σε σχέση με το αντίστοιχο παγκόσμιο ποσοστό (Relative old-age dependency ratio).
- Το ποσοστό του πληθυσμού κάτω των 15 (0-15/15-65) σε σχέση με το αντίστοιχο παγκόσμιο ποσοστό (Relative youth dependency ratio).
- Ο δείκτης ατομικών δικαιωμάτων.
- Η ποσότητα του χρήματος (M3) ως ποσοστό του ΑΕΠ.
- Η πραγματική αύξηση του ΑΕΠ (%).

- Ο δείκτης του κατά κεφαλήν εισοδήματος προς το κατά κεφαλήν εισόδημα στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (Relative Income).
- Οι αποκλίσεις από την ακόλυπτη ισοδυναμία των επιτοκίων όπως εκφράζονται από τα εγχώρια βραχυπρόθεσμα επιτόκια μείον τα αντίστοιχα επιτόκια στην Αμερική μείον την ποσοστιαία υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος.
- Ο ρυθμός αύξησης της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας.
- Η ποσοστιαία αύξηση της παραγωγικότητας του συντελεστή της εργασίας.
- Οι διαφορές στις αποδόσεις του δείκτη των μετοχών σε σχέση με τις αντίστοιχες αποδόσεις του παγκόσμιου δείκτη.
- Οι αποκλίσεις του δείκτη τιμή προς κέρδη.
- Η κεφαλαιοποίηση της αγοράς των μετοχών ως ποσοστό του ΑΕΠ.
- Οι διαφορές ανάμεσα στα εγχώρια μακροπρόθεσμα επιτόκια και στα μακροπρόθεσμα επιτόκια στην Αμερική μείον την ποσοστιαία υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος.
- Τα καθαρά ξένα περιουσιακά στοιχεία ως ποσοστό του ΑΕΠ.
- Οι περιορισμοί στην κίνηση των κεφαλαίων.

Η συνάρτηση παλινδρόμησης μέσω της οποίας πραγματοποιείται ο έλεγχος των σχέσεων ανάμεσα στις εξαρτημένες και στις ανεξάρτητες μεταβλητές είναι:

$$y_{i,t} = \beta x_{i,t} + c_i + u_{i,t}$$

Όπου ο όρος $c_i + u_{i,t}$ αποτελεί το σύνθετο σφάλμα (composite error) με τον όρο c_i να υποδηλώνει την ετερογένεια η οποία παραμένει σταθερή καθ' όλη τη διάρκεια του χρόνου στον οποίον αναφέρονται οι παρατηρήσεις αλλά και ανάμεσα στις χώρες αναφοράς.

Η έρευνα χρησιμοποιεί δεδομένα για τη χρονική περίοδο από το 1970 έως το 2003 διεξάγοντας την ανάλυση χρησιμοποιώντας μέσους όρους έτους και πενταετίας προκειμένου να ελέγξει τις σχέσεις μεταξύ των μεταβλητών σε βραχυπρόθεσμο και σε μεσοπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα.

Τα αποτελέσματα της έρευνας μας δείχνουν ότι στις χώρες όπου συνδυάζονται υψηλά ποσοστά νεότερου και γηραιότερου πληθυσμού

παρατηρείται διεύρυνση του ελλείμματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και αύξηση της τοποθέτησης κεφαλαίων σε μετοχές.

Η ποιότητα των θεσμών επηρεάζει τις αποφάσεις επένδυσης και αποταμίευσης με τη χαμηλή ποιότητα να συνδέεται αρνητικά με τις ροές κεφαλαίων και με το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών.

Η ποσότητα του χρήματος ευνοεί τις επενδύσεις σε μετοχές και μειώνει το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Αντίθετα τα χαμηλά επιτόκια ως αποτέλεσμα της αυξημένης ποσότητας του χρήματος μετατοπίζει τις τοποθετήσεις κεφαλαίων από τα ομόλογα στις μετοχές.

Η αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε επίπεδα μεγαλύτερα από αυτά της ισορροπίας στην ακάλυπτη ισοδυναμία των επιτοκίων δημιουργούν εκροές κεφαλαίων από τα εγχώρια προϊόντα χρέους.

Τέλος η σχέση που συνδέει τις ανεξάρτητες με τις εξαρτημένες μεταβλητές συνοψίζεται στον παρακάτω πίνακα.

	5-Year non-overlapping averages			Annual frequency		
	Net equity flows	Net debt flows	CA deficit	Net equity flows	Net debt flows	CA deficit
Relative old-age dependency	+		+	+	-	+
Relative youth-dependency	+		+	+		+
Civil liberties	-	-	-	-	-	-
Lagged M3/GDP	+	-	-	+	-	-
Deviation from the UIP	+	-		+	-	
Relative income		+			+	
Relative income ²		-			-	
Lagged real GDP growth			+			+
Initial NFA/GDP		-	-	-	-	-
Capital controls-current account					+	-
Capital controls-capital account		-			-	
Lagged long-term interest rate differentials		+			-	

Πίνακας 8, σελίδα 897

Norbert Fiess (2003). “Capital Flows, Country Risk, and Contagion”, World Bank Policy Research Working Paper No. 2943.

Η συγκεκριμένη έρευνα παρουσιάζει ένα εμπειρικό πλαίσιο μέσω του οποίου αναδεικνύεται η σχετική βαρύτητα των ιδιαίτερων συνθηκών-παραγόντων που επικρατούν στο εσωτερικό μίας χώρας και των γενικότερων συνθηκών-παραγόντων που επικρατούν σε παγκόσμιο επίπεδο στον καθορισμό της κατεύθυνσης των διεθνών κεφαλαίων στην Αργεντινή, στο Μεξικό, στη Βραζιλία και στη Βενεζουέλα.

Ειδικότερα απομονώνεται το μέρος του κινδύνου που συνδέεται με τις αναδυόμενες αγορές, το οποίο περιλαμβάνει το συστημικό κίνδυνο, προκειμένου να προκύψει ο καθαρός κίνδυνος της χώρας δηλαδή αυτός που συνδέεται με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της.

Η κίνηση των διεθνών κεφαλαίων συνδέεται αρνητικά τόσο με τον κίνδυνο της χώρας όσο και με τους παράγοντες που επικρατούν στην παγκόσμια αγορά (συστημικός κίνδυνος και επιτόκια στην Αμερική).

Στη συνέχεια ελέγχεται η στατιστική σημαντικότητα του κινδύνου της χώρας, της παγκόσμιας τάσης (global co-movement), των επιτοκίων στις Ηνωμένες Πολιτείες και η υπόθεση του αποκλεισμού των κοινών χαρακτηριστικών (global factors) στον καθορισμό της κίνησης των διεθνών κεφαλαίων.

Όπως προκύπτει από τα αποτελέσματα, η υπόθεση ότι μπορεί να εξαιρεθεί ο κίνδυνος της χώρας από τους προσδιοριστικούς παράγοντες απορρίπτεται για όλες τις χώρες.

Επίσης απορρίπτεται η υπόθεση της μηδενικής στατιστικής σημαντικότητας των κοινών παραγόντων με εξαίρεση την Αργεντινή όπου η υπόθεση αυτή μπορεί να γίνει δεκτή λόγω της υψηλής σημαντικότητας του κινδύνου της χώρας.

Το επόμενο βήμα της έρευνας είναι ο καθορισμός των παραγόντων που συνθέτουν τον κίνδυνο της χώρας.

Ως προσδιοριστικοί παράγοντες καθορισμού του κινδύνου της χώρας αναγνωρίζονται το χρέος προς το ΑΕΠ (debt-to-GDP ratio) και το πρωτογενές ισοζύγιο προς το ΑΕΠ (primary balance/GDP ratio).

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας η σημαντικότητα της παγκόσμιας τάσης (global co-movement) στον καθορισμό των κεφαλαίων δείχνει να μειώνεται από την εκδήλωση της κρίσης στην Ασία και στη Ρωσία.

Πριν την εκδήλωση της κρίσης στη Ρωσία τόσο οι εξωτερικοί παράγοντες (Push Factors) όσο και οι εσωτερικοί (Pull Factors) αποτελούσαν σημαντικούς προσδιοριστικούς παράγοντες καθορισμού της κίνησης των διεθνών κεφαλαίων.

Μετά την εκδήλωση της κρίσης στη Ρωσία η σπουδαιότητα των εξωτερικών παραγόντων (Push Factors) δείχνει να μειώνεται σημαντικά με την αντίστοιχη σημαντικότητα των εσωτερικών παραγόντων να ενισχύεται.

Οι ροές κεφαλαίων στην Αργεντινή επηρεάζονται τόσο από τους εξωτερικούς παράγοντες όσο και από τους εσωτερικούς μέχρι το 1996, με τους τελευταίους να ενισχύονται σημαντικά μετέπειτα.

Στη Βραζιλία η εικόνα είναι διαφορετική καθώς ο επηρεασμός των διεθνών κεφαλαίων από τον κίνδυνο της χώρας μειώνεται σημαντικά μετά την υποτίμηση του Ρεάλ, στο τέλος του 1999.

Στο Μεξικό η στατιστική σημαντικότητα των επιτοκίων στην Αμερική αναδεικνύει την εξάρτηση της χώρας από τις οικονομικές συνθήκες στη γείτονα.

Barry Eichengreen and Pipat Luengnaruemitchai (2008). “Bond markets as conduits for capital flows: how does Asia compare?”, chapter 9 in International Financial Issues in the Pacific Rim: Global Imbalances, Financial Liberalization, and Exchange Rate Policy (NBER-EASE Volume 17).

Στη συγκεκριμένη έρευνα εξετάζονται οι σημαντικότεροι παράγοντες επηρεασμού στην επιλογή των επενδυτών να τοποθετήσουν τα κεφάλαια τους σε ομόλογα (εταιρικά ή/και κρατικά) κάποιας άλλης χώρας, διαφορετικής από τη χώρα προέλευσής τους.

Συγκρίνεται η κατοχή αλλότριων ομολόγων από τις χώρες της Ασίας με την κατοχή αντίστοιχων ομολόγων από άλλες περιοχές. Μέσω της σύγκρισης αυτής προκύπτουν σημαντικά συμπεράσματα για το επίπεδο ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών αγορών και συγκεκριμένα της αγοράς των ομολόγων καθώς επίσης και του επιπέδου προστασίας των δικαιωμάτων των επενδυτών, στις γεωγραφικές περιοχές ανάλυσης, ως προσδιοριστικών παραγόντων στην κίνηση των διεθνών κεφαλαίων.

Η έρευνα χρησιμοποιεί δεδομένα από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και συγκεκριμένα από την έρευνα “Coordination Portfolio Investment Survey” για το χρονικό διάστημα από το 2001 έως το 2003.

Η εμπειρική μελέτη διεξάγεται μέσω της παρακάτω συνάρτησης παλινδρόμησης:

$$\ln(bond_{i,j,t}) = \alpha + \beta_1 \ln(size_{i,t}) + \beta_2 \ln(size_{j,t}) + \beta_3 \ln(distance_{i,j}) + \beta'_w w_{i,t} + \beta'_x x_{j,t} + \beta'_z z_{j,t} + \varepsilon_{i,j,t}$$

Όπου ο δείκτης i σηματοδοτεί τη χώρα προέλευσης, ο δείκτης j τη χώρα προορισμού των κεφαλαίων και ο δείκτης t τη χρονική περίοδο.

Εξαρτημένη μεταβλητή είναι η κατοχή προϊόντων χρέους της i χώρας από τη χώρα j ($bond_{i,j,t}$).

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές $w_{i,t}$ και $x_{j,t}$ προκύπτουν από τη σύνθεση επεξηγηματικών μεταβλητών από τη χώρα προέλευσης και προορισμού αντίστοιχα.

Η ανεξάρτητη μεταβλητή $Z_{i,j,t}$ προκύπτει από τη σύνθεση μεταβλητών που αναφέρονται σε συγκεκριμένα κοινά χαρακτηριστικά ανάμεσα στη χώρα προέλευσης και υποδοχής των διεθνών κεφαλαίων.

Τέλος η μεταβλητή $\varepsilon_{i,j,t}$ αποτελεί τον όρο του σφάλματος της συνάρτησης παλινδρόμησης.

Οι παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη στη σύνθεση των ανεξάρτητων μεταβλητών είναι:

- Το ΑΕΠ σε δολάρια (GDP).
- Το κατά κεφαλήν εισόδημα σε δολάρια (GDP per capita).
- Το ΑΕΠ προσαρμοσμένο σύμφωνα με τη συνθήκη ισοδυναμίας της αγοραστικής δύναμης (GDP,PPP).
- Η απόσταση ανάμεσα στη χώρα προορισμού και στη χώρα προέλευσης (Distance).
- Η ύπαρξη χερσαίων συνόρων ανάμεσα στις δύο χώρες, με τη χρήση ψευδομεταμεβλητής (Land border dummy).
- Η ομιλία κοινής γλώσσας, με τη χρήση ψευδομεταμεβλητής (Common language dummy).
- Η διαφορά στη ζώνη της ώρας (Time zone difference).

- Ο έλεγχος στις εισερχόμενες ροές κεφαλαίων σε προϊόντα χρέους, με τη χρήση ψευδομεταμεβλητής (control on bond transactions, inflow).
- Ο έλεγχος στις εξερχόμενες ροές κεφαλαίων σε προϊόντα χρέους, με τη χρήση ψευδομεταμεβλητής (control on bond transactions, outflow).
- Το διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού του Λονδίνου (LIBOR).
- Το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής (Treasury bill rate).
- Η συναλλαγματική ισοτιμία ανάμεσα στα νομίσματα των δύο χωρών (Exchange Rate).
- Οι ιστορικές αποδόσεις των ομολόγων (Historical Bond Returns).
- Το μέγεθος του τραπεζικού τομέα (Size of Banking Sector).
- Η κεφαλαιοποίηση της αγοράς των μετοχών (Size of Stock Market).
- Το μέρος του πολιτικού κινδύνου που συνδέεται με την εφαρμογή και την ισχύ των νόμων (Law and Order Risk).
- Το μέρος του πολιτικού κινδύνου που συνδέεται με τη διαφθορά (Corruption Risk).
- Το μέρος του πολιτικού κινδύνου που συνδέεται με τους επενδυτικούς κινδύνους (Investment Profile).
- Η κατάταξη της χώρας σύμφωνα με την πιστοληπτική της ικανότητα (Sovereign Credit Ratings).
- Το δίκαιο στο οποίο θα υπάγονται οι σχέσεις των αντισυμβαλλομένων (Legal Origin).
- Τα δικαιώματα των πιστωτών (Creditor's rights).
- Η χρονική διάρκεια για τη δικαστική επίλυση των διαφορών (Contract Enforcement).
- Ο δείκτης του ενεργητικού των εμπορικών τραπεζών που ανήκουν στο δημόσιο προς το σύνολο του ενεργητικού των τραπεζών (Share of public bank assets).
- Το επίπεδο συγκέντρωσης του τραπεζικού τομέα με τη χρήση του Herfindahl Hirschman Index (Bank concentration).
- Το καθεστώς των συναλλαγματικών ισοτιμιών (de facto exchange rate regime classification).
- Το επίπεδο χρήσης των τηλεφωνικών συνδιαλέξεων (Phone traffics).

- Το κόστος των διεθνών κλήσεων.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας τα υψηλά ποσοστά κατοχής ομολόγων, από αλλότριους εκδότες, στην Ευρώπη αναδεικνύουν το επίπεδο ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών αγορών στη συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή.

Η περιοχή της Ασίας έχει σημειώσει σημαντικά βήματα προόδου στην ανάπτυξη των παραπάνω αγορών σε σύγκριση με τις χώρες της Λατινικής Αμερικής τα οποία αποδίδονται στο υψηλότερο επίπεδο εξασφάλισης των δικαιωμάτων των πιστωτών, στη μεγαλύτερη ταχύτητα και στο μικρότερο κόστος έννομης επιβολής των υποχρεώσεων των αντισυμβαλλομένων και στη μεγαλύτερη διαφάνεια, συνιστώσες οι οποίες ενισχύουν τη συμμετοχή των ξένων κεφαλαίων στην εγχώρια οικονομία.

Επίσης οι οικονομικές συνθήκες στη χώρα προέλευσης επηρεάζουν σημαντικά την κίνηση των διεθνών κεφαλαίων με τις χώρες προορισμού να αποτελούν αποδέκτες των νέων οικονομικών συνθηκών στην παγκόσμια αγορά.

Τέλος οι επενδυτές δείχνουν να επιλέγουν ομόλογα τα οποία έχουν θετική συσχέτιση με τα ομόλογα της χώρας προέλευσής τους γεγονός το οποίο αναδεικνύει την αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων από τους τελευταίους, μέσω της διεθνοποίησης των κεφαλαίων τους, αντί της διαφοροποίησης.

Marcel Fratzscher (2012). “Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis”, *Journal of International Economics*, Volume 88, Issue 2, November Pages 341–356.

Ο στόχος της έρευνας είναι να εντοπίσει τους παράγοντες επηρεασμού της κίνησης των διεθνών κεφαλαίων τόσο κατά τη διάρκεια της οικονομικής κρίσης (2007-2008) όσο και μετέπειτα κατά τη διαδικασία της ανάκαμψης.

Συγκεκριμένα η έρευνα επιχειρεί να δώσει απαντήσεις σε δύο βασικά ερωτήματα:

Πόσο σημαντικές υπήρξαν οι αναταράξεις στο παγκόσμιο περιβάλλον στον επηρεασμό της κίνησης των διεθνών επενδυτικών κεφαλαίων;

Πώς οι μακροοικονομικές πολιτικές, οι θεσμοί και οι οικονομικές πολιτικές συνέβαλαν στην προσπάθεια των χωρών να προστατευτούν από τις αναταράξεις στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον;

Προκειμένου να απαντηθεί το πρώτο ερώτημα η έρευνα εστιάζει στους κοινούς παράγοντες επηρεασμού (Push Factors) της κίνησης των διεθνών κεφαλαίων.

Αντίστοιχα η απάντηση στο δεύτερο ερώτημα απαιτεί την ανάλυση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της κάθε χώρας (Pull Factors).

Με τις διαφορετικές οικονομικές και πολιτικές συνθήκες να αποτελούν τη δικαιολογητική βάση της ετερογένειας τόσο στο μέγεθος και στον τρόπο επηρεασμού της κάθε χώρας από την παγκόσμια οικονομική κρίση όσο και μετέπειτα κατά την προσπάθεια ανόρθωσης.

Το εμπειρικό μοντέλο προκειμένου να απαντήσει στα παραπάνω ερωτήματα εξετάζει την επίδραση δύο μεταβλητών, των παγκόσμιων/κοινών παραγόντων και των εγχώριων/ιδιοσυγκρισιακών παραγόντων, $S_t = [S_t^G, S_t^D]$ μέσω του συνδυασμού των παρακάτω εξισώσεων:

$$f_{i,t} = E_{t-1}[f_{i,t}] + \beta'_{i,t-1} S_t + e_{i,t} \quad (1)$$

$$\beta_{i,t-1} = \beta_{i,0} + \beta'_1 Z_{i,t-1} + \gamma_{i,t-1} D_t \quad (2)$$

$$\gamma_{i,t-1} = \gamma_{i,0} + \gamma'_1 Z_{i,t-1} \quad (3)$$

$$f_{i,t}^G = (\beta_{i,0} + \gamma_{i,0} D_t)' S_t^D \quad (4)$$

Όπου $f_{i,t}$ είναι οι καθαρές ροές κεφαλαίων στη χώρα i κατά τη διάρκεια της εβδομάδας t , $E_{t-1}[f_{i,t}]$ είναι οι αναμενόμενες ροές κεφαλαίων ως συνάρτηση των προηγούμενων ροών και της διαφοράς των επιτοκίων, S_t είναι το διάνυσμα των παρατηρήσιμων καθοριστικών παραγόντων, D_t η ψευδομεταβλητή της χρηματοοικονομικής κρίσης και Z_t το διάνυσμα των μεταβλητών-χαρακτηριστικών οι οποίες διαφοροποιούν τις χώρες μεταξύ τους.

Συνδυάζοντας τις εξισώσεις 1,2,3 και 4 προκύπτει η τελική συνάρτηση μέσω της οποίας εξετάζεται η επίδραση των κοινών παραγόντων (Push Factors) και των ιδιαίτερων εγχώριων παραγόντων (Pull Factors) στον καθορισμό της κίνησης των διεθνών κεφαλαίων:

$$f_{i,t}^D = E_{t-1}[f_{i,t}] + (\beta'_1 Z_{i,t-1} + \gamma_{i,t-1} D_t)' S_t + (\beta_{i,0} + \gamma_{i,0} D_t)' S_t^D \quad (5)$$

Οι μεταβλητές που εξετάζονται και οι όποιες συνθέτουν τα διανύσματα των παραγόντων επηρεασμού είναι οι ακόλουθες:

- Η εκδήλωση κάποιου γεγονότος κρίσης, με τη χρήση ψευδομεταβλητής (Crisis Events).
- Η ρευστότητα (Liquidity).
- Οι απρόσμενες μεταβολές στο μακροοικονομικό περιβάλλον στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, για τις οποίες λαμβάνονται υπόψη τα παρακάτω μεγέθη:
 - Το ΑΕΠ (GDP).
 - Ο Δείκτης Καταναλωτικής Πίστης (Consumer Confidence).
 - Ο αριθμός των νέων κατοικιών στις Ηνωμένες Πολιτείες (Housing starts).
 - Η βιομηχανική παραγωγή (Industrial Production).
 - Ο δείκτης μεταποίησης (NAPM/ISM).
 - Ο δείκτης απασχόλησης NonFARM Payroll Employment.
 - Ο δείκτης πωλήσεων λιανικής (Retail sales).
 - Το εμπορικό ισοζύγιο (Trade Balance).
 - Ο δείκτης ανεργίας (Unemployment).
- Οι απρόσμενες μεταβολές στο εγχώριο μακροοικονομικό περιβάλλον, για τις οποίες λαμβάνονται υπόψη τα παρακάτω μεγέθη:
 - Το εμπορικό ισοζύγιο (Trade Balance).
 - Το ΑΕΠ (GDP).
 - Η βιομηχανική παραγωγή (Industrial Production).
 - Ο δείκτης ανεργίας (Unemployment).
- Οι αποδόσεις των μετοχών στις Ηνωμένες Πολιτείες.
- Οι αποδόσεις των μετοχών της εγχώριας κεφαλαιαγοράς.

Αντίστοιχα η διανυσματική μεταβλητή $Z_{i,t}$ ενσωματώνει τις παρακάτω μετρήσεις προκειμένου να εντοπιστούν οι παράγοντες διαφοροποίησης στον τρόπο επηρεασμού των εγχώριων οικονομιών από τις εκδηλώσεις της κρίσης:

- Βασικά μακροοικονομικά μεγέθη (Macro fundamentals).
- Θεσμικό περιβάλλον (Institutions).
- Παρεμβάσεις των κυβερνόντων (Policy interventions).

- Έκθεση στις διεθνείς αγορές προϊόντων, υπηρεσιών και κεφαλαίων (Exposure).

Σύμφωνα με την έρευνα η επιστροφή των κεφαλαίων από τις αναπτυσσόμενες αγορές στις αναπτυγμένες αποδίδεται στην αναζήτηση από τους επενδυτές ενός ασφαλούς καταφυγίου των κεφαλαίων τους.

Η ετερογένεια στις επιπτώσεις από την οικονομική κρίση αλλά και στην πορεία προς την οικονομική ανάπτυξη αποδίδεται στις διαφορές στα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη, στο θεσμικό πλαίσιο και στις υιοθετούσες οικονομικές πολιτικές ανάμεσα στις χώρες σύγκρισης, μεταβλητές οι οποίες συνθέτουν τους ειδικούς παράγοντες επηρεασμού (Push Factors) των διεθνών κεφαλαίων.

Επίσης τα συμπεράσματα της έρευνας αναδεικνύουν τη σπουδαιότητα των παγκόσμιων οικονομικών συνθηκών καθώς και του οικονομικού περιβάλλοντος στις Ηνωμένες Πολιτείες ως παράγοντες επηρεασμού των διεθνών κεφαλαίων.

Τέλος η υιοθέτηση πολιτικών που στοχεύουν στην επιβολή περιορισμών στην κίνηση των διεθνών κεφαλαίων δεν παρέχουν ικανοποιητική προστασία από την οικονομική κρίση.

Η λύση που προτείνεται είναι η υιοθέτηση μακροχρόνιων βιώσιμων πολιτικών και η ενίσχυση του θεσμικού πλαισίου.

Elias Papaioannou (2009). “What Drives International Bank Flows? Politics, Institutions and other Determinants”, *Journal of Development Economics* 88, 269 – 281.

Η συγκεκριμένη ερευνά αναδεικνύει το ρόλο της ανάπτυξης του θεσμικού πλαισίου στην πρόσβαση των αναπτυσσόμενων και των λιγότερο αναπτυγμένων κρατών στα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια.

Συγκεκριμένα επισημαίνεται η σχέση ανάμεσα στην ποιότητα των θεσμών στο εσωτερικό της χώρας υποδοχής και των ροών κεφαλαίων από τράπεζες του εξωτερικού.

Αναδεικνύεται η θετική συσχέτιση ποιοτικών μεταβλητών, όπως η χαμηλή διαφθορά και η ύπαρξη ενός καλά οργανωμένου γραφειοκρατικού μοντέλου, με την εισροή διεθνών κεφαλαίων και αλλότριων επενδύσεων σε εγχώρια προϊόντα.

Επίσης ελέγχετε το ενδεχόμενο της αντίστροφης αιτιώδους συνάφειας όπως ερμηνεύεται από την πίεση που ασκούν οι ξένοι επενδυτές στην εφαρμογή μεταρρυθμίσεων στο εσωτερικό της χώρας προκειμένου να ενισχυθεί η προστασία των δικαιωμάτων τους, να μειωθούν οι γραφειοκρατικοί περιορισμοί και να αντιμετωπιστεί επαρκώς η διαφθορά.

Η εξαρτημένη μεταβλητή του εμπειρικού μοντέλου είναι ο φυσικός λογάριθμός των καθαρών ξένων τραπεζικών κεφαλαίων στη χώρα j .

Η σχέση που συνδέει την εξαρτημένη μεταβλητή με τις ανεξάρτητες είναι:

$$\ln(F_j) = X_j' \beta + \gamma IQL_j + \varepsilon_j$$

Όπου το διάνυσμα X περιλαμβάνει μεταβλητές που συνδέονται κυρίως με το μέγεθος της οικονομίας όπως το εισόδημα και ο πληθυσμός.

Το ενδιαφέρον εντοπίζεται στο πρόσημο και στο μέγεθος του συντελεστή γ ο οποίος αναδεικνύει τη σχέση ανάμεσα στην ποιότητα των θεσμών και στις εισερχόμενες ροές κεφαλαίων.

Η δυσκολία στην ποσοτικοποίηση των ποιοτικών μεταβλητών εντοπίζεται σε μεταβλητές που επηρεάζουν τόσο τα διεθνή κεφάλαια όσο και την ποιότητα των θεσμών όπως το κοινωνικό κεφάλαιο, τα θρησκευτικά πρότυπα και οι παραδόσεις, μεταβλητές οι οποίες είναι δύσκολο να μετρηθούν.

Το εμπειρικό μοντέλο διευρύνεται με την εισαγωγή περισσότερων ανεξάρτητων μεταβλητών προκειμένου να ελεγχτεί η επίδραση επιπλέον παραγόντων στην κίνηση των διεθνών τραπεζικών κεφαλαίων.

$$\ln(F_{i,j,t}) = X'_{j,t} \beta_j + X'_{i,t} \beta_i + \delta_1 \ln(DIST_{i,j}) + \delta_2 TIE_{i,j} + \gamma INST_{j,t-1} + \varphi_i + \varphi_j + a_t + [a_{i,t} + a_{j,t}] + \varepsilon_{i,j,t}$$

Όπου μέσω της μεταβλητής $DIST$ ελέγχεται η επίδραση του κόστους συναλλαγών και της διαφοροποίησης στην πληροφόρηση. Η μεταβλητή TIE αναφέρεται στη χρήση κοινής γλώσσας και στην ύπαρξη αποικιακών δεσμών. Οι όροι φ_i και φ_j αναφέρονται σε σταθερούς παράγοντες επηρεασμού τόσο στις χώρες προέλευσης όσο και στις χώρες υποδοχής οι οποίοι είναι ανεξάρτητοι του χρόνου. Οι σταθερές a_t , $a_{i,t}$ και $a_{j,t}$ αναφέρονται σε κοινούς και σε ειδικούς παράγοντες επηρεασμού, σε διαφορετικές χρονικές περιόδους.

Η έρευνα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η ύπαρξη θεσμικού πλαισίου το οποίο χαρακτηρίζεται από τη μειωμένη προστασία των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, τη μη αποτελεσματική λειτουργία του νομικού συστήματος, τη

μεταβολή των συμβατικών όρων και τον υψηλό κίνδυνο απαλλοτρίωσης των επενδυμένων κεφαλαίων αποτελεί σημαντικό παράγοντα επηρεασμού της κίνησης των αλλότριων τραπεζικών κεφαλαίων.

Τέλος η απελευθέρωση του πολιτικού συστήματος, οι ιδιωτικοποιήσεις και οι δομικές μεταρρυθμίσεις συνθέτουν ένα οικονομικό περιβάλλον το οποίο ευνοεί την προσέλκυση των τραπεζικών κεφαλαίων.

Sophie Brana and Delphine Lahet (2010). “Determinants of capital inflows into Asia: The relevance of contagion effects as push factors”, *Emerging Markets Review*, Volume 11, Issue 3, September, Pages 273–284.

Η συγκεκριμένη έρευνα επικεντρώνεται στην επίδραση των εξωτερικών παραγόντων (Push Factors) και των εγχώριων συνθηκών (Pull Factors) στην κατεύθυνση των διεθνών κεφαλαίων σε τέσσερις χώρες της Ασίας (Ταϊλάνδη, Ινδονησία, Μαλαισία και Φιλιππίνες) κατά τη χρονική περίοδο από το 1990 έως το 2007.

Στην περίπτωση που οι εσωτερικοί παράγοντες (Pull Factors) αποτελούν καθοριστικούς παράγοντες επηρεασμού των διεθνών κεφαλαίων τότε η βελτίωση και η υιοθέτηση βιώσιμων μακροοικονομικών πολιτικών αποτελούν σημαντικές συνιστώσες για την ομαλή οικονομική ανάπτυξη της χώρας αποδέκτη των κεφαλαίων.

Αντίθετα στην περίπτωση που τον καθοριστικό ρόλο στην κατεύθυνση των κεφαλαίων διαδραματίζουν οι εξωτερικοί παράγοντες τότε οι χώρες αποδέκτες εξαρτώνται από τις οικονομικές συνθήκες στις αναπτυσσόμενες χώρες και από τα κίνητρα των επενδυτών.

Όταν η διεθνή αγορά χαρακτηρίζεται από υψηλή ρευστότητα τότε οι επενδυτές αναζητούν επενδυτικές ευκαιρίες σε αναδυόμενες αγορές σε μια διαδικασία συνεχούς αναζήτησης υψηλότερων αποδόσεων.

Συγκεκριμένα τα χαμηλά επιτόκια στην Ιαπωνία κατά τα έτη 2000-2007 αύξησαν το δανεισμό σε γιέν και την τοποθέτηση των κεφαλαίων σε χώρες με υψηλότερα επιτόκια, στρατηγική η οποία ευνοήθηκε από τη χαμηλή μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Επίσης η έρευνα επικεντρώνεται στη μετάδοση της κρίσης (contagion) διακρίνοντας τρία κανάλια επηρεασμού: “Monsoonal effect” το οποίο

αναφέρεται στη μετάδοση της κρίσης λόγω του επηρεασμού από τους εξωτερικούς παράγοντες, “spillover effect” το οποίο αναφέρεται στη μετάδοση της κρίσης λόγω της ύπαρξης εμπορικών και χρηματοοικονομικών δεσμών και τέλος στη μετάδοση της κρίσης λόγω της αλλαγής των προτιμήσεων των επενδυτών για το επίπεδο ανάληψης κινδύνου (shift contagion).

Η εμπειρική έρευνα διεξάγεται μέσω της σχέσης:

$$\begin{aligned} \text{Investment Portfolio Liabilities (IPL)} = & c + a\text{RATING} + \beta_1\text{SPREAD} + \\ & \beta_2\text{Exchange Rate} + \beta_3\text{YOCDE} + \beta_4\text{Excess Liquidity} + \delta\text{Contagion} + \\ & \psi_1\text{Liquidity Risk} + \psi_2\text{Default Risk} + \psi_3\text{Volatility} + \alpha\text{IPL}_{t-1} + u \end{aligned}$$

Ως Εξαρτημένη μεταβλητή ορίζονται οι καθαρές επενδύσεις χαρτοφυλακίου σε δολάρια.

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές της παραπάνω εξίσωσης αναλύονται ως εξής:

- Η μεταβλητή “Rating” αποτελεί αξιολόγηση των θεμελιωδών μακροοικονομικών μεταβλητών της χώρας και αντιπροσωπεύει την επίδραση των εσωτερικών παραγόντων (Pull Factors).
- Η μεταβλητή “Spread” αναφέρεται στη διαφορά των διατραπεζικών επιτοκίων (τριμήνου) ανάμεσα στις χώρες της Ασίας και στην Ιαπωνία.
- Η συναλλαγματική ισοτιμία “Exchange Rate” αναφέρεται στις μεταβολές της ισοτιμίας των νομισμάτων στις χώρες της Ασίας σε σύγκριση με το γιέν και το δολάριο.
- Η μεταβλητή “YOCDE” αποτελεί αντιπροσωπευτική μεταβλητή της οικονομικής ανάπτυξης στις χώρες του ΟΟΣΑ και συνδέεται με την αύξηση των εξαγωγών από τις χώρες της Ασίας.
- Η ρευστότητα “Excess Liquidity” υπολογίζεται με τη χρήση του δείκτη M3/GDP, στις χώρες του ΟΟΣΑ.
- Η μετάδοση της χρηματοοικονομικής κρίσης εξετάζεται μέσω της μεταβλητής “Contagion” όπου εκτός του κινδύνου λόγω της αλλαγής των προτιμήσεων των ξένων επενδυτών (shifting risk appetite) υπάρχουν ισχυρές ενδείξεις ενδοπεριφερειακής μετάδοσης των κρίσεων λόγω της υψηλής συσχέτισης των ροών κεφαλαίων ανάμεσα στις Ασιατικές χώρες (spillover effect).
- Τα ασφάλιστρα κινδύνου και ρευστότητας συμμετέχουν μέσω των μεταβλητών “Liquidity Risk” και “Default Risk”.

- Για την μέτρηση της μεταβλητότητας της παγκόσμια αγοράς “Volatility” χρησιμοποιείται ο δείκτης Standard and Poor’s 500 implicit volatility index.
- Η μεταβλητή “ IPL_{t-1} ” αντιπροσωπεύει τις προηγούμενες ροές κεφαλαίων.

Η έρευνα καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι σημαντικότεροι εξωτερικοί παράγοντες επηρεασμού είναι η διαφορά των επιτοκίων με την Ιαπωνία, η συναλλαγματική ισοτιμία σε σχέση με το δολάριο, η οικονομική ανάπτυξη στις χώρες του ΟΟΣΑ και η ύπαρξη αυξημένης ρευστότητας.

Η επιρροή των εσωτερικών παραγόντων δείχνει να είναι περιορισμένη χωρίς να παραβλέπεται η αξία μιας μεγαλύτερης αξιολόγησης (Rating) στο κόστος δανεισμού και στην ύπαρξη των απαραίτητων οικονομικών συνθηκών για την αντιμετώπιση των αρνητικών συνεπειών της αποχώρησης των διεθνών κεφαλαίων.

Η αυξημένη ρευστότητα μετά το 2009, κυρίως λόγω της χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής στις χώρες του ΟΟΣΑ, μετατόπισε το επενδυτικό ενδιαφέρον από τα ασφαλή κρατικά προϊόντα χρέους σε περισσότερο επικερδής επένδυσης στις αναδυόμενες αγορές.

Το γεγονός αυτό μεταφράζεται ως μεγαλύτερη διάθεση ανάληψης κινδύνου από τους επενδυτές.

Από το δεύτερο τρίμηνο του 2009 παρατηρείται ενίσχυση των εσωτερικών παραγόντων (Pull Factors) στον επηρεασμό των διεθνών κεφαλαίων και συγκεκριμένα των προοπτικών ανάπτυξης και της αναμενόμενης ανατίμησης των εγχώριων νομισμάτων.

Τέλος η εμπειρία από παρελθούσες εκδηλώσεις χρηματοοικονομικών κρίσεων αναδεικνύει τη σημασία της ραγδαίας αύξησης της ρευστότητας ως εξωτερικού παράγοντα επηρεασμού (Push Factor) η οποία αναμένεται να οδηγήσει σε κερδοσκοπικές τοποθετήσεις και σε αύξηση του κινδύνου μετάδοσης της κρίσης (Contagion).

Ashoka Mody and Diego Saravia (2006). “Catalysing Private Capital Flows: Do IMF Programmes Work as Commitment Devices?”, *The Economic Journal*, Volume 116, Issue 513, pages 843–867, July.

Η συγκεκριμένη έρευνα εξετάζει την επίδραση της εφαρμογής των προγραμμάτων του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου στην άντληση κεφαλαίων από τις αναπτυσσόμενες χώρες και στη βελτίωση του επιτοκίου έκδοσης των ομολόγων από τις τελευταίες.

Τα αποτελέσματα της έρευνας αποκαλύπτουν την ύπαρξη μιας μη γραμμικής σχέσης ανάμεσα στην εφαρμογή των προγραμμάτων του ΔΝΤ και στη βελτίωση του επιτοκίου δανεισμού ή/και στην πρόσβαση σε διεθνή κεφάλαια.

Η εφαρμογή των προγραμμάτων από το ΔΝΤ, συμβάλει στη δυνατότητα των αναπτυσσόμενων χωρών να αντλήσουν κεφάλαια από το εξωτερικό, όταν τα προγράμματα αυτά έχουν προληπτικό χαρακτήρα και αναμένεται να εισάγουν μεταρρυθμίσεις για τη διόρθωση μακροοικονομικών ανισορροπιών. Στην περίπτωση αυτή το ΔΝΤ λειτουργεί περισσότερο ως ελεγκτής των μεταρρυθμίσεων και της μεταστροφής της οικονομικής πολιτικής παρά ως δανειστής.

Η παρουσία των προγραμμάτων του ΔΝΤ είναι αποτελεσματική στην περίπτωση που τα συναλλαγματικά αποθέματα και το ύψος του εξωτερικού χρέους είναι σε επίπεδα διαχειρίσιμα με την έννοια ότι μπορούν να επανέλθουν σε θετική-βιώσιμη τροχιά.

Αντίθετα όταν οι χώρες αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα ρευστότητας και έχουν περιέλθει σε κατάσταση χρηματοοικονομικής κρίσης τότε τα οφέλη από την παρουσία του ΔΝΤ είναι περιορισμένα.

Η έρευνα επικεντρώνεται στην επίδραση που έχουν τα προγράμματα του ΔΝΤ όταν τα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη της χώρας βρίσκονται σε μια ενδιάμεση ζώνη αναλύοντας παράλληλα τον πληροφοριακό ρόλο της παρουσίας του ΔΝΤ και στον τρόπο με τον οποίο οι διεθνείς επενδυτές ερμηνεύουν την παρουσία αυτή στο εσωτερικό της χώρας.

Συγκεκριμένα η εμπειρική έρευνα διεξάγεται μέσω δύο συναρτήσεων.

Η πρώτη συνάρτηση χρησιμοποιεί ως εξαρτημένη μεταβλητή την επιπλέον απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές, κατά την έκδοση του ομολόγου, για να αναλάβουν τον κίνδυνο της επένδυσης με τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά ληκτότητας και συναλλαγματικού κινδύνου.

Στη σχέση αυτή η ανεξάρτητη μεταβλητή συμμετέχει μέσω ενός διανύσματος το οποίο περιλαμβάνει χαρακτηριστικά της έκδοσης, του εκδότη, της περιόδου έκδοσης, μια ψευδομεταβλητή (dummy) για τα προγράμματα του ΔΝΤ, τα χαρακτηριστικά των προγραμμάτων και την αλληλεπίδραση των τελευταίων με τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της χώρας.

$$\text{Log}(\text{spread}) = \beta X + u_1$$

Η δεύτερη εξίσωση αναφέρεται στην απόφαση έκδοσης του ομολόγου και διαμορφώνεται ως εξής:

$$B' = \gamma Z + u_2$$

Όπου B' αποτελεί το όριο για τη λήψη της απόφασης δανεισμού και Z το διάνυσμα το οποίο περιλαμβάνει τις μεταβλητές απόφασης των δανειζομένων να δανειστούν και των δανειστών να δανείσουν.

Οι μεταβλητές που λαμβάνονται υπόψη είναι:

Τα χαρακτηριστικά των ομολόγων.

- Το μέγεθος της έκδοσης (Log Amount).
- Η διάρκεια (Maturity).
- Το νόμισμα της έκδοσης.
- Το είδος των επιτοκίων (σταθερά ή κυμαινόμενα).

Οι διεθνείς μεταβλητές.

- Ο ρυθμός ανάπτυξης της βιομηχανικής παραγωγής στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (US growth rate).
- Η επιπλέον απόδοση στις δεκαετής συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίων στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (US ten-year swap spread).
- Η τυπική απόκλιση των διαφορών των ημερήσιων επιπλέον αποδόσεων στις αναδυόμενες αγορές (Emerging Market Bond Index Volatility).

Τα χαρακτηριστικά της χώρας.

- Η πιστοληπτική αξιολόγηση (Credit rating).
- Το ποσοστό του πληθυσμού με δευτεροβάθμια εκπαίδευση (Proportion of educated people).
- Το χρέος ως ποσοστό του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος (Debt/GNP).

- Η εξυπηρέτηση του χρέους ως ποσοστό των εξαγωγών (Debt service/exports).
- Η ψευδομεταβλητή αναδιάρθρωσης του χρέους (Debt restructured dummy).
- Ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ (GDP growth).
- Το βραχυπρόθεσμο χρέος ως ποσοστό του συνολικού χρέους (Short-term debt/total debt).
- Η μεταβλητότητα στην ανάπτυξη των εξαγωγών (Export growth volatility).
- Τα συναλλαγματικά αποθέματα ως ποσοστό των εισαγωγών (Reserves/imports).
- Οι τραπεζικές πιστώσεις ως ποσοστό του ΑΕΠ (Bank credit stock/GDP).

Ο τομέας του εκδότη.

- Δημόσιος με περεταίρω διάκριση σε χρηματοοικονομικό, προϊόντων και υπηρεσιών.
- Ιδιωτικός με περεταίρω διάκριση σε χρηματοοικονομικό, προϊόντων και υπηρεσιών.

Η ψευδομεταβλητή για τη Λατινική Αμερική (Latin America dummy).

Η ψευδομεταβλητή των προγραμμάτων του ΔΝΤ (IMF programme dummy).

Σύμφωνα με τα συμπεράσματα της έρευνας η παρουσία του ΔΝΤ αξιολογείται θετικά από τους διεθνείς επενδυτές όταν συμβάλει στη δέσμευση ολοκλήρωσης των μεταρρυθμιστικών προγραμμάτων και εξάλειψης των μακροοικονομικών ανισοροπιών.

Τέλος οι επενδυτές αξιολογούν θετικά την παροχή ρευστότητας από το ΔΝΤ μόνο όταν η εφαρμογή των προγραμμάτων αναμένεται να είναι επιτυχής και να οδηγήσει σε βελτίωση των οικονομικών προοπτικών της εγχώριας οικονομίας.

Erik Feyen, Swati Ghosh, Katie Kibuuka and Subika Farazi (2015). “Global Liquidity and External Bond Issuance in Emerging Markets and Developing Economies”, Policy Research Working Paper 7363, World Bank.

Η άσκηση επεκτατικής νομισματικής πολιτικής από τις αναπτυσσόμενες χώρες και κυρίως από τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, μέσω της μεγάλης κλίμακας αγορών επενδυτικών προϊόντων από την Κεντρική Τράπεζα (FED), διαμόρφωσε ένα οικονομικό περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων και χαμηλής μεταβλητότητας των αποδόσεων στις χρηματοοικονομικές αγορές.

Σε αυτό το περιβάλλον, των χαμηλών επιτοκίων, οι επενδυτές, προκειμένου να αυξήσουν τις αποδόσεις τους, αναζήτησαν επενδυτικές ευκαιρίες σε αναδυόμενες αγορές.

Συνεπώς τα χαμηλά επιτόκια και η διάθεση των επενδυτών να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο είχε ως αποτέλεσμα να αυξηθούν οι ροές των διεθνών κεφαλαίων προς τις αναπτυσσόμενες χώρες οι οποίες καλούνται να διαχειριστούν ένα επενδυτικό περιβάλλον αυξημένης ρευστότητας, ανατίμησης των νομισμάτων τους, αυξημένων τιμών και απότομης οικονομικής ανάπτυξης. Η διαχείριση αυτή επικεντρώνεται κυρίως στην υιοθέτηση των απαραίτητων μέτρων προκειμένου να προστατευτούν οι εγχώριες οικονομίες από την αλλαγή κατεύθυνσης των διεθνών κεφαλαίων, όπως αναμένεται να συμβεί με την αύξηση των επιτοκίων στις αναπτυσσόμενες χώρες και κυρίως στις Ηνωμένες Πολιτείες.

Η έρευνα επικεντρώνεται στην επίδραση των νέων οικονομικών συνθηκών, άπλετης ρευστότητας, στην έκδοση ομολόγων (εταιρικών και κρατικών) από τις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες αγορές (Emerging and Developing Countries, EMDE).

Συγκεκριμένα μέσω της εμπειρικής έρευνας αναζητούνται απαντήσεις στα παρακάτω ερωτήματα:

Ποιες είναι οι κύριες τάσεις έκδοσης ομολόγων από τις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες αγορές κατά τη χρονική περίοδο 2000-14;

Ποια είναι η επίδραση των διεθνών παραγόντων (global factors), όπως εκπροσωπούνται από τις οικονομικές συνθήκες στις Ηνωμένες Πολιτείες, στην

τάση που παρουσιάζουν οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες αγορές στην έκδοση ομολόγων σε σύγκριση με το μέσο όρο προηγούμενων εκδόσεων;

Ποια είναι η επίδραση των διεθνών παραγόντων στις αποδόσεις (yield) και στη ληκτότητα (maturity) των ομολόγων;

Τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της κάθε χώρας αλληλεπιδρούν, ενισχύουν ή αποδυναμώνουν την επίδραση των διεθνών παραγόντων;

Η ανατίμηση του νομίσματος και ο συναλλαγματικός κίνδυνος που τη συνοδεύει, ενισχύει την τάση της διεθνούς έκδοσης ομολόγων;

Οι σχέσεις μέσω των οποίων αναζητούνται οι απαντήσεις στα ερευνητικά ερωτήματα είναι:

$$P(ABOVE\ AVG\ ISSUANCE_{i,s,t} = 1) = F(\beta_0 + \beta_1 X_{i,t}^{INT} + \beta_2 X_{i,t}^{DOM} + \beta_3 Industry\ fixed\ effects + \beta_4 Country\ fixed\ effects + \beta_5 Year\ fixed\ effects) \quad (1)$$

$$BF_b =$$

$$\beta_0 + \beta_1 X_b^{INT} + \beta_2 X_b^{DOM} + \beta_3 X_b^{BOND} + \beta_4 Year\ of\ issuance\ fixed\ effects_b + \beta_5 Country\ of\ issuance\ fixed\ effects_b + \varepsilon_b \quad (2)$$

Όπου η εξαρτημένη μεταβλητή “ABOVE AVG ISSUANCE_{i,s,t}” της πρώτης εξίσωσης παίρνει την τιμή 1 στην περίπτωση που ο μέσος όρος της έκδοσης ομολόγων του κλάδου (industry) s, της χώρας i, το μήνα t ξεπερνά τους αντίστοιχους μηνιαίους μέσους όρους κατά τη χρονική περίοδο 2000-07.

Η F(.) αποτελεί την αθροιστική λογιστική κατανομή (cumulative logistic distribution).

Η εξαρτημένη μεταβλητή της σχέσης (2) BF_b αντιπροσωπεύει το επιτόκιο μέχρι τη λήξη (yield to maturity) ή τη ληκτότητα.

Η ανεξάρτητη μεταβλητή X_b^{BOND} ενσωματώνει τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ομολογίας όπως το μέγεθος της έκδοσης, το νόμισμα αναφοράς, την ύπαρξη πιστοληπτικής αξιολόγησης, τον κλάδο στον οποίο ανήκει ο εκδότης και το είδος της ομολογίας.

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές των εγχώριων και διεθνών παραγόντων επηρεασμού συμμετέχουν στην εξίσωση μέσω του διανύσματος X_{i,t}.

Αναλυτικότερα οι ανεξάρτητες μεταβλητές που συμπεριλαμβάνονται στην ανάλυση είναι:

Εγχώριοι Παράγοντες (Domestic Factors).

- Η ανάπτυξη (growth) ως ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ.
- Το κατά κεφαλήν εισόδημα (GDPPC).
- Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ως ποσοστό του ΑΕΠ (CA).
- Το εξωτερικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ (EXT).
- Η τραπεζική πίστωση στον ιδιωτικό τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ (PCRED).

Διεθνείς Παράγοντες (Global Factors).

- Η μεταβλητότητα του δείκτη S&P 500 με τη χρήση του δείκτη VIX.
- Το περιθώριο κέρδους στον εταιρικό δανεισμό (CRISK). Η συγκεκριμένη μεταβλητή υπολογίζεται από την απόκλιση ανάμεσα στα εταιρικά ομόλογα κατηγορίας BBB ή υψηλότερης αξιολόγησης και στα κυβερνητικά ομόλογα (US Treasuries).
- Το επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού (LIBOR).
- Ο ισολογισμός της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ (FED)

Σύμφωνα με τα συμπεράσματα της έρευνα η περίοδος που ακολούθησε μετά την εκδήλωση της κρίσης χαρακτηρίζεται από χαμηλά επιτόκια δανεισμού κυρίως λόγω της μεγάλης ρευστότητας η οποία με τη σειρά της υπήρξε αποτέλεσμα της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής που ακολούθησαν οι κυβερνήσεις των αναπτυγμένων χωρών.

Επίσης η έρευνα επισημαίνει την επίδραση των διεθνών παραγόντων στην έκδοση των ομολόγων και της ανατίμησης των εγχώριων νομισμάτων.

Συγκεκριμένα η μείωση της μεταβλητότητας των αναμενόμενων αποδόσεων των μετοχών στην Αμερική, η μείωση του κόστους δανεισμού των εταιριών, η μείωση του κόστους διατραπεζικού δανεισμού και η αύξηση του ισολογισμού της Κεντρικής Τράπεζας των Η.Π.Α αναμένεται να αυξήσει το μηνιαίο όγκο έκδοσης ομολόγων, να μειώσει το κόστος δανεισμού (yield to maturity) και να αυξήσει την αντίστοιχη ληκτότητα.

Σχετικά με τους εσωτερικούς παράγοντες η σημαντικότερη επίδραση εντοπίζεται στην ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Συνοψίζοντας, τα αποτελέσματα της έρευνας αναδεικνύουν τη στατιστική σημαντικότητα των διεθνών παραγόντων ως καθοριστικών παραγόντων επηρεασμού του διεθνούς οικονομικού κύκλου (global cycle).

Τέλος η έρευνα επισημαίνει τους ενδεχόμενους κινδύνους για τις χώρες υποδοχής των διεθνών κεφαλαίων στην περίπτωση της αναστροφής της κατεύθυνσής των τελευταίων με τις αρνητικές συνέπειες να ενισχύονται από την ύπαρξη μακροχρόνιων μακροοικονομικών ανισορροπιών στις εγχώριες οικονομίες των αναπτυσσόμενων και αναδυόμενων αγορών.

Eugenio Cerutti, Stijn Claessens and Damien Puy (2015). “Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals”, IMF Working Paper 15/127.

Η επεκτατική νομισματική πολιτική στις αναπτυσσόμενες χώρες αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους επεξηγηματικούς παράγοντες της μεγάλης αύξησης των ροών διεθνών κεφαλαίων στις αναδυόμενες αγορές.

Συγκεκριμένα η νομισματική πολιτική στις Ηνωμένες Πολιτείες, η αυξημένη παροχή ρευστότητας και η διάθεση των επενδυτών να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο αποτελούν το πλέγμα των διεθνών παραγόντων των οποίων η στατιστική σημαντικότητα είναι αποδεκτή από το σύνολο των ερευνών.

Η παρούσα έρευνα διεξάγεται μέσω της ανάλυσης των ροών διεθνών κεφαλαίων σε 34 αναδυόμενες αγορές κατά τη χρονική περίοδο 2001-2013.

Μέσω της διάκρισης των επιμέρους συστατικών του ισοζυγίου πληρωμών εξετάζονται οι ροές κεφαλαίων σε ομόλογα, σε μετοχές, σε άμεσες ξένες επενδύσεις, σε άλλες επενδύσεις σε τραπεζικά προϊόντα και σε άλλες επενδύσεις σε μη τραπεζικά προϊόντα.

Ο στόχος της έρευνας είναι, αρχικά, να αναγνωρίσει την ύπαρξη κοινών παραγόντων επηρεασμού στην κίνηση των διεθνών κεφαλαίων χωρίς να χρειαστεί να προσδιοριστούν αναλυτικά οι παράγοντες αυτοί.

Η παραπάνω προσέγγιση επιτυγχάνεται με τη χρήση ενός “latent factor model”.

Η σχέση μέσω της οποίας υλοποιείται η εμπειρική έρευνα είναι:

$$y_{i,t} = \beta_i^{EM} f_t^{EM} + \beta_i^{Region} f_t^{Region} + \varepsilon_{i,t}$$

Όπου η εξαρτημένη μεταβλητή $y_{i,t}$ αντιπροσωπεύει την τοποθέτηση των διεθνών κεφαλαίων σε συγκεκριμένο επενδυτικό προϊόν, στη χώρα i το τρίμηνο t .

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές f_t^{EM} και f_t^{Region} εκπροσωπούν, αντίστοιχα, εκείνους τους παράγοντες επηρεασμού που είναι κοινοί για όλες τις αναδυόμενες αγορές και τους παράγοντες επηρεασμού που αναφέρονται στη συγκεκριμένη γεωγραφική περιοχή που ανήκει η υπό εξέταση χώρα.

Οι σταθερές β_i^{EM} και β_i^{Region} προσδιορίζουν την ένταση-μέγεθος επηρεασμού της χώρας από τις παραπάνω μεταβλητές.

Στη συνέχεια η έρευνα επικεντρώνεται στον εντοπισμό των παραγόντων (Push and Pull) που συνθέτουν τους παράγοντες επηρεασμού των αναδυόμενων αγορών στην κίνηση των διεθνών κεφαλαίων τοποθετημένων σε ομόλογα, σε μετοχές και σε τραπεζικά προϊόντα.

Η σχέση που συνδέει την εξαρτημένη μεταβλητή με τις ανεξάρτητες διαμορφώνεται ως εξής:

$$f_t^{EM} = \alpha Push_t + \beta Pull_t + \gamma Type\ Specific\ Factors_t + \varepsilon_t$$

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές που συνθέτουν τους εσωτερικούς παράγοντες (Pull), τους εξωτερικούς παράγοντες (Push), τα συγκεκριμένα μακροοικονομικά χαρακτηριστικά της χώρας και τα χαρακτηριστικά της συγκεκριμένης αγοράς είναι:

Διεθνείς Παράγοντες (Pull Factors)

- Ο μέσος ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ στις τέσσερις κύριες αναπτυσσόμενες οικονομίες (Η.Π.Α, Ευρωζώνη, Ιαπωνία και Ηνωμένο Βασίλειο).
- Ο δείκτης VIX ως μέτρο της μεταβλητότητας του δείκτη S&P 500.
- Μεταβολές στην αναμενόμενη πολιτική στα Αμερικανικά επιτόκια.
- Η κλίση στην καμπύλη των Αμερικανικών επιτοκίων.
- Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία στις Ηνωμένες Πολιτείες (REER).
- Η μόχλευση του τραπεζικού τομέα στην Αμερική (US dealer Bank leverage).
- Η διαφορά ανάμεσα στο διατραπεζικό επιτόκιο δανεισμού και στα βραχυπρόθεσμα κρατικά ομόλογα στην Αμερική (LIBOR-Treasury yield).
- Το επιτόκιο του δεκαετούς κρατικού Αμερικανικού ομολόγου (10Y Bond Yield).

- Οι προηγούμενες αποδόσεις του δείκτη Emerging Markets Bond Index.
- Οι προηγούμενες αποδόσεις του δείκτη MSCI Emerging Market index.

Κοινοί εσωτερικοί παράγοντες (Pull Factors).

- Το επίπεδο τιμών στα προϊόντα.
- Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ τα προηγούμενα έτη.

Θεμελιώδη Μακροοικονομικά Μεγέθη.

- Το επίπεδο των διεθνών εμπορικών συναλλαγών της χώρας (exports and imports as percent of GDP).
- Το επίπεδο του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ (Public Debt as %GDP).
- Το ύψος των συναλλαγματικών αποθεμάτων ως ποσοστό του ΑΕΠ (Reserves).
- Το καθεστώς των συναλλαγματικών ισοτιμιών.
- Ο μέσος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ.
- Η ισχύς του πλαισίου των νόμων (Rule of Law).
- Το επίπεδο προστασίας των επενδυτών

Ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εγχώριας αγοράς (Market Characteristics).

- Το επίπεδο εξωστρέφειας της χώρας.
- Το ύψος της κεφαλαιοποίησης των αγορών μετοχών και ομολόγων ως ποσοστό του ΑΕΠ.
- Η πίστωση του τραπεζικού τομέα προς τους ιδιώτες ως ποσοστό του ΑΕΠ (Private Credit).
- Το σύνολο των μετοχών που ανταλλάχθηκαν σε μια συγκεκριμένη περίοδο προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση της χρηματαγοράς μετοχών.
- Το μέρος της χρηματοδότησης που προέρχεται από αναπτυσσόμενες οικονομίες.
- Η συμμετοχή της χώρας στο δείκτη MSCI Emerging Index.
- Η συμμετοχή της χώρας στο δείκτη MSCI Frontier Market Index.
- Η συμμετοχή της χώρας στο δείκτη EMBI Emerging Index.

Η έρευνα αναδεικνύει τη στατιστική σημαντικότητα της σύνθεσης της βάσης των δανειστών (συμμετοχή μεγάλων διεθνών επενδυτικών οργανισμών και

τραπεζικών ιδρυμάτων με μεγάλη διεθνή παρουσία) ως παράγοντα επηρεασμού της ευαισθησίας στους διεθνείς παράγοντες (Push Factors).

Αντίθετα έχει υποχωρήσει η στατιστική σημαντικότητα του θεσμικού πλαισίου και των βασικών μακροοικονομικών αποδόσεων της κάθε χώρας ως μεταβλητών διαφοροποίησης στην επίδραση των διεθνών παραγόντων.

Το ευρήματα αυτά αλλάζουν τις προτεραιότητες των κυβερνήσεων των αναπτυσσόμενων χωρών, στην προσπάθειά τους να προστατέψουν τις εγχώριες οικονομίες, οι οποίες θα πρέπει να επικεντρωθούν στην ανάλυση της σύνθεσης της χρηματοδοτικής βάσης και συγκεκριμένα στην ύπαρξη μεγάλων επενδυτικών οργανισμών.

Τέλος η ύπαρξη εγχώριων επενδυτών οι οποίοι θα είναι σε θέση να απορροφήσουν την προσφορά των επενδυτικών προϊόντων λόγω της αποχώρησης των διεθνών επενδυτών αποτελεί σημαντικό παράγοντα προστασίας της εγχώριας οικονομίας από την αναστροφή των αλλότριων κεφαλαίων.

Juliana D. Araujo, Antonio C. David, Carlos van Hombecck and Chris Papageorgiou (2015). “Joining the Club? Procyclicality of Private Capital Inflows in Low Income Developing Countries”, IMF Working Paper 15/163.

Η έρευνα επικεντρώνεται στην παρουσία των διεθνών κεφαλαίων στις χαμηλού εισοδήματος αναπτυσσόμενες χώρες (Low Income Developing Countries) και συγκεκριμένα στην επίδραση των κεφαλαίων στον εγχώριο επιχειρηματικό κύκλο (domestic business cycle).

Η προ-κυκλικότητα των ροών είναι υπαρκτή στις χώρες αυτές αλλά σε μικρότερο μέγεθος σε σχέση με τις αναδυόμενες αγορές (EM), παρά τις αντίθετες προσδοκίες που θα μπορούσε να έχει κάποιος κυρίως λόγω της θετικής σχέσης της προ-κυκλικότητας και των περιορισμών στο δανεισμό σε συνάρτηση με το γεγονός ότι οι περιορισμοί αυτοί είναι μεγαλύτεροι στις χαμηλού εισοδήματος χώρες.

Συγκεκριμένα στις χώρες αυτές τα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια επεκτάθηκαν και στα χρηματοοικονομικά προϊόντα καθώς μέχρι το 2000 η παρουσία τους περιοριζόταν μόνο στις άμεσες ξένες επενδύσεις.

Η επέκταση αυτή και το μέγεθος των ροών δημιούργησε σημαντικές ευκαιρίες ανάπτυξης των εγχώριων οικονομιών. Παράλληλα υπήρξε αντικείμενο προβληματισμού για τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα και του μακροοικονομικού περιβάλλοντος στις χώρες υποδοχής.

Οι ροές των διεθνών κεφαλαίων δείχνουν να είναι περισσότερο σταθερές στις χαμηλού εισοδήματος χώρες σε σχέση με τις αναδυόμενες αγορές με τις πρώτες να παρουσιάζουν μικρότερη ευαισθησία στις αλλαγές των προτιμήσεων των επενδυτών για το επίπεδο ανάληψης κινδύνου (risk aversion).

Επίσης οι ροές κεφαλαίων δείχνουν να επηρεάζονται από την εξωστρέφεια της χώρας αναφοράς και τους ρυθμούς ανάπτυξης, με τους τελευταίους να υστερούν σε σημαντικότητα σε σχέση με την αντίστοιχη επίδραση στις αναδυόμενες οικονομίες.

Η εξίσωση μέσω της οποίας διεξάγεται η εμπειρική έρευνα είναι:

$$cf_{i,t} = a_i + \rho cf_{i,t-1} + \beta \bar{y}_{i,t} + \sum_{m=1}^M \delta_m X_{m,i,t} + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

Όπου ως εξαρτημένη μεταβλητή ορίζεται η ροή των διεθνών κεφαλαίων.

Η ανεξάρτητη μεταβλητή $cf_{i,t-1}$ εισάγεται στην ανάλυση για τον έλεγχο της επίδρασης των προηγούμενων ροών κεφαλαίων.

Η ανεξάρτητη μεταβλητή $\bar{y}_{i,t}$ αποτελεί τη διαφορά του εισοδήματος ως κυκλικό συστατικό του ΑΕΠ αντί για τη χρήση της ανάπτυξης του ΑΕΠ καθώς θεωρείται ότι η διαφορά του εισοδήματος αποτελεί καλύτερο μέτρο για τον έλεγχο της κυκλικότητας.

Αντίστοιχα οι διεθνείς παράγοντες (Global-Push Factors) και οι εσωτερικοί παράγοντες (Pull Factors) συμμετέχουν στην ανάλυση μέσω της μεταβλητής $X_{m,i,t}$.

Οι παράγοντες αυτοί είναι:

Διεθνείς Παράγοντες (Global Factors).

- Η μεταβλητότητα του δείκτη S&P 500 όπως υπολογίζεται από το χρηματιστήριο παραγώγων του Σικάγο (VOX index).

Εσωτερικοί Παράγοντες (Pull Factors).

- Το επίπεδο των εισαγωγών και των εξαγωγών της χώρας ως ποσοστό του ΑΕΠ (Trade openness).

- Η εξωστρέφεια της χώρας σε επίπεδο ύπαρξης περιορισμών στην κίνηση των κεφαλαίων.
- Το επίπεδο του ιδιωτικού χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ (Leverage).
- Η μεταβολή στους όρους συνδιαλλαγής (Log of terms of trade index).
- Ο κίνδυνος της χώρας και ο πολιτικός κίνδυνος.

Τα ευρήματα της έρευνας αποκαλύπτουν μια παράλληλη κίνηση της ενίσχυσης της προ-κυκλικότητας των ροών των διεθνών κεφαλαίων με την ανάπτυξη των χαμηλού εισοδήματος αναπτυσσόμενων χωρών.

Τέλος η προ-κυκλικότητα και η μεταβλητότητα των διεθνών κεφαλαίων επιβάλλουν την αλλαγή του πλαισίου χάραξης της νομισματικής πολιτικής και την υιοθέτηση πολιτικών με μακροχρόνιο ορίζοντα λαμβάνοντας υπόψη τη διεθνή θέση της χώρας.

Enrique Alberola, Aitor Erce and Maria Serena (2015). “International reserves and gross capital flow dynamics”, BIS Working Paper No 512.

Η συγκεκριμένη έρευνα εξετάζει το ρόλο των συναλλαγματικών αποθεμάτων ως σταθεροποιητικού παράγοντα σε περιόδους χρηματοοικονομικών κρίσεων.

Εξετάζεται η επίδραση των συναλλαγματικών αποθεμάτων στη συνολική κίνηση των διεθνών κεφαλαίων ενσωματώνοντας στην ανάλυση τόσο τη συμπεριφορά των ξένων επενδυτών όσο και τη συμπεριφορά των εγχώριων.

Επίσης η έρευνα αναδεικνύει την ύπαρξη σημαντικής ετερογένειας στη συμπεριφορά των εγχώριων επενδυτών η οποία συνδέεται με την ύπαρξη συναλλαγματικών αποθεμάτων στη χώρα καταγωγής τους.

Συγκεκριμένα αναλύει τις συνολικές ροές κεφαλαίων σε 63 χώρες, ανά τρίμηνο, κατά τη χρονική περίοδο από το 1991 έως το 2010.

Μετά την εκδήλωση της κρίσης το 2008 οι ροές διεθνών κεφαλαίων έδειξαν να ανακάμπτουν παραμένοντας ωστόσο κάτω από τα προ κρίσης υψηλά επίπεδα.

Η μεγάλη εισροή διεθνών κεφαλαίων ενέχει τον κίνδυνο δημιουργίας ανισορροπιών στη συναλλαγματική ισοτιμία του εγχώριου νομίσματος και στη δημιουργία απότομων και μεγάλων πιστωτικών επεκτάσεων.

Οι διαμορφωτές της εγχώριας οικονομικής πολιτικής προκειμένου να προφυλαχτούν από τους παραπάνω κινδύνους προχώρησαν στη λήψη μέτρων προστασίας, όπως οι μακρό-προληπτικές πολιτικές, ο έλεγχος στην κίνηση των κεφαλαίων και η συγκέντρωση υψηλών συναλλαγματικών αποθεμάτων.

Γεγονός το οποίο επιβεβαιώνεται από τη μεγάλη συσσώρευση συναλλαγματικών αποθεμάτων μετά την εκδήλωση της τελευταίας κρίσης.

Ο διαχωρισμός της επίδρασης των συναλλαγματικών αποθεμάτων στη συμπεριφορά των εγχώριων και διεθνών επενδυτών αναδεικνύει δυο ερευνητικά ερωτήματα:

Έχουν τα συναλλαγματικά αποθέματα καταλυτικό ρόλο στη συμπεριφορά των ξένων επενδυτών;

Επηρεάζουν τα συναλλαγματικά αποθέματα τη συμπεριφορά των εγχώριων επενδυτών;

Τα συναλλαγματικά αποθέματα υπολογίζονται είτε μέσω των υποχρεώσεων σε ξένους (international liabilities) είτε μέσω της ποσότητας του χρήματος M2, προκειμένου να αναλυθούν οι επιδράσεις των συναλλαγματικών αποθεμάτων τόσο στους ξένους όσο στους εγχώριους επενδυτές.

Η σχέση μέσω της οποίας διεξάγεται η εμπειρική έρευνα είναι:

$$\hat{x}_{i,t} = a + \theta_i + \rho_i t + \delta y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Εξαρτημένες μεταβλητές της εξίσωσης είναι οι συνολικές εισροές ξένων κεφαλαίων ως ποσοστό του ΑΕΠ(GFI/GDP) και οι συνολικές εκροές εγχώριων κεφαλαίων ως ποσοστό του ΑΕΠ(GDO/GDP).

Οι ανεξάρτητες μεταβλητές οι οποίες ενσωματώνονται στην ανάλυση είναι:

- Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (Current account).
- Η σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία μέσω της σύνδεσης με ένα νόμισμα ή ένα καλάθι νομισμάτων (Peg exchange rate).
- Η διαχείριση της συναλλαγματικής ισοτιμίας σε ένα εύρος τιμών (Managed exchange rate).
- Η αξιολόγηση του οίκου Standard and Poor's.
- Η πραγματική αύξηση του ΑΕΠ (GDP real growth).

- Οι αποδόσεις του δείκτη Emerging Markets Bond Index.
- Η μεταβλητότητα του δείκτη S&P 500 με τη χρήση του δείκτη VIX.
- Οι ψευδομεταβλητές για τη συμμετοχή στην ανάλυση γεγονότων που συνδέονται με τη μεταβολή των συναλλαγματικών αποθεμάτων σε σχέση είτε με την ποσότητα χρήματος M2 είτε με τις υποχρεώσεις σε ξένους (international liabilities).
- Τα συναλλαγματικά αποθέματα είτε ως ποσοστό της ποσότητας χρήματος M2 είτε ως ποσοστό των υποχρεώσεων σε ξένους (international liabilities).

Τα συμπεράσματα της έρευνας αναδεικνύουν το ρόλο των συναλλαγματικών αποθεμάτων στην κίνηση των κεφαλαίων με τα τελευταία να ασκούν σημαντική επίδραση στη ροή των κεφαλαίων από τους εγχώριους επενδυτές. Συγκεκριμένα η κατοχή υψηλών συναλλαγματικών αποθεμάτων περιορίζει τις εκροές των ξένων κεφαλαίων και ενθαρρύνει τον επαναπατρισμό των εγχώριων κεφαλαίων περιορίζοντας με αυτό τον τρόπο την αρνητική επίδραση μιας ενδεχόμενης χρηματοοικονομικής κρίσης από την έλλειψη χρηματοδοτικών πόρων.

Εμπειρική Ανάλυση

4.1 Εισαγωγή

Η εμπειρική έρευνα επικεντρώνεται στον εντοπισμό των παραγόντων επηρεασμού των ροών διεθνών κεφαλαίων με κατεύθυνση σε ομόλογα και μετοχές.

Συγκεκριμένα επιδιώκεται ο εντοπισμός των προσδιοριστικών παραγόντων οι οποίοι αποτελούν τις μεταβλητές απόφασης των διεθνών επενδυτών στην επιλογή της τοποθέτησης των κεφαλαίων τους σε αλλότρια επενδυτικά προϊόντα αλλά και στην επιλογή της χώρας κατεύθυνσης των κεφαλαίων τους. Από την ανάλυσή τους θα προκύψουν οι παράγοντες οι οποίοι διαφοροποιούν τις χώρες μεταξύ τους στην προσέλκυση του επενδυτικού ενδιαφέροντος.

Οι μεταβλητές αυτές διακρίνονται σε δύο ευρύτερες κατηγορίες. Η πρώτη περιλαμβάνει τους διεθνείς παράγοντες επηρεασμού οι οποίοι είναι κοινοί για όλες τις χώρες (Push Factors) και η δεύτερη αναφέρεται στους ειδικούς παράγοντες που χαρακτηρίζουν την κάθε οικονομία ξεχωριστά (Pull Factors). Συνεπώς επιχειρείται μια διάκριση ανάμεσα στη ζήτηση και στην προσφορά διεθνών κεφαλαίων.

Οι διεθνείς παράγοντες (Push Factor) συνθέτουν τις συνθήκες οι οποίες ευνοούν την ανάπτυξη της προσφοράς των επενδυτικών κεφαλαίων ενώ οι συγκεκριμένες οικονομικές μεταβλητές της χώρας υποδοχής των κεφαλαίων αποτελούν τους παράγοντες οι οποίοι ενισχύουν τη ζήτηση για επενδυτικά κεφάλαια και καθιστούν τις χώρες ελκυστικούς επενδυτικούς προορισμούς.

Οι διεθνείς προσδιοριστικοί παράγοντες αναφέρονται στις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής κυρίως λόγω του γεγονότος ότι το μεγαλύτερο μέρος των διεθνών κεφαλαίων προέρχονται από τη συγκεκριμένη χώρα.

Συνοψίζοντας τα παραπάνω η συγκεκριμένη έρευνα επιχειρεί να κατανοήσει το μηχανισμό εκείνο ο οποίος δημιουργεί την ανάγκη αναζήτησης επενδυτικών ευκαιριών εκτός συνόρων και κατευθύνει τα επενδυτικά κεφάλαια στους διαφορετικούς προορισμούς.

4.2 Βασική Συνάρτηση

Οι εξαρτημένες μεταβλητές οι οποίες έχουν επιλεγεί για τη διεξαγωγή της εμπειρικής έρευνας είναι οι ακόλουθες :

- Καθαρές Ροές Διεθνών Κεφαλαίων με κατεύθυνση σε κρατικά και εταιρικά ομόλογα (Net Bond Flows).
- Καθαρές Ροές Εισερχόμενων Διεθνών Κεφαλαίων με κατεύθυνση σε μετοχές (Net Equity Inflows).

Αντίστοιχα οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι οι εξής.

Διεθνείς Παράγοντες (Push Factors).

- Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος των Ηνωμένων Πολιτειών, με έτος βάσης το 2005 (Real GDP Growth Rate USA). Η μείωση της οικονομικής δραστηριότητας στις Ηνωμένες Πολιτείες αναμένεται να οδηγήσει σε αλλαγή του προσανατολισμού των κεφαλαίων, σε επενδυτικά προϊόντα εκτός συνόρων, οπότε αναμένουμε αρνητική σχέση με τις ροές κεφαλαίων (Cerutti et al. 2015, Fratzscher. 2012 και Jeanneau and Micu. 2002).
- Η ρευστότητα (Liquidity) στις Ηνωμένες Πολιτείες όπως εκφράζεται από την ποσότητα χρήματος M3 προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (M3/GDP). Η υπερβάλλουσα ρευστότητα συνδέεται θετικά με την αύξηση των διεθνών επενδύσεων λόγω της μείωσης των εγχώριων επιτοκίων και της αναζήτησης υψηλότερων αποδόσεων από τους επενδυτές (Brana and Lahet. 2010, De Santis and Lührmann. 2009, Fratzscher. 2012 και Jeanneau and Micu. 2002).
- Οι αποδόσεις του Αμερικανικού δεκαετούς κρατικού ομολόγου (USA 10Y Bond Yield). Οι αποδόσεις του Αμερικανικού ομολόγου συνδέονται αρνητικά με την ανάπτυξη των διεθνών κεφαλαίων. Στην περίπτωση των χαμηλών επιτοκίων οι επενδυτές αναμένεται να αναζητήσουν νέες επενδυτικές ευκαιρίες σε αγορές εκτός συνόρων (Cerutti et al. 2015 και Feyen et al. 2015).
- Η μεταβλητότητα του δείκτη S&P 500 όπως υπολογίζεται από το χρηματιστήριο του Σικάγο (VIX). Η συγκεκριμένη μεταβλητή συμπεριλαμβάνεται στην ανάλυση προκειμένου να μετρήσουμε τη μεταβλητότητα της παγκόσμιας χρηματιστηριακής αγοράς. Η αύξηση

της μεταβλητότητας της χρηματιστηριακής αγοράς δημιουργεί μεγαλύτερη αβεβαιότητα στους επενδυτές. Ως εκ τούτου αναμένουμε αρνητική σχέση με τις ροές κεφαλαίων (Alberola et al. 2015, Araujo et al. 2015, Cerutti et al. 2015 και Feyen et al. 2015).

- Η απόκλιση ανάμεσα στα εταιρικά ομόλογα κατηγορίας BBB 3Y (Benchmark) και στα κυβερνητικά ομόλογα 3Y (US Treasuries (Benchmark)). Η χρήση της συγκεκριμένης μεταβλητής (CRISK) γίνεται προκειμένου να ποσοτικοποιήσουμε τη διάθεση ανάληψης κινδύνου από τους επενδυτές η οποία, διάθεση, συνδέεται θετικά με την ανάπτυξη των διεθνών κεφαλαίων (Feyen et al. 2015 και Jeanneau and Micu. 2002).
- Η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου, με έτος βάσης το 2010 (US Real Effective Exchange Rate). Η μεταβλητή αυτή χρησιμοποιείται για τη μέτρηση του συναλλαγματικού κινδύνου σε όρους ισοτιμίας του Αμερικανικού δολαρίου. Η επίδραση της συγκεκριμένης μεταβλητής εξαρτάται από το επενδυτικό προϊόν. Οι επενδύσεις σε ομόλογα αναμένεται να επηρεαστούν θετικά λόγω της ενίσχυσης της αγοραστικής δύναμης των ξένων επενδυτών ενώ η υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τις εταιρείες, λόγω της αύξησης των υποχρεώσεων σε ξένο νόμισμα και ως εκ τούτου τις τοποθετήσεις κεφαλαίων σε μετοχές (Cerutti et al. 2015 και Feyen et al. 2015).

Εγχώριοι Παράγοντες (Pull Factors).

- Η αξιολόγηση του αξιόχρεου των χωρών σύμφωνα με τη Fitch (Rating). Η πιστοληπτική ικανότητα των χωρών ενισχύει την εμπιστοσύνη των επενδυτών ως εκ τούτου αναμένουμε θετική σχέση (Alberola et al. 2015, Antzoulatos. 1997, Brana and Lahet. 2010, Eichengreen and Luengnaruemitchai. 2008 και Mody and Saravia. 2006).
- Το συνολικό χρέος της γενικής κυβέρνησης προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (General Government Gross Debt/GDP). Το υψηλό ποσοστό του χρέους αναμένεται να επηρεάσει θετικά τις επενδύσεις σε ομόλογα καθώς οι κυβερνήσεις προκειμένου να ανταπεξέλθουν στις δανειακές τους υποχρεώσεις αντλούν κεφάλαια μέσω της έκδοσης

ομολόγων. Αντίθετα η επίδραση στις μετοχές αναμένεται αρνητική καθώς η ύπαρξη μεγάλων και διαχρονικών ελλειμμάτων μειώνουν τις μεταβιβαστικές πληρωμές της κυβέρνησης και αυξάνουν τους φόρους με αποτέλεσμα να μειώνεται η κατανάλωση και οι επενδύσεις. Σε ένα περιβάλλον περιορισμένης κατανάλωσης και επενδύσεων οι προοπτικές ανάπτυξης των εταιρειών είναι περιορισμένες (Cerutti et al. 2015, Feyen et al. 2015, Fratzscher. 2012 και Jeanneau and Micu. 2002).

- Τα συνολικά αποθέματα προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (Reserves/GDP). Τα υψηλά αποθέματα ενισχύουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών για την αντιμετώπιση του συναλλαγματικού και του πιστωτικού κινδύνου καθώς και του κινδύνου επιβολής περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων. Βέβαια τα υψηλά αποθέματα, σε κάποιες περιπτώσεις, δεν επαρκούν για να προστατεύσουν τη συναλλαγματική ισοτιμία. Συγκεκριμένα οι προσδοκίες υποτιμήσεως του νομίσματος μπορεί να προκαλέσουν την εκδήλωση κερδοσκοπικής επίθεσης. Στην περίπτωση αυτή όσο υψηλά συναλλαγματικά αποθέματα και αν κατέχει η χώρα, δύσκολα θα μπορέσει να αποφύγει την υποτίμηση του νομίσματος (Cerutti et al. 2015, Eichengreen and Luengnaruemitchai. 2008 και Fratzscher. 2012).
- Το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (CA/GDP). Η ύπαρξη ελλειμμάτων στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να οδηγήσει σε αύξηση του εξωτερικού δανεισμού και σε ενίσχυση των προσδοκιών για επιδείνωση της οικονομικής κατάστασης. Η αύξηση του δανεισμού αναμένεται να επηρεάσει θετικά τις επενδύσεις σε ομόλογα. Αντίθετα η ύπαρξη πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών αποτελεί ένδειξη οικονομικής ανάπτυξης λόγω αυξημένων εξαγωγών και ενίσχυσης της διεθνούς επενδυτικής θέσεως της χώρας. Η ανάπτυξη της εγχώριας οικονομίας ενισχύει την ανάπτυξη των εταιρειών και της αξίας τους. Συνεπώς η σχέση με τις ροές κεφαλαίων σε μετοχές αναμένεται θετική (Feyen et al. 2015 και Fratzscher. 2012).

- Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος, με έτος βάσης το 2005 (Real GDP Growth Rate). Οι χώρες με υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης αποτελούν ελκυστικότερους προορισμούς λόγω της αυξημένης δυνατότητας τους να ανταπεξέλθουν στις δανειακές υποχρεώσεις τους. Επίσης η αύξηση της παραγωγής επηρεάζει θετικά τις επενδύσεις σε ιδιωτικά προϊόντα χρέους και ιδιοκτησίας λόγω της ενίσχυσης της οικονομικής ευρωστίας των εταιρειών (Alberola et al. 2015, De Santis and Lührmann. 2009, Feyen et al. 2015, Fratzscher. 2012 και Mody and Saravia. 2006).
- Η τυπική απόκλιση των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας προς το Δολάριο (Standard Deviation of Exchange Rate to USD). Η συγκεκριμένη μεταβλητή αποτελεί μέτρο της συναλλαγματικής και οικονομικής αβεβαιότητας. Το πρόσημο της συγκεκριμένης μεταβλητής αναμένεται να μεταβληθεί ανάλογα με το επενδυτικό προϊόν και το χαρακτήρα της επένδυσης. Στην περίπτωση που οι επενδυτές επιθυμούν υψηλότερες συναλλαγματικές αποδόσεις η αναμενόμενη σχέση αναμένεται θετική (Antzoulatos. 1997, Brana and Lahet. 2010, Eichengreen and Luengnaruemitchai. 2008 και Jeanneau and Micu 2002).
- Το πραγματικό επιτόκιο (Real Interest Rate). Η αύξηση του πραγματικού επιτοκίου αναμένεται να οδηγήσει σε αύξηση των επενδύσεων σε ομόλογα (Antzoulatos. 1997). Αντίθετα αναμένουμε αρνητική επίδραση στις τοποθετήσεις κεφαλαίων σε μετοχές καθώς τα χαμηλά πραγματικά επιτόκια αναμένεται να στρέψουν το ενδιαφέρον των επενδυτών σε προϊόντα ιδιοκτησίας προκειμένου να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις.
- Το υψηλό ποσοστό ανεργίας (Unemployment to total Labor Force). Το υψηλό ποσοστό ανεργίας αποτελεί αρνητική ένδειξη για την εγχώρια οικονομία λόγω των αυξημένων αναγκών για μεταβιβαστικές πληρωμές, της μείωσης των φορολογικών εσόδων και της δημιουργίας αρνητικών προσδοκιών για την οικονομία. Συνεπώς η σχέση με τις ροές κεφαλαίων σε μετοχές αναμένεται αρνητική ενώ με τις ροές σε

κρατικά ομόλογα θετική, λόγω των αυξημένων αναγκών δανεισμού (Fratzscher. 2012).

- Η αξία της βιομηχανικής παραγωγής προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (Industry Value Added to GDP). Η αύξηση της βιομηχανικής παραγωγής ενισχύει τα έσοδα και την ανάπτυξη της οικονομίας σε μακροχρόνια βάση. Ως εκ τούτου η σχέση με τις ροές διεθνών κεφαλαίων αναμένεται θετική (Fratzscher. 2012).
- Η σταθμισμένη μέση τυπική απόκλιση των προβλέψεων των αναλυτών των κερδών ανά μετοχή για όλες τις εταιρείες του δείκτη, σύμφωνα με το δείκτη MSCI, προκειμένου να ποσοτικοποιήσουμε την ασύμμετρη πληροφόρηση (Weighted Average Standard Deviation of 12 Months Forward Earnings Per Share Forecasts). Η συγκεκριμένη μεταβλητή ενδέχεται να έχει διαφορετικές επιδράσεις ανάλογα με το επενδυτικό προϊόν και το χαρακτήρα της επένδυσης. Όταν οι επενδυτές επιθυμούν μεγαλύτερες αποδόσεις τότε είναι πρόθυμοι να αναλάβουν μεγαλύτερο κίνδυνο (Antzoulatos et al. 2008).

Η βασική συνάρτηση διαμορφώνεται ως εξής:

$$Y_{i,t} = \sum_{k=1}^6 \beta_k Z_{US,k,t-1} + \sum_{l=1}^{10} \gamma_l X_{i,l,t-1} + a_i + \delta_t + \varepsilon_{i,t}$$

Όπου Y οι ροές κεφαλαίων προς ομόλογα ή μετοχές.

Ο δείκτης i σηματοδοτεί τη χώρα αναφοράς, ο δείκτης t τη χρονική περίοδο (ετήσια στοιχεία), ο δείκτης k τους διεθνείς παράγοντες, ο δείκτης l τους εγχώριους παράγοντες και η μεταβλητή $\varepsilon_{i,t}$ τον αντίστοιχο όρο του σφάλματος.

Οι όροι a_i και δ_t αντιπροσωπεύουν τις σταθερές επιδράσεις της χώρας και του χρόνου (country and time fixed-effects).

Διατηρούμε σταθερές τις μεταβλητές της χώρας και του χρόνου, με τη χρήση ψευδομεταβλητών, προκειμένου να απομονώσουμε τις επιδράσεις που σχετίζονται με τους παραπάνω παράγοντες.

Στην πρώτη εκτίμηση χρησιμοποιείται ως εξαρτημένη μεταβλητή οι Καθαρές Ροές Διεθνών Κεφαλαίων με κατεύθυνση σε κρατικά και εταιρικά ομόλογα.

Στη δεύτερη εκτίμηση χρησιμοποιείται ως εξαρτημένη μεταβλητή οι Καθαρές Ροές Εισερχόμενων Διεθνών Κεφαλαίων με κατεύθυνση σε μετοχές.

Στην τρίτη εκτίμηση διατηρούμε ως εξαρτημένη μεταβλητή τις Καθαρές Ροές Εισερχόμενων Διεθνών Κεφαλαίων με κατεύθυνση σε μετοχές αλλά προσθέτουμε στις ανεξάρτητες μεταβλητές τη σταθμισμένη μέση τυπική απόκλιση των προβλέψεων των αναλυτών, καθώς η συγκεκριμένη μεταβλητή προκύπτει στατιστικά σημαντική για τις παραπάνω ροές.

4.3 Δεδομένα και Μεθοδολογία

Η έρευνα προσεγγίζεται με τη μέθοδο της μετάβασης από το γενικό στο ειδικό (general to specific). Η οργάνωση των δεδομένων είναι σε μορφή PANEL και τα δεδομένα για το σύνολο των ανεξάρτητων μεταβλητών αντλούνται με υστέρηση ενός έτους καθώς θεωρούμε ότι οι επενδυτές επηρεάζονται και καθορίζουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις σύμφωνα με τα δεδομένα και τις οικονομικές συνθήκες του προηγούμενου έτους. Η περίοδος εκτιμήσεως είναι από το 1999 έως το 2014.

Το νόμισμα αναφοράς είναι το Αμερικανικό δολάριο και οι ροές των κεφαλαίων είναι σε δισεκατομμύρια δολαρίων.

Οι χώρες, οι οποίες συνθέτουν το δείγμα της έρευνας, κατατάσσονται σε τρεις ευρύτερες κατηγορίες, ανάλογα με τη γεωγραφική περιοχή προέλευσης:

Αναδυόμενες Οικονομίες	Αναδυόμενες Οικονομίες Λατινικής Αμερικής	Αναδυόμενες Οικονομίες Ευρώπης	
Ασίας			
Χονγκ Κονγκ	Αργεντινή	Μάλτα	Κροατία
Ινδία	Βραζιλία	Τουρκία	Σλοβενία
Ινδονησία	Χιλή	Βουλγαρία	Πολωνία
Νότια Κορέα	Κολομβία	Τσεχία	Ρουμανία
Μαλαισία	Μεξικό	Σλοβακία	
Φιλιππίνες	Παναμάς	Εσθονία	
Σιγκαπούρη	Περού	Λετονία	
Ταϊλάνδη	Ουρουγουάη	Ουγγαρία	
Κίνα	Βενεζουέλα	Λιθουανία	

Το συγκεκριμένο δείγμα αποτελεί το βασικό κορμό των χωρών για αντίστοιχες έρευνες από διεθνείς οργανισμούς όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

Τα στοιχεία έχουν αντληθεί από τις βάσεις δεδομένων της Παγκόσμιας Τράπεζας, του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, της Fitch και της DataStream (πίνακας 2).

4.4 Αποτελέσματα

Στην πρώτη εκτίμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τις Καθαρές Ροές Διεθνών Κεφαλαίων με κατεύθυνση σε κρατικά και εταιρικά ομόλογα, προκύπτουν ως στατιστικά σημαντικές μεταβλητές το συνολικό χρέος της γενικής κυβέρνησης προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ σε επίπεδο σημαντικότητας 5% και το ποσοστό της ανεργίας σε επίπεδο σημαντικότητας 1% με τις μεταβλητές αυτές να έχουν θετική συσχέτιση με τις ροές κεφαλαίων.

Net Bond Flows_{*i,t*} =

$$- \underbrace{2,03}_{(-0,67)} + \underbrace{10,47}_{(2,06)**} \text{Gross Debt/GDP}_{i,t-1} + \underbrace{41,66}_{(2,05)**} \text{Real GDP Growth}_{i,t-1} +$$

$$\underbrace{104,14}_{(3,55)***} \text{Unemployment}_{i,t-1}$$

$$Adj R^2 = 0,43$$

Η αύξηση του ΑΕΠ ενισχύει την οικονομική ανάπτυξη της χώρας σε αντίθεση με το χρέος και την ανεργία τα οποία δυσχεραίνουν την οικονομική κατάσταση και τις προσδοκίες οικονομικής ανόρθωσης.

Στη δεύτερη εκτίμηση με εξαρτημένη μεταβλητή τις Καθαρές Ροές Εισερχόμενων Διεθνών Κεφαλαίων με κατεύθυνση σε μετοχές προκύπτει ως στατιστικά σημαντική μεταβλητή ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%.

$$\text{Net Equity Inflows}_{i,t} = \underbrace{3,49}_{(2,88)***} + \underbrace{16,54}_{(1,71)*} \text{Real GDP Growth}_{i,t-1}$$

$$Adj R^2 = 0,40$$

Η ανάπτυξη της παραγωγής ενισχύει τα κέρδη των επιχειρήσεων, τις τιμές των μετοχών και τη δυνατότητα των εταιρειών να αποδώσουν μεγαλύτερα μερίσματα στους μετόχους τους.

Στην τρίτη εκτίμηση με τη χρήση των Καθαρών Ροών Εισερχόμενων Διεθνών Κεφαλαίων με κατεύθυνση σε μετοχές ως εξαρτημένης μεταβλητής και την προσθήκη της σταθμισμένης μέσης τυπικής απόκλισης των προβλέψεων των αναλυτών στις ανεξάρτητες μεταβλητές προκύπτουν ως στατιστικά σημαντικές

μεταβλητές το συνολικό χρέος της γενικής κυβέρνησης προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%, η τυπική απόκλιση των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας προς το Δολάριο σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% και η σταθμισμένη μέση τυπική απόκλιση των προβλέψεων των αναλυτών των κερδών ανά μετοχή για τις εταιρείες του δείκτη σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%.

Net Equity Inflows_{i,t} =

$$\frac{7,88}{(3,16)^{***}} - \frac{9,15}{(-1,77)^*} \text{Gross Debt/GDP}_{i,t-1} + \frac{283,03}{(2,01)^{**}} \text{SD of Exchange Rate}_{i,t-1} + \frac{5,13/10^9}{(3,47)^{***}} \text{MSCI}_{i,t-1}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0,45$$

Η θετική συσχέτιση των διεθνών κεφαλαίων με την τυπική απόκλιση των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας αλλά και της τυπικής απόκλισης των προβλέψεων των επενδυτών αναδεικνύουν το βραχυχρόνιο και κερδοσκοπικό χαρακτήρα της επένδυσης. Οι επενδυτές μέσω των μεγάλων διακυμάνσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας και των αποκλίσεων των προβλέψεων επιδιώκουν να αποκομίσουν άμεσα κέρδη τόσο μέσω της συναλλαγματικής απόδοσης όσο και μέσω των κερδών από την πώληση των μετοχών. Σε ένα περιβάλλον μεγάλων διακυμάνσεων ευνοείται η αποκόμιση μεγάλων κερδών με τον κίνδυνο βέβαια της δημιουργίας αντίστοιχων ζημιών. Συνοψίζοντας τα παραπάνω αποτελέσματα οι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν τις ροές κεφαλαίων, προς ομόλογα και μετοχές, είναι οι εγχώριοι (Pull Factors).

4.5 Πριν και μετά την κρίση

4.5.1 1999 έως 2007

Καθαρές Ροές Διεθνών Κεφαλαίων με κατεύθυνση σε κρατικά και εταιρικά ομόλογα (Net Bond Flows).

Στην εκτίμηση των προσδιοριστικών παραγόντων συμπεριλαμβάνουμε τη σταθμισμένη μέση τυπική απόκλιση των προβλέψεων των αναλυτών λόγω στατιστικής σημαντικότητας. Οι παράγοντες που επηρεάζουν αρνητικά τις ροές των κεφαλαίων προς ομόλογα είναι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ των Ηνωμένων Πολιτειών (Real GDP Growth Rate USA) σε επίπεδο στατιστικής

σημαντικότητας 5%, οι αποδόσεις του δεκαετούς κρατικού ομολόγου (USA 10Y Bond Yield) σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10% και η σταθμισμένη μέση τυπική απόκλιση των προβλέψεων των αναλυτών των κερδών ανά μετοχή για όλες τις εταιρείες του δείκτη σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%. Η συγκεκριμένη μεταβλητή επηρεάζει αρνητικά την τοποθέτηση των κεφαλαίων σε ομόλογα εταιρειών λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης.

Αντίστοιχα οι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν θετικά τις συγκεκριμένες ροές είναι η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου (US REER) σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10% και η αξιολόγηση του αξιόχρεου των χωρών (Rating) σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%.

$$\text{Net Bond Flows}_{i,t} = - \underbrace{497,9}_{(-1,99)^*} - \underbrace{1.210,45}_{(-2,18)^{**}} \text{Real GDP Growth (USA)}_{t-1} -$$

$$\underbrace{437,61}_{(-1,78)^*} \text{USA 10Y Bond Yield}_{t-1} + \underbrace{5,05}_{(1,98)^*} \text{US REER}_{t-1} + \underbrace{0,84}_{(1,94)^*} \text{Rating}_{i,t-1} -$$

$$\underbrace{5,52/10^9}_{(-5,01)^{***}} \text{MSCI}_{i,t-1}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0,32$$

Καθαρές Ροές Εισερχόμενων Διεθνών Κεφαλαίων με κατεύθυνση σε μετοχές (Net Equity Inflows) χωρίς τη συμμετοχή της σταθμισμένης μέσης τυπικής απόκλισης των προβλέψεων των αναλυτών.

Οι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν θετικά τις συγκεκριμένες ροές διεθνών κεφαλαίων είναι τα συναλλαγματικά αποθέματα (Reserves/GDP) σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10% και το Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (CA/GDP) σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%.

Αντίστοιχα οι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν αρνητικά τις ροές είναι η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου (US REER) σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10%, η αξιολόγηση του αξιόχρεου των χωρών (Rating) σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10% και το συνολικό χρέος της γενικής κυβέρνησης προς το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (Gross Debt/GDP) σε επίπεδο σημαντικότητας 5%.

$$\text{Net Equity Inflows}_{i,t} = \underbrace{66,78}_{(2,11)^{**}} - \underbrace{0,52}_{(-1,97)^*} \text{US REER}_{t-1} - \underbrace{0,61}_{(-1,71)^*} \text{Rating}_{i,t-1} -$$

$$\underbrace{7,54}_{(-2,04)^{**}} \text{Gross Debt/GDP}_{i,t-1} + \underbrace{17,24}_{(1,74)^*} \text{Reserves/GDP}_{i,t-1} + \underbrace{23,86}_{(1,86)^*} \text{CA/GDP}_{i,t-1}$$

$$Adj R^2 = 0,32$$

Η αρνητική σχέση της αξιολόγησης του αξιόχρεου δικαιολογείται από τις υψηλές αποδόσεις που προσφέρουν οι εταιρείες οι οποίες δραστηριοποιούνται σε χώρες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Ο συγκεκριμένος παράγοντας αποτελεί ένδειξη αναζήτησης μεγαλύτερων αποδόσεων σε προϊόντα υψηλότερου κινδύνου.

Στην περίοδο πριν την κρίση παρατηρούμε την ενίσχυση των διεθνών παραγόντων επηρεασμού (Push Factors) ιδιαίτερα στην περίπτωση των ομολόγων. Επίσης η αυξημένη διάθεση ανάληψης κινδύνου από τους επενδύοντες σε μετοχές εμφανίζεται και στη συγκεκριμένη περίοδο.

4.5.2 2008 έως 2014

Στην περίοδο μετά την κρίση ενσωματώνουμε στις εκτιμήσεις τη σταθμισμένη μέση τυπική απόκλιση των προβλέψεων των αναλυτών στις ανεξάρτητες μεταβλητές λόγω στατιστικής σημαντικότητας.

Καθαρές Ροές Εισερχόμενων Διεθνών Κεφαλαίων με κατεύθυνση σε κρατικά και εταιρικά ομόλογα (Net Bond Flows).

Οι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν αρνητικά τις συγκεκριμένες ροές είναι η αξιολόγηση του αξιόχρεου των χωρών (Rating) σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% με την αρνητική σχέση να δικαιολογείται από την αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων από τους επενδυτές οι οποίοι επενδύουν ακόμη και σε ομόλογα υψηλού κινδύνου (Junk Bonds). Αντίθετα οι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν θετικά τις παραπάνω ροές είναι η ρευστότητα (Liquidity) στις Ηνωμένες Πολιτείες σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1% και η σταθμισμένη μέση τυπική απόκλιση των προβλέψεων των αναλυτών των κερδών ανά μετοχή σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5%.

$$Net\ Bond\ Flows_{i,t} = \underbrace{-6,51}_{(-0,26)} + \underbrace{120,82}_{(3,10)^{***}} M3/GDP\ (USA)_{t-1} - \underbrace{5,20}_{(2,42)^{**}} Rating_{i,t-1} + \underbrace{1,02/10^8}_{(2,67)^{**}} MSCI_{i,t-1}$$

$$Adj R^2 = 0,58$$

Καθαρές Ροές Εισερχόμενων Διεθνών Κεφαλαίων με κατεύθυνση σε μετοχές (Net Equity Inflows).

Οι μεταβλητές οι οποίες ασκούν θετική επίδραση είναι η τυπική απόκλιση των μεταβολών της συναλλαγματικής ισοτιμίας προς το Δολάριο σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10% και η σταθμισμένη μέση τυπική απόκλιση των προβλέψεων των αναλυτών των κερδών ανά μετοχή για όλες τις εταιρείες του δείκτη σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1%.

$$\text{Net Equity Inflows}_{i,t} = \underbrace{-0,56}_{(-0,14)} + \underbrace{735,88}_{(1,89)^*} \text{SD of Exchange Rate}_{i,t-1} +$$

$$\underbrace{9,06/10^9}_{(3,18)^{***}} \text{MSCI}_{i,t-1}$$

$$\text{Adj } R^2 = 0,68$$

Στην συγκεκριμένη χρονική περίοδο παρατηρούμε την ενίσχυση της στατικής σημαντικότητας της ρευστότητας και το κινήγι αναζήτησης αποδόσεων καθώς τα χαμηλά επιτόκια στις Ηνωμένες Πολιτείες, λόγω της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής, έχουν στρέψει το ενδιαφέρον των επενδυτών σε αγορές εκτός συνόρων και σε προϊόντα υψηλού κινδύνου προκειμένου να ικανοποιηθούν οι ανάγκες τους.

Συμπεράσματα

Η ασύμμετρη πληροφόρηση αποτελεί σημαντική μεταβλητή απόφασης στην επιλογή κατεύθυνσης των κεφαλαίων, με τη μεταβλητή να συνδέεται θετικά με τις επενδύσεις τόσο σε μετοχές όσο και σε ομόλογα, με εξαίρεση την περίοδο πριν την κρίση για την τελευταία κατηγορία προϊόντος. Η θετική σχέση αποδίδεται στην αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων κυρίως λόγω της επεκτατικής νομισματικής πολιτικής στις Ηνωμένες Πολιτείες μετά την εκδήλωση της κρίσης.

Η παραπάνω ερμηνεία ενισχύεται από την αρνητική σχέση που παρουσιάζουν οι τοποθετήσεις κεφαλαίων σε ομόλογα με την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας.

Το υψηλό ποσοστό του χρέους επηρεάζει θετικά τις ροές κεφαλαίων σε ομόλογα για την περίοδο από το 1999 έως το 2014 λόγω του αυξημένου δανεισμού προκειμένου να καλυφθούν οι δανειακές υποχρεώσεις της χώρας. Αντίθετα το υψηλό χρέος αξιολογείται αρνητικά από τους επενδύοντες σε μετοχές λόγω της επιδείνωσης των προοπτικών ανάπτυξης των εταιρειών σε ένα περιβάλλον οικονομικής συρρίκνωσης.

Επίσης οι επενδύσεις σε μετοχές επηρεάζονται θετικά από τη διακύμανση της συναλλαγματικής ισοτιμίας τόσο για το σύνολο της περιόδου εκτίμησης όσο για την περίοδο που ακλούθησε μετά την κρίση. Με την υψηλή διακύμανση να ερμηνεύεται ως μια ευκαιρία επίτευξης υψηλότερων αποδόσεων με την ανάληψη υψηλότερου συναλλαγματικού κινδύνου.

Τέλος με την εξέταση των χρονικών περιόδων πριν και μετά την κρίση παρατηρούμε τους διεθνείς παράγοντες να αναδεικνύονται σε σημαντικές μεταβλητές επηρεασμού στην απόφαση τοποθέτησης των κεφαλαίων, κυρίως στην περίπτωση των ομολόγων, εκτός της χώρας καταγωγής.

	Net Bond Flows			Net Equity Inflows			
	1999-2014	1999-2007*	2008-2014*	1999-2014	1999- 2014*	1999-2007	2008-2014*
Real GDP Growth (USA)		-1.210,45 (-2,18)**					
M3/GDP (USA)			120,82 (3,10)***				
USA 10Y Bond Yield		-437,61 (-1,78)*					
US REER		5,05 (1,98)*				-0,52 (-1,97)*	
Rating		0,84 (1,94)*	-5,20 (-2,42)**			-0,61 (-1,71)*	
Gross Debt/GDP	10,47 (2,06)**				-9,15 (-1,77)*	-7,54 (-2,04)**	
Reserves/GDP						17,24 (1,74)*	
CA/GDP						23,86 (1,86)*	
Real GDP Growth	41,66 (2,05)**			16,54 (1,71)*			
SD of Exchange Rate					283,03 (2,01)**		735,88 (1,89)*
Unemployment	104,14 (3,55)***						
MSCI		-5,52E-09 (-5,01)***	1,02E-08 (2,67)**		5,13E-09 (3,47)***		9,06E-09 (3,18)***
Constant	-2,03 (-0,67)	-497,9 (-1,99)*	-6,51 (-0,26)	3,49 (2,88)***	7,88 (3,16)***	66,78 (2,11)**	-0,56 (-0,14)
Παρατηρήσεις	209	82	64	448	268	240	107
R ²	0,51	0,48	0,70	0,46	0,52	0,44	0,75
Προσαρμοσμένο R ²	0,43	0,32	0,58	0,40	0,45	0,32	0,68

*Συμμετοχή της σταθμισμένης μέσης τυπικής των προβλέψεων των αναλυτών στις ανεξάρτητες μεταβλητές

t-stat εντός της παρένθεσης, ***p<0,01, **p<0,05, *p<0,1

Βιβλιογραφία

1. Άγγελος Α. Αντζουλάτος (2011). “Κυβερνήσεις, Χρηματαγορές και Μακροοικονομία”, Αθήνα, Εκδόσεις Διπλογραφία.
2. Άγγελος Α. Αντζουλάτος και Γεώργιος Ν. Κόντος (2015). Σημειώσεις μαθήματος “Ειδικά Θέματα Τραπεζικής”, Σχολή Χρηματοοικονομικής και Στατιστικής, Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
3. Alan G. Ahearne, William L. Grevier and Francis E. Warnock (2002). “Information costs and home bias: an analysis of US holdings of foreign equities”, *Journal of International Economics*, Elsevier.
4. Amir Sufi (2007). “Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from syndicated Loans”, *The Journal of Finance*, Vol. LXII, No2.
5. Angelos A. Antzoulatos (1997). “On the Determinants and Resilience of LDC Bond Issuance, 1990 – 1995”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 19, No. 3, pp. 399-418.
6. Angelos A. Antzoulatos (1998). “Capital Flows, Foreign Exchange Reserves and Aggregate Demand”, pp. 147-172, chapter 10, in *European Union at the Crossroads: A Critical Analysis of Monetary Union and Enlargement*, edited by Chris Paraskevopoulos, Edward Elgar Publishing Limited.
7. Angelos A. Antzoulatos, Chris Tsoumas and Dimitris Kyriazis (2008). “Financial Development and Asymmetric Information”, Department of Banking & Financial Management, University of Piraeus.
8. Ashoka Mody and Diego Saravia (2006). “Catalysing Private Capital Flows: Do IMF Programmes Work as Commitment Devices?”, *The Economic Journal*, Volume 116, Issue 513, pages 843–867, July.
9. Barry Eichengreen and Pipat Luengnaruemitchai (2008). “Bond markets as conduits for capital flows: how does Asia compare?”, chapter 9 in *International Financial Issues in the Pacific Rim: Global Imbalances, Financial Liberalization, and Exchange Rate Policy* (NBER-EASE Volume 17).

10. Christian Leuz, Karl V. Lins and Francis E. Warnock (2008). “ Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?”, Finance Working Paper N° 43/2004.
11. Elias Papaioannou (2009). “What Drives International Bank Flows? Politics, Institutions and other Determinants”, *Journal of Development Economics* 88, 269 – 281.
12. Enrique Alberola, Aitor Erce and Maria Serena (2015). “International reserves and gross capital flow dynamics”, BIS Working Paper No 512.
13. Erik Feyen, Swati Ghosh, Katie Kibuuka and Subika Farazi (2015). “Global Liquidity and External Bond Issuance in Emerging Markets and Developing Economies”, Policy Research Working Paper 7363, World Bank.
14. Eugenio Cerutti, Stijn Claessens and Damien Puy (2015). “Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals”, IMF Working Paper 15/127.
15. Frederic S. Mishkin (2004). “The economics of Money, Banking and Financial Markets” (seventh edition), Addison Wesley.
16. Galina Hale (2001). “Bonds or Loans? On the Choice of International Debt Instrument by Emerging Market Borrowers”.
17. Gladys Lee and Neil Fargher (2010). “Did the adoption of IFRS encourage cross-border investment?”, Research School of Business, The Australian National University.
18. Global Development Finance (2006). “The Development Potential of Surging Capital Flows”, World Bank.
19. Global Development Finance (2007). Chapter 2 “Financial Flows to Developing Countries: Recent Trends and Prospects”, World Bank.
20. Hali Edison and Francis E. Warnock (2003). “Cross-Border Listings, Capital Controls and Equity Flows to Emerging Markets”, IMF Working Paper.
21. Jonathan Clarke and Kuldeep Shastri (2000). “On information Asymmetry Metrics”, Social Science Research Network Electronic Paper collection.
22. Juliana D. Araujo, Antonio C. David, Carlos van Hombeeck and Chris Papageorgiou (2015). “Joining the Club? Procyclicality of Private

- Capital Inflows in Low Income Developing Countries”, IMF Working Paper 15/163.
23. Kenneth A. Froot, Paul G. J. O’Connell and Mark S. Seasholes (2001). “The portfolio flows of international investors”, *Journal of Financial Economics* 59, 151-193.
 24. Marcel Fratzscher (2012). “Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis”, *Journal of International Economics*, Volume 88, Issue 2, November Pages 341–356.
 25. Norbert Fiess (2003). “Capital Flows, Country Risk, and Contagion”, World Bank Policy Research Working Paper No. 2943.
 26. “Private Capital Flows To Developing Countries: The Road To Financial Integration” (1997). World Bank.
 27. Richard Portes, Hélène Rey and Yonghyup (2001). “Information and capital flows: The determinants of transactions in financial assets”, *European Economic Review*, Elsevier.
 28. Roberto A. De Santis and Melanie Lührmann (July 2006). “On the Determinants of External Imbalances and Net International Portfolio Flows: A Global Perspective”, ECB Working Paper No. 651.
 29. Roberto A. De Santis and Melanie Lührmann (2009). “On the determinants of net international portfolio flows: A global perspective”, *Journal of International Money and Finance*, Volume 28, Issue 5, September 2009, Pages 880–901.
 30. Serge Jeanneau and Marian Micu (2002). “Determinants of International Bank Lending to Emerging Market Countries” Discussion Paper No. 112, BIS Working Paper.
 31. Sophie Brana and Delphine Lahet (2010). “Determinants of capital inflows into Asia: The relevance of contagion effects as push factors”, *Emerging Markets Review*, Volume 11, Issue 3, September, Pages 273–284.
 32. Tatiana Didier (2011). “Information Asymmetries and Institutional Investor Mandates”, Policy Research Working Paper 5586, World Bank.

33. World Economic and Financial Surveys, World Economic Outlook (2011). "Tensions from the Two – Speed Recovery Unemployment, Commodities and Capital Flows", chapter 4, IMF.

Κατάλογος Πινάκων

Πίνακας 1

Χώρες συμμετοχής στη διαμόρφωση της “Μεγάλης Εικόνας”

Αναπτυγμένες Οικονομίες	Αναδυόμενες Οικονομίες Ασίας	Αναδυόμενες Οικονομίες Λατινικής Αμερικής	Αναδυόμενες Οικονομίες Ευρώπης
Ηνωμένες Πολιτείες	Σρι Λάνκα	Αργεντινή	Μάλτα
Ηνωμένο Βασίλειο	Χονγκ Κονγκ ³	Βραζιλία	Τουρκία
Αυστρία	Ινδία	Χιλή ⁴	Κύπρος
Βέλγιο	Ινδονησία	Κολομβία	Βουλγαρία
Δανία	Νότια Κορέα ⁵	Κόστα Ρίσα ⁶	Τσεχία
Γαλλία	Μαλαισία ⁷	Δομινικανή Δημοκρατία ⁸	Σλοβακία
Γερμανία	Φιλιππίνες	Εκουαδόρ	Εσθονία
Ιταλία	Σιγκαπούρη ⁹	Ελ Σαλβαδόρ ¹⁰	Λετονία
Λουξεμβούργο	Ταϊλάνδη	Γουατεμάλα ¹¹	Ουγγαρία
Ολλανδία	Κίνα	Μεξικό	Λιθουανία
Νορβηγία		Παναμάς ¹²	Κροατία
Σουηδία		Περού	Σλοβενία
Ελβετία		Ουρουγουάη ¹³	Πολωνία
Καναδάς		Βενεζουέλα ¹⁴	Ρουμανία
Ιαπωνία			
Φιλανδία			
Ελλάδα			
Ισλανδία			
Ιρλανδία			
Πορτογαλία			
Ισπανία			
Αυστραλία			
Νέα Ζηλανδία			

Πίνακας 2

Πηγές άντλησης δεδομένων

Μεταβλητές	Πηγές
Net Bond Flows	Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank).
Net Equity Inflows	Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank).
Real GDP Growth Rate (USA)	Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank).
Liquidity [M3/GDP (USA)]	Datastream και υπολογισμοί συγγραφέα.
USA 10Y Bond Yield	Datastream
VIX	Datastream
CRISK	Datastream και υπολογισμοί συγγραφέα.
US Real Effective Exchange Rate	Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank).
Rating	Fitch
General Government Gross Debt/GDP	Datastream
Reserves/GDP	Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank) και υπολογισμοί συγγραφέα.
CA/GDP	Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (World Economic Outlook Database)
Real GDP Growth Rate	Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank).
Standard Deviation of Exchange Rate to USD	Datastream και υπολογισμοί συγγραφέα.
Real Interest Rate	Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank).
Unemployment to total Labor Force	Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank).
Industry Value Added (to GDP)	Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank).
Weighted Average Standard Deviation of 12 Months Forward Earnings Per Share Forecasts	I/B/E/S Global Aggregates, MSCI

Υποσημειώσεις

- ¹ Προκειμένου τα στοιχεία να είναι συγκρίσιμα μεταξύ τους έχει αφαιρεθεί από το σύνολο του δείγματος οι καθαρές εισερχόμενες ροές της Ουρουγουάης και της Χιλής.
- ² Προκειμένου τα στοιχεία να είναι συγκρίσιμα μεταξύ τους έχει αφαιρεθεί από το σύνολο του δείγματος οι καθαρές εισερχόμενες ροές του Χονγκ Κονγκ, της Νότιας Κορέας και της Σιγκαπούρης.
- ³ Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τις ροές κεφαλαίων σε ομόλογα και σε τραπεζικά και άλλα προϊόντα για το σύνολο της χρονικής περιόδου αναφοράς.
- ⁴ Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τις ροές κεφαλαίων σε ομόλογα και σε τραπεζικά και άλλα προϊόντα για το σύνολο της χρονικής περιόδου αναφοράς.
- ⁵ Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τις ροές κεφαλαίων σε ομόλογα και σε τραπεζικά και άλλα προϊόντα για το σύνολο της χρονικής περιόδου αναφοράς.
- ⁶ Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τις ροές κεφαλαίων σε προϊόντα ιδιοκτησίας για τα έτη 2012 και 2013.
- ⁷ Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τις ροές κεφαλαίων σε προϊόντα ιδιοκτησίας για τα έτη 2010, 2011, 2012 και 2013.
- ⁸ Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τις ροές κεφαλαίων σε προϊόντα ιδιοκτησίας για τα έτη 2012 και 2013.
- ⁹ Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τις ροές κεφαλαίων σε ομόλογα και σε τραπεζικά και άλλα προϊόντα για το σύνολο της χρονικής περιόδου αναφοράς.
- ¹⁰ Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τις ροές κεφαλαίων σε προϊόντα ιδιοκτησίας για τα έτη 2012 και 2013.
- ¹¹ Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τις ροές κεφαλαίων σε προϊόντα ιδιοκτησίας για τα έτη 2012 και 2013.
- ¹² Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τις ροές κεφαλαίων σε προϊόντα ιδιοκτησίας για τα έτη 2012 και 2013.
- ¹³ Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τις ροές κεφαλαίων σε προϊόντα ιδιοκτησίας για τα έτη 2010, 2011 και 2013.
- ¹⁴ Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τις ροές κεφαλαίων σε ομόλογα και σε τραπεζικά προϊόντα για το σύνολο της χρονικής περιόδου αναφοράς. Επίσης δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για τις ροές κεφαλαίων σε προϊόντα ιδιοκτησίας για το 2011.