



Τεύχος 8 – Οκτώβριος 2006

ΣΧΟΛΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΥΠΡΟΥ

Επιπτώσεις της Κοινής Πλατφόρμας ΧΑ-ΧΑΚ

Πάνος Πασιαρδής και Χρήστος Σ. Σάββα

Το Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου (ΧΑΚ), μέσα στα πλαίσια των αναπτυξιακών του προγραμμάτων, προχώρησε σε συνομολόγηση συμφωνίας με το Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) για τη σύσταση Κοινής Πλατφόρμας μεταξύ των δύο χρηματιστηρίων. Από πλευράς Κύπρου, η εφαρμογή της εν λόγω συμφωνίας αποτελεί σημαντικό βήμα προς τη ριζική αναμόρφωση του ΧΑΚ και της κεφαλαιαγοράς γενικότερα σε διάφορους τομείς όπως το θεσμικό πλαίσιο, οι διαδικασίες και υποδομές εξυπηρέτησης των μετόχων κλπ. Απώτερος στόχος της Κοινής Πλατφόρμας είναι η αναβάθμιση του ΧΑΚ προς όφελος των επενδυτών και, γενικότερα, της κυπριακής οικονομίας.

Το Κέντρο Οικονομικών Ερευνών (ΚΟΕ) του Πανεπιστημίου Κύπρου διεξάγει έρευνα για τη σχέση του ΧΑΚ με το ΧΑ και με άλλα μεγαλύτερα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια όπως είναι, για παράδειγμα, τα χρηματιστήρια της Αγγλίας, Γερμανίας και Γαλλίας. Στα πλαίσια της έρευνας αυτής μελετάται το επίπεδο αβεβαιότητας στα διάφορα χρηματιστήρια, ο βαθμός σύγκλισής τους, καθώς και οι διάφοροι παράγοντες που επηρεάζουν τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών.

Στόχος της έρευνας είναι να εκτιμηθούν οι θετικές και αρνητικές επιπτώσεις της Κοινής Πλατφόρμας για τους επενδυτές και την κυπριακή οικονομία από: (α) τις μεγαλύτερες δυνατότητες διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου των επενδυτών, (β) τη σύγκλιση του ΧΑΚ με το ΧΑ και άλλα μεγαλύτερα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια και (γ) τη δυνατότητα των επιχειρήσεων να αντλούν κεφάλαια σε μια μεγαλύτερη και αποτελεσματικότερη αγορά.

Το παρόν Σχόλιο παρουσιάζει μερικά πρώτα αποτελέσματα αυτής της έρευνας.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η Κοινή Πλατφόρμα θα οδηγήσει το ΧΑΚ σε μεγαλύτερη σύγκλιση με τα μεγάλα διεθνή και ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Αναμένεται ότι θα έχει οφέλη για τους Κύπριους επενδυτές επειδή θα τους δώσει μεγαλύτερη δυνατότητα διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους και διασποράς του κινδύνου, παρά το ότι θα στερηθούν της δυνατότητας να αποφύγουν κινδύνους μεταφέροντας επενδύσεις από το ένα χρηματιστήριο στο άλλο. Επίσης, αναμένεται ότι θα προκύψουν γενικότερα οφέλη για την οικονομία επειδή οι επιχειρήσεις θα έχουν τη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων σε μια μεγαλύτερη και αποτελεσματικότερη αγορά, όπου οι τιμές των μετοχών αντανακλούν περισσότερο στα θεμελιώδη των επιχειρήσεων και της οικονομίας. Συνεπώς, η σύσταση της Κοινής Πλατφόρμας είναι μια εξέλιξη προς τη σωστή κατεύθυνση, που θα δώσει στο ΧΑΚ τη δυνατότητα να διαδραματίσει το ρόλο που αρμόζει σε ένα σύγχρονο χρηματιστήριο, δηλαδή να διευκολύνει την αποτελεσματικότερη κατανομή των επενδύσεων στην οικονομία.

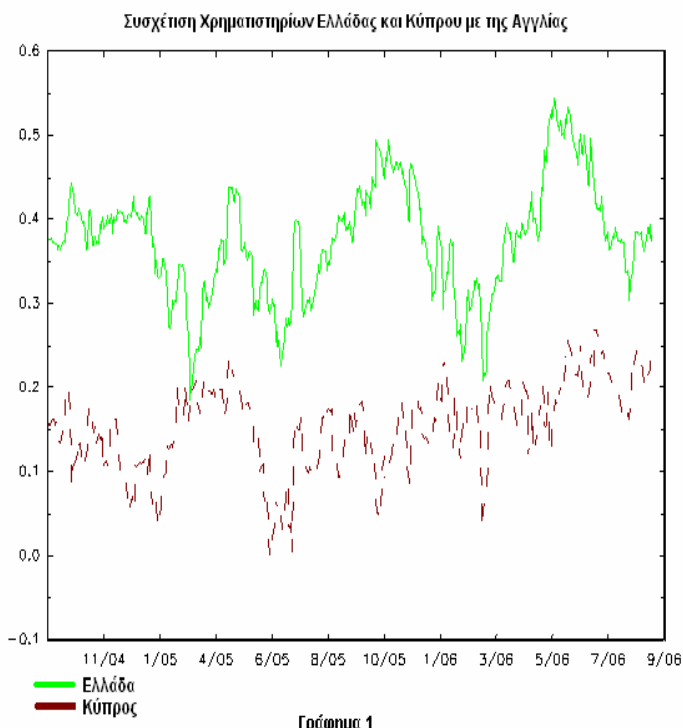


Η συσχέτιση μεταξύ των ΧΑΚ, ΧΑ και άλλων Ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται οι συσχετίσεις (correlations) μεταξύ των αποδόσεων στο ΧΑ και ΧΑΚ και στα μεγάλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια (Αγγλίας, Γαλλίας και Γερμανίας) για την περίοδο από τις 3 Σεπτεμβρίου 2004 (ημερομηνία αλλαγής της μονάδας μέτρησης του γενικού δείκτη τιμών του ΧΑΚ) μέχρι τις 29 Σεπτεμβρίου 2006. Ο δείκτης συσχέτισης δείχνει κατά πόσο οι αποδόσεις σε ένα χρηματιστήριο (υψηλές ή χαμηλές) συνδέονται με τις αποδόσεις σε ένα άλλο χρηματιστήριο. Όσο πιο κοντά στη μονάδα είναι ο δείκτης συσχέτισης, τόσο περισσότερο οι αποδόσεις τους κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση. Αντίθετα, όσο ο δείκτης πλησιάζει το μηδέν τόσο λιγότερο οι αποδόσεις των δύο χρηματιστηρίων έχουν παρόμοιες διακυμάνσεις.¹ Στον Πίνακα 1 παρατηρείται ότι υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων μεγάλων ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων, ενώ στην περίπτωση του ΧΑ η συσχέτιση με τα μεγάλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια δεν είναι το ίδιο ισχυρή. Ακόμα λιγότερο ισχυρή είναι η συσχέτιση του ΧΑΚ με το ΧΑ και σχεδόν ανύπαρκτη η συσχέτιση του ΧΑΚ με τα μεγάλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

	Αγγλία	Γερμανία	Γαλλία	Ελλάδα	Κύπρος
Αγγλία	1	0.830	0.873	0.471	0.198
Γερμανία		1	0.934	0.419	0.218
Γαλλία			1	0.474	0.211
Ελλάδα				1	0.302
Κύπρος					1

Για καλύτερη κατανόηση των πιο πάνω παρουσιάζεται στο Γράφημα 1 η συσχέτιση των ημερήσιων αποδόσεων μεταξύ του ΧΑ με το χρηματιστήριο της Αγγλίας (πράσινη συνεχής γραμμή) και του ΧΑΚ με το χρηματιστήριο της Αγγλίας (καφέ διακεκομμένη γραμμή). Οι συσχετίσεις αυτές προέκυψαν από εκτιμήσεις οικονομετρικών μοντέλων τα οποία λαμβάνουν υπόψη διάφορους παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών στα χρηματιστήρια (όπως, για παράδειγμα, το ύψος και η διακύμανση των τιμών στις προηγούμενες ημέρες).² Όπως είναι αναμενόμενο, στο Γράφημα 1 παρατηρείται μια αυξομείωση στις συσχετίσεις των ημερήσιων αποδόσεων. Όμως, είναι φανερό ότι η συσχέτιση των αποδόσεων στο Αγγλικό χρηματιστήριο είναι συνεχώς σε υψηλότερα επίπεδα με τις αποδόσεις στο ΧΑ από ότι είναι με αυτές στο ΧΑΚ. Αξίζει να σημειωθεί ότι το ίδιο φαινόμενο παρατηρείται και στις περιπτώσεις των χρηματιστηρίων της Γερμανίας και Γαλλίας: η συσχέτιση των αποδόσεών τους με το ΧΑ είναι πάντα μεγαλύτερη από ό,τι με το ΧΑΚ.



¹ Στην περίπτωση που οι τιμές δύο χρηματιστηρίων κινούνται προς αντίθετη κατεύθυνση ο δείκτης συσχέτισης είναι αρνητικός.

² Οι συσχετίσεις εκτιμήθηκαν με βάση το Dynamic Conditional Correlation model (Engle, 2002).

Επιπτώσεις της Κοινής Πλατφόρμας ΧΑ-ΧΑΚ

Π. Πασιαρδής και Χ. Σάββα

Ακόμη ένα μέτρο σύγκρισης μεταξύ των διαφόρων χρηματιστηρίων αποτελεί η διακύμανση των τιμών των μετοχών τους. Το μέτρο αυτό αποτυπώνει τη διασπορά στις αποδόσεις των χρηματιστηρίων και αποτελεί ένα μέτρο της αβεβαιότητας που υπάρχει ανάμεσα στο επενδυτικό κοινό.

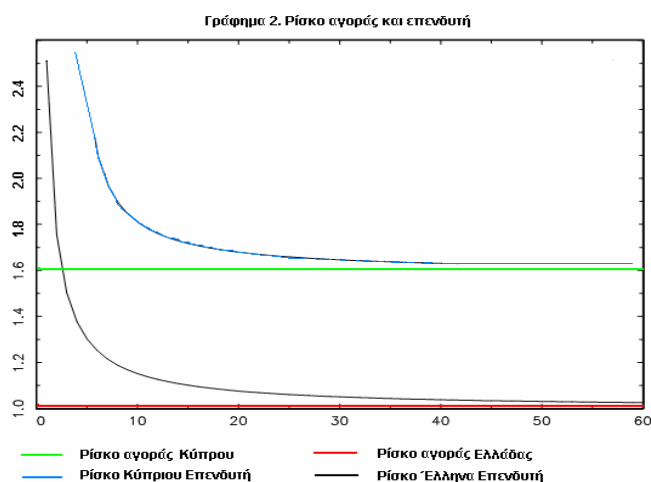
Από τον Πίνακα 2 γίνεται αμέσως αντιληπτό ότι η διακύμανση των τιμών στο ΧΑ είναι μεγαλύτερη από ό,τι σε χρηματιστήρια άλλων Ευρωπαϊκών χωρών. Όμως, ακόμη μεγαλύτερη είναι η διακύμανση των τιμών στο ΧΑΚ. Πιθανή αιτία αυτής της αυξημένης αβεβαιότητας ανάμεσα στους επενδυτές στο ΧΑΚ είναι το πολύ μικρό μέγεθος της κυπριακής αγοράς, όπου μικρές αυξομειώσεις στη ζήτηση και προσφορά μετοχών επηρεάζουν σημαντικά τις τιμές τους και, πιθανόν, η μνήμη της 'φούσκας' της περιόδου 1999-2000.

	Αγγλία	Γερμανία	Γαλλία	Ελλάδα	Κύπρος
	0.669	0.876	0.816	1.008	1.510

Ένας από τους κυριότερους λόγους που επηρεάζουν την πορεία των χρηματιστηρίων είναι η συμπεριφορά του επενδυτικού κοινού. Στις χώρες με ανεπτυγμένα χρηματιστήρια και «ώριμο» επενδυτικό κοινό, στοιχεία όπως η δημοσιονομική και νομισματική πολιτική, η κατάσταση της οικονομίας (όπως αποτυπώνεται στους μακροοικονομικούς δείκτες) και τα παγκόσμια φαινόμενα (πόλεμοι, φυσικές καταστροφές, διαταραχή των συναλλαγματικών ισοτιμιών κλπ) έχουν επιρροή στις αποφάσεις του επενδυτή. Επιπλέον, ο επηρεασμός των επενδυτών σε μεγάλες χώρες-μέλη της ΕΕ είναι κοινός, αφού οι οικονομίες των χωρών αυτών έχουν παρόμοια δομή και λειτουργούν σε καθεστώς ενιαίας αγοράς και ενιαίας νομισματικής πολιτικής. Κατά συνέπεια οι παράγοντες που επηρεάζουν τα χρηματιστήριά τους είναι κοινοί. Αυτοί είναι οι λόγοι πίσω από την υψηλή συσχέτιση των αποδόσεων των χρηματιστηρίων τους, ενώ η μείωση της αβεβαιότητας αντανακλά στη μεγάλη διασπορά του κινδύνου, στην «ωριμότητα» του επενδυτικού τους κοινού και στην αποτελεσματικότερη «απορρόφηση» πληροφοριών.

Οφέλη και Επιπτώσεις της Κοινής Πλατφόρμας

Η εφαρμογή της συμφωνίας Κοινής Πλατφόρμας μεταξύ του ΧΑΚ και του ΧΑ αναμφισβήτητα θα επιφέρει αλλαγές, κυρίως σε θέματα θεσμικού πλαισίου και διαδικασιών. Στο Γράφημα 2 ο κάθετος άξονας μετρά το 'ρίσκο' στο ΧΑΚ και ΧΑ, όπως εκφράζεται από την τυπική διακύμανση των αποδόσεων (Πίνακας 2). Ο οριζόντιος άξονας μετρά τον αριθμό των μετοχών υπό διαπραγμάτευση. Είναι εμφανές ότι με τη λειτουργία της Κοινής Πλατφόρμας θα αυξηθεί ο αριθμός των μετοχών που μπορούν να διαπραγματευτούν οι Κύπριοι επενδυτές. Οι περισσότερες επιλογές θα δώσουν τη δυνατότητα μεγαλύτερης διασποράς του κινδύνου στον Κύπριο επενδυτή. Αυτό, μαζί με την αύξηση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού προς τις διαδικασίες του χρηματιστηρίου και τη δυνατότητα διαπραγμάτευσης σε μια μεγαλύτερη και αποτελεσματικότερη αγορά, αναμένεται να οδηγήσει σε μεγαλύτερη σταθεροποίηση των τιμών των μετοχών, δηλαδή μικρότερη αβεβαιότητα.



Σε ό,τι αφορά τις αποδόσεις, η χαμηλή συσχέτιση μεταξύ του ΧΑΚ και των μεγάλων ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων οφείλεται πρωτίστως στο γεγονός ότι οι επενδυτές στην Κύπρο δρουν απομονωμένα μέσα στο περιορισμένο μέγεθος της κυπριακής αγοράς. Σε μια τόσο μικρή αγορά είναι εύκολο οι τιμές των μετοχών να επηρεάζονται περισσότερο από αστάθμητους 'ψυχολογικούς' παράγοντες και βραχυχρόνιες κερδοσκοπικές αγοραπωλησίες και

Επιπτώσεις της Κοινής Πλατφόρμας ΧΑ-ΧΑΚ

Π. Πασιαρδής και Χ. Σάββα

λιγότερο από πληροφορίες και γεγονότα που αντανακλούν στη μακροχρόνια κερδοφορία και μερισματική απόδοση των επιχειρήσεων. Η Κοινή Πλατφόρμα αναμένεται να οδηγήσει σε μεγαλύτερη συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων του ΧΑΚ και ΧΑ και, κατ' επέκταση, σε μεγαλύτερη συσχέτιση του ΧΑΚ με τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Παρόλο ότι το ΧΑ δεν αντανακλά πλήρως τα διάφορα παγκόσμια πολιτικοοικονομικά γεγονότα, η μεγαλύτερη συσχέτισή του με τα μεγάλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια θα έχει ως αποτέλεσμα η Κοινή Πλατφόρμα να φέρει και το ΧΑΚ πιο κοντά στις διεθνείς πολιτικοοικονομικές εξελίξεις.

Από την άλλη, κάποιος μπορεί να ισχυριστεί ότι η Κοινή Πλατφόρμα δεν αποκλείεται να έχει και αρνητικές συνέπειες για τους Κύπριους επενδυτές, επειδή η μεγαλύτερη συσχέτιση στις αποδόσεις των δύο χρηματιστηρίων περιορίζει τις δυνατότητες 'αντιστάθμισης κινδύνων' με τη μεταφορά επενδύσεων από το ένα χρηματιστήριο στο άλλο. Όμως, τέτοιες αρνητικές συνέπειες είναι μάλλον θεωρητικού περιεχομένου, αφού η διασπορά του κινδύνου με μεταφορά επενδύσεων από χρηματιστήριο σε χρηματιστήριο είναι μια πρακτική που δεν ακολουθούν οι πλείστοι Κύπριοι επενδυτές.

Συμπέρασμα

Η σύσταση της Κοινής Πλατφόρμας ΧΑ-ΧΑΚ είναι μια εξέλιξη προς τη σωστή κατεύθυνση για τους Κύπριους επενδυτές, που θα έχουν άμεσα οφέλη από τη μεγαλύτερη δυνατότητα διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους και μείωσης της αβεβαιότητας. Αντίθετα, το κόστος από τη στέρηση της δυνατότητας διασποράς του κινδύνου με διαφοροποίηση των επενδύσεων μεταξύ των δύο χρηματιστηρίων θα είναι μάλλον αμελητέο. Ταυτόχρονα, η Κοινή Πλατφόρμα θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη σύγκλιση του ΧΑΚ με τα μεγάλα διεθνή και ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Αυτό θα οδηγήσει σε μεγαλύτερο επηρεασμό από τις διεθνείς πολιτικοοικονομικές εξελίξεις, αλλά και σε πιο ορθολογική συμπεριφορά αφού οι επιχειρήσεις θα έχουν τη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων σε μια μεγαλύτερη και αποτελεσματικότερη αγορά, όπου οι τιμές των μετοχών αντανακλούν περισσότερο στα θεμελιώδη των επιχειρήσεων και της οικονομίας. Συνεπώς, η σύσταση της Κοινής Πλατφόρμας αναμένεται να ωφελήσει και την Κυπριακή οικονομία, επειδή θα δώσει τη δυνατότητα στο ΧΑΚ να διαδραματίσει το ρόλο που αρμόζει σε ένα σύγχρονο χρηματιστήριο, δηλαδή να διευκολύνει την αποτελεσματική (efficient) κατανομή των επενδύσεων στην οικονομία.

Το Κέντρο Οικονομικών Ερευνών (ΚΟΕ) του Πανεπιστημίου Κύπρου είναι ένας ανεξάρτητος, μη κερδοσκοπικός οργανισμός με στόχο την προαγωγή της επιστημονικής γνώσης στα οικονομικά, κυρίως σε θέματα που ενδιαφέρουν την Κύπρο.

ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ

Πρόεδρος: Γιώργος Χατζηαναστασίου, πρώην Γενικός Διευθυντής του Συνδέσμου Εμπορικών Τραπεζών Κύπρου

Μέλη: Γεώργιος Θωμάς, **Κεντρική Τράπεζα Κύπρου** (Ανώτερος Διευθυντής Οικ. Ερευνών και Στατιστικής)

Μιχάλης Καμμάς, **Σύνδεσμος Εμπορικών Τραπεζών Κύπρου** (Γενικός Διευθυντής)

Ελπίδα Κεραυνού-Παπαηλιού, **Πανεπιστήμιο Κύπρου** (Αντιπρύτανης Ακαδημαϊκών Υποθέσεων)

Ελπινίκη Κουτουρούση, **Υπουργείο Εργασίας & Κοινωνικών Ασφαλίσεων** (Γενική Διευθύντρια)

Ανδρέας Μολέσκης, **Γραφείο Προγραμματισμού** (Γενικός Διευθυντής)

Πάνος Πασιαρδής, **Κέντρο Οικονομικών Ερευνών** (Διευθυντής)

Αντρέας Χαραλάμπους, **Υπουργείο Οικονομικών** (Διευθυντής Οικονομικών Μελετών και ΕΕ)

Λούης Χριστοφίδης, **Τμήμα Οικονομικών** (Πρόεδρος)

Οι απόψεις που εκφράζονται στα 'Σχόλια Οικονομικής Πολιτικής' είναι των συγγραφέων μόνο και δεν αντιπροσωπεύουν αναγκαστικά το ΚΟΕ. Επιτρέπεται η αναδημοσίευση, η αναπαραγωγή ή η μετάδοση, από οποιοδήποτε οπτικοακουστικό μέσο, όλου ή μέρους του Σχολίου, με αναφορά στο παρόν άρθρο και τους συγγραφείς του.