

## ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

### ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ & ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Ανάλυση της κεφαλαιακής διάρθρωσης, ερμηνεία και τρόποι υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου και η μέθοδος της τιτλοποίησης υποχρεώσεων εταιριών ως ένα μέσο άντλησης κεφαλαίων καθώς και καταγραφή των απαιτούμενων διαδικασιών για την πραγματοποίηση αυτής.

Κυριάκος Ον. Γρηγοράκης  
Πτυχίο τμήματος Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων  
Πανεπιστημίου Πειραιώς

Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα  
στη Διοίκηση των Επιχειρήσεων για Στελέχη ( Ε-Μ.Β.Α.)

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2007

ΑΦΙΕΡΩΣΗ

Στην σύζυγό μου Χαρά

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Επιθυμώ να εκφράσω τις ειλικρινείς ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα τακτικό καθηγητή κ. Γεώργιο Αρτίκη, για τις πολύτιμες συμβουλές του και την εν γένει συνδρομή και βοήθεια που μου παρείχε κατά την εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

|   |           |
|---|-----------|
| <b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....</b>                          | <b>1</b>  |
| 1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....                   | 1         |
| 1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....                             | 1         |
| 1.3 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....                             | 2         |
| 1.4 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....                               | 2         |
| <br>  |           |
| <b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ .....</b> | <b>6</b>  |
| <br>  |           |
| <b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....</b>                  | <b>10</b> |
| 3.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....                    | 10        |
| 3.2 ΚΟΣΤΟΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ.....          | 16        |
| 3.3 ΚΟΣΤΟΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ.....         | 17        |
| 3.4 ΚΟΣΤΟΣ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ.....                      | 18        |
| 3.5 ΚΟΣΤΟΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ.....                              | 20        |
| 3.6 ΚΟΣΤΟΣ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....                | 25        |
| 3.7 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (ΜΣΚΚ).....            | 26        |
| <br>  |           |
| <b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ.....</b>                       | <b>27</b> |

|   |           |
|---|-----------|
| <b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ.....</b>  | <b>46</b> |
| 5.1 ΔΙΕΘΝΗΣ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....  | 46        |
| 5.1.1 Η οικονομική δραστηριότητα διεθνώς  | 46        |
| 5.1.2 Νομισματικές εξελίξεις  | 54        |
| 5.1.3 Νομισματικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ  | 56        |
| 5.2 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ.....   | 58        |
| 5.2.1 Γενική επισκόπηση της Ελληνικής οικονομίας.....   | 58        |
| 5.2.2 Αποκρατικοποιήσεις.....   | 62        |
| 5.2.3 Οικονομική δραστηριότητα.....   | 63        |
| 5.2.4 Απασχόληση - Ανεργία.....   | 67        |
| 5.2.5 Τιμές.....  | 68        |
| 5.2.6 Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις στην Ελλάδα.....  | 70        |
| 5.2.7 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.....  | 76        |
| 5.2.8 Ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων.....  | 81        |
| 5.2.9 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών.....   | 82        |
| <br>  |           |
| <b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΛΑΔΟΥ.....</b>  | <b>86</b> |
| 6.1 ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....  | 87        |
| 6.1.1. Το κοινοτικό πλαίσιο εφαρμογής εθνικής ονοματολογίας οικονομικών δραστηριοτήτων στην Ελλάδα..... | 87        |
| 6.1.2. Η ανάγκη σωστής ονοματολογίας δραστηριοτήτων - κλάδων επιχειρήσεων.....                          | 89        |
| 6.1.3. Ανάπτυξη (διάρθρωση) της κλαδικής κωδικοποίησης.....   | 90        |

|   |            |
|---|------------|
| 6.1.4. Δημιουργία του κορμού της Ονοματολογίας.....                       | 92         |
| 6.1.5. Μελλοντική αρχιτεκτονική της Εθνικής ονοματολογίας των κλάδων..... | 93         |
| 6.2 Η εικόνα των κλάδων με βάση τις τιμές των μετοχών στο ΧΑΑ.....        | 97         |
| <b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....</b>  | <b>102</b> |
| 7.1 ΣΥΝΟΨΗ.....   | 102        |
| 7.2 ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ.....                                | 106        |
| <b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΠΗΓΕΣ.....</b>                                 | <b>108</b> |

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

### **1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ**

Αντικειμενικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι, μέσα από την ανάλυση ερμηνεία και εφαρμογή θεωριών, απόψεων και τοποθετήσεων, να σταθμιστούν και να υπολογιστούν παράγοντες που επηρεάζουν την οικονομική δραστηριότητα και αφού αυτοί αναλυθούν διεξοδικά και συνδυαστούν αποτελεσματικά, να οδηγήσουν σε ανάπτυξη και εφαρμογή στρατηγικών με σκοπό την μεγιστοποίηση των επιθυμητών αποδόσεων και επενδύσεων.

### **1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

Το πόνημα αυτό, αναλύει τα σημαντικότερα σχετικά με την διάρθρωση και το κόστος κεφαλαίου, την τιτλοποίηση των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων, την ανάλυση της εγχώριας και διεθνούς οικονομίας καθώς και την ανάλυση και ταξινόμηση των κλάδων, δίνοντας την γενική εικόνα των ουσιαστών στοιχείων που αποτελούν το κάθε ένα από αυτά.

Κατά την ανάπτυξη των θεμάτων στα κεφάλαια που ακολουθούν εμφανίζονται οι πηγές που αντλήθηκαν οι πληροφορίες του κάθε θέματος και στο τέλος της εργασίας αυτής παρατίθεται επιλεγμένη βιβλιογραφία.

Η άντληση των απαραίτητων για την συγγραφή του παρόντος πονήματος πληροφοριών έγινε από συγγράμματα της διεθνούς και της εγχώριας βιβλιογραφίας, επιστημονικά και μη, από το διαδίκτυο και από σχετικά με το αντικείμενο της εργασίας νομοθετήματα και νομολογιακά ευρήματα.

### **1.3 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

Η συγκεκριμένη μελέτη θα μπορούσε να παράσχει την βασική πληροφόρηση και να αποτελέσει ερέθισμα για περαιτέρω έρευνα και ανάλυση σε όσους απασχολούνται με θέματα σχετικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση, το κόστος κεφαλαίου και την τιτλοποίηση των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων.

### **1.4 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

#### **Κεφάλαιο 1 (ΕΙΣΑΓΩΓΗ)**

Στην εισαγωγή της παρούσας εργασίας, παρουσιάζεται ο αντικειμενικός σκοπός της, η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε και η δυνατή χρησιμότητά της.

#### **Κεφάλαιο 2 (ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ)**

Στο εν λόγω κεφάλαιο περιλαμβάνεται το τι ορίζουμε ως διάρθρωση κεφαλαίων, πώς αναλύεται και τι πρέπει να λαμβάνεται υπόψη. Επιπλέον, αναφέρονται



θεωρίες, απόψεις και παράγοντες που επιδρούν και καθορίζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση.

### Κεφάλαιο 3 (ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ)

Στο 3<sup>ο</sup> κεφάλαιο, ορίζεται τι είναι το κόστος κεφαλαίου, με τι συνδέεται, τι αποτελεί και τι προσδιορίζει. Παρουσιάζεται ο διαχωρισμός του κόστους κεφαλαίου από οικονομολόγους και λογιστές καθώς και ο τρόπος και οι προϋποθέσεις υπολογισμού του. Επί πλέον αναλύονται οι έννοιες και οι μέθοδοι με τους οποίους προκύπτουν:

- το Κόστος Μακροπρόθεσμων Δανείων πρό Φόρων
- το Κόστος Μακροπρόθεσμων Δανείων μετά φόρων
- το Κόστος Προνομιούχων Μετοχών
- το Κόστος Αποθεματικών
- το Κόστος Κοινού Μετοχικού Κεφαλαίου
- το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

### Κεφάλαιο 4 (ΤΙ ΕΙΝΑΙ Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ)

Στο κεφάλαιο αυτό, αναλύεται ο ορισμός της Τιτλοποίησης, τι περιλαμβάνει και πού αναφέρεται. Παρουσιάζεται η βασική δομή της Τιτλοποίησης, το κόστος, τα οφέλη, αλλά και τα πλεονεκτήματά της. Τέλος, αναφέρονται τα βασικά κριτήρια, οι κανόνες και οι προϋποθέσεις για την Τιτλοποίηση, όπως αυτά ορίζονται και από τις οδηγίες της EURASTAT.

## Κεφάλαιο 5 (ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ)

Στο παρόν κεφάλαιο αναλύεται τόσο η ελληνική όσο και η διεθνής οικονομία καθώς και οι παράγοντες που τις επηρεάζουν. Όσον αφορά στην διεθνή οικονομία, ιδιαίτερη αναφορά γίνεται στην οικονομική δραστηριότητα στις διεθνείς νομισματικές εξελίξεις, αλλά και στις νομισματικές εξελίξεις στην ζώνη του ευρώ. Από την άλλη, και όσον αφορά στην ελληνική οικονομία, πραγματοποιείται μια γενική επισκόπηση της κατάστασης με ιδιαίτερη αναφορά στις αποκρατικοποιήσεις, την οικονομική δραστηριότητα, την απασχόληση και την ανεργία, το επίπεδο των τιμών και τις νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις. Επί προσθέτως, παρουσιάζονται και αναλύονται, τόσο το Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών όσο και το ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών αλλά και το ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων.

## Κεφάλαιο 6 (ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΛΑΔΟΥ)

Στο κεφάλαιο 6, αναφέρεται η αναγκαιότητα της ανάλυσης των κλάδων και παρουσιάζεται ο τρόπος ταξινόμησής τους στην Ελλάδα σύμφωνα με το Κοινοτικό Πλαίσιο μέσα από την εφαρμογή δεδομένων και προτύπων. Επί πλέον, αποτυπώνεται η τρέχουσα εικόνα των κλάδων, με βάση τις τιμές των μετοχών στο ΧΑΑ

## Κεφάλαιο 7 (ΕΠΙΛΟΓΟΣ)

Κλείνοντας την εργασία, συνοψίζονται τα δεδομένα, διατυπώνονται παρατηρήσεις και σχόλια και δίνονται αντίστοιχα κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΝ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Με τον όρο διάρθρωση κεφαλαίων εννοούμε το ποσόν των μόνιμων βραχυπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων, των μακροπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων, του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου και του κοινού μετοχικού κεφαλαίου το οποίο χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση μίας επιχείρησης.

Η ανάλυση της διάρθρωσης κεφαλαίων πρέπει να λαμβάνει υπόψη,

### 1. Τον Επιχειρηματικό κίνδυνο.

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος αναφέρεται στη μεταβλητότητα των λειτουργικών κερδών προ τόκων και φόρων (ΚΠΤΦ) της επιχείρησης και επηρεάζεται κυρίως από τη μεταβλητότητα των πωλήσεων κατά τη διάρκεια των κυκλικών διακυμάνσεων της οικονομίας, των τιμών πώλησης και του κόστους, την ισχύ της επιχείρησης, την έκταση της διαφοροποίησης των προϊόντων, το επίπεδο και το ρυθμό ανάπτυξης και το βαθμό της λειτουργικής μόχλευσής της.

### 2. Τον Χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος αναφέρεται στην επιπρόσθετη μεταβλητότητα των κερδών ανά μετοχή και στην αυξημένη πιθανότητα αδυναμίας εξυπηρέτησης υποχρεώσεων η οποία αναφύεται όταν μία

επιχείρηση χρησιμοποιεί πηγές χρηματοδότησης σταθερού κόστους, όπως δάνεια και προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο.

Σύμφωνα με την παραδοσιακή θεωρία η αξία μίας επιχείρησης και το κόστος κεφαλαίου της εξαρτώνται από τη διάρθρωση κεφαλαίων της επιχείρησης. Το επίπεδο της διάρθρωσης κεφαλαίων στο οποίο μεγιστοποιείται η αξία της επιχείρησης και ελαχιστοποιείται το κόστος κεφαλαίου της, είναι γνωστό ως άριστο επίπεδο διάρθρωσης κεφαλαίων.

Η θεωρία του καθαρού λειτουργικού κέρδους υποστηρίζει ότι, σε απουσία φόρων και άλλων ατελειών της αγοράς, η συνολική αξία μίας επιχείρησης και το κόστος κεφαλαίου είναι μεταβλητές ανεξάρτητες από τη διάρθρωση κεφαλαίων. Η διανομή της αξίας της επιχείρησης μεταξύ δανειστών και μετόχων δεν επηρεάζει τη συνολική αξία της επιχείρησης.

Το 1958 οι Modigliani-Miller υποστήριξαν ότι η ανεξαρτησία της συνολικής αποτίμησης και του κόστους κεφαλαίου μίας επιχείρησης από τη διάρθρωση κεφαλαίων της ισχύει και στην περίπτωση που η αγορά κεφαλαίων δε βρίσκεται σε ισορροπία. Η έλλειψη ισορροπίας θα προκαλέσει κερδοσκοπική παρέμβαση από την πλευρά των επενδυτών η οποία θα οδηγήσει την αγορά κεφαλαίων πάλι σε ισορροπία.

Το 1963 οι Modigliani-Miller δημοσίευσαν ένα άλλο άρθρο στο οποίο συμπεριέλαβαν την επίδραση των εταιρικών φόρων στην αξία μίας επιχείρησης. Οι Modigliani-Miller συμπέραναν ότι η δανειακή επιβάρυνση αυξάνει την αξία

μίας επιχείρησης, επειδή οι τόκοι των δανείων είναι έξοδο εκπεστέο από τα φορολογητέα κέρδη, κατά συνέπεια ένα μεγαλύτερο μέρος των λειτουργικών κερδών της επιχείρησης που έχει δανειακή επιβάρυνση καταλήγει στους επενδυτές.

Η αβέβαιη φύση της φορολογικής απαλλαγής από τόκους χρεωστικούς, μπορεί να οδηγήσει σε μικρότερη αύξηση της αξίας μίας επιχείρησης από τη χρήση δανειακών κεφαλαίων σε σύγκριση με τα αρχικώς αναπτυχθέντα από τους MM.

Το 1976 ο Merton Miller πρότεινε ένα υπόδειγμα σχεδιασμένο να δείξει την επίδραση της δανειακής επιβάρυνσης στην αξία μίας επιχείρησης όταν υπάρχουν τόσο εταιρικοί όσο και προσωπικοί φόροι. Η εισαγωγή προσωπικών φόρων μειώνει, αλλά δεν εξαλείφει την θετική επίδραση της δανειακής επιβάρυνσης. Κατά συνέπεια, το υπόδειγμα Miller οδηγεί επίσης σε 100% δανειακή χρηματοδότηση.

Η αβέβαιη φύση της φορολογικής απαλλαγής μαζί με το ενδεχόμενο μειωμένης δυνατότητας φορολογικής κάλυψης, μπορεί να προκαλέσει μικρότερη αύξηση της αξίας μίας επιχείρησης σε σύγκριση με τα αρχικώς αναπτυχθέντα τους Modigliani-Miller.

Το κόστος πτώχευσης, κόστος αντιπροσώπευσης και άλλες ατέλειες της αγοράς αυξάνουν το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου και το κόστος του δανειακού κεφαλαίου και φυσικά το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης. Κατά

συνέπεια το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης δεν είναι ανεξάρτητο από τη διάρθρωση κεφαλαίων και επομένως υπάρχει άριστη διάρθρωση κεφαλαίων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΝ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

### 3.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Κόστος κεφαλαίου (Cost of Capital) είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που λαμβάνεται υπόψη για τον προϋπολογισμό των δαπανών κεφαλαίου ή αποτίμησης του κεφαλαίου και ταυτίζεται με την ελάχιστη αναμενόμενη απόδοση μιας νέας επένδυσης προκειμένου να υλοποιηθεί.

Γενικότερα το κόστος κεφαλαίου συνδέεται άμεσα με το επιτόκιο δανεισμού, δηλαδή το επιτόκιο χορηγήσεων.

Το κόστος κεφαλαίου αποτελεί σημαντικό στοιχείο του κόστους παραγωγής και η μείωσή του ενισχύει την αποδοτικότητα των επιχειρηματικών κεφαλαίων και την ανταγωνιστικότητα των παραγομένων αγαθών.

Το κόστος χρήσεως κεφαλαίου (User Cost of Capital) είναι βασικό στοιχείο προσδιορισμού των επενδύσεων. Το UCC είναι μια συνάρτηση του επιτοκίου, του φόρου επί των κερδών, του οφέλους από τα επενδυτικά κίνητρα, των επιβαρύνσεων εξαιτίας των κρατικών παρεμβάσεων και των αποσβέσεων.

Όσο μικρότερο είναι το UCC τόσο επωφελής είναι μια επενδυτική δραστηριότητα και τανάπαλιν.



Με τον όρο «κόστος κεφαλαίου» αναφερόμαστε στις έννοιες κεφάλαιο, που είναι η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση της επιχείρησης, αποτελούμενη από:

§ Μακροπρόθεσμα δάνεια

§ Προνομιούχες μετοχές

§ Αποθεματικά

§ Κοινές μετοχές

και στην έννοια του κόστους, που είναι το κόστος όλων των νέων κεφαλαίων που αντλούνται από μία επιχείρηση.

Για να υπολογίσουμε το κόστος κεφαλαίου πρέπει να ξεχωρίσουμε τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις σε:

§ Αυτές που φέρουν τόκους, οι οποίες συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου.

§ Αυτές που δεν φέρουν τόκους και οι οποίες δεν συμπεριλαμβάνονται.

Η έννοια του όρου « κόστος κεφαλαίου » μπορεί να ορισθεί και σαν την ελάχιστη απόδοση του ενεργητικού με την οποία θα ικανοποιηθούν οι μέτοχοι της επιχείρησης.

Είναι δεδομένο πως οι μέτοχοι περιμένουν να εισπράξουν κάποιο ποσό σαν ανταμοιβή της επένδυσης που έχουν πραγματοποιήσει στην επιχείρηση, η οποία ονομάζεται απαιτούμενη απόδοση.

Η απαιτούμενη απόδοση βασίζεται στην έννοια του κόστους ευκαιρίας. Το οποίο είναι ένα σημαντικό και αφανές κόστος που βαρύνει σχεδόν κάθε επιχείρηση.

Οι οικονομολόγοι και λογιστές πραγματεύονται το κόστος με διαφορετικό τρόπο, το ίδιο ισχύει και για το πώς πραγματεύονται το κόστος κεφαλαίου.

Για τους λογιστές κόστος είναι το ποσό που πληρώνει μια επιχείρηση για την αγορά των εισροών που χρησιμοποιεί στην παραγωγή.

Ενώ οι οικονομολόγοι όταν υπολογίζουν το κόστος περιλαμβάνουν και το κόστος ευκαιρίας, το οποίο είναι όλα εκείνα από τα οποία παραιτείται κανείς για να αποκτήσει κάποιο συγκεκριμένο αγαθό.

Το κόστος ευκαιρίας για την παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών από την επιχείρηση περιλαμβάνει στοιχεία που είναι προφανή και άλλα που είναι λιγότερο προφανή.

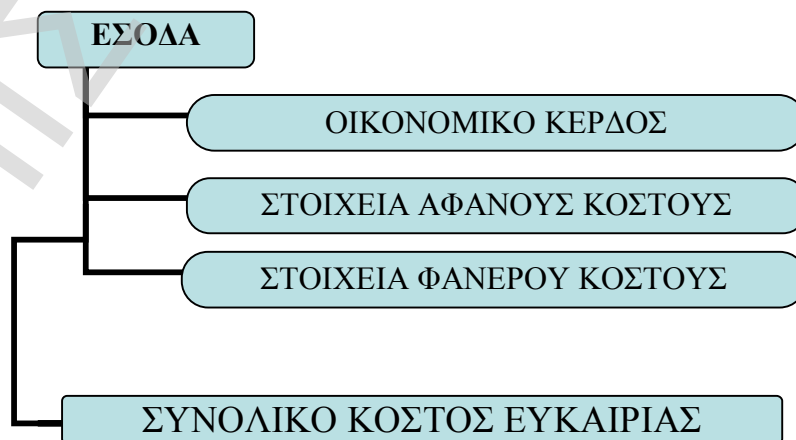
Οι οικονομολόγοι ενδιαφέρονται για τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις λαμβάνουν τις αποφάσεις τους σχετικά με την παραγωγή και την τιμολόγηση των προϊόντων τους και γι' αυτό όταν μετρούν το κόστος συμπεριλαμβάνουν ολόκληρο το κόστος ευκαιρίας, ενώ αντίθετα οι λογιστές παρακολουθούν το χρήμα που εισρέει στην επιχείρηση και το χρήμα που εκρέει από αυτήν, μετρώντας μόνο το φανερό κόστος και παραβλέποντας το αφανές κόστος.

Επειδή οι οικονομολόγοι και οι λογιστές μετρούν διαφορετικά το κόστος, είναι αναμενόμενο ότι μετρούν και διαφορετικά το κέρδος. Οι μεν οικονομολόγοι μετρούν το οικονομικό κέρδος της επιχείρησης ως τα συνολικά έσοδα (ποσά που εισπράττει η επιχείρηση από την πώληση των προϊόντων της ή των υπηρεσιών της) μείον το σύνολο του κόστους ευκαιρίας για την παραγωγή των προϊόντων και υπηρεσιών που πωλεί.

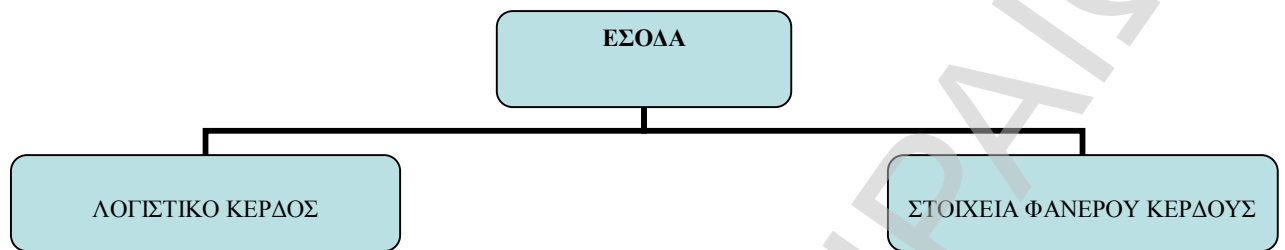
Οι δε λογιστές μετρούν το λογιστικό κέρδος της επιχείρησης ως τα συνολικά έσοδα της επιχείρησης μείον τα συνολικά φανερά έξοδά της χωρίς να υπολογίζουν σε αυτά τα έξοδα και το κόστος ευκαιρίας.

Σύμφωνα με το N.Gregory Mankiw στο παρακάτω σχήμα δίνεται μία σύνοψη της διαφοράς αυτής:

#### ΠΩΣ ΒΛΕΠΕΙ Ο ΟΙΚΟΝΟΜΟΛΟΓΟΣ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ



## ΠΩΣ ΒΛΕΠΕΙ Ο ΛΟΓΙΣΤΗΣ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ



Σε σχέση με την απαιτούμενη απόδοση, οι επενδυτές θυσιάζουν την απόδοση η οποία προκύπτει από την αμέσως μετά την επιχείρηση (που διάλεξαν για να επενδύσουν), καλύτερη εναλλακτική επένδυση.

Η απολεσθείσα απόδοση είναι το κόστος ευκαιρίας της συμμετοχής στην επιχείρηση και κατά συνέπεια η απαιτούμενη απόδοση από τους επενδυτές. Η απαιτούμενη απόδοση διαφοροποιείται από την ύπαρξη φόρων και την ύπαρξη κόστους έκδοσης των νέων κεφαλαίων.

Είναι φυσικό η άντληση νέων κεφαλαίων να δημιουργεί έξοδα για την εκδότη επιχείρηση, όπως είναι τα έξοδα έκδοσης των μετοχών και τα αντίστοιχα που αφορούν στην έκδοση προνομιούχων μετοχών και ομολογιών. Μόνο τα κέρδη από αποθεματοποίηση δεν φέρουν επιπλέον έξοδα έκδοσης.

## Προϋποθέσεις για τον υπολογισμό του Κόστους Κεφαλαίου.

Για τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου πρέπει να ικανοποιούνται οι παρακάτω συνθήκες:

∅ Το κόστος κεφαλαίου να καθορίζεται για ένα συγκεκριμένο βαθμό κινδύνου και σε περίπτωση μεταβολής του κινδύνου αυτού, τότε πρέπει να επαναυπολογιστεί το κόστος κεφαλαίου με τα νέα δεδομένα.

§ Επιχειρηματικός Κίνδυνος : που είναι συνυφασμένος με την λειτουργία της επιχείρησης και επηρεάζεται από τις συνθήκες ζήτησης και προσφοράς, καθώς και από την πολιτική που υιοθετεί η επιχείρηση για να ασκήσει διοίκηση.

§ Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος : που έχει σχέση με την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις χρηματοοικονομικές της υποχρεώσεις.

∅ Το κόστος κεφαλαίου αναφέρεται σε όλα τα νέα κεφάλαια που αντλούνται από μία επιχείρηση. Όταν μια επιχείρηση πρέπει να αξιολογήσει διάφορες προτάσεις για επενδύσεις, πρέπει να υπολογίσει το κόστος κεφαλαίου τόσες φορές, όσες είναι και οι προτάσεις των επενδύσεων.

### 3.2 ΚΟΣΤΟΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ

Θεωρητικά, το κόστος των μακροπρόθεσμων δανείων πριν από φόρους ( $K_{\delta\pi}$ ) είναι το επιτόκιο των δανείων, το οποίο μπορεί να υπολογιστεί διαιρώντας τους τόκους χρεωστικούς με το αρχικό ποσόν των δανείων (principal). Δηλαδή:

$$K_{\delta\pi} = \frac{\text{Τόκοι χρεωστικοί}}{\text{Αρχικό ποσόν δανείου}}$$

Όπου  $K_{\delta\pi}$ : Κόστος μακροπρόθεσμων δανείων προ φόρων

Ο υπολογισμός του κόστους των μακροπρόθεσμων δανείων πριν από φόρους είναι περισσότερο δύσκολος. Η δυσκολία οφείλεται στο γεγονός ότι οι τόκοι υπολογίζονται στο αρχικό ποσόν, ενώ η επιχείρηση έχει στη διάθεσή της το καθαρό ποσόν (net proceeds) το οποίο είναι μικρότερο από το αρχικό.

Το κόστος των μακροπρόθεσμων δανείων πριν από φόρους μπορεί να υπολογιστεί προσεγγιστικά με λιγότερη προσπάθεια χρησιμοποιώντας την ακόλουθη εξίσωση. Για παράδειγμα αν εκφράσουμε τους τόκους σε ετήσια βάση, τότε:

$$K_{\delta\pi} = \frac{T + \frac{OAO - KTO_0}{v}}{\frac{OAO + KTO_0}{2}}$$

όπου,

$KTO_0$  = Καθαρή τιμή ομολογίας στην περίοδο 0

T = Ετήσιοι τόκοι

OAO = Ονομαστική αξία ομολογίας

$K_{\delta\pi}$  = Κόστος δανείων πριν από φόρους

v = Αριθμός περιόδων μέχρι τη λήξη

### 3.3 ΚΟΣΤΟΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ

Το κόστος των μακροπρόθεσμων δανείων μετά από φόρους είναι μικρότερο από το κόστος των μακροπρόθεσμων δανείων πριν από φόρους, γιατί οι τόκοι χρεωστικοί εκπίπτουν από τα έσοδα της επιχείρησης προκειμένου να υπολογιστούν τα φορολογητέα κέρδη. Συγκεκριμένα:

$$K_{\delta} = K_{\delta\pi} (1 - \Sigma\Phi)$$

όπου,

$K_{\delta}$  = Κόστος μακροπρόθεσμων δανείων μετά από φόρους

$\Sigma\Phi$  = Συντελεστής φορολογίας εισοδήματος επιχείρησης

Ο παραπάνω υπολογισμός του κόστους των μακροπρόθεσμων δανείων μετά από φόρους υποθέτει έμμεσα ότι ο συντελεστής φορολογίας θα παραμείνει σταθερός σε όλη τη διάρκεια του δανείου.

Όμως, η υπόθεση αυτή δεν είναι πάντοτε ισχυρή. Επίσης, υπάρχει φορολογικό όφελος από την έκπτωση των χρεωστικών τόκων στο βαθμό που η επιχείρηση είναι κερδοφόρα.

### **3.4 ΚΟΣΤΟΣ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Οι προνομιούχες μετοχές παρέχουν ορισμένα προνόμια – δικαιώματα στους κατόχους τους, σε σχέση με τις κοινές και για αυτό το λόγο είναι πιο ελκυστικές από τους επενδυτές.

Οι μετοχές αυτές διακρίνονται σε προνομιούχες με δικαίωμα ψήφου και σε προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου.

Οι προνομιούχες μετοχές δημιουργούν στην επιχείρηση υποχρέωση σταθερών πληρωμών για μερίσματα, οι οποίες επεκτείνονται σε έναν άπειρο αριθμό ετών (διηνεκής ράντα).

Η απαιτούμενη απόδοση από τους προνομιούχους μετόχους ( $A_{\pi}$ ) δίνεται από τη διαίρεση του ετήσιου μερίσματος ανά προνομιούχο μετοχή ( $M_{\pi}$ ) δια της τιμής έκδοσης της προνομιούχου μετοχής (ΤΕΠ), δηλαδή:



$$A_{\pi} = \frac{M_{\pi}}{\text{ΤΕΠ}}$$

Όμως, το κόστος του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου είναι μεγαλύτερο από την απαιτούμενη απόδοση από τους προνομιούχους μετόχους γιατί στην προκειμένη περίπτωση το προνομιούχο μέρισμα διαιρείται με την καθαρή τιμή της προνομιούχου μετοχής (διαφορά μεταξύ της τιμής έκδοσης και των εξόδων έκδοσης της προνομιούχου μετοχής). Δηλαδή:

$$K_{\pi} = \frac{M_{\pi}}{\text{ΚΤΠ}}$$

όπου,

$K_{\pi}$  = Κόστος προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

$M_{\pi}$  = Μέρισμα προνομιούχου μετοχής

$\text{ΚΤΠ}$  = Καθαρή τιμή προνομιούχου μετοχής

Μέρισμα είναι το μερίδιο που λαμβάνουν οι μέτοχοι από τα ετήσια εταιρικά κέρδη. Τα μερίσματα αναγγέλλονται στις ετήσιες Γενικές Συνελεύσεις της επιχείρησης όπου εγκρίνεται και ο Ισολογισμός.

Το μέρισμα μπορεί να είναι προ-μέρισμα , πρώτο μέρισμα, πρόσθετο μέρισμα, συσσωρευτικό μέρισμα.

Οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών εισπράττουν πρώτοι μέρος και μετά ακολουθούν οι κάτοχοι των κοινών μετοχών.

### **3.5 ΚΟΣΤΟΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ**

Αποθεματικά καλούνται τα υπάρχοντα, σε κάποια συγκεκριμένη χρονική στιγμή, στην επιχείρηση διαθέσιμα εμπορεύματα (τελικά ή ενδιάμεσα αγαθά). Για την εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης είναι απαραίτητη η ύπαρξη ενός ελαχίστου ορίου αποθεμάτων υπό μορφή πρώτων υλών, ημικατεργασμένων ή ετοιμών προϊόντων.

Το ελάχιστο αυτό ύψος των αποθεμάτων θεωρείται μη κυκλοφοριακό στοιχείο της επιχείρησης (πάγιο ενεργητικό) και η χρηματοδότησή του προβλέπεται να γίνεται με μακροπρόθεσμο κεφάλαιο.

Τα αποθεματικά κεφάλαια συγκροτούνται από τα κέρδη της επιχείρησης, δεν διανέμονται αλλά κεφαλαιοποιούνται και αποτελούν ίδιο πρόσθετο κεφάλαιο της επιχείρησης, για την αντιμετώπιση έκτακτων αναγκών της επιχείρησης.

Τα κέρδη μίας επιχείρησης μπορεί είτε να διανεμηθούν με τη μορφή μερισμάτων, είτε να παρακρατηθούν με τη μορφή αποθεματικών.

Αν ένα μέρος των κερδών μίας επιχείρησης αποθεματοποιηθεί, τότε οι κάτοχοι κοινών μετοχών αναλαμβάνουν ένα κόστος ευκαιρίας, επειδή θα μπορούσαν να

είχαν εισπράξει τα ποσά που αποθεματοποιήθηκαν και να τα είχαν επενδύσει εκτός επιχείρησης.

Οι μέτοχοι προσδοκούν τα παρακρατηθέντα κέρδη να αποδίδουν στην επιχείρηση τουλάχιστον όσα θα κέρδιζαν αυτοί σε περίπτωση τοποθέτησης των κερδών σε εναλλακτικές επενδύσεις ισοδύναμου κινδύνου.

Η απόδοση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου και κατά συνέπεια, το κόστος των αποθεματικών, μπορεί να υπολογιστεί με τρεις μεθόδους: το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, το υπόδειγμα των προεξοφλημένων ταμιακών ροών και τη μέθοδο του αθροίσματος της απόδοσης ομολογιών και της αμοιβής για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο.

Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων

$$K_{\alpha} = A_{\chi\kappa} + (A_{\chi\alpha} - A_{\chi\kappa}) \beta$$

όπου,

$K_{\alpha}$  = Κόστος αποθεματικών

$A_{\chi\kappa}$  = Απόδοση χωρίς κίνδυνο

$A_{\chi\alpha}$  = Απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς

$\beta$  = Συντελεστής βήτα

Συντελεστής βήτα : Ο συντελεστής βήτα υπολογίζεται με τη χρησιμοποίηση γραμμικής παλινδρόμησης μεταξύ των παρελθουσών αποδόσεων μίας κοινής μετοχής (εξαρτημένη μεταβλητή) και των παρελθουσών αποδόσεων κάποιου χρηματιστηριακού δείκτη (ανεξάρτητη μεταβλητή). Αυτός ο συντελεστής βήτα λέγεται ιδιαίτερα ιστορικός συντελεστής βήτα.

Ο συντελεστής βήτα μπορεί να υπολογιστεί με πολλούς διαφορετικούς τρόπους. Κάθε τρόπος υπολογισμού μπορεί να καταλήξει σε διαφορετική τιμή του συντελεστή βήτα και κατά συνέπεια, σε διαφορετικό κόστος αποθεματικών. Μερικά στελέχη επιχειρήσεων υπολογίζουν δικούς τους συντελεστές βήτα, χρησιμοποιώντας εκείνη τη μέθοδο, η οποία φαίνεται περισσότερο κατάλληλη κάτω από τις συγκεκριμένες συνθήκες.

Άλλα στελέχη χρησιμοποιούν συντελεστές βήτα που έχουν υπολογιστεί από ειδικούς αναλυτές ή το μέσο αριθμητικό των συντελεστών βήτα διαφόρων αναλυτών.

Η επιλογή είναι θέμα κρίσεως και διαθεσιμότητας δεδομένων και οπωσδήποτε δεν υπάρχει άριστος συντελεστής. Αν οι συντελεστές βήτα μίας επιχείρησης που προέρχονται από διαφορετικές πηγές δεν συγκλίνουν, τότε η εμπιστοσύνη μας στο υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων ως μεθόδου υπολογισμού του κόστους αποθεματικών θα πρέπει να μειωθεί.

Υπόδειγμα Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών

Ένας άλλος τρόπος για τον υπολογισμό του κόστους αποθεματικών είναι το υπόδειγμα των προεξοφλημένων ταμιακών ροών

$$K_{\alpha} = \frac{M_1}{TTK_0} + g$$

όπου,

$K_{\alpha}$  =Κόστος αποθεματικών

$M_1$  =Μέρισμα ανά μετοχή στην περίοδο 1

$TTK_0$ =Τρέχουσα τιμή κοινής μετοχής στην περίοδο 0

$g$  =Ρυθμός αύξησης μερισμάτων

Παρατηρούμε ότι η τιμή της μετοχής εύκολα μπορεί να γίνει γνωστή και επίσης εύκολα μπορεί να υπολογιστεί το μέρισμα του επόμενου χρόνου, ενώ δε συμβαίνει το ίδιο για το ρυθμό αύξησης των μερισμάτων.

Μέθοδος Απόδοσης Ομολογιών και Αμοιβής Κινδύνου

Η μέθοδος του αθροίσματος της αμοιβής των ομολογιών και της αμοιβής για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο (bond-yield-plus-risk-premium approach) υπολογίζει το κόστος των αποθεματικών με την ακόλουθη εξίσωση:

$K_a = \text{Απόδοση ομολογιών επιχείρησης} + \text{Αμοιβή κινδύνου}$

Η απόδοση των ομολογιών της επιχείρησης είναι εύκολο να υπολογιστεί.

Όμως, οι αμοιβές κινδύνου δεν είναι σταθερές.

Ένας τρόπος υπολογισμού της τρέχουσας αμοιβής κινδύνου είναι η εκπόνηση ειδικής μελέτης.

Η μέση αυτή αμοιβή κινδύνου μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως μία εκτίμηση της τρέχουσας αμοιβής κινδύνου.

Σύγκριση Μεθόδων Υπολογισμού Κόστους Αποθεματικών

Αν οι μέθοδοι δίνουν αποτελέσματα με μεγάλες αποκλίσεις, τότε είναι έργο του αναλυτή να επιλέξει την κατάλληλη εκτίμηση με βάση τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν κατά την εφαρμογή κάθε μεθόδου.

Γενικά, είναι προτιμότερο να υπολογίζεται ένα διάστημα μέσα στο οποίο θα βρίσκεται η εκτίμηση κάθε μεθόδου (χαμηλό και υψηλό σημείο κόστους), στη συνέχεια να υπολογίζεται ο μέσος αριθμητικός του χαμηλού και υψηλού σημείου κάθε μεθόδου και τέλος, να υπολογίζεται ο μέσος αριθμητικός των παραπάνω μέσων.

Τα πλεονεκτήματα του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων είναι ότι αναγνωρίζει εμφανώς το συστηματικό κίνδυνο και ότι μπορεί να εφαρμοστεί σε οποιαδήποτε κοινή μετοχή.

Επίσης, μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό του κόστους κεφαλαίου ενός τμήματος της επιχείρησης και για τη διαχείριση μεγάλων χαρτοφυλακίων χρεογράφων.

### 3.6 ΚΟΣΤΟΣ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η απαιτούμενη απόδοση από τους κοινούς μετόχους είναι μικρότερη από το κόστος του νέου κοινού μετοχικού κεφαλαίου, επειδή η έκδοση του νέου κεφαλαίου συνεπάγεται σημαντικά έξοδα

$$K_k = \frac{M_1}{KTK_0} + g$$

όπου,

$K_k$  = Κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου

$M_1$  = Μερίσματα ανά μετοχή στην περίοδο 1

$KTK_0$  = Καθαρή τιμή κοινής μετοχής στην περίοδο 0.

$g$  = Ρυθμός αύξησης μερισμάτων

### 3.7 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (ΜΣΚΚ)

Το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης είναι ο μέσος σταθμικός αριθμητικός του κόστους των παραπάνω πηγών χρηματοδότησης, με συντελεστές στάθμισης την αναλογία κάθε πηγής χρηματοδότησης, στο σύνολο του αντλούμενου κεφαλαίου από όλες αυτές τις πηγές χρηματοδότησης. Δηλαδή:

$$K = \Sigma_1 K_{\delta} + \Sigma_2 K_{\pi} + \Sigma_3 K_{\alpha} + \Sigma_4 K_{\kappa}$$

όπου,

$K$  = Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

$\Sigma_1$  = Αναλογία μακροπρόθεσμων δανείων

$\Sigma_2$  = Αναλογία προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

$\Sigma_3$  = Αναλογία αποθεματικών

$\Sigma_4$  = Αναλογία κοινού μετοχικού κεφαλαίου



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ

### ΤΙ ΕΙΝΑΙ Η ΤΙΤΛΟΠΟΙΗΣΗ

Η Τιτλοποίηση είναι μια τεχνική χρηματοδότησης που χρησιμοποιείται από τα οικονομικά όργανα («δημιουργοί») για να δώσει μια ανακούφιση στο κεφάλαιο, να βελτιώσει τα βασικά οικονομικά δεδομένα, να διαφοροποιήσει τις πηγές χρηματοδότησης, να διαχειριστεί τον ισολογισμό, και να διασπείρει τον κίνδυνο.

Ο όρος τιτλοποίηση αναφέρεται στην έκδοση αξιογράφων (τίτλων -π.χ. ομολόγων), τα οποία ενσωματώνουν αξία μελλοντικών και προσδοκώμενων εσόδων.

Ο εκδότης δηλαδή των τίτλων αντλεί ρευστότητα σήμερα για έσοδα που θα λάβει στο μέλλον και έτσι χρηματοδοτεί μια επένδυση που τον δελεάζει σήμερα.

Τα έσοδα αυτά προκύπτουν από το αντίτιμο που πληρώνουν όσοι επιθυμούν να γίνουν κάτοχοι των τίτλων, οι οποίοι στη συνέχεια λαμβάνουν σε τακτά χρονικά διαστήματα χρηματικά τοκομερίδια. Ο εκδότης δε των τίτλων αποσβένει τα τοκομερίδια που τους πληρώνει ανά τακτά χρονικά διαστήματα με τα έσοδα που θα λάβει στο μέλλον.

Η τιτλοποίηση, όπως και κάθε μορφή χρηματοδότησης, έχει κόστος.

Το κόστος αυτό είναι τα τοκομερίδια και η αμοιβή πιστωτικών ιδρυμάτων που ενδεχομένως μεσολαβούν. Ο λόγος που κάνει μια επιχείρηση ή ένα οργανισμό να στραφεί σε αυτήν, είναι η πίστη ότι τα μελλοντικά έσοδα από την επένδυση, για την οποία προσπαθεί να εξασφαλίσει τη χρηματοδότηση, θα υπερβαίνουν το κόστος αυτό.

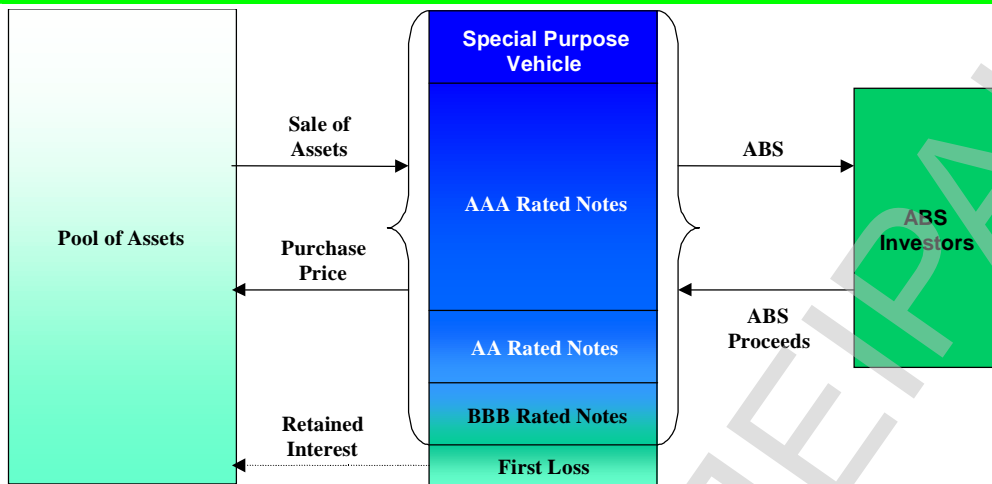
Η Τιτλοποίηση περιλαμβάνει την πώληση, τη πλήρη μεταβίβαση ή την μερική μεταβίβαση των υποχρεώσεων των περιουσιακών στοιχείων σε ένα («SPV»), (Bankruptcy-Remote Special Purpose Vehicle) το οποίο διανέμει στη συνέχεια τα Ομόλογα στους επενδυτές, προκειμένου να χρηματοδοτηθεί η αγορά των περιουσιακών στοιχείων.

Ο κίνδυνος που συνδέεται με τα περιουσιακά στοιχεία στρωματοποιείται με την εξέταση των ιστορικών πληροφοριών.

Η Τιτλοποίηση ουσιαστικά μετατρέπει τις χρηματοροές σε χαρτοφυλάκια αξιογράφων.

Οι επενδυτές, κυρίως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και χρηματιστηριακές εταιρείες, στηρίζονται στις ροές μετρητών του κεφαλαίου, και των επιτοκίων που παράγονται από τα κεφάλαια που αποτελούν το χαρτοφυλάκιο.

## Βασική δομή Τιπλοποίησης



Θεμελιακή αρχή μιας τιπλοποίησης είναι η δυνατότητα συγκεκριμένα στοιχεία του ενεργητικού ενός οργανισμού να διαχωριστούν από τον οργανισμό και να αναλυθούν ως προς την αποδοτικότητά τους.

Όταν τιπλοποιούνται τα στοιχεία αυτά, πωλούνται σε μια εταιρεία ειδικού σκοπού, η οποία έχει ως μόνο λόγο σύστασης την έκδοση τίτλων εξασφαλισμένων με τα έσοδα που αποδίδουν αυτά τα στοιχεία του ενεργητικού.

Η τιπλοποίηση, πέρα από νόμιμη μέθοδος άντλησης πόρων από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές, είναι και ιδιαίτερα επωφελής τόσο για το κράτος όσο και για άλλους οργανισμούς.

Ο συνολικός όγκος τιτλοποιήσεων στην Ευρώπη το 2004 ανήλθε σε 243 δισ. ευρώ, με την Αγγλία να προπορεύεται σε αριθμό τιτλοποιήσεων. Οι κυριότεροι χρήστες της τιτλοποίησης είναι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, όπως π.χ. στην Ελλάδα η Eurobank, η Aspis Bank και η Τράπεζα Πειραιώς.

Το βασικό όφελος της τιτλοποίησης -στην ιδανικότερη μορφή εκτέλεσης της και στον συνήθη τρόπο εφαρμογής της στον ιδιωτικό τομέα- είναι πως οι τίτλοι που προκύπτουν είναι αρτιότερης ασφάλειας από τίτλους που θα εξέδιδε απ' ευθείας ο οργανισμός που τιτλοποιεί και συνεπώς οι σχετικοί τόκοι είναι χαμηλότεροι.

Αυτό επιτυγχάνεται, γιατί η επικινδυνότητα της απόδοσης των συγκεκριμένων στοιχείων μπορεί να αναλυθεί, καθώς επίσης να γίνουν και σενάρια για τις αποδόσεις τους. Το ελάχιστο μέγεθος των αποδόσεων το οποίο θα είναι σχεδόν βέβαιο ακόμη και στα πιο απαισιόδοξα σενάρια, είναι εκείνο που θα ορίσει το συνολικό αντίκρισμα των τίτλων υψηλής ασφάλειας - χαμηλού τόκου (AAA όπως ορίζεται από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης) που θα εκδώσει η εταιρεία ειδικού σκοπού.

Επιπλέον, η τιτλοποίηση μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερη διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού καθώς, για τη διεκπεραίωσή της, είναι απαραίτητο να καταγραφούν και να προδιαγραφούν οι μέθοδοι της διαχείρισης των στοιχείων και της συλλογής των εσόδων που προκύπτουν από αυτά. Στη συνέχεια, οι όροι

κάθε τιτλοποίησης τόσο για τον ιδιωτικό όσο και τον δημόσιο τομέα, επιβάλλουν την αυστηρή παρακολούθηση της εφαρμογής και την τακτική επίβλεψη της αποτελεσματικότητας αυτών των μεθόδων.

Η τιτλοποίηση επίσης, όπως έχει υλοποιηθεί ως τώρα, δεν διαφοροποιείται σημαντικά από τον συμβατικό δανεισμό στο κατά πόσο βασίζεται σε μελλοντικά έσοδα για την αποπληρωμή των σχετικών τίτλων.

Η μόνη διαφορά επί της ουσίας είναι πως βασίζεται σε συγκεκριμένα έσοδα τα οποία ο οργανισμός που τιτλοποιεί έχει την υποχρέωση να διοχετεύσει στην εξυπηρέτηση των ομολόγων που προκύπτουν από την τιτλοποίηση.

Όταν όμως έχουν καλυφτεί τα ποσά που είναι απαραίτητα για την εξυπηρέτηση αυτών των ομολόγων, τα επιπλέον τιτλοποιημένα έσοδα αναδιοχετεύονται στον αρχικό φορέα, όπως π.χ. στο ελληνικό κράτος όταν έχουμε τιτλοποίηση Εσόδων του Ελληνικού Δημοσίου, ή αναδιοχετεύονται στην επιχείρηση όταν έχουμε τιτλοποίηση του Ιδιωτικού τομέα και είναι στη διάθεσή του για ό,τι ανάγκες έχει να καλύψει.

Συμπληρωματικά, τα πλεονεκτήματα μιας τιτλοποίησης μπορεί να περιλαμβάνουν και την πρόσβαση σε νέα επενδυτικά κεφάλαια καθώς κάποιοι

επενδυτικοί οίκοι επενδύουν μόνο σε υψίστης ασφαλείας ομόλογα (AAA) ενώ το χρέος από την Ελλάδα έχει δείκτη ασφαλείας μόνο ένα (A).

Τελικά, ένα από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα της τιτλοποίησης είναι η μη επιβάρυνση του ισολογισμού του οργανισμού που τιτλοποιεί, στη περίπτωση της Ελλάδος, ως ίδιον χρέος( τιτλοποίηση Δημόσιου Τομέα) ή η μη επιβάρυνση του Ισολογισμού της επιχείρησης ( σε περίπτωση τιτλοποίησης του Ιδιωτικού τομέα).

Αυτός ο αποχαρακτηρισμός των τίτλων από ελληνικό χρέος ήταν και η αιτία που η τιτλοποίηση θεωρήθηκε δημιουργική λογιστική, ένα τέχνασμα, ώστε η κυβέρνηση να δανειστεί κεφάλαια, χωρίς να καταγράψει χρέος στον ισολογισμό, και παράλληλα να καταγράψει πώληση στοιχείων, άρα έσοδα που επιτυγχάνουν την πολυπόθητη μείωση του δημοσίου ελλείμματος. Το αντίστοιχο θεωρείται και για τις τιτλοποιήσεις του Ιδιωτικού τομέα.

Οι τέσσερις προηγούμενες τιτλοποιήσεις έγιναν σε μία περίοδο όπου η λογιστική αντιμετώπιση της τιτλοποίησης δεν ήταν ήδη θεσμοθετημένη, αν και η χρήση της γινόταν ευρέως και από άλλα κράτη, πέρα από την Ελλάδα, όπως, και σε μεγαλύτερη έκταση, στην Ιταλία.

Είναι φαινόμενο της λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος σήμερα, η σύλληψη και εφαρμογή πληθώρας χρηματοοικονομικών προϊόντων (όπως η τιτλοποίηση), να προηγείται χρονικά των κανόνων που διέπουν τη λογιστική αντιμετώπισή της.

Σ' αυτό το χρονικό στάδιο που μεσολαβεί μεταξύ της υλοποίησης ενός νέου χρηματοοικονομικού προϊόντος και της επιβολής σχετικών κανόνων για την καταγραφή του είναι επόμενο να υπάρχουν πολλαπλές απόψεις για την κατηγοριοποίηση της συναλλαγής τόσο από τους λογιστές όσο και από τους οίκους ορκωτών λογιστών που επικυρώνουν τη σχετική αντιμετώπιση.

Πλέον, όμως, η τιτλοποίηση ως χρηματοοικονομικό προϊόν έχει αναγνωριστεί και οι κανόνες χρήσης της και λογιστικής αντιμετώπισής της έχουν καταγραφεί τόσο για τον ιδιωτικό όσο και για τον δημόσιο τομέα.

Τα πιστωτικά ιδρύματα και οι λοιποί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί δραστηριοποιούνται σήμερα σε ένα περιβάλλον που χαρακτηρίζεται από την πολυπλοκότητα των χρηματοοικονομικών προϊόντων και αγορών, τον αυξανόμενο ανταγωνισμό, την αύξηση των αναλαμβανόμενων κινδύνων και την ανάγκη κάλυψης των απαιτήσεων των εποπτικών αρχών.

Σκοπός:

- Η ανάδειξη της αναγκαιότητας και η παρουσίαση των διαδικασιών της διαχείρισης των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού, ώστε στο σημερινό σύνθετο χρηματοοικονομικό περιβάλλον να διασφαλίζεται το άριστο αποτέλεσμα, από άποψη εσόδων και κερδών, στο πλαίσιο των αναλαμβανόμενων κινδύνων.
- Η παρουσίαση και ανάπτυξη μέτρων που επιβάλλονται για την αντιστάθμιση των χρηματοοικονομικών κινδύνων τόσο κατά τη λειτουργία της άντλησης όσο και κατά τη λειτουργία της τοποθέτησης των κεφαλαίων, υπό το πρίσμα των δυνατοτήτων που δίνει το θεσμικό πλαίσιο για τα ομολογιακά δάνεια και την τιτλοποίηση απαιτήσεων.

Προσδοκώμενα οφέλη:

- Ικανότητα αναγνώρισης των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού και των χαρακτηριστικών τους
- Δυνατότητα αναδιάρθρωσης των στοιχείων αυτών και αντιστάθμισης των κινδύνων
- Κατανόηση των δυνατοτήτων που προσφέρει η τιτλοποίηση απαιτήσεων



Η Eurostat, η Ευρωπαϊκή Στατιστική Υπηρεσία, εξέδωσε απόφαση το 2002 και οδηγίες το 2003 για το κατά πόσο και κάτω από ποιους όρους μπορεί μια τιτλοποίηση να χαρακτηριστεί ως κρατικό χρέος ή όχι.

Πιστή στο ρεύμα που επικρατεί στα σώματα που συγγράφουν τα λογιστικά πρότυπα, η Eurostat εστίασε την προσοχή της στην ουσία της τιτλοποίησης. Συγκεκριμένα, θέτει το ερώτημα, του ποιος αναλαμβάνει τον μεγαλύτερο κίνδυνο της μη απόδοσης των τιτλοποιημένων στοιχείων και συνεπώς έχει την ευθύνη της πλήρους και έγκαιρης πληρωμής των εν λόγω τίτλων.

Εάν, βάσει κάποιων κριτηρίων, ο κίνδυνος που αναλαμβάνουν οι επενδυτές είναι μικρός ή και ανύπαρκτος σε περίπτωση εγγυήσεων του ελληνικού κράτους, οι τίτλοι που προκύπτουν θεωρούνται δημόσιο χρέος και δεν υπάρχει κανένα θετικό έσοδο για τον κρατικό ισολογισμό.

#### **Βασικά κριτήρια που χρησιμοποιεί η Eurostat:**

Τα ακόλουθα είναι τα βασικά κριτήρια που η Eurostat χρησιμοποιεί για την κατηγοριοποίηση μιας τιτλοποίησης ως κρατικού χρέους, ή ως χρέους επιχείρησης που προβαίνει σε τιτλοποίηση και ανήκει στον Ιδιωτικό τομέα:

A) την ύπαρξη εγγυήσεων προς τους κατόχους των τίτλων απ' ευθείας από το κράτος.

B) Την πώληση των στοιχείων σε αρχική τιμή χαμηλότερη του 85% της πραγματικής αξίας τους.

Επειδή τα τιτλοποιούμενα στοιχεία, ιδιαίτερα όταν είναι κρατικά, δεν διαπραγματεύονται στην αγορά ώστε να είναι εύκολη η εκτίμηση της αξίας τους, η Eurostat ορίζει ο υπολογισμός της αξίας των στοιχείων αυτών να γίνεται από ανεξάρτητο οίκο.

Επίσης, η Eurostat απαγορεύει τιτλοποίηση/ προείσπραξη μελλοντικών εσόδων, εφόσον δεν είναι καταγεγραμμένα ήδη στον ισολογισμό του κράτους, όπως για παράδειγμα θα είναι οι μελλοντικές ληξιπρόθεσμες απαιτήσεις, όπου έχει παγιωθεί το απαιτητό ποσό.

Αυτοί είναι οι κανόνες οι οποίοι τέθηκαν από τη Eurostat καθώς αναγνωρίστηκαν τα πλεονεκτήματα της τιτλοποίησης ως χρηματοοικονομικού προϊόντος, αλλά και αποσκοπώντας σε μια ελεγχόμενη χρήση της τιτλοποίησης από τις κυβερνήσεις.

Η προσunenνόηση που κάνει χώρα με τη Eurostat για την τιτλοποίηση ληξιπρόθεσμων απαιτήσεων λειτουργεί ως ένδειξη μη παρέκκλισης και βοηθά στο να αποφευχθεί η παρερμηνεία αυτών των κανόνων που σίγουρα θα θέτει την όποια τιτλοποίηση σε κίνδυνο επαναπροσδιορισμού της ως κρατικού χρέους.

Και αυτό θα σήμαινε πως θα ήταν ανώφελα και το έργο και οι αμοιβές που αποδίδονται για μια διαδικασία όπως η τιτλοποίηση.

Εφόσον όμως η ερμηνεία και εφαρμογή αυτών των κανόνων είναι σωστή, η Ελλάδα ως κράτος έχει ποικιλία και πληθώρα στοιχείων ενεργητικού που μπορούν να τιτλοποιηθούν ενισχύοντας έτσι μια επιτυχημένη δημοσιονομική πολιτική.

#### **1. Ελάχιστες απαιτήσεις για την αναγνώριση σημαντικής μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου στις παραδοσιακές τιτλοποιήσεις.**

Η μεταβιβάζουσα τράπεζα σε μια παραδοσιακή τιτλοποίηση μπορεί να εξαιρεί τα τιτλοποιημένα ανοίγματα από τον υπολογισμό των σταθμισμένων ποσών και των ποσών αναμενόμενης ζημιάς εάν ένα σημαντικό μέρος του πιστωτικού κινδύνου των τιτλοποιημένων ανοιγμάτων έχει μεταφερθεί σε τρίτους και εάν η μεταφορά αυτή πληροί τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

(α) τα έγγραφα της τιτλοποίησης αντικατοπτρίζουν τα ουσιώδη οικονομικά χαρακτηριστικά της συναλλαγής.

(β) τα τιτλοποιημένα ανοίγματα τίθενται εκτός του ελέγχου της μεταβιβάζουσας τράπεζας και των πιστωτών της, ιδίως σε διαδικασίες πτώχευσης και θέσης υπό αναγκαστική διαχείριση. Το αποτέλεσμα αυτό επιβεβαιώνεται από ειδικό νομικό σύμβουλο του οποίου ζητείται η γνώμη.

(γ) οι εκδιδόμενοι τίτλοι δεν επιβάλλουν καμία υποχρέωση πληρωμής στην μεταβιβάζουσα τράπεζα.

(δ) ο εκδοχέας (transferee) είναι οντότητα ειδικού σκοπού (securitisation special- purpose entity (SSPE)) .

(ε) η μεταβιβάζουσα τράπεζα δεν διατηρεί πραγματικό ή έμμεσο έλεγχο επί των μεταβιβασθέντων ανοιγμάτων. Θεωρείται ότι ο μεταβιβάζων έχει διατηρήσει πραγματικό έλεγχο επί των μεταβιβασθέντων ανοιγμάτων εάν έχει το δικαίωμα να τα επαναγοράσει από τον εκδοχέα για να ρευστοποιήσει τα κέρδη τους ή εάν είναι υποχρεωμένος να αναλάβει εκ νέου το μεταφερθέντα κίνδυνο. Η διατήρηση από την μεταβιβάζουσα τράπεζα δικαιωμάτων ή υποχρεώσεων εξυπηρέτησης των μεταβιβασθέντων ανοιγμάτων δεν συνιστά καθαυτή έμμεσο έλεγχο επί των ανοιγμάτων.

(στ) εάν υπάρχει δικαίωμα επαναγοράς (clean-up call option) των επανεκδοθέντων τίτλων, πρέπει να πληρούνται οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

(i) το δικαίωμα επαναγοράς μπορεί να ασκηθεί με διακριτική ευχέρεια της μεταβιβάζουσας τράπεζας.

(ii) το δικαίωμα επαναγοράς μπορεί να ασκηθεί μόνο εάν 10% ή λιγότερο της αρχικής αξίας των τιτλοποιημένων ανοιγμάτων παραμένει ανεξόφλητη (unamortised) και

(iii) το δικαίωμα επαναγοράς δεν είναι διαρθρωμένο με τρόπο ώστε να αποφεύγεται ο καταλογισμός των ζημιών σε θέσεις πιστωτικής ενίσχυσης ή σε άλλες θέσεις που κατέχονται από επενδυτές, ούτε κατά τρόπο ώστε να παρέχει πιστωτική ενίσχυση και

(ζ) τα έγγραφα που συνοδεύουν την τιτλοποίηση δεν περιέχουν καμία ρήτρα που:

(i) απαιτεί, εκτός των περιπτώσεων όπου προβλέπεται πρόωρη εξόφληση, τη βελτίωση των θέσεων τιτλοποίησης από την μεταβιβάζουσα τράπεζα, μεταξύ άλλων με την αναδιάταξη των υποκείμενων πιστωτικών ανοιγμάτων ή με την αύξηση της απόδοσης που καταβάλλεται στους επενδυτές σε περίπτωση επιδείνωσης της πιστωτικής ποιότητας των τιτλοποιημένων ανοιγμάτων ή που

(ii) αυξάνει την απόδοση που καταβάλλεται στους κατόχους των θέσεων τιτλοποίησης σε περίπτωση επιδείνωσης της πιστωτικής ποιότητας της υποκείμενης ομάδας απαιτήσεων.

**2. Ελάχιστες απαιτήσεις για την αναγνώριση σημαντικής μεταφοράς πιστωτικού κινδύνου στις σύνθετες τιτλοποιήσεις, (όπως αυτές περιγράφονται και στις έγγραφες οδηγίες της Eurostat).**

Η μεταβιβάζουσα τράπεζα σε μια σύνθετη τιτλοποίηση μπορεί να υπολογίζει τα σταθμισμένα ποσά και, κατά περίπτωση, τα ποσά αναμενόμενης ζημιάς για τα τιτλοποιημένα ανοίγματα σύμφωνα με τις παραγράφους 3 και 4 των οδηγιών της Eurostat, εάν σημαντικό μέρος του πιστωτικού κινδύνου έχει μεταφερθεί σε τρίτους με χρηματοδοτούμενη ή με μη χρηματοδοτούμενη πιστωτική προστασία και εάν η μεταβίβαση αυτή πληροί τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

(α) τα έγγραφα της τιτλοποίησης αντικατοπτρίζουν τα ουσιώδη οικονομικά χαρακτηριστικά της συναλλαγής.

(β) η πιστωτική προστασία με την οποία μεταφέρεται ο πιστωτικός κίνδυνος πληροί τις απαιτήσεις επιλεξιμότητας και τις λοιπές απαιτήσεις των παραγράφων 34 έως 37 της Ενότητας Α για την αναγνώριση αυτής της πιστωτικής προστασίας.

Για τους σκοπούς της παρούσας παραγράφου, οι οντότητες τιτλοποίησης ειδικού σκοπού δεν αναγνωρίζονται ως αποδεκτοί πάροχοι μη χρηματοδοτούμενης προστασίας.

(γ) τα μέσα που χρησιμοποιούνται για τη μεταβίβαση του πιστωτικού κινδύνου δεν περιέχουν όρους ή προϋποθέσεις που:

(i) επιβάλλουν όρια σημαντικότητας (significant materiality thresholds) κάτω από τα οποία η πιστωτική προστασία θεωρείται ότι δεν ενεργοποιείται από την έλευση ενός πιστωτικού γεγονότος,

(ii) προβλέπουν τον τερματισμό της προστασίας σε περίπτωση επιδείνωσης της ποιότητας των υποκείμενων ανοιγμάτων,

(iii) απαιτούν, εκτός των περιπτώσεων όπου προβλέπεται πρόωρη εξόφληση, τη βελτίωση των θέσεων τιλοποίησης από την μεταβιβάζουσα τράπεζα,

(iv) αυξάνουν το κόστος της πιστωτικής προστασίας για την τράπεζα ή την απόδοση που καταβάλλεται στους κατόχους θέσεων τιλοποίησης σε περίπτωση επιδείνωσης της πιστωτικής ποιότητας της υποκείμενης ομάδας ανοιγμάτων, και

(δ) έχει ληφθεί γνώμη ειδικού νομικού συμβούλου που επιβεβαιώνει ότι είναι δυνατή η επίκληση της πιστωτικής προστασίας σε όλες τις χώρες που έχουν δικαιοδοσία.

**3. Υπολογισμός από τη μεταβιβάζουσα τράπεζα των σταθμισμένων ποσών για τα τιτλοποιημένα ανοίγματα στις σύνθετες τιτλοποιήσεις, (όπως αυτές περιγράφονται και στις έγγραφες οδηγίες της Eurostat).**

Κατά τον υπολογισμό των σταθμισμένων ποσών για τα τιτλοποιημένα ανοίγματα, εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις της παραγράφου 2, η μεταβιβάζουσα τράπεζα σε μια σύνθετη τιτλοποίηση χρησιμοποιεί, με την επιφύλαξη των παραγράφων 5 έως 7, τις κατάλληλες μεθόδους υπολογισμού του Μέρους 4 και όχι εκείνες των παραγράφων 22 έως 27 της Ενότητας Α.

Για τις τράπεζες που υπολογίζουν τα σταθμισμένα ποσά και τα ποσά αναμενόμενης ζημίας σύμφωνα με τις παραγράφους 28 έως 33 της Ενότητας Α, το ποσό αναμενόμενης ζημίας για τα ανοίγματα αυτά είναι μηδέν.

Για λόγους σαφήνειας, η παράγραφος 3 αναφέρεται στο σύνολο της ομάδας ανοιγμάτων που περιλαμβάνονται στην τιτλοποίηση.

Με την επιφύλαξη των παραγράφων 5 έως 7, η μεταβιβάζουσα τράπεζα υπολογίζει τα σταθμισμένα ποσά για όλα τα τμήματα (tranches) της τιτλοποίησης σύμφωνα με τις διατάξεις του Μέρους 4, περιλαμβανομένων εκείνων που σχετίζονται με την αναγνώριση της μείωσης του πιστωτικού κινδύνου.



Για παράδειγμα, εάν ένα τμήμα μεταφέρεται σε τρίτο με μη χρηματοδοτούμενη πιστωτική προστασία, ο συντελεστής στάθμισης που εφαρμόζεται σε αυτόν τον τρίτο εφαρμόζεται και στο τμήμα αυτό κατά τον υπολογισμό των σταθμισμένων ποσών της μεταβιβάζουσας τράπεζας.

**3.1. Αντιμετώπιση των αναντιστοιχιών (mismatches) ληκτότητας σε σύνθετες τιτλοποιήσεις, (όπως αυτές περιγράφονται και στις έγγραφες οδηγίες της Eurostat).**

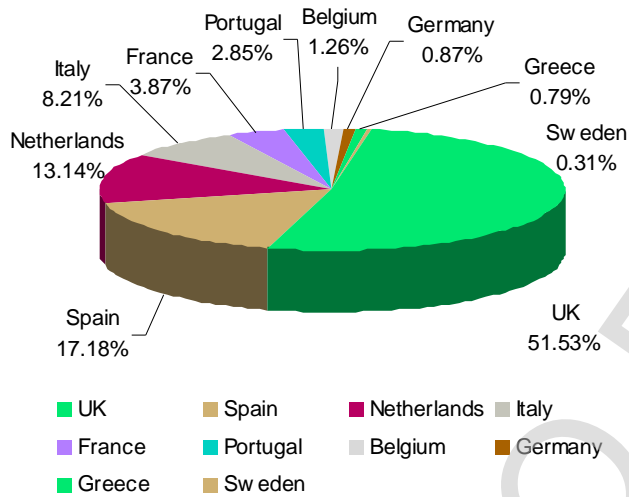
Για τον υπολογισμό των σταθμισμένων ποσών των ανοιγμάτων σύμφωνα με την παράγραφο 3, κάθε αναντιστοιχία μεταξύ της ληκτότητας της πιστωτικής προστασίας με την οποία επιτυγχάνεται η τμηματοποίηση και της ληκτότητας των τιτλοποιημένων ανοιγμάτων λαμβάνεται υπόψη σύμφωνα με τις παραγράφους 6 έως 7.

Η ληκτότητα των τιτλοποιημένων ανοιγμάτων είναι η μεγαλύτερη ληκτότητα οποιουδήποτε από τα ανοίγματα αυτά, με ανώτατο όριο τα 5 έτη. Η ληκτότητα της πιστωτικής προστασίας προσδιορίζεται σύμφωνα με το Παράρτημα VIII.

Η μεταβιβάζουσα τράπεζα πρέπει να αγνοήσει κάθε αναντιστοιχία ληκτότητας κατά τον υπολογισμό των σταθμισμένων ποσών για τα τμήματα στα οποία, στο πλαίσιο του Μέρους 4, εφαρμόζεται συντελεστής στάθμισης κινδύνων 1250%.

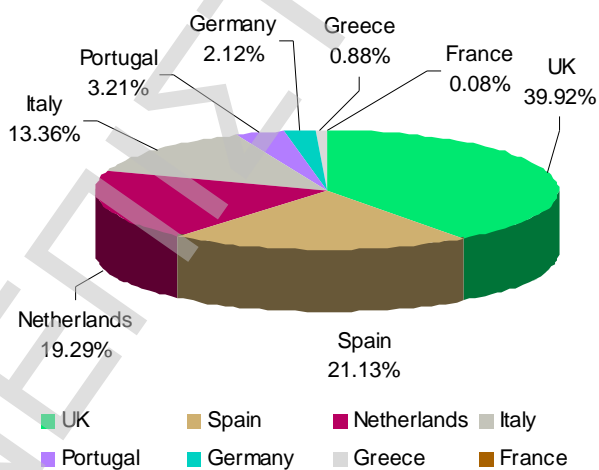
## Ευρωπαϊκή Αγορά (RMBS)

### Κατηγοριοποίηση ανά χώρα για το έτος 2004



## Ευρωπαϊκή αγορά για τα έτη 2004 και 2005

### Κατηγοριοποίηση ανά χώρα για το έτος 2005



|           |            |            |
|-----------|------------|------------|
| ΥΨΗΛΟ = Υ | ΜΕΣΑΙΟ = Μ | ΧΑΜΗΛΟ = Χ |
|-----------|------------|------------|

|                              | Κόστος Χρηματοδότησης | Αποδέσμευση κεφαλαίων | Κέρδη - Ζημιές |
|------------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------|
| ΥΠΟΘΗΚΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ            | Χ                     | Μ                     | +              |
| ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΥΠΟΘΗΚΕΣ           | Μ                     | Υ                     | +              |
| CDOs / CBOs                  | Υ                     | Μ                     | + / -          |
| ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΕΙΣ     | Μ                     | Μ                     | +              |
| ΚΑΤΑΝ. ΔΑΝΕΙΑ / ΠΙΣΤ. ΚΑΡΤΕΣ | Χ                     | Υ                     | +              |
| ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ            | Μ                     | Υ                     | + / -          |
| ΜΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΑ ΔΑΝΕΙΑ          | Υ                     | Υ                     | -              |

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

### 5.1 Διεθνής και Ευρωπαϊκή Οικονομία

#### 5.1.1 Η οικονομική δραστηριότητα διεθνώς

Τα διαθέσιμα στοιχεία του α' εξαμήνου στην ευρωζώνη δημιουργούν την αισιοδοξία ότι οι οικονομικές επιδόσεις για το 2006 μπορεί τελικά να διαμορφωθούν σε επίπεδα υψηλότερα από αυτά που αρχικά προβλέπονταν (άνοιξη 2006).

Το α' εξάμηνο του 2006 ο ρυθμός ανάπτυξης επιταχύνθηκε στο 2,4%, με αποτέλεσμα να κινείται κοντά, ή και να υπερβαίνει το ρυθμό αύξησης του δυνητικού ΑΕΠ της ευρωζώνης.

Οι παράγοντες που συνεισφέρουν στην αύξηση του ΑΕΠ είναι τόσο η εγχώρια ζήτηση, όσο και το εξωτερικό ισοζύγιο. Είναι σημαντικό ότι οι έρευνες εμπιστοσύνης των νοικοκυριών και επιχειρήσεων δείχνουν συνεχή βελτίωση, με αποτέλεσμα την ενίσχυση των προβλέψεων για επιτάχυνση της ανάκαμψης. Για το 2007, προβλέπεται μια μικρή επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης, κυρίως λόγω των προγραμματισμένων δημοσιονομικών μέτρων που έχουν ήδη ανακοινωθεί στη Γερμανία.

Η διεθνής τιμή του πετρελαίου σημείωσε έντονη άνοδο μέσα στο 2006, πλησιάζοντας τα 80 δολάρια το βαρέλι.

Η γεωπολιτική αβεβαιότητα στο χώρο της Μέσης Ανατολής, η αδυναμία αύξησης της παραγωγής από τις πετρελαιοπαραγωγές χώρες και η αυξημένη ζήτηση λόγω της επιταχυνόμενης διεθνούς οικονομικής ανάπτυξης αποτελούν τους κύριους λόγους της δυσμενούς αυτής εξέλιξης.

Ο Διεθνής Οργανισμός Ενέργειας προβλέπει αύξηση της ζήτησης κατά 1,4% το 2006. Οι υψηλές τιμές του πετρελαίου επηρεάζουν αρνητικά την ανάπτυξη στην ευρωζώνη.

Σύμφωνα με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, μια μόνιμη αύξηση της τιμής του πετρελαίου κατά 10 δολάρια ΗΠΑ το βαρέλι, μειώνει το ΑΕΠ της ευρωζώνης κατά 0,3 εκατοστιαίες μονάδες το πρώτο έτος, και 0,1 μονάδες το δεύτερο και τρίτο έτος. Παράλληλα, αυξάνει τον πληθωρισμό κατά 0,2 ποσοστιαίες μονάδες, τόσο τον πρώτο, όσο και το δεύτερο χρόνο.

Το διαρθρωτικό δημοσιονομικό έλλειμμα της ευρωζώνης βελτιώθηκε κατά 0,6% του ΑΕΠ το 2005, κατά 0,2% το 2006, ενώ προβλέπεται περαιτέρω μείωση κατά 0,5% το 2007.

Σύμφωνα με τις τελευταίες προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου<sup>1</sup> (ΔΝΤ), το παγκόσμιο ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 5,1% το 2006 για να επιβραδυνθεί ελαφρά στο 4,9% το 2007. Ο

ρυθμός ανάπτυξης στις ΗΠΑ εκτιμάται στο 3,4% το 2006 και στο 2,9% το 2007, ενώ αντιστοίχως η ανάπτυξη στην ευρωζώνη θα ανέλθει στο 2,6% εφέτος, για να υποχωρήσει στο 2,1% το 2007.

Σημαντική θα είναι και η ανάπτυξη στην Ιαπωνία, με ρυθμούς 2,7% το 2006 και 2,1% το 2007. Από τις υπόλοιπες χώρες, η Κίνα και η Ινδία θα συνεχίσουν να αναπτύσσονται με υψηλότατους ρυθμούς.

Το ΔΝΤ εκτιμά ότι η κινέζικη οικονομία θα αναπτύσσεται με ρυθμούς 10% τη διετία 2006-07, ενώ το ΑΕΠ της Ινδίας θα αυξηθεί κατά 8,3% το 2006 και κατά 7,3% το 2007.

Το ΔΝΤ προβλέπει επίσης ότι οι τιμές του πετρελαίου θα διατηρηθούν σε υψηλά επίπεδα στο υπόλοιπο του 2006 και στο 2007, κυμαινόμενες μεταξύ 70-75 δολαρίων ΗΠΑ. Παρόλα αυτά, δεν θεωρεί την εξέλιξη αυτή ως ιδιαίτερη απειλή για τον πληθωρισμό. Όμως, από τον Ιούλιο του 2006 και μετά η τιμή του πετρελαίου σημειώνει έντονη μείωση.

Έτσι στις πρόσφατες φθινοπωρινές προβλέψεις της η Ευρωπαϊκή Επιτροπή περιορίζει την εκτίμησή της για μέσο όρο της τιμής του πετρελαίου το 2006 στα 65,6 δολ. ΗΠΑ και στα 66,3 δολ. το 2007. Οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης σε πολλές χώρες έχουν οδηγήσει σε μείωση των παραγωγικών κενών τους, με αποτέλεσμα την ενίσχυση των πληθωριστικών πιέσεων.

Για αυτό τον λόγο, πολλές κεντρικές τράπεζες αναπτυγμένων οικονομιών έχουν υιοθετήσει μια περισσότερο περιοριστική νομισματική πολιτική. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προβλέπει ότι ο πληθωρισμός στην ευρωζώνη θα είναι 2,2% το 2006 και θα υποχωρήσει στο 2,1% το 2007. Για την ιαπωνική οικονομία προβλέπεται από το ΔΝΤ, μετά από αρκετά χρόνια αποπληθωρισμού, αύξηση των τιμών κατά 0,3% το 2006 και 0,7% το 2007, ενώ στις ΗΠΑ ο πληθωρισμός θα υποχωρήσει το 2007 στο 2,9%, από 3,6% το 2006.

IMF World Economic Outlook, 9/2006, European Commission – Economic Forecasts, Autumn 2006

Σύμφωνα με τον ορισμό του ΔΝΤ περιλαμβάνονται 29 οικονομίες.

Ο υπολογισμός του διαρθρωτικού ελλείμματος αποσκοπεί στην αποτύπωση της δημοσιονομικής κατάστασης χωρίς τις επιδράσεις του οικονομικού κύκλου.

Το νομισματικό μέγεθος M3 της Ελλάδος, αλλά και κάθε χώρας της ζώνης του ευρώ, δεν μπορεί να υπολογιστεί με ακρίβεια, καθώς τα κέρματα και τραπεζογραμμάτια ευρώ που έχουν τεθεί σε κυκλοφορία σε κάθε χώρα της ζώνης του ευρώ διακρατούνται και από κατοίκους άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ (αλλά και από κατοίκους τρίτων χωρών).

Επομένως, εξαιτίας των τεχνικών προβλημάτων για τον υπολογισμό του νομίσματος σε κυκλοφορία σε κάθε χώρα της ζώνης του ευρώ, δεν σχολιάζεται η εξέλιξη του ελληνικού M3, παρά μόνον η εξέλιξη των βασικών συνιστωσών

του (εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία).

Η χρηματοδότηση της οικονομίας από τα εγχώρια ΝΧΙ περιλαμβάνει το υπόλοιπο των δανείων που αυτά έχουν χορηγήσει στις επιχειρήσεις, τα νοικοκυριά και τη γενική κυβέρνηση καθώς και το σύνολο των χρεογράφων του Δημοσίου και των ομολόγων των επιχειρήσεων που διακρατούνται από την κεντρική τράπεζα, τα πιστωτικά ιδρύματα και τα αμοιβαία κεφάλαια διαθέσιμων.

Επιπλέον, για τον υπολογισμό των ρυθμών μεταβολής της συνολικής χρηματοδότησης, εκτός από τη μεταβολή των σχετικών υπολοίπων, λαμβάνονται υπόψη και οι τιλοποιήσεις δανείων καθώς και το σύνολο των διαγραφών στις οποίες προέβησαν οι τράπεζες κατά την περίοδο αναφοράς.

Οι τρέχουσες μεταβιβάσεις από την ΕΕ περιλαμβάνουν κυρίως τις απολήψεις από το Τμήμα Εγγυήσεων του Ευρωπαϊκού Γεωργικού Ταμείου Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΕΓΤΠΕ) στο πλαίσιο της λειτουργίας της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής (ΚΑΠ), τις απολήψεις από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο και τις αποδόσεις προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό.

Οι τακτικές αποδόσεις προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό (καταβολή ιδίων πόρων) περίπου ισοκατανέμονται μέσα στο έτος. Στο σκέλος όμως των αποδόσεων της Ελλάδος προς την ΕΕ, όπως καταγράφονται στο Ισοζύγιο Πληρωμών, πέραν των τακτικών αποδόσεων προς τον Κοινοτικό Προϋπολογισμό εγγράφονται και ορισμένα άλλα ποσά, τα οποία ορισμένους μήνες ή έτη παρουσιάζουν συγκυριακή αύξηση, όπως είχε συμβεί το 2005.



Επισημαίνεται ότι οι απολήψεις από το Τμήμα Εγγυήσεων του ΕΓΤΠΕ διατηρήθηκαν στα ίδια περίπου επίπεδα με την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους.

Οι εισροές αυτές διακινούνται μέσω του λογαριασμού 242174/1 της Ε.Ε. ο οποίος τηρείται στην ΤτΕ. Ο λογαριασμός αυτός δύναται να εμφανίσει λογιστικά υπόλοιπα τα οποία χρησιμοποιούνται σε επόμενες χρονικές περιόδους και επομένως η μηνιαία ή ετήσια εισροή συναλλάγματος για την τροφοδότηση του λογαριασμού αυτού δεν αντιστοιχεί πάντοτε στα ποσά των επιδοτήσεων της ΚΑΠ.

Οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις από την ΕΕ περιλαμβάνουν κυρίως τις απολήψεις από τα Διαρθρωτικά Ταμεία πλην του Ευρωπαϊκού Κοινωνικού Ταμείου και από το Ταμείο Συνοχής βάσει των ΚΠΣ.

Η οικονομική πολιτική στις περισσότερες προηγμένες οικονομίες το 2006, αν και κινήθηκε σε περιοριστική κατεύθυνση, εξακολούθησε να υποστηρίζει την άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας σε περιβάλλον σταθερότητας των τιμών.

Το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης των επτά μεγαλύτερων προηγμένων οικονομιών (G7) εκτιμάται από το ΔΝΤ ότι υποχώρησε περαιτέρω το 2006, παραμένοντας όμως σημαντικό (3,2% του ΑΕΠ, έναντι 3,6% το 2005 και 4,3% το 2004). Η βελτίωση αυτή προήλθε σχεδόν εξ ολοκλήρου από τη μείωση του διαρθρωτικού ελλείμματος των οικονομιών αυτών, το οποίο υποχώρησε στο 3,1% του δυνητικού ΑΕΠ,3 έναντι 3,4% το 2005.

Η δημοσιονομική βελτίωση ήταν μεγαλύτερη στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία και μικρότερη στις τέσσερις ευρωπαϊκές οικονομίες που είναι μέλη του G7, ενώ η οικονομία του Καναδά εξακολουθεί να είναι η μόνη μεταξύ των G7 με πλεονασματικό δημοσιονομικό ισοζύγιο. Στη ζώνη του ευρώ, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι περιορίστηκε στο 2,0% του ΑΕΠ το 2006 από 2,4% το 2005. Το δημόσιο χρέος της ζώνης του ευρώ σημείωσε υποχώρηση στο 69,4% του ΑΕΠ, από 70,6% το 2005.

Σχεδόν αμετάβλητο έναντι του προηγούμενου έτους εκτιμάται ότι παρέμεινε το δημόσιο χρέος των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας το 2006, στο 62,5% και 181,8% αντιστοίχως.

Στον πίνακα 1.1 παρουσιάζονται οι ετήσιες προβλέψεις του ΔΝΤ (Σεπτέμβριος 2006) για τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της παγκόσμιας οικονομίας, καθώς και οι προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την ευρωζώνη (Νοέμβριος 2006).

| Πίνακας 1.1 Μακροοικονομικές προβλέψεις        |      |      |      |
|--|------|------|------|
|  | 2005 | 2006 | 2007 |
| <b>Ρυθμός ανάπτυξης</b>                        |      |      |      |
| Αναπτυγμένες οικονομίες                        | 2,6  | 3,1  | 2,7  |
| Ευρωζώνη                                       | 1,4  | 2,6  | 2,1  |
| ΗΠΑ  | 3,2  | 3,4  | 2,9  |
| Ιαπωνία  | 2,6  | 2,7  | 2,1  |
| <b>Πληθωρισμός</b>                             |      |      |      |
| Αναπτυγμένες οικονομίες                        | 2,3  | 2,6  | 2,3  |
| Ευρωζώνη                                       | 2,2  | 2,2  | 2,1  |
| ΗΠΑ  | 3,4  | 3,6  | 2,9  |
| Ιαπωνία  | -0,6 | 0,3  | 0,7  |
| <b>Ποσοστό ανεργίας</b>                        |      |      |      |
| Αναπτυγμένες οικονομίες                        | 6,0  | 5,6  | 5,5  |
| Ευρωζώνη                                       | 8,6  | 8,0  | 7,7  |
| ΗΠΑ  | 5,1  | 4,8  | 4,9  |
| Ιαπωνία  | 4,4  | 4,1  | 4,0  |
| <b>Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (% ΑΕΠ)</b>   |      |      |      |
| Αναπτυγμένες οικονομίες                        | -1,4 | -1,6 | -1,7 |
| Ευρωζώνη                                       | 0,0  | -0,1 | 0,1  |
| ΗΠΑ  | -6,4 | -6,6 | -6,9 |
| Ιαπωνία  | 3,6  | 3,7  | 3,5  |
| <b>Ισοζύγιο γενικής κυβέρνησης (% του ΑΕΠ)</b> |      |      |      |
| Αναπτυγμένες οικονομίες                        | -3,6 | -3,2 | -3,2 |
| Ευρωζώνη                                       | -2,4 | -2,0 | -1,5 |
| ΗΠΑ  | -3,7 | -3,1 | -3,2 |
| Ιαπωνία  | -5,6 | -5,2 | -4,9 |

Πηγή: ΔΝΤ( Σεπτ. 2006) , Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Νοε. 2006) για τα μεγέθη της Ευρωζώνης

### 5.1.2 Νομισματικές εξελίξεις.

Οι διεθνείς νομισματικές συνθήκες συνέχισαν και το 2006 να είναι ευνοϊκές για την οικονομική ανάπτυξη, παρά το ότι η νομισματική πολιτική κινήθηκε προς περιοριστική κατεύθυνση. Στη ζώνη του ευρώ και την Ιαπωνία, τα πραγματικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια εξακολουθούν να βρίσκονται σε σχεδόν μηδενικό επίπεδο, ενώ στις ΗΠΑ, αν και αυξήθηκαν, παραμένουν αρκετά χαμηλά. Τα μακροπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια, αν και αυξήθηκαν κάπως το 2006, κινήθηκαν γενικά σε χαμηλά επίπεδα, περί το 1,5%.

Σε πολλές προηγμένες οικονομίες και στη ζώνη του ευρώ η νομισματική πολιτική το 2006 κινήθηκε προς περιοριστική κατεύθυνση. Ήδη διανύεται το τρίτο συνεχόμενο έτος κατά το οποίο ακολουθείται αυτή η πολιτική σε σημαντικές χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ. Η προηγηθείσα επεκτατική νομισματική πολιτική της περιόδου 2001 - 2003, κυρίως στις ΗΠΑ και την Ιαπωνία, δημιούργησε σταδιακά υψηλή ρευστότητα στο παγκόσμιο νομισματικό σύστημα.

Η πολιτική αυτή είχε ως στόχο την αποφυγή του κινδύνου της οικονομικής ύφεσης και του αποπληθωρισμού, αλλά και τον περιορισμό των επιπτώσεων στο εισόδημα και την δαπάνη από την παρατεταμένη διόρθωση των δεικτών στα διεθνή χρηματιστήρια,

Η πτώση των επιτοκίων, ονομαστικών και πραγματικών, σε ιστορικά χαμηλά

επίπεδα συνέβαλε πράγματι στην ισχυρή ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας, αλλά και στην ταυτόχρονη άνοδο των τιμών των μετοχών και ομολόγων, καθώς και στην ταχεία άνοδο των τιμών των ακινήτων σε πολλές προηγμένες οικονομίες.

Με την εδραίωση της οικονομικής ανάκαμψης, η εύλογη αντιστροφή της κατεύθυνσης της νομισματικής πολιτικής η οποία ξεκίνησε από το Ηνωμένο Βασίλειο και τις ΗΠΑ το 2003 - 2004, έγινε επιτακτικότερη από τα τέλη του 2005. Κύριος παράγοντας στην εξέλιξη αυτή ήταν η ανάγκη περιορισμού των συνεπειών στον πληθωρισμό από τις υψηλές και αυξανόμενες διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου.

Αναλυτικότερα, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ, αφού αύξησε το βασικό της βραχυπρόθεσμο επιτόκιο 13 φορές το 2004 και 2005, από το 1,0% στο 4,25%, το πρώτο εξάμηνο του 2006 προχώρησε σε ακόμα 4 ισόποσες αυξήσεις, καθορίζοντας το επιτόκιο αυτό στο 5,25% στις 29 Ιουνίου 2006.

Η ΕΚΤ μεταξύ Δεκεμβρίου του 2005 και τέλη Οκτωβρίου του 2006 αύξησε το βασικό της επιτόκιο, από το ιστορικώς χαμηλό επίπεδο του 2,0%, στο 3,25%. Η Τράπεζα της Αγγλίας έχοντας προβεί σε αυξήσεις του βασικού της επιτοκίου ήδη από την περίοδο Νοεμβρίου 2003, Αυγούστου 2004, τον Αύγουστο του 2006 το καθόρισε στο 4,75%.

Στην Ιαπωνία, όπου ο θετικός ρυθμός πληθωρισμού και η οικονομική ανάκαμψη είναι αρκετά πρόσφατες εξελίξεις, η Τράπεζα της Ιαπωνίας, στο

πλαίσιο της σταδιακής αναπροσαρμογής της πολιτικής της, αύξησε το βασικό της επιτόκιο στο 0,40% στις 14.7.2006 από 0,10% που ίσχυε από τις 19.9.2001.

Σε κύκλο αύξησης των βασικών τους επιτοκίων από το 2005 και μετά βρίσκονται επίσης η Εθνική Τράπεζα της Ελβετίας, η κεντρική Τράπεζα της Σουηδίας, αλλά και η κεντρική τράπεζα της Κίνας.

### **5.1.3 Νομισματικές εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ.**

Τα βασικά επιτόκια της ΕΚΤ αυξήθηκαν πέντε φορές από το Δεκέμβριο του 2005, συνολικά κατά 125 μονάδες βάσης. Έτσι, το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για τις πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης έχει διαμορφωθεί στο 3,25%, το επιτόκιο οριακής χρηματοδότησης στο 4,25% και το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων στο 2,25%.

Οι αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της ΕΚΤ για αύξηση των επιτοκίων στηρίχθηκαν στη διαπίστωση κινδύνων διατάραξης της σταθερότητας των τιμών μεσοπρόθεσμα, με βάση την αξιολόγηση των οικονομικών και νομισματικών συνθηκών στη ζώνη του ευρώ.

Η οικονομική ανάλυση στην οποία βασίστηκαν οι αυξήσεις των επιτοκίων δείχνει ότι το δεύτερο εξάμηνο του 2006, καθώς και το 2007, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να αυξηθεί με ρυθμό που προσεγγίζει το ρυθμό ανόδου του δυνητικού προϊόντος στη ζώνη του ευρώ.

Ο ρυθμός πληθωρισμού (παρά την υποχώρηση που σημείωσε το δίμηνο Σεπτεμβρίου Οκτωβρίου) αναμένεται να διαμορφωθεί άνω του 2% κατά μέσο όρο τόσο το 2006 όσο και το 2007.

Επίσης, οι προβολές των εμπειρογνομόνων της ΕΚΤ και του ευρώ συστήματος για τον πληθωρισμό, ιδίως για το τρέχον έτος, αναθεωρήθηκαν επανειλημμένα προς τα πάνω λόγω των αυξήσεων της τιμής του πετρελαίου.

Επιπλέον κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών διαπιστώνονται από τη διατήρηση σε υψηλά επίπεδα του ρυθμού αύξησης της ποσότητας χρήματος M3 (8,2% το τρίτο τρίμηνο του 2006 έναντι 7,8% το τελευταίο τρίμηνο του 2005), παρά την επιβράδυνση που σημειώθηκε το δίμηνο Ιουνίου Ιουλίου, και από τη συνεχή επιτάχυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα (σε 11,9% το τρίτο τρίμηνο του 2006 έναντι 9,4% το τελευταίο τρίμηνο του 2005), σε ένα περιβάλλον όπου υπήρχε ήδη υπερβάλλουσα ρευστότητα.

Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι τα ονομαστικά και πραγματικά επιτόκια για όλες τις διάρκειες εξακολουθούν να βρίσκονται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, παρά τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Τα επιτόκια στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ παρέμειναν σταθερά σε χαμηλά επίπεδα το μεγαλύτερο μέρος του 2005 και αυξήθηκαν σταδιακά το τελευταίο τρίμηνο, καθώς διαμορφώνονταν προσδοκίες για άνοδο των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ.

Η αύξηση των επιτοκίων στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ συνεχίστηκε και κατά τη διάρκεια του 2006.

Το επιτόκιο EURIBOR 3 μηνών διαμορφώθηκε σε 3,34% το Σεπτέμβριο του 2006 έναντι 2,47% το Δεκέμβριο του 2005.

Την ίδια περίοδο άνοδο παρουσίασαν και οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων με την απόδοση των 10ετών ομολόγων στη ζώνη του ευρώ να ανέρχεται σε 3,84% κατά μέσο όρο το Σεπτέμβριο του 2006 από 3,41% το Δεκέμβριο του 2005.

## **5.2 Ελληνική Οικονομία**

### **5.2.1 Γενική επισκόπηση της ελληνικής οικονομίας.**

Το 2004 ήταν έτος καμψής για την εφαρμοζόμενη οικονομική πολιτική της χώρας. Η ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας μέχρι το 2004 στηρίχθηκε στο πλαίσιο δημοσιονομική επέκταση ολυμπιακοί αγώνες κοινοτικά κονδύλια ιδιωτική κατανάλωση. Το αναπτυξιακό αυτό υπόδειγμα όχι μόνο δεν εξασφάλιζε διατηρήσιμους ρυθμούς ανάπτυξης μελλοντικά, αλλά οδήγησε σε δημοσιονομικό εκτροχιασμό και σε παράβαση των δημοσιονομικών κανόνων της Ευρωπαϊκής Ένωσης.



Ο επαναπροσδιορισμός της αναπτυξιακής πολιτικής ήταν απολύτως απαραίτητος, καθώς με την ολοκλήρωση των ολυμπιακών αγώνων και την εκτίναξη των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, οι προοπτικές για την ελληνική οικονομία ήταν δυσοίωνες.

Το μεταρρυθμιστικό πρόγραμμα που τέθηκε άμεσα σε εφαρμογή από το 2004 στόχευε στην αξιοποίηση των συγκριτικών / ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων της χώρας με την εφαρμογή ενός νέου αναπτυξιακού υποδείγματος, το οποίο στηρίζεται στο τρίπτυχο επιχειρηματικότητα εξωστρέφεια ανταγωνιστικότητα.

Το 2006 είναι το έτος όπου τα αποτελέσματα των μεταρρυθμιστικών πρωτοβουλιών των τελευταίων δύομισι ετών άρχισαν να γίνονται εμφανή. Συγκεκριμένα:

- Η φορολογική μεταρρύθμιση με τη σταδιακή μείωση των φορολογικών συντελεστών των επιχειρήσεων ενίσχυσε την επιχειρηματικότητα, έδωσε κίνητρα για επενδύσεις και διευκόλυσε την προσέλκυση ξένων επενδύσεων.
- Ο νέος επενδυτικός νόμος έδωσε ισχυρά κίνητρα για επενδύσεις, ιδιαίτερα στην περιφέρεια, ενισχύοντας κυρίως τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Τα αποτελέσματα είναι ήδη σημαντικά, καθώς σε 17 μήνες από την εφαρμογή του νόμου έχουν εγκριθεί 1825 επενδυτικά σχέδια ύψους 2,86 δισ. ευρώ, τα οποία δημιουργούν άμεσα 9.100 νέες θέσεις εργασίας.
- Οι συμπράξεις του δημόσιου και ιδιωτικού τομέα δημιουργούν νέο πλαίσιο

για την ανάπτυξη υποδομών και τη βελτίωση των παρεχομένων υπηρεσιών του δημοσίου. Από τον Απρίλιο του 2006 η Διυπουργική Επιτροπή των Συμπράξεων Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα έχει εγκρίνει την υπαγωγή συμπράξεων στις διατάξεις του νόμου με ενδεικτικό προϋπολογισμό 919,00 εκατ. ευρώ σε διάφορους τομείς της οικονομίας όπως στην παιδεία, στη δικαιοσύνη, στη δημόσια διοίκηση και στον πολιτισμό.

- Η αντιμετώπιση του ασφαλιστικού προβλήματος των τραπεζών συνεισέφερε στην εύρυθμη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος και στη διασφάλιση της καταβολής των συντάξεων των εργαζομένων. Επίσης, επέτρεψε τη συνέχιση της απελευθέρωσης και την ενίσχυση του ανταγωνισμού στην τραπεζική αγορά (αποκρατικοποίηση της Εμπορικής Τράπεζας).
- Το νέο θεσμικό πλαίσιο για τις δημόσιες επιχειρήσεις ενισχύει την εξυγίανση και την εύρυθμη λειτουργία τους στο πλαίσιο του ανταγωνισμού.
- Η νέα εξαγωγική πολιτική με την αποτελεσματική προώθηση των εξαγωγών μέσω της γενικότερης βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας των ελληνικών προϊόντων αποδίδει πλέον σημαντικούς καρπούς τους τελευταίους 20 μήνες. Οι εξαγωγές αυξάνονται με υψηλότερους διψήφιους ρυθμούς συμβάλλοντας έτσι στην υγιή ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας.

Ειδικότερα το 2005 η άνοδος των εξαγωγών αγαθών συνέβαλε κατά 20% στο ρυθμό ανάπτυξης, ενώ για εφέτος το ποσοστό εκτιμάται ότι θα ανέλθει στο

25,8%.

Το πρόγραμμα των μεταρρυθμίσεων και τα αποτελέσματά του έχουν ήδη θετικές επιδράσεις στην οικονομία, οι οποίες αποτυπώνονται:

- Στην εξυγίανση των δημοσίων οικονομικών και στη μεγάλη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος (2,6% του ΑΕΠ το 2006 από 7,8% το 2004),
- Στο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας (4,1% το πρώτο εξάμηνο του 2006),
- Στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας (άνοδος κατά 8 θέσεις βάσει της διεθνούς κατάταξης του Institute for Management Development IMD),
- Στην αύξηση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε μονάδες σταθερής αγοραστικής δύναμης (στο 77,2% του μέσου όρου της ΕΕ15 το 2005 έναντι 75,3% το 2004),
- Στη μείωση της ανεργίας (8,8% το β' τρίμηνο του 2006 έναντι 11,3% το α' τρίμηνο του 2004),
- Στην αύξηση των συνολικών επενδύσεων (10,4% το α' εξάμηνο του 2006 έναντι της αντίστοιχης περιόδου πέρυσι), καθώς και των άμεσων ξένων επενδύσεων κατά 305,6% την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου 2006,

- Στην αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών (μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης 4,3% τα τελευταία δύο έτη),
- Στην αύξηση των εξαγωγών (13,1% το 2005 σε σχέση με το 2004 και κατά 19,7% το πρώτο οκτάμηνο του 2006),
- Στο δείκτη οικονομικού κλίματος που καταρτίζει η ΕΕ και το ΙΟΒΕ, ο οποίος από τον Ιούνιο του 2005 και μετά ακολουθεί σταθερά ανοδική πορεία και
- Στην επιτάχυνση της περιφερειακής σύγκλισης.

### **5.2.2 Αποκρατικοποιήσεις.**

Οι αποκρατικοποιήσεις και το άνοιγμα των αγορών μειώνουν τη συμμετοχή του δημόσιου τομέα στην παραγωγική διαδικασία και δίνουν νέα ώθηση στην οικονομική δραστηριότητα.

Οι εισπράξεις του προγράμματος στο 2005 ανήλθαν στα 2,1 δισ. ευρώ ξεπερνώντας κατά 30% το στόχο που είχε τεθεί. Το 2006 επίσης υπερκαλύφθηκε ο στόχος του προγράμματος (1,6 δισ. ευρώ) με εισπράξεις 1,74 δισ. ευρώ. Τα έσοδα αυτά βοηθούν στην αποκλιμάκωση του δημόσιου χρέους και στη μείωσή του ως ποσοστού του ΑΕΠ.

Οι εξελίξεις το 2006

Το 2005, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ ανήλθε στο 3,7%, ενώ στο α' εξάμηνο του 2006 το ΑΕΠ αυξήθηκε με ρυθμό 4,1%, έναντι στόχου 3,8% (εισηγητική έκθεση προϋπολογισμού 2006 / Νοέμβριος 2005).

Οι προοπτικές για το β' εξάμηνο του 2006 παραμένουν θετικές. Ενισχυτικοί παράγοντες της ανάπτυξης είναι οι διαρθρωτικές παρεμβάσεις που έγιναν την προηγούμενη διετία και η προβλεπόμενη ενίσχυση της παγκόσμιας και ιδιαίτερα της ευρωπαϊκής οικονομίας.

Ο παράγοντας που δημιουργεί την μεγαλύτερη αβεβαιότητα εξακολουθεί να είναι η διεθνής τιμή του πετρελαίου, που αν και το τελευταίο διάστημα σημειώνει πτώση, παραμένει ακόμη ιδιαίτερα υψηλή.

Από την άλλη πλευρά, η προβλεπόμενη ελαφρά άνοδος των επιτοκίων μπορεί να αντισταθμιστεί από την αύξηση του ανταγωνισμού στον τραπεζικό κλάδο και έτσι να μην έχει αρνητικές επιπτώσεις στην αναπτυξιακή διαδικασία.

### **5.2.3 Οικονομική δραστηριότητα.**

Το 2006 ο ρυθμός αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα διαμορφώνεται σε ικανοποιητικά επίπεδα, παρά τη διατήρηση των υψηλών τιμών πετρελαίου.

Σύμφωνα με τους τριμηνιαίους εθνικούς λογαριασμούς, το ΑΕΠ σε σταθερές

τιμές αυξήθηκε το πρώτο εξάμηνο κατά 4,1%, έναντι 3,6% το αντίστοιχο εξάμηνο του 2005.

Οι επενδύσεις και οι εξαγωγές αγαθών είχαν σημαντικότερη συμβολή στην επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης.

Η άνοδος των πραγματικών μισθών κατά 3% συνέβαλε στην επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης του όγκου των λιανικών πωλήσεων, από 3,3% το α' οκτάμηνο του 2005 στο 7,5% την ίδια περίοδο φέτος, και την ενίσχυση της συνολικής ιδιωτικής κατανάλωσης η οποία αυξήθηκε κατά 3,8% το πρώτο εξάμηνο του έτους.

Επίσης η αύξηση των δαπανών του ΠΔΕ και η μεγάλη άνοδος των αδειών όγκου νέων οικοδομών (κατά 70% το β' εξάμηνο του 2005 και κατά 7% το α' οκτάμηνο του 2006) ενισχύουν τη δυναμική των επενδύσεων σε κατασκευές τόσο για το 2006 όσο και για το επόμενο έτος.

Η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης, το 2006, δεν είναι μόνο αποτέλεσμα των νομισματικών εξελίξεων, δηλαδή της καταναλωτικής πίστης και των επιτοκίων.

Στην άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης έχουν σημαντική συμβολή και διαρθρωτικοί παράγοντες, όπως η σταδιακή βελτίωση του κατά κεφαλή εισοδήματος, η σταθερή αύξηση του πληθυσμού (κυρίως λόγω της μεγάλης εισροής οικονομικών μεταναστών), καθώς και η αλλαγή του καταναλωτικού προτύπου προς αγαθά και υπηρεσίες, όπως η αναψυχή, η εκπαίδευση και οι τηλεπικοινωνίες.

Το 2006 χαρακτηρίζεται επίσης, όπως ήδη αναφέρθηκε, από την μεγάλη άνοδο των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου.

Συγκεκριμένα, ο ρυθμός αύξησης των επενδύσεων επιταχύνθηκε στο 10,4% το πρώτο εξάμηνο του 2006. Η εκτίμηση για την αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων υποστηρίζεται και από τις έρευνες συγκυρίας του IOBE, καθώς οι δείκτες επιχειρηματικών προσδοκιών στη βιομηχανία, τις κατασκευές, το λιανικό εμπόριο και τις υπηρεσίες, το δεκάμηνο του 2006, διαμορφώνονται σε πολύ υψηλότερα επίπεδα από την αντίστοιχη περίοδο του 2005.

Η επενδυτική δραστηριότητα επηρεάζεται και από τη ζήτηση για προϊόντα ορισμένων παραγωγικών κλάδων, όπως φαίνεται από τους νέους δείκτες που καταρτίζει η ΕΣΥΕ. Σύμφωνα με αυτούς, οι νέες παραγγελίες στη βιομηχανία αυξήθηκαν με ετήσιο ρυθμό 14,3% στο επτάμηνο.

Ειδικότερα, τη μεγαλύτερη άνοδο κατά 19,6% σημείωσαν οι νέες παραγγελίες βιομηχανικών προϊόντων από το εξωτερικό, εξέλιξη που αντανακλάται και στην αύξηση των εξαγωγών.

Οι επενδύσεις σε κατοικίες αυξάνονται επίσης σημαντικά, αφού ο όγκος αδειών νέων οικοδομών, από τον Ιούλιο του 2005 και μετά, σημειώνει εντυπωσιακή άνοδο.

Αξιόλογη αύξηση σημείωσαν επίσης τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006 και οι άμεσες ξένες επενδύσεις στην Ελλάδα, φθάνοντας τα 3,6 δισ. ευρώ.

Τέλος και οι δημόσιες επενδύσεις σημειώνουν ανάκαμψη, αυξανόμενες με διψήφιο ρυθμό.

Στον εξωτερικό τομέα, οι εξαγωγές αγαθών σημείωσαν σημαντικότερη ανάκαμψη με άνοδο το α' οκτάμηνο του έτους κατά 19,7% έναντι 12,8% πέρυσι.

Οι εξαγωγές υπηρεσιών από μεταφορές περιορίζονται τους θερινούς μήνες, αλλά τα έσοδα από τουρισμό αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς, 12,3% κατά μέσο όρο, την περίοδο Ιουνίου Αυγούστου, έναντι 6,3% την ίδια περίοδο του 2005, με αποτέλεσμα την ενίσχυση των εσόδων κατά 6,9% το πρώτο οκτάμηνο του έτους.

Η έντονη συνολική ζήτηση και η άνοδος των τιμών του πετρελαίου συνέβαλε στην αύξηση των εισαγωγών αγαθών κατά 13,8% το α' οκτάμηνο του 2006, ενώ εκτός πετρελαιοειδών οι εισαγωγές αυξήθηκαν με χαμηλότερο ρυθμό (8,9%). Άνοδο επίσης κατά 9,3% εμφανίζουν και οι εισαγωγές υπηρεσιών.

Ο δείκτης οικονομικού κλίματος ακολουθεί σταθερή ανοδική πορεία, φθάνοντας τις 107,9 μονάδες τον Οκτώβριο (από 89,7 τον ίδιο μήνα του 2005), ενώ ανοδική τάση εμφανίζει και ο προπορευόμενος δείκτης οικονομικής συγκυρίας του ΟΟΣΑ, σηματοδοτώντας τη διατήρηση της δυναμικής της αναπτυξιακής διαδικασίας.

Με βάση τις εξελίξεις αυτές και τις τάσεις που έχουν διαμορφωθεί είναι πλέον



βέβαιο ότι θα επιτευχθεί, και πιθανόν θα ξεπεραστεί, ο στόχος του Προγράμματος Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΠΣΑ) για ρυθμό ανάπτυξης 3,8%. Ειδικότερα εκτιμάται ότι η ιδιωτική κατανάλωση θα αυξηθεί κατά 3,8% και η δημόσια κατά 2,0%. Οι συνολικές επενδύσεις θα αυξηθούν κατά 8,8% συμβάλλοντας κατά 2,28 μονάδες ( ή κατά 59,4% ) στο ρυθμό ανάπτυξης, ενώ ιδιαίτερα σημαντική εκτιμάται η άνοδος των ιδιωτικών επενδύσεων (9,6%), με συμμετοχή 2,15 εκατοστιαίων μονάδων στην ανάπτυξη.

Μεγάλη επίσης άνοδο κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες (11,2% έναντι 8,2% το 2005), αναμένεται να σημειώσει ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών αγαθών συμβάλλοντας κατά 0,98 εκατ. μονάδες (ή 25,5%) στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ.

#### **5.2.4 Απασχόληση - Ανεργία.**

Σύμφωνα με την έρευνα εργατικού δυναμικού της ΕΣΥΕ, το 2005, το ποσοστό απασχόλησης ξεπέρασε για πρώτη φορά το 60%, ενώ το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας περιορίστηκε στο 5,3% του εργατικού δυναμικού, από 5,8% το 2004.

Το 2006, λόγω της ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης και των διαρθρωτικών παρεμβάσεων στην αγορά εργασίας, οι εξελίξεις εμφανίζονται θετικές.

Το β' τρίμηνο του 2006, η απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,7%, το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε, για πρώτη φορά από το 1998 που διεξάγεται η έρευνα αυτή

ανά τρίμηνο, κάτω του 9%, στο 8,8%.

Το α' εξάμηνο του 2006, ο αριθμός των ανέργων μειώθηκε κατά 34.400 άτομα και ο αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 73.200 άτομα, ενώ περαιτέρω υποχώρηση σημείωσαν, το β' τρίμηνο του 2006, τα ποσοστά ανεργίας των μακροχρονίως και νέων ανέργων, στο 5% και 24,5% αντιστοίχως, από 5,7% και 28,9% το α' τρίμηνο του 2004.

Συνολικά το 2006, η απασχόληση στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι θα αυξηθεί κατά 1,7% και το ποσοστό ανεργίας θα περιοριστεί στο 9,2%.

#### **5.2.5 Τιμές.**

Το 2006, παρά τη συνεχιζόμενη αύξηση της τιμής του πετρελαίου κατά 32,6% (σε ευρώ) στο πρώτο εξάμηνο του έτους, ο πληθωρισμός σημείωσε ελαφρά υποχώρηση στο 3,2%, περιορίζοντας τη διαφορά από το μέσο όρο της ευρωζώνης στις 0,9 εκατοστιαίες μονάδες.

Ιδιαίτερα σημαντικό όμως είναι το γεγονός ότι ο πυρήνας του πληθωρισμού σημειώνει υποχώρηση και κατά μέσο όρο την περίοδο Ιανουαρίου Σεπτεμβρίου έπεσε στο 2,6% από 3,2%, την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι.

Τον Ιούλιο, ο ρυθμός ανόδου του ΓΔΤΚ, λόγω των υψηλών αυξήσεων των τιμών των οπωροκηπευτικών και των καυσίμων, επιταχύνθηκε στο 3,8%.

Η μείωση της τιμής του πετρελαίου τους τελευταίους μήνες συμβάλλει στη πτώση του πληθωρισμού και έτσι, μετά από 17 μήνες, τον Σεπτέμβριο ο ΓΔΤΚ υποχώρησε κάτω από το 3%, στο 2,9%.

Σημειώνεται ότι το επίπεδο τιμών στην Ελλάδα, έναντι του ΕΕ15=100, διατηρείται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα, αφού αποτελεί το δεύτερο χαμηλότερο επίπεδο μεταξύ των χωρών μελών της ΕΕ15.

Για ολόκληρο το 2006, ο αποπληθωριστής της ιδιωτικής κατανάλωσης εκτιμάται ότι θα σημειώσει αύξηση 3,4%, έναντι 3,7% το 2005.

| Πίνακας 1.2 Δείκτες Οικονομικής Συγκυρίας<br>(% ετήσιες μεταβολές) |       |      |          |         |
|--|-------|------|----------|---------|
|  | 2005  | 2006 | Περίοδος | Διαφορά |
| A.Ε.Π. Τριμηνιαίοι Εθνικοί Λογαριασμοί (σταθερές τιμές '95)        | 3,6   | 4,1  | 6μηνο    | 0,5     |
| <b>I. Κατανάλωση</b>   |       |      |          |         |
| Τελική κατανάλωση (Δημόσια και Ιδιωτική) (σταθ.τιμές '95)          | 3,7   | 3,6  | 6μηνο    | -0,1    |
| 1. Όγκος Λιανικών Πωλήσεων   | 3,6   | 7,5  | 8μηνο    | 3,9     |
| 2. Επιβατικά Αυτοκίνητα Ι.Χ.                                       | -1,4  | 0,4  | 8μηνο    | 1,8     |
| 3. Καταναλωτική Πίστη  | 32,8  | 24,7 | Ιούλιος  | -8,1    |
| <b>II. Επενδύσεις</b>  |       |      |          |         |
| Επενδύσεις (σταθερές τιμές '95)                                    | -2,4  | 10,4 | 6μηνο    | 12,8    |
| 1. Βιομηχανική Παραγωγή Κεφαλαιακών Αγαθών                         | -6,8  | 5,2  | 9μηνο    | 12,0    |
| 2. Ιδιωτική Οικοδομική Δραστηριότητα (άδειες όγκου οικοδομών)      | 4,6   | 7,0  | 8μηνο    | 2,4     |
| 3. Χρηματοδότηση για Οικισμό                                       | 28,7  | 31,5 | Ιούλιος  | 2,8     |
| 4. Χρηματοδότηση επιχειρήσεων                                      | 12,7  | 15,0 | Ιούλιος  | 2,3     |
| 5. Π.Δ.Ε. (εκταμιεύσεις, τρέχουσες τιμές)                          | -31,6 | 10,4 | 9μηνο    | 42,0    |
| 6. Άμεσες ξένες επενδύσεις (σε εκατ. ευρώ)                         | 880,0 | 3569 | 8μηνο    | 2689,0  |
| <b>III. Εξωτερικές Συναλλαγές</b>                                  |       |      |          |         |
| Εξαγωγές (σταθερές τιμές '95)                                      | 4,3   | 2,1  | 6μηνο    | -2,2    |
| 1. Εξαγωγές Αγαθών (ΕΣΥΕ -τρέχουσες τιμές) με καύσιμα              | 12,8  | 19,7 | 8μηνο    | 6,9     |
| 2. Εξαγωγές Αγαθών (ΕΣΥΕ -τρέχουσες τιμές) εκτός καυσίμων          | 10,1  | 12,4 | 8μηνο    | 2,3     |
| 3. Εξαγωγές Υπηρεσιών (Εισπράξεις) (Τράπεζα της Ελλάδος)           | 4,4   | 2,7  | 8μηνο    | -1,7    |
| 3 <sup>α</sup> .Τουριστικές εισπράξεις (Τράπεζα της Ελλάδος)       | 5,3   | 6,9  | 8μηνο    | 1,6     |

|   |       |       |         |       |
|---|-------|-------|---------|-------|
| Εισαγωγές (σταθερές τιμές '95)                                    | -1,7  | 6,5   | 6μηνο   | 8,2   |
| 1.Εισαγωγές Αγαθών (ΕΣΥΕ – τρέχουσες τιμές)                       | 4,4   | 13,8  | 8μηνο   | 9,4   |
| 2. Εισαγωγές Αγαθών (ΕΣΥΕ – τρέχ.τιμές) εκτός καυσίμων και πλοίων | -1,3  | 8,9   | 8μηνο   | 10,2  |
| 3. Πληρωμές Υπηρεσιών (Τράπεζα της Ελλάδος)                       | 5,5   | 9,3   | 8μηνο   | 3,8   |
| <b>IV.Αγορά εργασίας</b>  |       |       |         |       |
| 1. Κατώτατες αποδοχές (ΕΓΣΣΕ)                                     | 5,9   | 6,3   | 9μηνο   | 0,4   |
| 2. Ποσοστό ανεργίας   | 10,0  | 9,2   | 6μηνο   | -0,8  |
| 3 <sup>α</sup> . Αριθμός ανέργων ΕΣΥΕ (000 άτομα)                 | 484,7 | 450,3 | 6μηνο   | -34,4 |
| 3β.Αριθμός ανέργων ΟΑΕΔ (000 άτομα)                               | 490,7 | 447,4 | 9μηνο   | -43,3 |
| <b>V. Πληθωρισμός</b>   |       |       |         |       |
| 1. Γ.Δ.Τ.Κ.   | 3,4   | 3,3   | 9μηνο   | -0,1  |
| 2. Πυρήνας Γ.Δ.Τ.Κ.   | 3,2   | 2,6   | 9μηνο   | -0,6  |
| 3. Εναρμονισμένος Δ.Τ.Κ.  | 3,4   | 3,4   | 9μηνο   | 0,0   |
| 4. Εν.Δ.Τ.Κ., Ε.Ε. -12  | 2,1   | 2,3   | 9μηνο   | 0,2   |
| <b>Υπόμνημα</b>   |       |       |         |       |
| Συνολική Χρηματοδότηση Ιδιωτικού Τομέα                            | 19,5  | 21,2  | Ιούλιος | 1,7   |
| Συνολική Χρηματοδότηση Ιδιωτικού Τομέα (Ευρωζώνη)                 | 8,3   | 11,1  | Ιούλιος | 2,8   |
| Δείκτης Οικονομικού Κλίματος                                      | 89,7  | 107,9 | Οκτ.    | 18,2  |
| Δείκτης Οικονομικού κλίματος (Ευρωζώνη)                           | 100,6 | 110,3 | Οκτ.    | 9,7   |

Πηγή : ΕΣΥΕ, Τράπεζα Ελλάδος, Υπ. Οικονομίας & Οικονομικών, Ε.Ε.

### 5.2.6 Νομισματικές και πιστωτικές εξελίξεις στην Ελλάδα.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του μεγέθους που αποτελεί την ελληνική συμβολή στο M34 της ζώνης του ευρώ (εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία) επιταχύνθηκε σταδιακά στο εννεάμηνο Ιανουαρίου Σεπτεμβρίου του τρέχοντος έτους και διαμορφώθηκε σε 11,8% το γ' τρίμηνο (δ' τρίμηνο 2005: 6,9%).

Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με τη μετατόπιση κεφαλαίων από στοιχεία εκτός M3 (κυρίως μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων) προς τοποθετήσεις που

περιλαμβάνονται στο M3 (όπως καταθέσεις προθεσμίας διάρκειας έως δύο ετών).

Επίσης συνδέεται με την επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας, και είχε ως αποτέλεσμα ο ρυθμός ανόδου του ελληνικού M3 να κινείται από το δεύτερο τρίμηνο του 2006 σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ.

Στην ανωτέρω περίοδο σημειώθηκαν υψηλοί ρυθμοί αύξησης των καταθέσεων προθεσμίας έως δύο ετών, ενώ επιβραδύνθηκε σημαντικά ο ρυθμός ανόδου των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας (καταθέσεων ταμειυτηρίου, όψεως και τρεχούμενων λογαριασμών).

Εξάλλου, συνεχίστηκαν (αν και ήταν μικρότερου μεγέθους) οι ρυθμοί μείωσης των τοποθετήσεων τόσο σε τερσός όσο και σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθέσιμων.

Αναλυτικότερα, ο ρυθμός ανόδου εκείνων των καταθέσεων, που κατά τον ορισμό της ΕΚΤ περιλαμβάνονται στο M3, περιορίστηκε σταδιακά το εννεάμηνο Ιανουαρίου Σεπτεμβρίου 2006 και διαμορφώθηκε σε 15,9% το γ' τρίμηνο (δ' τρίμηνο 2005: 20,7%).

Η εξέλιξη αυτή προήλθε κυρίως από την περαιτέρω επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των καταθέσεων ταμειυτηρίου (γ' τρίμηνο 2006: 2,0%, δ' τρίμηνο 2005: 6,3%), οι οποίες αποτελούν τη μεγαλύτερη κατηγορία των καταθέσεων

διάρκειας μίας ημέρας, αλλά και των καταθέσεων όψεως και των τρεχούμενων λογαριασμών ( γ' τρίμηνο 2006: 8,8%, δ' τρίμηνο 2006: 20,2%).

Εξάλλου, οι καταθέσεις προθεσμίας διάρκειας έως δύο ετών συνέχισαν να αυξάνονται με σχετικά πολύ υψηλούς ρυθμούς (γ' τρίμηνο 2006: 43,1%, δ' τρίμηνο 2005: 45,2%), δεδομένου ότι το επιτόκίό τους αυξήθηκε περισσότερο την περίοδο αυτή από αυτό των καταθέσεων ταμειυτηρίου (κατά 64 μονάδες βάσης έναντι αύξησης κατά 12 μονάδες βάσης αντίστοιχα).

Από τις υπόλοιπες συνιστώσες του M3, οι τοποθετήσεις σε repos μειώθηκαν περαιτέρω το εννεάμηνο Ιανουαρίου Σεπτεμβρίου 2006, ωστόσο ο ετήσιος ρυθμός μείωσής τους περιορίστηκε σταδιακά (γ' τρίμηνο 2006: 36,5%, δ' τρίμηνο 2005: 72,8%).

Τέλος, και οι τοποθετήσεις σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων παρουσίασαν αρνητικούς αλλά μικρότερους ρυθμούς μεταβολής την ίδια περίοδο (γ' τρίμηνο 2006: 35,0%, δ' τρίμηνο 2005: 51,8%).

Σημειώνεται σχετικά, ότι αυτή η κατηγορία τοποθετήσεων συνήθως προτιμάται από τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις ως ασφαλής αποταμιευτική επιλογή σε περιόδους οικονομικής και χρηματοπιστωτικής αβεβαιότητας.

Οι ευνοϊκές συνθήκες στη χρηματιστηριακή αγορά κατά το τρέχον έτος συνετέλεσαν ώστε οι επενδυτές να στραφούν προς τοποθετήσεις σε χρηματιστηριακούς τίτλους.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI)<sup>5</sup> εξακολούθησε να επιταχύνεται κατά τη διάρκεια του εννεαμήνου Ιανουαρίου Σεπτεμβρίου 2006, όπως και το προηγούμενο έτος, εμφανίζοντας ωστόσο ενδείξεις σταθεροποίησης στο τέλος της περιόδου (γ' τρίμηνο 2006: 17,9%, δ' τρίμηνο 2005: 14,0%).

Παράλληλα, μικρή άνοδο εμφάνισε σε σχέση με το τέλος του 2005 και ο ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών (γ' τρίμηνο 2006: 21,7%, δ' τρίμηνο 2005: 20,1%).

Ειδικότερα, επιτάχυνση εμφάνισε κατά τη διάρκεια της περιόδου Ιανουαρίου Σεπτεμβρίου 2006 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από τα εγχώρια NXI, ο οποίος ανήλθε σε 15,9% το τρίτο τρίμηνο του 2006, έναντι 12,7% το τελευταίο τρίμηνο του 2005.

Η εξέλιξη αυτή συνδέεται με την παρατηρούμενη βελτίωση των επιχειρηματικών προσδοκιών η οποία ευνοεί την ανάληψη επενδυτικών πρωτοβουλιών. Εξάλλου, την ίδια περίοδο ενισχύθηκε περαιτέρω η σημασία της έκδοσης ομολογιακών δανείων ως μορφής τραπεζικής χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα στο τέλος της περιόδου τα ομόλογα να αντιπροσωπεύουν το 14,7% του συνόλου της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων από τα NXI, έναντι 12,0% το Δεκέμβριο του 2005.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της τραπεζικής χρηματοδότησης των νοικοκυριών

παρέμεινε σε υψηλό επίπεδο το εννεάμηνο Ιανουαρίου Σεπτεμβρίου 2006, παρουσιάζοντας ωστόσο μικρή επιβράδυνση σε σχέση με το τέλος του 2005 (γ' τρίμηνο 2006: 29,1%, δ' τρίμηνο 2005: 30,6%).

Μεταξύ των επιμέρους κατηγοριών δανείων προς τα νοικοκυριά, σημαντική επιβράδυνση σημειώθηκε στα καταναλωτικά δάνεια, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης των οποίων περιορίστηκε το τρίτο τρίμηνο του 2006 σε 24,7% (δ' τρίμηνο 2005: 30,4%).

Αντίθετα, ο ρυθμός αύξησης των στεγαστικών δανείων ουσιαστικά διατηρήθηκε το τρίτο τρίμηνο του 2006 στο ίδιο, υψηλό, επίπεδο στο οποίο είχε διαμορφωθεί το τελευταίο τρίμηνο του 2005 (γ' τρίμηνο 2006: 31,4%, δ' τρίμηνο 2005: 31,5%).

Τα επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων και δανείων αυξήθηκαν σχεδόν σε όλες τις κατηγορίες στο εννεάμηνο Ιανουαρίου Σεπτεμβρίου 2006, καθώς συνεχίστηκε στην περίοδο αυτή η άνοδος των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, η οποία είχε αρχίσει το Δεκέμβριο του 2005.

Όσον αφορά τα επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων και των repos, σημαντική ήταν η αύξηση του μέσου επιτοκίου των νέων καταθέσεων των νοικοκυριών με συμφωνημένη διάρκεια μέχρι ένα έτος (κατά 64 μονάδες βάσης) καθώς και του μέσου επιτοκίου των repos (κατά 67 μονάδες βάσης), τα οποία διαμορφώθηκαν τον Σεπτέμβριο σε 3,03% και 2,85% αντίστοιχα.



Μικρότερη αύξηση (κατά 14 μονάδες βάσης) σημείωσε το μέσο επιτόκιο των νέων καταθέσεων των νοικοκυριών διάρκειας μίας ημέρας.

Γενικά, αυξητικά κινήθηκαν και τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων το ίδιο διάστημα. Αναλυτικότερα, όσον αφορά τα δάνεια προς τα νοικοκυριά, το μέσο επιτόκιο του συνόλου των νέων καταναλωτικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια αυξήθηκε κατά 59 μονάδες βάσης ενώ το επιτόκιο των καταναλωτικών δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια αυξήθηκε κατά 51 μονάδες βάσης.

Ελαφρά μεγαλύτερη αύξηση (κατά 63 μονάδες βάσης) σημείωσε το επιτόκιο του συνόλου των νέων στεγαστικών δανείων, το οποίο διαμορφώθηκε τον Σεπτέμβριο σε 4,54%.

Εξαίρεση από την αυξητική αυτή τάση αποτέλεσαν τα στεγαστικά δάνεια με επιτόκιο σταθερό άνω του ενός και έως πέντε έτη, στα οποία το επιτόκιο μειώθηκε κατά 50 μονάδες βάσης στην ανωτέρω περίοδο, προκαλώντας σταδιακή στροφή των νοικοκυριών προς αυτήν την κατηγορία δανείων.

Όσον αφορά τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις, τη μεγαλύτερη άνοδο παρουσίασε το επιτόκιο των δανείων με διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους και ποσού άνω του ενός εκατ. ευρώ (κατά 79 μονάδες βάσης), ενώ μικρότερη ήταν η αύξηση στο επιτόκιο των δανείων με διάρκεια έως ένα έτος και ποσού έως ένα εκατ. ευρώ (κατά 50 μονάδες βάσης), τα οποία διαμορφώθηκαν το Σεπτέμβριο σε 4,72% και 5,91% αντίστοιχα.

### 5.2.7 Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών.

Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παρουσίασε έλλειμμα 14.869 εκατ. ευρώ την περίοδο Ιανουαρίου Αυγούστου 2006, το οποίο υπερέβαινε κατά 6.884 εκατ. ευρώ εκείνο της αντίστοιχης περιόδου του 2005.

Η διεύρυνση του ελλείμματος οφείλεται κυρίως στην επιβάρυνση του εμπορικού ισοζυγίου και, σε μικρότερο βαθμό, στη μείωση των πλεονασμάτων των ισοζυγίων υπηρεσιών και τρεχουσών μεταβιβάσεων, καθώς και στην αύξηση του ελλείμματος του ισοζυγίου των εισοδημάτων.

Η διεύρυνση του συνολικού ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου (συμπεριλαμβανομένων των καυσίμων και των πλοίων) κατά 5.505 εκατ. ευρώ οφείλεται στην αύξηση των καθαρών πληρωμών για αγορές πλοίων (κατά 2.076 εκατ. ευρώ), των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων (κατά 1.984 εκατ. ευρώ) και του εμπορικού ελλείμματος εκτός καυσίμων και πλοίων (κατά 1.445 εκατ. ευρώ).

Επισημαίνεται ότι οι εισπράξεις από εξαγωγές αγαθών εκτός καυσίμων και πλοίων εμφάνισαν αξιόλογη άνοδο (κατά 815 εκατ. ευρώ ή 12,2%), αλλά η αύξηση των αντίστοιχων πληρωμών για εισαγωγές (κατά 2.260 εκατ. ευρώ ή 11,1%) ήταν μεγαλύτερη σε απόλυτο μέγεθος.

Σημειωτέον ότι στην αύξηση της δαπάνης για εισαγωγές συνετέλεσαν σχεδόν

όλες οι κατηγορίες εισαγόμενων προϊόντων, ενώ όσον αφορά τις εξαγωγές, η μεγαλύτερη συμβολή στην αύξηση των εισπράξεων προήλθε από τα προϊόντα μεταλλουργίας.

Από πλευράς γεωγραφικής κατανομής, με βάση τα στοιχεία της ΕΣΥΕ, περιορίστηκε το μερίδιο των εισαγωγών από τις χώρες της ΕΕ25, όπως και αυτό των εξαγωγών προς τις χώρες αυτές, σε μικρότερη όμως έκταση. Αντίθετα, αξιοσημείωτη αύξηση παρουσίασε το μερίδιο των εισαγωγών από τις χώρες της Βόρειας Αφρικής και της Μέσης Ανατολής, κυρίως λόγω της ανόδου της τιμής του αργού πετρελαίου στις διεθνείς αγορές.

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου των υπηρεσιών περιορίστηκε κατά 196 εκατ. ευρώ. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στη μείωση των καθαρών εισπράξεων από μεταφορικές υπηρεσίες κατά 509 εκατ. ευρώ (οι εισπράξεις από μεταφορικές υπηρεσίες, κυρίως ναυτιλιακές, αυξήθηκαν μόνο κατά 38 εκατ. ευρώ ή 0,4%, ενώ οι πληρωμές για μεταφορικές υπηρεσίες αυξήθηκαν κατά 547 εκατ. ευρώ ή 13,6%) και δευτερευόντως στην αύξηση των καθαρών πληρωμών για «λοιπές» υπηρεσίες (κατά 318 εκατ. ευρώ).

Αντίθετα, οι καθαρές εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες παρουσίασαν άνοδο κατά 631 εκατ. ευρώ (οι εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες αυξήθηκαν κατά 535 εκατ. ευρώ ή 6,9%, ενώ οι πληρωμές μειώθηκαν κατά 96 εκατ. ευρώ ή 5,8%).

| ΠΙΝΑΚΑΣ 1.3   | ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΕΞΩΤΕΡΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ (σε εκατ. Ευρώ) |           |           |           |          |          |
|---|--|-----------|-----------|-----------|----------|----------|
|   | Ιανουάριος-Αύγουστος                           |           |           | Αύγουστος |          |          |
|   | 2004   | 2005      | 2006      | 2004      | 2005     | 2006     |
| I. Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (I.A+I.B+I.Γ+I.Δ)  | -5.681,4                                       | -7.984,3  | -14.868,8 | 1.011,1   | 384,2    | -138,3   |
| I.A Εμπορικό ισοζύγιο ( I.A.1 - I.A.2)              | -16.503,6                                      | -17.632,9 | -23.138,3 | -2.111,7  | -2.198,2 | -2.927,7 |
| Ισοζύγιο καυσίμων                                   | -3.019,2                                       | -3.881,4  | -5.865,7  | -623,2    | -630,8   | -982,9   |
| Εμπορικό ισοζύγιο χωρίς καύσιμα                     | -13.484,4                                      | -13.751,5 | -17.272,6 | -1.488,5  | -1.567,4 | -1.944,8 |
| Ισοζύγιο πλοίων                                     | 495,3  | -63,1     | -2.139,4  | -40,8     | -62,2    | -301,3   |
| Εμπορικό ισοζύγιο χωρίς καύσιμα και πλοία           | -13.979,7                                      | -13.688,4 | -15.133,2 | -1.447,7  | -1.505,2 | -1.643,5 |
| I.A.1 Εξαγωγές αγαθών                               | 8.118,2  | 9.127,5   | 10.764,6  | 963,7     | 1.295,3  | 1.330,0  |
| Καύσιμα   | 935,7  | 1.374,4   | 2.187,6   | 133,1     | 296,3    | 307,6    |
| Πλοία (εισπράξεις)                                  | 695,3  | 1.075,7   | 1.084,7   | 73,2      | 111,3    | 97,7     |
| Λοιπά αγαθά   | 6.487,2  | 6.677,4   | 7.492,3   | 757,4     | 887,7    | 924,7    |
| I.A.2 Εισαγωγές αγαθών                              | 24.621,7                                       | 26.760,4  | 33.902,9  | 3.075,4   | 3.493,5  | 4.257,7  |
| Καύσιμα   | 3.954,9  | 5.255,8   | 8.053,3   | 756,3     | 927,1    | 1.290,5  |
| Πλοία (πληρωμές)                                    | 200,0  | 1.138,8   | 3.224,1   | 114,0     | 173,5    | 399,0    |
| Λοιπά αγαθά   | 20.466,8                                       | 20.365,8  | 22.625,5  | 2.205,1   | 2.392,9  | 2.568,2  |
| I.B Ισοζύγιο υπηρεσιών ( I.B.1 - I.B.2)             | 10.882,8                                       | 11.280,7  | 11.084,4  | 3.093,5   | 2.926,1  | 3.138,4  |
| I.B.1 Εισπράξεις                                    | 18.202,1                                       | 18.999,0  | 19.517,9  | 4.027,0   | 3.935,9  | 4.179,5  |
| Ταξιδιωτικό   | 7.411,0  | 7.800,5   | 8.335,4   | 2.596,0   | 2.510,0  | 2.680,0  |
| Μεταφορές   | 8.756,3  | 9.459,9   | 9.497,8   | 1.096,7   | 1.212,0  | 1.304,6  |
| Λοιπές υπηρεσίες                                    | 2.034,8  | 1.738,6   | 1.684,7   | 334,4     | 213,9    | 194,9    |
| I.B.2 Πληρωμές                                      | 7.319,3  | 7.718,3   | 8.433,5   | 933,5     | 1.009,8  | 1.041,0  |
| Ταξιδιωτικό   | 1.440,5  | 1.645,7   | 1.550,0   | 230,0     | 238,0    | 220,0    |
| Μεταφορές   | 3.752,1  | 4.023,3   | 4.570,4   | 454,9     | 537,9    | 582,5    |
| Λοιπές υπηρεσίες                                    | 2.126,7  | 2.049,3   | 2.313,1   | 248,6     | 233,8    | 238,5    |
| I.Γ Ισοζύγιο εισοδημάτων (I.Γ.1 - I.Γ.2)            | -3.064,0                                       | -3.758,9  | -4.852,6  | -431,6    | -431,5   | -558,4   |
| I.Γ.1 Εισπράξεις                                    | 1.805,9  | 2.121,0   | 2.228,1   | 224,5     | 266,4    | 285,7    |
| Αμοιβές, μισθοί                                     | 191,5  | 185,4     | 206,4     | 22,8      | 24,8     | 25,1     |
| Τόκοι, μερίσματα, κέρδη                             | 1.614,5  | 1.935,6   | 2.021,7   | 201,7     | 241,6    | 260,6    |
| I.Γ.2 Πληρωμές                                      | 4.869,9  | 5.879,9   | 7.080,7   | 656,0     | 697,9    | 844,1    |
| Αμοιβές, μισθοί                                     | 119,7  | 137,9     | 185,0     | 15,6      | 16,6     | 24,4     |
| Τόκοι, μερίσματα, κέρδη                             | 4.750,2  | 5.742,0   | 6.895,7   | 640,4     | 681,3    | 819,7    |
| I.Δ Ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων (I.Δ.1 - I.Δ.2) | 3.003,4  | 2.126,9   | 2.037,8   | 460,8     | 87,7     | 209,4    |
| I.Δ.1 Εισπράξεις                                    | 4.723,4  | 4.784,2   | 4.391,5   | 648,0     | 361,7    | 522,7    |
| Γενική κυβέρνηση (κυρίως μεταβιβάσεις από ΕΕ)       | 3.143,3  | 3.324,2   | 2.791,4   | 477,4     | 149,8    | 309,4    |
| Λοιποί τομείς (μεταναστευτικά εμβάσματα, κλπ)       | 1.580,1  | 1.460,0   | 1.600,1   | 170,6     | 211,8    | 213,3    |
| I.Δ.2 Πληρωμές                                      | 1.719,9  | 2.657,4   | 2.353,7   | 187,2     | 273,9    | 313,3    |

|   |                 |                 |                  |                |               |               |
|---|-----------------|-----------------|------------------|----------------|---------------|---------------|
| Γενική κυβέρνηση (κυρίως πληρωμές προς ΕΕ)  | 1.398,4         | 2.063,2         | 1.751,4          | 148,5          | 142,8         | 181,4         |
| Λοιποί τομείς   | 321,5           | 594,1           | 602,3            | 38,6           | 131,1         | 131,9         |
| <b>II. Ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων (II.1-II.2)</b>                          | <b>1.443,5</b>  | <b>1.082,6</b>  | <b>2.004,8</b>   | <b>104,9</b>   | <b>57,2</b>   | <b>1,9</b>    |
| II.1 Εισπράξεις   | 1.605,9         | 1.265,5         | 2.185,9          | 119,8          | 75,3          | 26,6          |
| Γενική κυβέρνηση (κυρίως μεταβιβάσεις από ΕΕ)                                     | 1.507,6         | 1.145,2         | 2.061,6          | 107,5          | 60,6          | 11,4          |
| Λοιποί τομείς (μεταναστευτικά εμβάσματα, κλπ)                                     | 98,3            | 120,3           | 124,3            | 12,3           | 14,8          | 15,2          |
| II.2 Πληρωμές   | 162,4           | 182,9           | 181,1            | 14,9           | 18,2          | 24,7          |
| Γενική κυβέρνηση (κυρίως πληρωμές προς ΕΕ)  | 63,4            | 13,2            | 24,2             | 1,5            | 1,6           | 6,0           |
| Λοιποί τομείς   | 98,9            | 169,7           | 156,9            | 13,3           | 16,6          | 18,7          |
| <b>III. Ισοζύγιο κεφαλαιακών συναλλαγών και κεφαλαιακών μεταβιβάσεων (I + II)</b> | <b>-4.237,8</b> | <b>-6.901,7</b> | <b>-12.864,0</b> | <b>1.116,0</b> | <b>441,3</b>  | <b>-136,4</b> |
| <b>IV. Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συνόλων (IV.A+IV.B+IV.Γ+IV.Δ)</b>              | <b>4444,9</b>   | <b>7207,6</b>   | <b>12649,5</b>   | <b>-1053,6</b> | <b>-163,8</b> | <b>-98,4</b>  |
| IV.A Άμεσες επενδύσεις *  | 776,4           | 52,2            | 810,8            | 187,0          | 37,2          | -158,7        |
| Κατοίκων στο εξωτερικό  | -550,8          | -827,8          | -2758,2          | -40,4          | -36,5         | -2263,7       |
| Μη κατοίκων στην Ελλάδα   | 1327,2          | 880,0           | 3569,0           | 227,5          | 73,7          | 2105,0        |
| IV.B Επενδύσεις χαρτοφυλακίου*  | 10760,9         | 7302,4          | 3790,3           | 3915,2         | -847,0        | 1248,6        |
| Απαιτήσεις  | -6496,0         | -12560,5        | -5456,8          | 324,8          | -1706,4       | 740,3         |
| Υποχρεώσεις   | 17256,9         | 19862,9         | 9247,2           | 3590,3         | 859,4         | 508,3         |
| IV.Γ Λοιπές επενδύσεις*   | -8408,4         | -211,0          | 8376,4           | -5340,8        | 680,0         | -1099,3       |
| Απαιτήσεις  | -10648,7        | -13087,4        | -7262,2          | -3087,4        | 496,2         | -3191,4       |
| Υποχρεώσεις   | 2240,3          | 12876,4         | 15638,6          | -2253,3        | 183,8         | 2092,1        |
| ( Δάνεια γενικής κυβέρνησης )   | -650,2          | 471,8           | -181,2           | -278,1         | -216,5        | -33,0         |
| IV.Δ Μεταβολή συναλλαγματικών διαθεσίμων **                                       | 1316,0          | 64,0            | -328,0           | 185,0          | -34,0         | -89,0         |
| <b>V. Τακτοποιητέα στοιχεία (I+II+ IV+V=0)</b>                                    | <b>-207,0</b>   | <b>-305,9</b>   | <b>214,4</b>     | <b>-62,4</b>   | <b>-277,5</b> | <b>234,8</b>  |
| Ύψος συναλλαγματικών διαθεσίμων (τέλος περιόδου)***                               |                 |                 |                  | 3289,0         | 1930,0        | 2273,0        |

\* ( + ) καθαρή εισροή ( ) καθαρή εκροή

\* \* ( + ) μείωση ( ) αύξηση

\*\*\* Τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χρυσό, τη «συναλλαγματική θέση» στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα «ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα» και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ.

Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συνάλλαγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ, και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος

Οι αυξημένες καθαρές πληρωμές για τόκους, μερίσματα και κέρδη κατά το οκτάμηνο Ιανουαρίου Αυγούστου 2006 οδήγησαν σε άνοδο του ελλείμματος του ισοζυγίου των εισοδημάτων κατά 1.094 εκατ. ευρώ (η άνοδος των καθαρών πληρωμών για τόκους αντισταθμίζει την αύξηση του ποσού παλαιών και νέων ομολογιακών εκδόσεων του Δημοσίου το οποίο διακρατείται από μη κατοίκους).

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου των τρεχουσών μεταβιβάσεων περιορίστηκε κατά 89 εκατ. ευρώ κατά την περίοδο Ιανουαρίου Αυγούστου 2006 σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2005, λόγω της μείωσης των καθαρών τρεχουσών μεταβιβάσεων προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης (κυρίως από την ΕΕ).

Συγκεκριμένα, ενώ οι αποδόσεις προς την ΕΕ μειώθηκαν κατά το υπό εξέταση

διάστημα, μειώθηκαν επίσης και οι τρέχουσες απολήψεις οι οποίες περιλαμβάνουν κυρίως τις απολήψεις από το Τμήμα Εγγυήσεων του Ευρωπαϊκού Γεωργικού Ταμείου Προσανατολισμού και Εγγυήσεων (ΕΓΤΠΕ) στο πλαίσιο της λειτουργίας της ΚΑΠ.

#### **5.2.8 Ισοζύγιο κεφαλαιακών μεταβιβάσεων**

Το πλεόνασμα του ισοζυγίου κεφαλαιακών μεταβιβάσεων το οκτάμηνο Ιανουαρίου Αυγούστου 2006 διαμορφώθηκε σε 2.005 εκατ. ευρώ έναντι 1.083 εκατ. ευρώ το αντίστοιχο διάστημα του 2005.

Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα την αύξηση των μεταβιβάσεων κεφαλαίου από την ΕΕ9 σε 2.061 εκατ. ευρώ (από 1.145 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του 2005) και προέρχεται από την επιτάχυνση του ρυθμού απορρόφησης των πόρων των Διαρθρωτικών Ταμείων βάσει του Γ' ΚΠΣ.

Για την περαιτέρω επιτάχυνση του ρυθμού απορρόφησης λαμβάνονται μέτρα για την άμεση υλοποίηση των επιχειρησιακών προγραμμάτων, ενώ αναμένεται να ολοκληρωθούν οι διαβουλεύσεις με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σχετικά με τις προτάσεις αναθεώρησης του Γ' ΚΠΣ.

### 5.2.9 Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών

Το οκτάμηνο Ιανουαρίου – Αυγούστου 2006 οι άμεσες επενδύσεις εμφάνισαν καθαρή εισροή ύψους 811 εκατ. ευρώ (έναντι καθαρής εισροής μόνο 52 εκατ. ευρώ την αντίστοιχη περίοδο του προηγούμενου έτους).

Ειδικότερα, η καθαρή εισροή κεφαλαίων μη κατοίκων για άμεσες επενδύσεις στην Ελλάδα έφθασε τα 3.569 εκατ. ευρώ, ενώ η καθαρή εκροή κεφαλαίων κατοίκων για άμεσες επενδύσεις στο εξωτερικό ανήλθε σε 2.758 εκατ. ευρώ.

Την ίδια περίοδο σημειώθηκε καθαρή εισροή ύψους 3.790 εκατ. ευρώ στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, δεδομένου ότι η εισροή κεφαλαίων μη κατοίκων για τοποθετήσεις στην Ελλάδα (κυρίως σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και μετοχές ελληνικών επιχειρήσεων, ύψους 8,1 και 3,3 δισ. ευρώ, αντίστοιχα) υπεραντιστάθμισε την εξόφληση βραχυπρόθεσμων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου και την εκροή κεφαλαίων κατοίκων για τοποθετήσεις σε ομόλογα, μετοχές και έντοκα γραμμάτια του εξωτερικού.

Τέλος, στην κατηγορία των «λοιπών» επενδύσεων η καθαρή εισροή 8.376 εκατ. ευρώ αντανakλά το γεγονός ότι η εισροή κεφαλαίων (ύψους 15.639 εκατ. ευρώ), κυρίως για τοποθετήσεις μη κατοίκων σε καταθέσεις και repos στην Ελλάδα, ήταν υπερδιπλάσια της εκροής κεφαλαίων (ύψους 7.262 εκατ. ευρώ), κυρίως για αντίστοιχες τοποθετήσεις στο εξωτερικό από κατοίκους.



Στο τέλος Αυγούστου 2006 τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας διαμορφώθηκαν σε 2,3 δισ. ευρώ. Υπενθυμίζεται ότι από την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ τον Ιανουάριο του 2001 τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χρυσό, τη "συναλλαγματική θέση" στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, τα «ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα» και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ.

Αντίθετα, δεν περιλαμβάνουν τις απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, τις απαιτήσεις σε συνάλλαγμα και σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ, και τη συμμετοχή της Τράπεζας της Ελλάδος στο κεφάλαιο και στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της ΕΚΤ.

## **2007**

Οι προοπτικές για την ελληνική οικονομία διατηρούνται ευνοϊκές και το 2007. Ο ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται ότι θα κινηθεί στο πλαίσιο των προβλέψεων του ΠΣΑ του 2005 (3,8%), με βασικό ενισχυτικό παράγοντα, από πλευράς εγχώριας ζήτησης, τις επενδύσεις.

Σε σταθερές τιμές, προβλέπεται η αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης να διατηρηθεί στο 3,8% και των επενδύσεων στο 7,4%.

Οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών θα αυξηθούν κατά 6,5% και οι εισαγωγές κατά 7%.

Ειδικότερα, η αύξηση των εξαγωγών αγαθών εκτιμάται στο 9,5% και των εισαγωγών στο 6,9%. Έτσι, κατά μέσο όρο την τριετία 200507, οι εξαγωγές αγαθών θα συνεισφέρουν το 22,5% (0,9 εκατ. μονάδες) στον ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, έναντι μόλις 3,8% (0,15 εκατ. μονάδες) τη περίοδο 1996-2004.

Πίνακας 1.4 Βασικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας  
(% ετήσιες μεταβολές, σταθερές τιμές)

|  | 2005 | 2006 | 2007 |
|--|------|------|------|
| 1. Ιδιωτική κατανάλωση                     | 3,7  | 3,8  | 3,8  |
| 2. Δημόσια κατανάλωση                      | 3,1  | 2,0  | 1,1  |
| 3. Επενδύσεις                              | -1,4 | 8,8  | 7,4  |
| 4. Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών           | 3,0  | 5,3  | 6,5  |
| εκ των οποίων αγαθά                        | 8,2  | 11,2 | 9,5  |
| 5. Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών          | -1,2 | 6,6  | 7,0  |
| εκ των οποίων αγαθά                        | -0,1 | 6,3  | 6,9  |
| 6. ΑΕΠ                                     | 3,7  | 3,8  | 3,8  |
| 7. Αποπληθωριστής ιδιωτικής κατανάλωσης    | 3,7  | 3,4  | 3,0  |
| 8. Πραγματικός μέσος μισθός                | 2,9  | 3,0  | 3,0  |
| 9. Ποσοστό ανεργίας (εθνικολογιστική βάση) | 10,4 | 9,2  | 8,2  |

Πηγή : ΕΣΥΕ, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών

Η ισχυρή οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται ότι θα ενισχύσει περαιτέρω την απασχόληση και θα περιορίσει σημαντικά την ανεργία στο 8,2%. Η αύξηση της απασχόλησης στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται στο 1,7%. Η άνοδος της παραγωγικότητας της εργασίας προβλέπεται να διατηρηθεί σε υψηλά επίπεδα.

Στο βαθμό που δε θα υπάρξει κάποια νέα απρόσμενη εξέλιξη στις διεθνείς τιμές των καυσίμων, ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί το 2007 σε επίπεδα χαμηλότερα από αυτά του 2006. Η αύξηση του αποπληθωριστή της ιδιωτικής κατανάλωσης εκτιμάται στο 3% και ο μέσος πραγματικός ακαθάριστος μισθός στο σύνολο της οικονομίας θα αυξηθεί το 2007 κατά 3%, βελτιώνοντας περαιτέρω την πραγματική θέση των μισθωτών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΛΑΔΟΥ

Η ανάλυση κλάδων είναι σημαντική για τον ίδιο λόγο που είναι σημαντική η ανάλυση της οικονομίας. Όπως είναι δύσκολο για ένα κλάδο να ευημερεί σε μία ασθενή οικονομία, έτσι είναι ασύνηθες για μία επιχείρηση να ευημερεί σε έναν κλάδο που πάσχει.

Επιπρόσθετα, όπως τα οικονομικά αποτελέσματα μπορεί να διαφέρουν ευρέως ανάμεσα σε διάφορες χώρες, έτσι τα σχετικά οικονομικά αποτελέσματα μπορεί να διαφέρουν σημαντικά ανάμεσα σε διάφορους κλάδους της οικονομίας.

Οι μεταβολές της οικονομικής δραστηριότητας δεν επηρεάζουν με τον ίδιο βαθμό και προς την ίδια κατεύθυνση όλους τους κλάδους της οικονομίας. Έτσι, ο αναλυτής πρέπει να εξειδικεύσει τα αποτελέσματα της ανάλυσης της διεθνούς και εγχώριας οικονομίας κατά κλάδο.

Αυτό σημαίνει ότι την ανάλυση της οικονομίας πρέπει να ακολουθεί η ανάλυση του κλάδου μέσα στον οποίο λειτουργεί η επιχείρηση που αποτελεί το αντικείμενο ενδιαφέροντος του αναλυτή.

Παρακάτω παρουσιάζεται ο τρόπος ταξινόμησης των κλάδων στην Ελλάδα σύμφωνα με το Κοινοτικό Πλαίσιο.

## **6.1 ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΤΩΝ ΚΛΑΔΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ**

### **6.1.1. Το κοινοτικό πλαίσιο εφαρμογής εθνικής ονοματολογίας οικονομικών δραστηριοτήτων στην Ελλάδα.**

Η σύνταξη μιας αναλυτικής ονοματολογίας των οικονομικών δραστηριοτήτων – κλάδων- υπαγορεύεται σε κάθε περίπτωση, από την ανάγκη υποστήριξης της τήρησης ενός πλήρους και σωστού μητρώου επιχειρήσεων, στο οποίο η δραστηριότητα θα περιγράφεται με ακρίβεια.

Η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, εκτιμώντας το γεγονός ότι η λειτουργία της εσωτερικής αγοράς απαιτεί την εφαρμογή στατιστικών προτύπων για την συλλογή εθνικών και κοινοτικών στατιστικών δεδομένων, ώστε όλοι οι φορείς της ενιαίας αγοράς να διαθέτουν αξιόπιστα και συγκρίσιμα στατιστικά στοιχεία εξέδωσε τον κανονισμό 3037/90 (Ε.Ε. L 293/21-10-1990).

Ο κανονισμός αυτός καθορίζει τη στατιστική ονοματολογία των οικονομικών δραστηριοτήτων στην Κοινότητα.

Η κοινή αυτή βάση αναφοράς για στατιστικές ταξινομήσεις των οικονομικών δραστηριοτήτων ονομάζεται NACE αναθ1. Με τον κανονισμό 3037/90 καθίσταται πλέον υποχρεωτική από όλα τα κράτη μέλη η εφαρμογή της NACE αναθ1 στην κατάρτιση όλων των στατιστικών αναλύσεων, που αφορούν

οικονομικές δραστηριότητες. Ωστόσο με την §2 του άρθρου 3 του κανονισμού αυτού, προβλέπεται η δυνατότητα ύπαρξης μιας εθνικής ονοματολογίας δραστηριοτήτων, κάτω από συγκεκριμένους κανόνες.

Η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, εκτιμώντας επίσης το γεγονός ότι στην ενιαία αγορά αυξάνεται η ανάγκη βελτίωσης της συγκρισιμότητας των στατιστικών, που καταρτίζονται για την αντιμετώπιση των κοινοτικών αναγκών και άρα την ανάγκη ύπαρξης κοινών ορισμών και παρόμοιων περιγραφών των πεδίων των επιχειρήσεων και των άλλων μονάδων, η δραστηριότητα των οποίων αποτελεί αντικείμενο στατιστικών αναλύσεων, εξέδωσε τον κανονισμό 2186/93 (Ε.Ε. L 196/5-8-1993).

Με τον κανονισμό αυτό καθιερώθηκαν τα συγκεκριμένα στατιστικά στοιχεία, που θα περιέχει το στατιστικό μητρώο των επιχειρήσεων. Εξυπακούεται ότι, αναφορικά με τις οικονομικές δραστηριότητες, ζητείται η τήρηση των στοιχείων NACE αναθ1.

Στον ίδιο κανονισμό επιτρέπεται σε κάθε εθνική στατιστική υπηρεσία να συλλέγει, για στατιστικούς λόγους τις πληροφορίες του κανονισμού από διοικητικά ή νομικά αρχεία της αντίστοιχης χώρας, σύμφωνα με τις προϋποθέσεις του εθνικού δικαίου.

Στα πλαίσια αυτά ψηφίστηκε ο νόμος 2392/96 ( ΦΕΚ 60 Α'9-4-1996). Με το νόμο αυτό θεσμοθετήθηκε και στην Ελλάδα η δυνατότητα πρόσβασης της Εθνικής Στατιστικής Υπηρεσίας (ΕΣΥΕ) σε αρχεία ηλεκτρονικά ή έντυπα του

Δημοσίου, των νομικών προσώπων του ευρύτερου δημόσιου τομέα, καθώς και σε όλα τα φορολογικά και τελωνειακά αρχεία του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών.

#### **6.1.2. Η ανάγκη σωστής ονοματολογίας δραστηριοτήτων - κλάδων επιχειρήσεων**

Η ύπαρξη μιας τυποποιημένης και αναλυτικής ονοματολογίας δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων θα οδηγήσει:

§ Στην μελλοντική συμμόρφωση , με τη σύσταση της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων της 13-3-1995 που συνιστά στα κράτη μέλη «ότι πρέπει να ενθαρρύνουν τις εταιρείες, ώστε να λαμβάνουν υπόψη τη στατιστική ονοματολογία των οικονομικών δραστηριοτήτων και κλάδων στις Ε.Κ. ( δηλαδή τη NACE αναθ1 ) στην κατανομή του καθαρού ύψους του κύκλου εργασιών τους κατά κατηγορία δραστηριότητας» .

§ Στη μελέτη επιπτώσεων, κατά την άσκηση δημοσιονομικής πολιτικής, όταν αυτή συνεπάγεται διαφορετικές κλαδικές επιβαρύνσεις, καθώς και τη μελέτη αναμενόμενων αποτελεσμάτων (πχ δημοσίων εσόδων) από την άσκηση μιας τέτοιας πολιτικής.

§ Στη στατιστική ανάλυση των οικονομικών μεγεθών των επιχειρήσεων κατά κλάδο, σε συνάρτηση με τον τόπο εγκατάστασής τους, την

εποχικότητα κλπ, η οποία θα δώσει συμπεράσματα για την πορεία των μεγεθών- ρών των επιχειρήσεων.

§ Στον έλεγχο των επιχειρήσεων συγκεκριμένων κλάδων, για τους οποίους υπάρχουν υπόνοιες εκτεταμένης φοροδιαφυγής ή λανθασμένης τήρησης της φορολογικής νομοθεσίας.

§ Σε κάθε είδους ευρύτερα στατιστικά συμπεράσματα.

### **6.1.3. Ανάπτυξη (διάρθρωση) της κλαδικής κωδικοποίησης.**

Η κωδικοποίηση διαρθρώνεται στα παρακάτω επίπεδα:

∅ Τετραψήφιο επίπεδο : Ως βάση για την ανάπτυξη της κωδικοποίησης χρησιμοποιήθηκε η ίδια η NACE, χωρίς την παραμικρή αλλοίωση.

∅ Πενταψήφιο και εξαψήφιο επίπεδο : Αξιοποιήθηκε το γεγονός ότι κάτω από κάθε κωδικό της NACE περιέχεται είτε η παραγωγή μιας σειράς συγκεκριμένων προϊόντων είτε η παροχή κάποιων υπηρεσιών. Αναφορικά με τα προϊόντα, η παραγωγική διαδικασία που προδιαγράφεται στη NACE ακολουθεί όλα σχεδόν τα συναρτώμενα με μια συγκεκριμένη δραστηριότητα προϊόντα. Ως παραγωγικές διαδικασίες κατά περίπτωση εντοπίζονται:



Η καλλιέργεια  
Η εκτροφή  
Η αλιεία  
Η εξόρυξη  
Η άντληση  
Η παραγωγή  
Η επεξεργασία και συντήρηση  
Η παρασκευή  
Η νηματοποίηση  
Η ύφανση  
Η κατασκευή  
Η κατεργασία  
Η έκδοση  
Η εκτύπωση  
Η ψυχρή επεκτατική έλαση  
Η μορφοποίηση  
Η συρματοποίηση  
Η χύτευση  
Η ανακύκλωση  
Η επισκευή κλπ.

Αντίθετα, στις υπηρεσίες (περιλαμβανομένου του εμπορίου και των κατασκευών) δεν παρουσιάζεται καμιά δυσκολία.

#### 6.1.4. Δημιουργία του κορμού της Ονοματολογίας

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η ονοματολογία είναι ένα προϊόν σύνθεσης της NACE με τα προϊόντα που κρύβονται κάτω από την παραγωγή κλπ αυτής όπως αναλύονται στη CPA. Έτσι, δημιουργήθηκε ένα λεκτικό, που αφορούσε κατά περίπτωση την καλλιέργεια, εκτροφή, αλιεία, εξόρυξη, άντληση, παραγωγή, επεξεργασία και συντήρηση, Παρασκευή, νηματοποίηση, ύφανση, κατασκευή, κατεργασία, έκδοση, εκτύπωση, ψυχρή επεκτατική ολκή / έλαση, μορφοποίηση, συρματοποίηση, χύτευση, ανακύκλωση, συντήρηση, επισκευή κ.λ.π. κάποιου ή κάποιων αγαθών. Παρόμοια, αναπτύχθηκαν οι υπηρεσίες, σύμφωνα πάντα με την CPA.

Επίσης, με βάση τον πίνακα “ Trade defined by products traded “, δημιουργήθηκε το λεκτικό της ονοματολογίας του εμπορίου ως: α) αντιπροσωπεία ή μεσιτεία πώλησης, β) χονδρικό εμπόριο και γ) λιανικό εμπόριο όλων των προϊόντων, όπως αυτά αναπτύσσονται στη CPA. Οι απαραίτητες παραλλαγές έγιναν όταν το προϊόν, σε συνάρτηση με το προορισμό του, κατευθύνεται σε διαφορετικό κλάδο εμπορίου (π.χ. σιτάρι για κατανάλωση από ανθρώπους ή για κατανάλωση από ζώα ή για σπορά).

Ως αποτέλεσμα των παραπάνω δημιουργήθηκε ένας κορμός ονοματολογίας με 7661 εγγραφές, που περιλάμβαναν από ένα τίτλο (γράμμα) της NACE μέχρι μια οκταψήφια ανάπτυξη.

#### 6.1.5. Μελλοντική αρχιτεκτονική της Εθνικής ονοματολογίας των κλάδων.

Η δομή μιας ονοματολογίας δραστηριοτήτων είναι ιδιαίτερα δυναμική. Η διαρκής εμφάνιση νέων τεχνολογιών, νέων μορφών απασχόλησης, νέων προϊόντων, νέων όρων εμπορίου και μορφών υπηρεσιών, μεταβάλλει διαρκώς το πεδίο των δραστηριοτήτων. Σημειώνουμε ότι η ίδια η NACE rev. 1, η CPA και όλο το υλικό υποστήριξης του (ερμηνευτικές σημειώσεις, πίνακες συσχέτισης, ευρετήρια, PRODCOM κλπ) υπόκεινται σε διαρκείς αναθεωρήσεις από τις επιτροπές της EUROSTAT.

Παρακάτω παρουσιάζεται (στο Παράρτημα που ακολουθεί) ο τρόπος με τον οποίο προσδιορίζεται ο κωδικός δραστηριότητας κάποιας επιχείρησης, σύμφωνα με όσα προαναφέρθηκαν.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ – Προσδιορισμός της κύριας δραστηριότητας της εξεταζόμενης μονάδας βάσει της μεθόδου « από την κορυφή προς τα κάτω »

- I. Απαριθμήστε τις δραστηριότητες που ασκούνται από τη μονάδα, κατατάσσοντας στην αντίστοιχη τάξη της NACE Αναθ. 1 την προστιθέμενη αξία ή άλλο σχετικό μέτρο εάν δεν είναι δυνατόν να υπολογιστεί η προστιθέμενη αξία (βλέπε παραγράφους 52-53) για πρόσφατη δωδεκάμηνη περίοδο.

- II. Εντοπίστε τον τίτλο της NACE Αναθ. 1 ο οποίος έχει το μεγαλύτερο μερίδιο του επιλεγέντος μέτρου.
- III. Μέσα στον τίτλο αυτό, καθορίστε το τμήμα της NACE ΑΝΑΘ. 1 το οποίο έχει το μεγαλύτερο μερίδιο του επιλεγέντος μέτρου.
- IV. Μέσα στο τμήμα αυτό, εντοπίστε την ομάδα της NACE Αναθ. 1 η οποία έχει το μεγαλύτερο μερίδιο του επιλεγέντος μέτρου.
- V. Μέσα στην ομάδα αυτή, καθορίστε την τάξη που παρουσιάζει το μεγαλύτερο μερίδιο του επιλεγέντος μέτρου. Η τάξη αυτή προσδιορίζει την κυρία δραστηριότητα.

Παράδειγμα:

Στάδιο 1: Η εξεταζόμενη μονάδα μπορεί να ασκεί τις ακόλουθες δραστηριότητες:

| Τίτλος | Υπό-τίτλος | Τάξη  | Περιγραφή της τάξης   | Μερίδιο προστιθέμενης αξίας |
|--------|------------|-------|---|-----------------------------|
| Δ      | ΔΙ         | 28.71 | Κατασκευή χαλύβδινων βαρελιών και παρόμοιων δοχείων                             | 7%                          |
|        | ΔΚ         | 29.31 | Κατασκευή γεωργικών ελκυστήρων  | 8%                          |
|        |            | 29.40 | Κατασκευή εργαλειομηχανών   | 3%                          |
|        |            | 29.53 | Κατασκευή μηχανημάτων επεξεργασίας τροφίμων, ποτών και καπνού                   | 21%                         |
|        |            | 29.55 | Κατασκευή μηχανημάτων για την παραγωγή χαρτιού και χαρτονιού                    | 8%                          |
|        | ΔΜ         | 34.30 | Κατασκευή μερών και εξαρτημάτων για μηχανοκίνητα οχήματα και του κινητήρες τους | 5%                          |

| Τίτλος | Υπό-τίτλος | Τάξη  | Περιγραφή της τάξης   | Μερίδιο προστιθέμενης αξίας |
|--------|------------|-------|---|-----------------------------|
| Z      |            | 51.14 | Εμπορικοί αντιπρόσωποι που ασχολούνται με την πώληση μηχανημάτων, βιομηχανικού εξοπλισμού πλοίων και αεροσκαφών | 7%                          |
|        |            | 51.66 | Χονδρικό εμπόριο αγροτικών μηχανημάτων, εξαρτημένων και εργαλείων, περιλαμβανομένων και των ελκυστήρων          | 28%                         |
| K      |            | 74.20 | Δραστηριότητες αρχιτεκτόνων και μηχανικών και άλλες δραστηριότητες παροχής τεχνικών συμβούλων                   | 13%                         |

Η κύρια δραστηριότητα καθορίζεται ως εξής:

Στάδιο 2: Εντοπίστε τον τίτλο

Τίτλος Δ Μεταποιητικές βιομηχανίες 52%

Τίτλος Z Χονδρικό και λιανικό εμπόριο επισκευή αυτοκινήτων οχημάτων, μοτοσικλετών και ειδών προσωπικής ή οικιακής χρήσης 35%

Τίτλος K Δραστηριότητες σχετικές με ακίνητη περιουσία, εκμισθώσεις και επιχειρηματικές δραστηριότητες 13%

Στάδιο 3: Εντοπίστε το τμήμα

Τμήμα 28 Κατασκευή μεταλλικών προϊόντων, με εξαίρεση τα μηχανήματα και τα είδη εξοπλισμού 7%

Τμήμα 29 Κατασκευή μηχανημάτων και ειδών εξοπλισμού π.δ.κ.α. 40%

|            |   |     |
|------------|---|-----|
| Τμήμα 34   | Κατασκευή αυτοκινήτων οχημάτων, κατασκευή ρυμουλκούμενων και ημιρυμουλκούμενων οχημάτων | 5%  |
| Στάδιο 4:  | Εντοπίστε την ομάδα   |     |
| Ομάδα 29.3 | Κατασκευή γεωργικών και δασοκομικών μηχανημάτων   | 8%  |
| Ομάδα 29.4 | Κατασκευή εργαλειομηχανών   | 3%  |
| Ομάδα 29.5 | Κατασκευή άλλων μηχανημάτων ειδικής χρήσης  | 29% |
| Στάδιο 5:  | Εντοπίστε την τάξη  |     |
| Τάξη 29.53 | Κατασκευή μηχανημάτων επεξεργασίας τροφίμων, ποτών και καπνού                           | 21% |
| Τάξη 29.55 | Κατασκευή μηχανημάτων για την παραγωγή χαρτιού και χαρτονιού                            | 8%  |

Κατά συνέπεια, η κύρια δραστηριότητα είναι « 29.53 Κατασκευή μηχανημάτων Επεξεργασίας τροφίμων, ποτών και καπνού », αν και η τάξη με το μεγαλύτερο μερίδιο προστιθέμενης αξίας είναι η τάξη « 51.66 Χονδρικό εμπόριο αγροτικών μηχανημάτων, εξαρτημένων και εργαλείων, περιλαμβανομένων και των ελκυστήρων».

Εάν η υπαγωγή έχει γίνει άμεσα στην τάξη με το μεγαλύτερο μερίδιο προστιθέμενης αξίας, αυτό θα είχε το παράδοξο αποτέλεσμα να ενταχθεί η επιχείρηση αυτή εκτός των μεταποιητικών βιομηχανιών.

## 6.2 Η εικόνα των κλάδων με βάση τις τιμές των μετοχών στο ΧΑΑ

Ενισχυμένη κατά 1,2% ήταν η συνολική βιομηχανική παραγωγή το 2004 έναντι του 2003, με αντίστοιχη βελτίωση στην παραγωγή της μεταποίησης, ευνοημένη από την άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας τόσο στην Ευρωζώνη όσο και στον διεθνή οικονομικό στίβο.

Σε επίπεδο κλάδων, οι 12 αύξησαν την παραγωγή ενώ αντίστοιχα οι 11 κινήθηκαν πτωτικά. Σύμφωνα με την ΕΣΥΕ και την ΤΤΕ, η σωρευτική παραγωγή των 7 κλάδων με δεσπόζουσα θέση στο σύνολο της μεταποίησης πέτυχαν σωρευτική αύξηση της παραγωγής την περίοδο 2000-2004 κατά 8,1%. Συγκεκριμένα πρόκειται για τους κλάδους:

Τρόφιμα & ποτά : Αυξημένη παραγωγή κατά 3,7% το 2004 (έναντι πτώσης 2,9% το 2003), και σωρευτική άνοδος σε σύγκριση με τα επίπεδα του 2000 κατά 5%.

Τα συνολικά έσοδα των μεγαλύτερων επιχειρήσεων τροφίμων εμφανίζουν αύξηση κατά 7,6%, με ελαφρώς χαμηλότερη βελτίωση των ΚΠΤΦΑ κατά 6,5%.

Ο κύκλος εργασιών στη βιομηχανία ποτών αυξήθηκε κατά 2,7%, ενώ πτώση των ΚΠΤΦΑ σε 11 από τις 16 μεγαλύτερες επιχειρήσεις οδήγησε σε συνολική μείωση των λειτουργικών κερδών κατά 10,2%.

Εκτυπώσεις & εκδόσεις : Για τρίτη συνεχή χρονιά καταγράφηκε αύξηση της παραγωγής, κατά 3,6%, με σωρευτική άνοδο την 5ετία κατά 7,1%.

Οι πωλήσεις των εκδοτικών οργανισμών εκτινάχθηκαν κατά 17,6%, με σχεδόν διπλάσια βελτίωση των ΚΠΤΦΑ κατά 33%, αλλά κατά μικρότερη άνοδο της καθαρής κερδοφορίας, κατά 10,3%.

Οι επιχειρήσεις εκτυπώσεων εμφανίζουν σαφώς χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης των πωλήσεων, κατά 3,4%, με διπλάσια βελτίωση των ΚΠΤΦΑ.

Παράγωγα πετρελαίου & άνθρακα : Η πτώση της παραγωγής το 2004 κατά 2,4%, σε συνέχεια της στασιμότητας του 2003 (+0,4%) διαμορφώνει την παραγωγή σε επίπεδα χαμηλότερα του 2000 κατά 1,3%.

Τα έσοδα των μεγαλύτερων επιχειρήσεων του κλάδου είναι αυξημένα κατά 22%, με στασιμότητα των καθαρών κερδών, κυρίως εξαιτίας της σημαντικής πτώσης των Ελληνικών Πετρελαίων (-25%).

Χημικά προϊόντα : Κατά 6,6% ήταν αυξημένη η παραγωγή το 2004, με σωρευτική άνοδο κατά 18,2% έναντι του 2000.

Οι πωλήσεις των επιχειρήσεων στους τομείς χημικών, χρωμάτων & αερίων εμφανίζουν άνοδο κατά 9,2%, ενώ τα αποτελέσματα –εξαιρώντας τη Βιομηχανία Φωσφορικών Λιπασμάτων η οποία σχημάτισε υψηλές προβλέψεις ενόψει της εφαρμογής των ΔΠΧΠ- αυξήθηκαν οριακά κατά 1,3%.



Ο Κλάδος των Φαρμάκων εμφανίζει αυξημένες κατά 12,9% πωλήσεις και κέρδη συνολικά βελτιωμένα κατά 38% (22% κατά μέσο όρο).

Στασιμότητα εσόδων και κερδών εμφανίζουν οι επιχειρήσεις παραγωγής απορρυπαντικών και προϊόντων καθαρισμού.

Δομικά υλικά - μη μεταλλικά ορυκτά : Οριακή κάμψη κατά 0,7%, για πρώτη φορά την τελευταία 5ετία. Τα επίπεδα παραγωγής του 2004 είναι αυξημένα κατά 6% σε σύγκριση με το 2000.

Τα έσοδα των επιχειρήσεων παραγωγής δομικών υλικών αυξήθηκαν κατά μόλις 2%, με σημαντική κάμψη της συνολικής κερδοφορίας κατά 7,7%, κυρίως λόγω αντίστοιχης κάμψης στα αποτελέσματα των μεγαλύτερων επιχειρηματικών συγκροτημάτων.

Βασικά μέταλλα : Η άνοδος κατά 5,2%, και η πολλή καλή χρονιά που ήταν το 2002 (+6,6%) έχουν διαμορφώσει τα επίπεδα της παραγωγής το 2004 σε υψηλότερα κατά 14,5% έναντι του 2000 επίπεδα.

Οι πωλήσεις των επιχειρήσεων του κλάδου μεταλλουργίας αυξήθηκαν συνολικά κατά 25%, ενώ τα συνολικά κέρδη κατά 270%.

Τελικά προϊόντα από μέταλλο : Οι ρυθμοί αύξησης της παραγωγής μεταλλικών προϊόντων υπερέβησαν το 10% το 2004, σε συνέχεια της επίσης καλής περυσινής χρονιάς, κατά την οποία η παραγωγή αυξήθηκε κατά 5,8%.

Τα επίπεδα παραγωγής του 2004 είναι αυξημένα κατά 7,6% σε σύγκριση με το 2000, κυρίως λόγω της σημαντικής επιβράδυνσης κατά 8,6% που καταγράφηκε την περίοδο 2001/2000.

Ο κύκλος εργασιών των μεγαλύτερων βιομηχανιών του κλάδου αυξήθηκε κατά 14,7%, ενώ η συνολική κερδοφορία, λόγω ανάλογης βελτίωσης των leaders βελτιώθηκε συνολικά κατά 86%.

Επίσης, σημαντική άνοδο της παραγωγής εμφάνισαν οι κλάδοι καπνού (9,9%), ηλεκτρικών μηχανών & συσκευών (6,4%) και συσκευών ραδιοφωνίας, τηλεόρασης & επικοινωνιών (7,9%).

Στον αντίποδα, εμφανίζονται οι κλάδοι κλωστοϋφαντουργικών υλών (-10,4%) με έντονα πτωτική τάση σε όλη τη διάρκεια της τελευταίας 5ετίας, ο συγγενής κλάδος των ειδών ένδυσης (-5,2%) και δέρματος και υπόδησης (-9,0%).

Ενδεικτικό της βαθύτατης κρίσης και της τεράστιας συρρίκνωσης που βιώνουν οι συγκεκριμένοι παραδοσιακοί κλάδοι της ελληνικής οικονομίας είναι ότι τα επίπεδα παραγωγής του 2004 αντιστοιχούν στο 78,1% της παραγωγής του 2000 για τις κλωστοϋφαντουργικές ύλες, στο 82,7% για την ένδυση και στο 73,6% για το δέρμα και την υπόδηση.

Ταυτόχρονα, η εισαγωγή διεύθυνση ξεπέρασε το 2004 το 66%, από 61% το 2002.

Επίσης, και τα ιατρικά όργανα και όργανα ακριβείας εμφάνισαν πολλή μεγάλη καμπή το 2004 (-25,3%), πρόκειται όμως για κλάδο ο οποίος βρίσκεται σε επίπεδα αυξημένα κατά 8,9% έναντι του 2000, λόγω της μεγάλης ανόδου κατά τα έτη 2001 (+36,8%) και 2003 (+30,6%).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΕΠΙΛΟΓΟΣ

### 7.1 ΣΥΝΟΨΗ

Συνοψίζοντας το περιεχόμενο της παρούσας εργασίας μπορούμε να παρατηρήσουμε τα ακόλουθα:

Με τον όρο διάρθρωση κεφαλαίων εννοούμε το ποσόν των μόνιμων βραχυπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων, των μακροπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων, του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου και του κοινού μετοχικού κεφαλαίου το οποίο χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση μίας επιχείρησης.

Η ανάλυση της διάρθρωσης κεφαλαίων πρέπει να λαμβάνει υπόψη, τόσο τον Επιχειρηματικό όσο και τον Χρηματοοικονομικό κίνδυνο, ενώ η αξία μίας επιχείρησης και το κόστος κεφαλαίου της εξαρτώνται από τη διάρθρωση κεφαλαίων της επιχείρησης αυτής.

Το επίπεδο της διάρθρωσης κεφαλαίων στο οποίο μεγιστοποιείται η αξία της επιχείρησης και ελαχιστοποιείται το κόστος κεφαλαίου της, είναι γνωστό ως άριστο επίπεδο διάρθρωσης κεφαλαίων.

Κόστος κεφαλαίου (Cost of Capital) είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που λαμβάνεται υπόψη για τον προϋπολογισμό των δαπανών κεφαλαίου ή

αποτίμησης του κεφαλαίου και ταυτίζεται με την ελάχιστη αναμενόμενη απόδοση μιας νέας επένδυσης προκειμένου να υλοποιηθεί.

Για να υπολογίσουμε το κόστος κεφαλαίου πρέπει να ξεχωρίσουμε τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις σε αυτές που φέρουν τόκους, οι οποίες συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου και σε αυτές που δεν φέρουν τόκους και οι οποίες δεν συμπεριλαμβάνονται.

Οι οικονομολόγοι όταν υπολογίζουν το κόστος, περιλαμβάνουν και το κόστος ευκαιρίας, το οποίο είναι όλα εκείνα από τα οποία παραιτείται κανείς για να αποκτήσει κάποιο συγκεκριμένο αγαθό.

Η Τιτλοποίηση είναι μια τεχνική χρηματοδότησης η οποία αναφέρεται στην έκδοση αξιογράφων (τίτλων -π.χ. ομολόγων), τα οποία ενσωματώνουν αξία μελλοντικών και προσδοκώμενων εσόδων. Ο εκδότης δηλαδή των τίτλων, αντλεί ρευστότητα σήμερα, για έσοδα που θα λάβει στο μέλλον. Τα έσοδα αυτά προκύπτουν από το αντίτιμο που πληρώνουν όσοι επιθυμούν να γίνουν κάτοχοι των τίτλων, οι οποίοι στη συνέχεια λαμβάνουν σε τακτά χρονικά διαστήματα χρηματικά τοκομερίδια. Ο εκδότης δε των τίτλων, αποσβένει τα τοκομερίδια που τους πληρώνει ανά τακτά χρονικά διαστήματα, με τα έσοδα που θα λάβει στο μέλλον. Ωστόσο, όπως και κάθε άλλη μορφή χρηματοδότησης, έτσι και η τιτλοποίηση έχει κόστος.

Η Τιτλοποίηση περιλαμβάνει την πώληση, τη πλήρη μεταβίβαση ή την μερική μεταβίβαση των υποχρεώσεων των περιουσιακών στοιχείων σε ένα («SPV»),

Special Purpose Vehicle το οποίο διανέμει στη συνέχεια τα Ομόλογα στους επενδυτές, με την μέθοδο αυτή ουσιαστικά μετατρέπονται οι χρηματοροές σε χαρτοφυλάκια αξιόγραφων.

Το βασικό όφελος της τιτλοποίησης είναι πως οι τίτλοι που προκύπτουν είναι αρτιότερης ασφάλειας από τίτλους που θα εξέδιδε απ' ευθείας ο οργανισμός που τιτλοποιεί και συνεπώς οι σχετικοί τόκοι είναι χαμηλότεροι. Επιπλέον, μπορεί να οδηγήσει σε καλύτερη διαχείριση των στοιχείων του ενεργητικού καθώς, για τη διεκπεραίωσή της, είναι απαραίτητο να καταγραφούν και να προδιαγραφούν οι μέθοδοι της διαχείρισης των στοιχείων και της συλλογής των εσόδων που προκύπτουν από αυτά.

Ένα από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα της τιτλοποίησης είναι και η μη επιβάρυνση του ισολογισμού του οργανισμού που τιτλοποιεί.

Όσον αφορά στην ανάλυση της οικονομίας, (διεθνή και εγχώρια), τα διαθέσιμα στοιχεία του α' εξαμήνου στην ευρωζώνη δημιουργούν την αισιοδοξία ότι οι οικονομικές επιδόσεις για το 2006 μπορεί τελικά να διαμορφωθούν σε επίπεδα υψηλότερα από αυτά που αρχικά προβλέπονταν (άνοιξη 2006).

Το α' εξάμηνο του 2006 ο ρυθμός ανάπτυξης επιταχύνθηκε στο 2,4%, με αποτέλεσμα να κινείται κοντά, ή και να υπερβαίνει το ρυθμό αύξησης του δυναμικού ΑΕΠ της ευρωζώνης.

Ο Διεθνής Οργανισμός Ενέργειας προβλέπει αύξηση της ζήτησης κατά 1,4% το 2006. Οι υψηλές τιμές του πετρελαίου επηρεάζουν αρνητικά την ανάπτυξη στην ευρωζώνη.

Οι διεθνείς νομισματικές συνθήκες συνέχισαν και το 2006 να είναι ευνοϊκές για την οικονομική ανάπτυξη, παρά το ότι η νομισματική πολιτική κινήθηκε προς περιοριστική κατεύθυνση.

Το 2006 ο ρυθμός αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας στην Ελλάδα διαμορφώνεται σε ικανοποιητικά επίπεδα, παρά τη διατήρηση των υψηλών τιμών πετρελαίου.

Σύμφωνα με τους τριμηνιαίους εθνικούς λογαριασμούς, το ΑΕΠ σε σταθερές τιμές αυξήθηκε το πρώτο εξάμηνο κατά 4,1%, έναντι 3,6% το αντίστοιχο εξάμηνο του 2005.

Τέλος, η ανάλυση κλάδων είναι εξίσου σημαντική για τον ίδιο λόγο που είναι σημαντική και η ανάλυση της οικονομίας. Όπως είναι δύσκολο για ένα κλάδο να ευημερεί σε μία ασθενή οικονομία, έτσι είναι ασύνηθες για μία επιχείρηση να ευημερεί σε έναν κλάδο που πάσχει. Ωστόσο οι μεταβολές της οικονομικής δραστηριότητας δεν επηρεάζουν με τον ίδιο βαθμό και προς την ίδια κατεύθυνση όλους τους κλάδους της οικονομίας.

Η σύνταξη μιας αναλυτικής ονοματολογίας των οικονομικών δραστηριοτήτων – κλάδων- υπαγορεύεται σε κάθε περίπτωση, από την ανάγκη υποστήριξης της τήρησης ενός πλήρους και σωστού μητρώου επιχειρήσεων, στο οποίο η δραστηριότητα θα περιγράφεται με ακρίβεια. Η ύπαρξη μιας τυποποιημένης και αναλυτικής ονοματολογίας δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων θα οδηγήσει σε αποτελεσματικότερη και ασφαλέστερη λειτουργία των κλάδων

Η δομή μιας ονοματολογίας δραστηριοτήτων είναι ιδιαίτερα δυναμική. Η διαρκής εμφάνιση νέων τεχνολογιών, νέων μορφών απασχόλησης, νέων προϊόντων, νέων όρων εμπορίου και μορφών υπηρεσιών, μεταβάλλει διαρκώς το πεδίο των δραστηριοτήτων.

Συμπερασματικά διαπιστώνεται ότι η ορθή εικόνα που εμφανίζουν οι κλάδοι με βάση τις τιμές των μετοχών στο ΧΑΑ, μπορεί να υπάρξει με βάση την σωστή και άρτια ονοματολογία και κωδικοποίηση των κλάδων η οποία αναμφισβήτητα οδηγεί σε ευκολότερη και γρηγορότερη εξαγωγή συμπερασμάτων και στατιστικών στοιχείων.

## **7.2 ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ**

Θεωρούμε ότι θα πρέπει να ληφθούν υπ όψη οι ακόλουθες κατευθύνσεις:



- Οι ιδιωτικές επιχειρήσεις που εδρεύουν στην Ελλάδα θα πρέπει να ενημερώνονται σχετικά με τα οφέλη που μπορούν να αποκομίσουν μέσω εναλλακτικών τρόπων χρηματοδότησης .
- Θα πρέπει να γνωστοποιηθεί ευρύτερα η μέθοδος της τιτλοποίησης ως ένα μέσο άντλησης κεφαλαίων που προορίζεται για μακροχρόνια χρήση και να εκσυγχρονιστεί περισσότερο το ελληνικό Νομοθετικό πλαίσιο προκειμένου να απλουστευθούν οι υπάρχουσες διαδικασίες που αφορούν στην τιτλοποίηση απαιτήσεων.
- Στην Ελλάδα εκτός από τις επιχειρηματικές ομολογίες, η αγορά ομολογιακών τίτλων περιλαμβάνει επίσης τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, τα τραπεζικά ομόλογα και τα δημοτικά ομόλογα. Η συγκεκριμένη αγορά υστερεί σε ανάπτυξη και ρευστότητα.
- Τέλος, η ελληνική αγορά θα πρέπει να αντλεί πληροφορίες από άλλες ανεπτυγμένες αγορές του εξωτερικού επιδιώκοντας την διαρκή βελτίωση και ανάπτυξή της.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΠΗΓΕΣ**

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

- 1.Αρτίκης Γεώργιος, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Γ΄ Έκδοση, Εκδόσεις INTERBOOKS, Αθήνα 2002
- 2.Αρτίκης Γεώργιος, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ, Αποφάσεις Επενδύσεων, Εκδόσεις INTERBOOKS, Αθήνα 2002
- 3.Αρτίκης Γεώργιος, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ, Ανάλυση και προγραμματισμός, Εκδόσεις INTERBOOKS, Αθήνα 2003
- 4.Γεωργακόπουλος Λεωνίδας, Εγχειρίδιο Εμπορικού Δικαίου, τόμος 2- οι εμπορικές πράξεις, Εκδόσεις Αφοι Π. Σάκκουλα, Αθήνα 1995.
- 5.Γιωτάκη Τζένη, "Ομολογιακά δάνεια του Ν. 3156/2003. Είδη, μορφή και διαδικασίες έκδοσης", περιοδικό ΕΨΙΛΟΝ 7, τεύχος Απριλίου 2004.
- 6.Ρόκας Νικόλαος, ΑΞΙΟΓΡΑΦΑ, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή 1992.

7.Ρόκας Νικόλαος, ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ, 4<sup>η</sup> Έκδοση, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα- Κομοτηνή 1996.

8.Σαρσέντης Βασίλειος, ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ ΕΤΑΙΡΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ, Εκδόσεις Καραμπερόπουλος, Πειραιάς 1981.

#### ΑΛΛΟΔΑΠΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Fabozzi Frank, BOND MARKETS, ANALYSIS AND STRATEGIES, THIRD EDITION, Prentice Hall, U.S.A. 1996
2. Hirt Geoffrey & Block Stanley, Fundamentals of Investement Management, SEVENTH EDITION, McGraw-Hill, U.S.A. 2003

#### ΑΛΛΕΣ ΠΗΓΕΣ

#### ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΕΣ

- 1.[www.ase.gr](http://www.ase.gr)(Διαδικτυακός τόπος ΧΑΑ)
- 2.[www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr)(Διαδικτυακός τόπος της ΤτΕ)
- 3.[www.glk.gr](http://www.glk.gr)(Διαδικτυακός τόπος του Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους)
- 4.[www.investinginbonds.com](http://www.investinginbonds.com)