

***Χρηματοοικονομική Ανάλυση  
Εταιρειών Κλάδου Real Estate – Ανάπτυξης Ακινήτων***

Ανίχνευση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος με τη βοήθεια της ανάλυσης της οικονομίας, ανίχνευση του μικροοικονομικού περιβάλλοντος με τη βοήθεια της περιγραφής του κλάδου και εφαρμογή της χρηματοοικονομικής ανάλυσης σε εταιρείες του κλάδου real estate – ανάπτυξης ακινήτων

Ιωάννα Γ. Γέραλη  
Πτυχίο Γερμανικής Φιλολογίας Φιλοσοφικής Σχολής Αθηνών

Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα  
στη Διοίκηση Επιχειρήσεων – Διοίκηση Τουρισμού

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΑΘΗΝΑ 2008



## **Ευχαριστίες**

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον Καθηγητή μου κ. Γεώργιο Αρτίκη, καθηγητή χρηματοοικονομικής διοίκησης του τμήματος οργάνωσης και διοίκησης επιχειρήσεων στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς, ο οποίος όχι μόνο μου έδωσε την ευκαιρία να ασχοληθώ με ένα πολύ ενδιαφέρον για εμένα θέμα, αλλά κυρίως επειδή με εμπιστεύτηκε παρόλο που το εκπαιδευτικό μου υπόβαθρο δεν είχε καμία σχέση με τη χρηματοοικονομική διοίκηση. Τον ευχαριστώ επίσης, για την ιδανική και αποδοτική συνεργασία που είχαμε και για την καθοδήγηση και τις συμβουλές που μου προσέφερε κατά τη διάρκεια της εκπόνησης της παρούσας εργασίας.

Θέλω επίσης να ευχαριστήσω τους συναδέλφους μου και όσους με βοήθησαν, παρέχοντάς μου πληροφορίες για την εργασία.

Ιωάννα Γέραλη

# Χρηματοοικονομική Ανάλυση

## Εταιρειών Κλάδου Real Estate – Ανάπτυξης Ακινήτων

Επιβλέπων Καθηγητής:

Γεώργιος Αρτίκης

Σημαντικοί όροι: Στατιστική ανάλυση, ανάλυση κοινού μεγέθους, ανάλυση δεικτών τάσης, κριτική διερεύνηση, λογιστικές καταστάσεις, αριθμοδείκτες, πίνακες κίνησης κεφαλαίων

### ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα εργασία εφαρμόζεται η θεωρία της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων στις εταιρείες του κλάδου ανάπτυξης ακινήτων LAMDA Development A.E., Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε., R.E.D.S. Real Estate Development and Services και PASAL DEVELOPMENT S.A., για την πενταετία 2003 έως 2007, με αντικειμενικό σκοπό την αποτύπωση της χρηματοοικονομικής τους κατάστασης για την προαναφερθείσα περίοδο.

Η μεθοδολογία που ακολουθείται περιλαμβάνει την ανίχνευση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος με τη βοήθεια της ανάλυσης της οικονομίας, την ανίχνευση του μικροοικονομικού περιβάλλοντος με τη βοήθεια της περιγραφής του κλάδου και την εφαρμογή της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, ώστε να επιτευχθεί ο αντικειμενικός σκοπός.

Όσον αφορά στην ανάλυση της οικονομίας συμπεραίνεται ότι την περίοδο 2003 έως 2007 η παγκόσμια οικονομία παρουσίασε σε γενικά πλαίσια ευνοϊκή πορεία, αντανakλώντας την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας στις κυριότερες οικονομίες. Το ελληνικό Α.Ε.Π., επηρεασμένο από το διεθνές οικονομικό περιβάλλον, τις νομισματικές συνθήκες και τις δημοσιονομικές εξελίξεις, παρουσίασε ανοδική πορεία, αν και όχι σταθερή κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Καθοριστικός παράγοντας επιτάχυνσης του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας ήταν κυρίως η εγχώρια ζήτηση. Η δημόσια κατανάλωση αυξήθηκε, όπως και η ιδιωτική.

Ο κλάδος του real estate – ανάπτυξης ακινήτων έχει καθιερωθεί ως ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες ανάπτυξης της χώρας κατά την τελευταία δεκαετία. Η αγορά ακινήτων αποτελεί μια αγορά με σημαντική αλληλεπίδραση στο γενικότερο οικονομικό περιβάλλον. Οι διακυμάνσεις στην αγορά κατοικίας επηρεάζονται από τη νομισματική πολιτική και γενικότερα την οικονομική δραστηριότητα και τις τιμές. Οι παρεχόμενες υπηρεσίες στον κλάδο της ακίνητης περιουσίας έχουν διαφοροποιηθεί και διευρυνθεί τα τελευταία έτη και σταδιακά παρατηρείται εξειδίκευση των φορέων σε συγκεκριμένες κατηγορίες υπηρεσιών.

Όσον αφορά στις εξεταζόμενες εταιρείες του κλάδου, οι οποίες είχαν τους μεγαλύτερους κύκλους εργασιών καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο, η συνολική αποδοτικότητα και η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αν και παρουσιάζουν βελτίωση από το 2003 έως το 2006, το τελευταίο έτος της εξεταζόμενης περιόδου μειώνονται. Οι συνολικές πωλήσεις αυξήθηκαν σημαντικά καθώς και ο συνολικός κύκλος εργασιών τους. Η ρευστότητα των εταιρειών (άμεση και τρέχουσα) κατά μέσο όρο κυμάνθηκε σε ικανοποιητικά επίπεδα. Τέλος, από τη μελέτη των πινάκων κίνησης κεφαλαίων εξάγεται ότι βασικότερη πηγή χρηματοδότησης για την πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου της ανάπτυξης ακινήτων αποτελεί ο μακροπρόθεσμος δανεισμός.

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ	I
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	II
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
1.1. Αντικειμενικός Σκοπός	1
1.2. Μεθοδολογία	1
1.3. Διάρθρωση Εργασίας	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ	6
2.1 Παγκόσμιο Α.Ε.Π.	6
2.2 Παγκόσμιος Πληθωρισμός	12
2.3. Απασχόληση – Ανεργία	15
2.4. Δημοσιονομική Πολιτική	17
2.5. Νομισματική Πολιτική	20
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	29
3.1. Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν ( Α.Ε.Π. )	29
3.2. Πληθωρισμός	36
3.3. Απασχόληση – Ανεργία	43
3.4. Δημοσιονομική Πολιτική	48
3.4.1. Προϋπολογισμός Γενικής & Κεντρικής Κυβέρνησης	48
3.4.2. Δημόσιο Χρέος	53
3.5 Νομισματική Πολιτική	55
3.5.1 Νομισματικά Μεγέθη	55
3.5.2. Τραπεζικά Επιτόκια	57
3.5.3. Πιστωτικές Εξελίξεις	60
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	63
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΛΑΔΟΥ REAL ESTATE – ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	66
4.1. Γενικά χαρακτηριστικά του κλάδου	66
4.1.1 Οριοθέτηση του Κλάδου Κτηματαγοράς και Ακίνητης Περιουσίας	67
4.2 Ανθρώπινο Δυναμικό	70
4.3 Η Ζήτηση Ακινήτων	71
4.3.1 Χαρακτηριστικά της Ζήτησης Ακινήτων	71
4.3.2 Παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση ακινήτων	73
4.3.2.1 Δημογραφικά στοιχεία	74
<b>4.3.2.2 Χρηματοδότηση Ακινήτων</b>	<b>75</b>

4.3.2.3 Διαθέσιμο Εισόδημα	80
4.3.2.4 Κόστος Κατασκευής Ακινήτων	82
4.3.2.5 Επενδύσεις Κατοικιών και Κατασκευών	83
4.3.3 Εξέλιξη Νόμιμης Ιδιωτικής Οικοδομικής Δραστηριότητας	84
4.3.4 Ανάπτυξη Εμπορικών Κέντρων	86
4.4 Θεσμικό Πλαίσιο – Στάση Κυβέρνησης έναντι κλάδου	88
4.5 Συνθήκες Ανταγωνισμού	97
4.5.1 Δομή και Διάρθρωση του Κλάδου	97
4.5.2 Προσφορά Υπηρεσιών	98
4.5.3 Εγχώρια Αγορά Ακινήτων	99
4.5.4 Πωλήσεις και Κέρδη Παρελθουσών Χρήσεων	103
4.6 Τιμές Μετοχών	104
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	105
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΛΑΔΟΥ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	108
5.1 Γενικά	108
5.2 LAMDA Development Ανώνυμη Εταιρεία Συμμετοχών και Αξιοποίησης Ακινήτων (LAMDA Development A.E.)	109
5.2.1 Γενικά	109
5.2.2 Σύντομο Ιστορικό Ομίλου	112
5.2.3 Στρατηγική	114
5.2.4 Επενδύσεις – Έργα	115
5.3 Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε. (ΜΒΔΤ)	121
5.3.1 Γενικά	121
5.3.2 Σύντομο Ιστορικό Ομίλου	123
5.3.3 Στρατηγική	124
5.3.4 Δραστηριότητες – Επενδύσεις	126
5.3.5 Έργα	127
5.4 Reds A.E.	133
5.4.1 Γενικά	133
5.4.2 Ο Όμιλος Ελληνική Τεχνοδομική ΤΕΒ	134
5.4.3 Ιστορικό Ομίλου ΤΕΒ	137
5.4.4 Έργα	139
5.5 PASAL DEVELOPMENT A.E.	145
5.5.1 Γενικά	145
5.5.2 Ιστορική Πορεία	146

5.5.3 Στρατηγική Ανάπτυξης	148
5.5.4 Οργάνωση και Δραστηριότητα	149
5.5.5 Χαρτοφυλάκιο Ακινήτων	150
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	151
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ	153
6.1 Εισαγωγή	153
6.1.1 Στατιστική Ανάλυση	156
6.1.2 Κριτική Διερεύνηση Αριθμοδεικτών	157
6.1.2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας	159
6.1.2.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας	159
6.1.2.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας	160
6.1.2.4 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας	161
6.1.2.5 Αριθμοδείκτες Παγιοποίησης Περιουσίας	162
6.1.2.6 Αριθμοδείκτες Χρηματοδότησης Ενεργητικού	162
6.1.2.7 Αριθμοδείκτες Επενδύσεων	163
6.1.3 Κριτική Διερεύνηση Πινάκων Κίνησης Κεφαλαίων	164
6.1.4 Εξαγωγή Συμπερασμάτων	165
6.2 Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων Εταιρειών	166
6.2.1. LAMDA Development A.E.	167
6.2.2 Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	169
6.2.3 Reds A.E. Real Estate Development and Services	171
6.2.4 PASAL DEVELOPMENT A.E.	174
6.3 Κριτική Διερεύνηση Αριθμοδεικτών	177
6.3.1 LAMDA Development A.E.	177
6.3.2 Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	180
6.3.3 Reds A.E. Real Estate Development and Services	183
6.3.4 PASAL DEVELOPMENT A.E.	186
6.4 Κριτική Διερεύνηση Πινάκων Κίνησης Κεφαλαίων	189



6.4.1 LAMDA Development A.E.	190
6.4.2 Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	192
6.4.3 Reds A.E. Real Estate Development and Services	194
6.4.4 PASAL DEVELOPMENT A.E.	196
BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	198
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7. ΕΞΑΓΩΓΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ	199
7.1 Γενικά	199
7.2 Συμπεράσματα	200
7.2.1 Διεθνείς Οικονομικές Εξελίξεις	200
7.2.2 Εξελίξεις στην Ελληνική Οικονομία	202
7.2.3 Ανάλυση Κλάδου	204
7.2.4 Κριτική Διερεύνηση Αριθμοδεικτών Κλάδου	207
7.2.5 Κριτική Διερεύνηση Πινάκων Κίνησης Κεφαλαίων	209
7.3 Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων Εξεταζόμενων Εταιρειών	211
7.3.1 LAMDA Development A.E.	211
7.3.2 Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	212
7.3.3 Reds A.E. Real Estate Development and Services	213
7.3.4 PASAL DEVELOPMENT A.E.	215
7.4 Προτάσεις Περαιτέρω Έρευνας και Ανάλυσης	216
ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	218
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ 1-5	223

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1 Παγκόσμιο Α.Ε.Π. (ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές όγκου)	6
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2 Παγκόσμιος Πληθωρισμός Δ.Τ.Κ. ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές	12
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3 Ποσοστό Ανεργίας (άνεργοι ως ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)	15
ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4 Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρνησης (ως ποσοστό % του Α.Ε.Π.)	17
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1 Ακαθάριστη Δαπάνη Οικονομίας & Α.Ε.Π. (σε σταθερές τιμές έτους 2000)	30
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2 Δείκτες Τιμών (ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)	38
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.3 Πληθυσμός, Εργατικό Δυναμικό και απασχόληση (ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)	43
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.4 Ελλείμματα Γενικής & Κεντρικής Κυβέρνησης (ως ποσοστό % του Α.Ε.Π.)	48
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.5 Καθαρές Δανειακές Ανάγκες Κεντρικής Κυβέρνησης σε Ταμειακή Βάση (σε εκατ. ευρώ)	51
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.6 Ενοποιημένο Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (σε εκατ. ευρώ)	54
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.7 Ελληνική Συμβολή στα Βασικά Νομισματικά Μεγέθη της Ζώνης του Ευρώ (μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)	55
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.8 Χρηματοδότηση της Οικονομίας από τα Εγχώρια ΝΧΙ στην Ελλάδα (ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)	61
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1 Εξέλιξη στεγαστικών επιτοκίων νέων δανείων στην Ελλάδα (2003-α' τρίμηνο 2007)	76
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2 Εξέλιξη στεγαστικών επιτοκίων στα υφιστάμενα υπόλοιπα δανείων στην Ελλάδα (2003-α' τρίμηνο 2007)	77
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3 Στεγαστικά δάνεια στα εγχώρια νοικοκυριά στο τέλος κάθε περιόδου (υπόλοιπα τέλους χρήσης) (2003-Μάιος 2007)	78
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4 Συμβάσεις εταιρειών Leasing (2003-2005)	80
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5 Εξέλιξη καθαρού εθνικού διαθέσιμου εισοδήματος και καθαρής αποταμίευσης (2000-2006)	82
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6 Εξέλιξη δείκτη τιμών κατηγοριών έργων και αμοιβής εργασίας (2000-β' τρίμηνο 2007)	83
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7 Αριθμός νέων κατοικιών στην Ελλάδα (1981-2006)	86
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8 Εξέλιξη Α.Ε.Π. - Ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας του κλάδου (2000 -2005)	100
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9 Δείκτης τιμών κατοικιών (1999-2007)	102

ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1 Έργα Sales & Leaseback Ομίλου Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	128
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2 Οριζόντιες Ιδιοκτησίες Ομίλου Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	131
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3 Έργα Υπό Κατασκευή Ομίλου Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	132
ΠΙΝΑΚΑΣ 5.4 Χαρτοφυλάκιο ακινήτων Εταιρείας PASAL DEVELOPMENT A.E.	150

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.1 Πραγματικό Α.Ε.Π. (εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)	10
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.2 Πληθωρισμός (Δ.Τ.Κ.)	14
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.3 Ποσοστό Ανεργίας (ποσοστό % εργατικού δυναμικού)	16
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.4 Βασικά Επιτόκια Κεντρικών Τραπεζών (ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)	20
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.5 Συναλλαγματική Ισοτιμία Ευρώ έναντι Δολαρίου Η.Π.Α., Γιεν Ιαπωνίας (μηνιαία στοιχεία)	23
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2.6 Χρηματιστηριακοί Δείκτες (στοιχεία περιόδου από Δεκέμβριο 1994)	25
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.1 Ρυθμοί Οικονομικής Ανάπτυξης Ελλάδα & Ζώνη του Ευρώ (ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)	33
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.2 Πρωτογενές Αποτέλεσμα Κρατικού Προϋπολογισμού (ως ποσοστό % του Α.Ε.Π.)	50
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.3 Επιτόκια Νέων Τραπεζικών Καταθέσεων από τα Νοικοκυριά Ελλάδα & Ζώνη Ευρώ (ποσοστά % ετησίως)	59
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3.4 Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών από τα εγχώρια ΝΧΙ στην Ελλάδα (εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)	62
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.1 Επενδύσεις κατοικιών και κατασκευών (2000-2006)	84
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.2 Κατανομή ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας βάσει όγκου (2006)	85
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.3 Βασικές ομάδες συμμετοχής στον κλάδο	98
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4.4 Δείκτης τιμών καταναλωτή και ενοικίων	99
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1 Διάρθρωση Ομίλου Εταιρειών LAMDA Development A.E.	110
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.2 Οργανόγραμμα Ομίλου Εταιρειών LAMDA Development A.E.	111
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.3 Διάρθρωση Ομίλου Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	122
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.4 Οργανόγραμμα Ομίλου Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.	123
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.5 Διαδικασία πώλησης και επανεκμίσθωσης	129
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.6 Διάρθρωση Ομίλου Εταιρειών R.E.D.S. A.E.	136
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.7 Οργανόγραμμα Ομίλου Εταιρειών R.E.D.S. A.E.	137
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.8 Οργανόγραμμα Εταιρείας PASAL DEVELOPMENT A.E.	145



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

#### 1.4. Αντικειμενικός Σκοπός

Ο κλάδος real estate – ανάπτυξης ακινήτων αποτελεί τα τελευταία χρόνια έναν σημαντικό κλάδο της ελληνικής οικονομίας και σπουδαίο αναπτυξιακό παράγοντα της χώρας.

Αντικειμενικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η χρηματοοικονομική ανάλυση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρειών του κλάδου ανάπτυξης ακινήτων κατά τη χρονική περίοδο 2003 έως 2007, προκειμένου να αποτυπωθεί η χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιρειών. Οι τέσσερις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες, οι οποίες θα παρουσιαστούν αναλυτικά παρακάτω, κατέχουν τους μεγαλύτερους κύκλους εργασιών, όπως αυτοί αναγράφονται στις δημοσιευμένες καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης κατά την προαναφερόμενη χρονική περίοδο. Συγκεκριμένα, μέσω της κριτικής διερεύνησης των αριθμοδεικτών και των πινάκων κίνησης κεφαλαίων των εταιρειών, θα γίνει προσπάθεια μελέτης ορισμένων βασικών τους μεταβλητών, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται η αποδοτικότητα, το περιθώριο κέρδους, η κυκλοφοριακή ταχύτητα, η ρευστότητα, η αποτελεσματικότητα στη διαχείριση των αποθεμάτων και των πιστώσεων και η δανειακή επιβάρυνση.

Η χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιρειών του εξεταζόμενου κλάδου αποτελεί ένδειξη για τη βιωσιμότητα και την εξέλιξή τους, σε μια περίοδο που ο κλάδος βρίσκεται σε διαρκή και δυναμικά μεταβαλλόμενη επιχειρησιακή αναδιάρθρωση με κύριους άξονες την ανακατανομή των μεριδίων αγοράς, της μεταβολής της δομής και διάρθρωσης του βασικού του αντικείμενου, αλλά και την ανάπτυξη ισχυρών πιέσεων για συγχωνεύσεις, συνεργασίες και εξαγορές.

#### 1.2 Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία που ακολουθείται περιλαμβάνει την ανίχνευση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος με τη βοήθεια της ανάλυσης της οικονομίας, την ανίχνευση του μικροοικονομικού περιβάλλοντος με τη βοήθεια της περιγραφής του κλάδου και την

εφαρμογή της χρηματοοικονομικής ανάλυσης, ώστε να επιτευχθεί ο αντικειμενικός σκοπός.

Πιο αναλυτικά, η μελέτη των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιρειών του κλάδου real estate – ανάπτυξης ακινήτων περιλαμβάνει αρχικά τη μελέτη του γενικότερου οικονομικού περιβάλλοντος τόσο της διεθνούς, όσο και της εγχώριας οικονομίας, προκειμένου να διαπιστωθούν οι συνέπειες του εξωτερικού περιβάλλοντος στον κλάδο, αλλά και κατ' επέκταση στις εισηγμένες εταιρείες.

Στη συνέχεια ακολουθεί η ανάλυση του κλάδου real estate – ανάπτυξης ακινήτων, στον οποίο ανήκουν οι υπό μελέτη εταιρείες. Συγκεκριμένα, τα κυριότερα χαρακτηριστικά του κλάδου τα οποία θα αναλυθούν είναι η μονιμότητα του, η οποία προσδιορίζεται από τις υπηρεσίες και την τεχνολογία του, η στάση της κυβέρνησης προς τον κλάδο και οι εργασιακές συνθήκες μέσα σε αυτόν. Επιπλέον, θα παρουσιαστούν οι συνθήκες ανταγωνισμού, οι οποίες αντανακλώνται με την ύπαρξη εμποδίων εισόδου νέων εταιρειών στον κλάδο και οι τιμές των μετοχών των εταιρειών του κλάδου σε σχέση με τα κέρδη τους.

Έχοντας ολοκληρώσει την ανάλυση της οικονομίας και του κλάδου, με την οποία γίνεται προσπάθεια αποτύπωσης των συνθηκών του γενικότερου περιβάλλοντος μέσα στο οποίο λειτουργούν οι εταιρείες, θα ακολουθήσει η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων τους κατά τη χρονική περίοδο 2003 έως 2007. Συγκεκριμένα, η ανάλυση θα πραγματοποιηθεί χρησιμοποιώντας ως βασικά εργαλεία τους αριθμοδείκτες και τους πίνακες κίνησης κεφαλαίων των εταιρειών, με σκοπό να μελετηθούν ορισμένες βασικές μεταβλητές τους.

Όσον αφορά στην κριτική διερεύνηση των αριθμοδεικτών, θα ληφθούν υπόψη διάφορα πρότυπα, προκειμένου να περιορισθεί η πιθανότητα εξαγωγής λανθασμένων συμπερασμάτων. Ορισμένα από τα συγκεκριμένα πρότυπα, τα οποία θα χρησιμοποιηθούν είναι ο υπολογισμός των αντίστοιχων δεικτών όλων των εισηγμένων εταιρειών για τη χρονική περίοδο 2003 έως 2007, καθώς και των μέσων δεικτών για την ίδια χρονική περίοδο του κλάδου στον οποίο λειτουργούν οι εταιρείες. Στο συγκεκριμένο σημείο, αξίζει να σημειωθεί ότι ως κλάδος θα ληφθεί υπόψη το σύνολο των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στην ανάπτυξη ακινήτων, καθώς κατέχουν το σημαντικότερο μερίδιο της αγοράς.

Παρόμοια διαδικασία περιλαμβάνει και η κριτική διερεύνηση των πινάκων κίνησης κεφαλαίων των εταιρειών. Ειδικότερα, θα πραγματοποιηθεί σύγκριση των πινάκων κίνησης κεφαλαίων μεταξύ όλων των υπό εξέταση εταιρειών, αλλά και του κλάδου γενικότερα. Με την ολοκλήρωση των παραπάνω διαδικασιών θα εξαχθούν τα συμπεράσματα.

Εν ολίγοις, η μεθοδολογία συντίθεται στις ακόλουθες επιδιώξεις:

- Ανάλυση της διεθνούς και ελληνικής οικονομίας.
- Επισήμανση των σημαντικότερων χαρακτηριστικών, της εξέλιξης και των προοπτικών του κλάδου real estate – ανάπτυξης ακινήτων.
- Θεωρητική προσέγγιση των όρων της ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων
- Ανάλυση των καταστάσεων κοινού μεγέθους και έτους βάσης των υπό εξέταση εταιρειών, υπολογισμός των σημαντικότερων αριθμοδεικτών και σύνταξη των πινάκων κίνησης κεφαλαίων των εταιρειών.
- Κριτική διερεύνηση των σημαντικότερων αριθμοδεικτών των εταιρειών.
- Κριτική διερεύνηση των πινάκων κίνησης κεφαλαίων των εταιρειών.
- Εξαγωγή συμπερασμάτων.

### **1.3 Διάρθρωση Εργασίας**

Η εργασία αποτελείται από επτά κεφάλαια, ενώ με την ολοκλήρωση της παρατίθεται παράρτημα. Αναλυτικότερα, το παρόν κεφάλαιο αποτελεί την εισαγωγή της εργασίας, στο οποίο παρουσιάζεται το θέμα, διατυπώνεται ο αντικειμενικός σκοπός της εργασίας, η διάρθρωση, καθώς και η ανασκόπηση της μεθοδολογίας που θα ακολουθηθεί.

Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι σημαντικότερες διεθνείς οικονομικές εξελίξεις, οι οποίες σημειώθηκαν τη χρονική περίοδο 2003 έως 2007 και επηρέασαν την παγκόσμια οικονομία. Ειδικότερα, το ενδιαφέρον εστιάζεται στη μελέτη της



πορείας του παγκόσμιου Α.Ε.Π. και του παγκόσμιου πληθωρισμού. Επιπλέον, γίνεται αναφορά στις μεταβολές, οι οποίες σημειώθηκαν στην ανεργία και στην απασχόληση σε κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, της ζώνης του ευρώ και σε άλλες προηγμένες οικονομίες. Έπειτα, παρουσιάζεται η δημοσιονομική κατάσταση των προηγμένων, όσο και των αναπτυσσόμενων οικονομιών, καθώς και η νομισματική πολιτική, όπως αυτή περιγράφεται από την πορεία των βασικών επιτοκίων των κεντρικών τραπεζών, των συναλλαγματικών ισοτιμιών και των χρηματιστηριακών δεικτών.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι σημαντικότερες οικονομικές εξελίξεις στην ελληνική οικονομία κατά τη χρονική περίοδο 2003 έως 2007, με αναφορά και σχολιασμό των σημαντικότερων παραμέτρων. Συγκεκριμένα, περιγράφεται η πορεία του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος και του πληθωρισμού. Επιπλέον εξίσου σημαντικά συμπεράσματα εξάγονται από τη μελέτη της ανεργίας και της απασχόλησης. Ακόμη, παρουσιάζεται η δημοσιονομική θέση της Ελλάδας, όπως αυτή περιγράφεται από τον προϋπολογισμό, τις δανειακές ανάγκες και το δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης. Τέλος, περιγράφεται και η νομισματική πολιτική της χώρας, μέσω της μελέτης βασικών νομισματικών μεγεθών, της πορείας των τραπεζικών επιτοκίων και των πιστωτικών εξελίξεων.

Στο τέταρτο κεφάλαιο πραγματοποιείται ανάλυση του κλάδου real estate – ανάπτυξης ακινήτων, στον οποίο ανήκουν και από τον οποίο επηρεάζονται άμεσα οι υπό εξέταση εταιρείες. Συγκεκριμένα, τα βασικά χαρακτηριστικά του κλάδου τα οποία αναλύονται είναι η μονιμότητα του, όπως αυτή εκφράζεται από τις υπηρεσίες και τις τεχνολογικές εξελίξεις. Επιπλέον, περιγράφονται οι εργασιακές συνθήκες. Παράλληλα, γίνεται λόγος για τη στάση της κυβέρνησης έναντι του κλάδου και τις συνθήκες ανταγωνισμού που επικρατούν, όπως αυτές εκφράζονται από την ύπαρξη εμποδίων εισόδου νέων εταιρειών στον κλάδο, την ποιότητα των παρεχόμενων υπηρεσιών και την εποχικότητα της ζήτησης.

Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι υπό μελέτη εταιρείες του κλάδου real estate – ανάπτυξης ακινήτων, οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Συγκεκριμένα, οι εταιρείες είναι οι:

- LAMDA Development Ανώνυμη Εταιρεία Συμμετοχών και Αξιοποίησης Ακινήτων (LAMDA Development A.E.)
- Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε. (ΜΒΔΤ)

- R.E.D.S. Real Estate Development and Services (R.E.D.S.) και
- PASAL Ανώνυμος Εταιρία Αναπτύξεως Ακινήτων Α.Ε. (PASAL DEVELOPMENT S.A.)

Η παρουσίαση θα αφορά σε γενικά στοιχεία των επιχειρήσεων, όπως έτος ίδρυσης, επωνυμία, προσωπικό, έργα και διάρθρωση, καθώς και ιστορικά στοιχεία. Τέλος, δίνονται πληροφορίες για τις μελλοντικές επιδιώξεις και στόχους όλων των επιχειρήσεων.

Στο έκτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στη σκοπιμότητα της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων των εταιρειών και στη χρησιμότητα που αυτή έχει για ενδιαφερόμενους οργανισμούς, εταιρείες και επενδυτές. Επίσης περιγράφονται οι μέθοδοι με τις οποίες πραγματοποιείται η ανάλυση και τα εργαλεία που χρησιμοποιούνται. Κατόπι πραγματοποιείται ανάλυση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου real estate – ανάπτυξης ακινήτων, μέσω της κριτικής διερεύνησης των αριθμοδεικτών. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί, ότι για λόγους ορθότερης ανάλυσης και σύγκρισης των εταιρειών, χρησιμοποιούνται μόνο τα στοιχεία των μητρικών τους και όχι τα ενοποιημένα στοιχεία ολόκληρου του ομίλου. Έπειτα ακολουθεί η ανάλυση των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου μέσω της κριτικής διερεύνησης των πινάκων κίνησης κεφαλαίων τους. Ειδικότερα, αναλύονται οι πηγές και οι χρήσεις κεφαλαίων της εκάστοτε εταιρείας και στη συνέχεια εξάγονται συμπεράσματα μέσω συγκρίσεων των πινάκων κίνησης κεφαλαίων των εταιρειών μεταξύ τους αλλά και του κλάδου γενικότερα.

Στο έβδομο και τελευταίο κεφάλαιο περιλαμβάνονται συμπεράσματα τα οποία προκύπτουν τόσο από την ανάλυση της διεθνούς, της εγχώριας οικονομίας και του κλάδου γενικότερα, όσο και από την κριτική διερεύνηση των αριθμοδεικτών και των πινάκων κίνησης κεφαλαίων των εταιρειών. Επιπλέον, στο τέλος του συγκεκριμένου κεφαλαίου παρουσιάζονται προτάσεις περαιτέρω έρευνας για κάθε μελλοντικό αναλυτή.

Η εργασία ολοκληρώνεται με την παράθεση παραρτήματος, στο οποίο περιλαμβάνονται πίνακες. Συγκεκριμένα, παραθέτονται οι ισολογισμοί και τα αποτελέσματα χρήσεως των εταιρειών με κάθετη μορφή, με βάση ανάλυση κοινού μεγέθους και με βάση ανάλυση δεικτών. Επιπλέον, περιλαμβάνονται πίνακες των σημαντικότερων αριθμοδεικτών και πίνακες κίνησης κεφαλαίων των εξεταζόμενων εταιρειών, αλλά και του κλάδου.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

#### 2.1 Παγκόσμιο Α.Ε.Π.

Η παγκόσμια οικονομία κατά την πενταετία 2003-2007, παρουσίασε σε γενικά πλαίσια ευνοϊκή πορεία. Πιο συγκεκριμένα, όπως παρατηρείται από τα στοιχεία του πίνακα 2.1, ο ρυθμός ανόδου του Παγκόσμιου Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος υπερέβη τα τελευταία τέσσερα συναπτά έτη το μέσο όρο των τελευταίων δεκαετιών.

**Πίνακας 2.1**  
**Παγκόσμιο Α.Ε.Π.**  
**(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές όγκου)**

	Αριθμός κρατιών	Μερίδιο στο ΑΕΠ*	2002	2003	2004	2005	2006	2007**	2008**
Παγκόσμιο σύνολο	172	100,0	2,8	3,6	4,9	4,4	5,0	4,9	3,7
1. Προηγμένες οικονομίες	31	56,4	1,6	1,9	3,2	2,6	3,0	2,7	1,3
ΗΠΑ		21,4	1,6	2,5	3,6	3,1	2,9	2,2	0,5
Ιαπωνία		6,6	0,3	1,4	2,7	1,9	2,4	2,1	1,4
Ευρωπαϊκή Ένωση	27		1,4	1,5	2,7	2,1	3,3	3,1	1,8
Ζώνη του ευρώ	15	16,1	0,9	0,8	2,0	1,5	2,8	2,6	1,4
2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες	141	43,6	4,7	6,2	7,5	7,1	7,8	7,9	6,7
Αφρικής	47	3,0	6,1	5,3	6,5	5,7	5,9	6,2	6,3
Ασίας	23	20,1	6,9	8,1	8,6	9,0	9,6	9,7	8,2
Ινδία		4,6	4,6	6,9	7,9	9,1	9,7	9,2	7,9
Κίνα		10,8	9,1	10,0	10,1	10,4	11,1	11,4	9,3
Μέσης Ανατολής	13	3,8	3,9	6,9	5,9	5,7	5,8	5,8	6,1
Λατινικής Αμερικής και Δ. Ημισφαιρίου	32	8,3	0,4	2,1	6,2	4,6	5,5	5,6	4,4
Βραζιλία		2,8	2,7	1,1	5,7	3,2	3,8	5,4	4,8
Μεξικό	4,1	2,1	0,8	1,4	4,2	2,8	4,8	3,3	2,0
Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης (ΚΑΕ)	13	4,1	4,5	4,9	6,6	5,6	6,6	5,8	4,4
Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατιών (ΚΑΚ)	13	4,5	5,2	7,8	8,2	6,5	8,2	8,5	7,0
Ρωσία		3,2	4,7	7,3	7,2	6,4	7,4	8,1	6,8
Άλλες ομαδοποιήσεις χωρών:									
Νέες βιομηχανικές οικονομίες Ασίας	4	3,7	5,5	3,2	5,9	4,8	5,6	5,6	4,0

\* Ποσοστό % συμμετοχής στο παγκόσμιο ΑΕΠ του 2007, με βάση τις ισοτιμίες των αγοραστικών δυνάμεων (PPP ή PPS).  
\*\*2007: εκτιμήσεις, 2008: προβλέψεις.  
Σημείωση: Σύμφωνα με την κατάταξη του ΔΝΤ: Προηγμένες οικονομίες: οι 15 χώρες-μέλη της Ζώνης του ευρώ, οι 4 νέες βιομηχανικές οικονομίες της Ασίας (Κορέα, Σιγκαπούρη, Ταϊβάν-Επαρχία Κίνας και Χονγκ Κονγκ-Ειδική Διοικ. Περιφέρεια) και ΗΠΑ, Ιαπωνία, Αυστραλία, Δανία, Ελβετία, Ην. Βασίλειο, Ισπανία, Ισραήλ, Καναδάς, Νορβηγία, Ν. Ζηλανδία, Σουηδία. Χώρες ΚΑΕ: Ουγγαρία, Πολωνία, Τσεχία, Αλβανία, Βουλγαρία, Κροατία, ΠΓΔΜ, Ρουμανία, Σλοβακία, Εσθονία, Λετονία, Λιθουανία και Τουρκία. Χώρες ΚΑΚ: 12 χώρες της πρώην ΕΣΣΔ και Μογγολία.

Πηγή: Έκθεση Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, 2007

Αναλυτικότερα, ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου Α.Ε.Π. αυξήθηκε κατά 3,6% το έτος 2003 έναντι 2,8% το έτος 2002. Η βελτίωση της παγκόσμιας οικονομίας τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο οφείλεται στον περιορισμό της αρνητικής επίδρασης

που είχε στην εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επιχειρηματικών επενδύσεων η σημαντική πτώση των χρηματιστηριακών αξιών από το Μάρτιο του 2000 μέχρι τον Απρίλιο του 2003. Επιπλέον, σημαντικός παράγοντας ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας αποτέλεσε η εξασθένιση των πληθωριστικών πιέσεων, η οποία επέτρεψε στις νομισματικές αρχές και στις κυβερνήσεις σε όλες σχεδόν τις μεγάλες χώρες να προχωρήσουν σταδιακά στη χαλάρωση της κατεύθυνσης της οικονομικής πολιτικής.

Η επιτάχυνση της ανάκαμψης το 2003 ήταν ιδιαίτερα εμφανής στις Η.Π.Α., στην Ιαπωνία, στη Λατινική Αμερική, στις περισσότερες από τις αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας, στη Ρωσία και τις χώρες της Κοινοπολιτείας Ανεξάρτητων Κρατών. Στη ζώνη του ευρώ, η ανάκαμψη ήταν βραδύτερη από ότι αναμενόταν. Παρ' όλα αυτά, το τρίτο και τέταρτο τρίμηνο του 2003, το πραγματικό Α.Ε.Π. της ζώνης του ευρώ αυξήθηκε κατά 0,4% και 0,3% αντίστοιχα σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο. Η άνοδος του Α.Ε.Π. το τρίτο τρίμηνο βασίστηκε κυρίως στην αύξηση των εξαγωγών, ενώ στην αύξηση του τέταρτου τριμήνου συνέβαλε κυρίως η ανοδική πορεία κατά 0,6% των επενδύσεων. [1]

Η παγκόσμια οικονομία παρουσίασε σημαντική ανάκαμψη το έτος 2004 και ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου Α.Ε.Π. ανήλθε σε 4,9%, ο οποίος συνοδεύτηκε από αύξηση του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών με ρυθμό κοντά στο 10%. Την εντονότερη αύξηση του Α.Ε.Π. παρουσίασαν από τις αναπτυσσόμενες χώρες η Κίνα (9,5%) και η Ινδία (7,3%), ενώ από τις προηγμένες οικονομίες οι Η.Π.Α. (4,4%), το Ηνωμένο Βασίλειο (3,1%) και η Ιαπωνία (2,6%). Η ζώνη του ευρώ παρουσίασε ανάκαμψη από το δεύτερο εξάμηνο του 2003, η οποία συνεχίστηκε και το 2004, διαμορφώνοντας τον ρυθμό ανόδου του Α.Ε.Π. σε 2,1%. Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2004 σημειώθηκε επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στις περισσότερες οικονομίες, γεγονός το οποίο οφείλεται τόσο στις επιπτώσεις της ανόδου της τιμής του πετρελαίου στην παγκόσμια ζήτηση, όσο και στην αρνητική επίδραση μιας λιγότερο επεκτατικής μακροοικονομικής πολιτικής. [2]

Το 2005 η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα συνέχισε να παρουσιάζει θετική πορεία, παρά το γεγονός ότι σημειώθηκε υποχώρηση του ρυθμού ανόδου του παγκόσμιου Α.Ε.Π., το οποίο εκτιμάται ότι ανήλθε σε 4,4% έναντι 4,9% το 2004. Κύριος λόγος ήταν η μεγάλη αύξηση των διεθνών τιμών των καυσίμων. Αντίστοιχα ο όγκος του παγκόσμιου εμπορίου αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκε με ρυθμό 7,3%, χαμηλότερο από ό,τι το προηγούμενο έτος (10,4%), αλλά πάνω από το μέσο όρο της

τελευταίας εικοσαετίας. Αξίζει να αναφερθεί, ότι η μείωση του ρυθμού ανόδου του Α.Ε.Π. το έτος 2005 δεν ήταν ομοιόμορφη στις κυριότερες οικονομίες. Πιο συγκεκριμένα, στις προηγμένες οικονομίες ως σύνολο, ο ρυθμός ανόδου του Α.Ε.Π. μειώθηκε στο 2,7% από 3,3% το 2004. Ωστόσο, μεταξύ αυτών των οικονομιών τη μεγαλύτερη αύξηση του Α.Ε.Π. παρουσίασαν οι Η.Π.Α. (3,5%). Στη ζώνη του ευρώ, ο ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π. μειώθηκε σε 1,3%, σε μέσα ετήσια επίπεδα. Σημαντικοί παράγοντες της παραπάνω μεταβολής αποτέλεσαν η μεγάλη άνοδος των τιμών του πετρελαίου, οι επιπτώσεις, με χρονική υστέρηση, της ανατίμησης του ευρώ στα προηγούμενα έτη και η προσωρινή επιβράδυνση της ανόδου της παγκόσμιας ζήτησης το πρώτο εξάμηνο του 2005. Η ανάκαμψη της ζώνης του ευρώ στηρίζεται σε σημαντικό βαθμό στις εξαγωγές, καθώς και στην αύξηση των επενδύσεων. Στις αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες, οι οποίες παράγουν το 48% του παγκόσμιου προϊόντος, ο ρυθμός ανόδου του Α.Ε.Π. μειώθηκε σε 7,2% το 2005 από 7,6% το 2004. Από τις παραπάνω οικονομίες, η Κίνα και η Ινδία σημείωσαν το μεγαλύτερο ρυθμό ανόδου του Α.Ε.Π. (9,9% και 8,3% αντίστοιχα).

Οι παράγοντες οι οποίοι συνέβαλαν θετικά στην παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα το 2005 (και αντιστάθμισαν μερικώς την αρνητική επίδραση της ανόδου της τιμής των καυσίμων) ήταν οι εξής:

- Τα χαμηλά ονομαστικά και πραγματικά μακροπρόθεσμα επιτόκια, καθώς και οι ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες.
- Η αύξηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών, εξαιτίας της ανόδου των τιμών στις αγορές ακινήτων, ομολόγων και μετοχών σε αρκετές μεγάλες οικονομίες.
- Η βελτίωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης και της κερδοφορίας των επιχειρήσεων.
- Ο δυναμισμός των οικονομιών της Κίνας και της Ινδίας, ο οποίος συνέβαλε σημαντικά στη διατήρηση του υψηλού ρυθμού ανόδου του Α.Ε.Π. [3]

Η παγκόσμια οικονομία εξακολούθησε να αναπτύσσεται με υψηλό ρυθμό το 2006 (5% έναντι 4,4% το 2005). Ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των οικονομικών εξελίξεων υπήρξαν η υψηλότερη του αναμενόμενου επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του Α.Ε.Π. στη ζώνη του ευρώ και η συγκράτηση του επιπέδου του πληθωρισμού στις

προηγμένες οικονομίες – το τελευταίο, ωστόσο χαρακτηριστικό θα αναλυθεί διεξοδικά στο επόμενο κεφάλαιο. Στις προηγμένες οικονομίες ο ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π. επιταχύνθηκε στο 3% το 2006 από 2,6% το 2005, κυρίως λόγω της ανάκαμψης της οικονομίας της ζώνης του ευρώ, η οποία κατέγραψε τον υψηλότερο ρυθμό οικονομικής ανόδου των τελευταίων έξι ετών. Αναλυτικότερα, μεταξύ των κυριότερων προηγμένων οικονομιών, τη μεγαλύτερη οικονομική ανάπτυξη σημείωσαν οι Η.Π.Α., με ρυθμό ανόδου του Α.Ε.Π. 2,9% το 2006 έναντι 3,1% το 2005. Η μεγάλη άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης, αν και επιβραδυνόμενη (3,2% έναντι 3,5% το 2005), συνέχισε να στηρίζει την οικονομική δραστηριότητα. Αντίστοιχα, η οικονομική δραστηριότητα στη ζώνη του ευρώ σημείωσε έντονη ανάκαμψη το 2006, αποτέλεσμα κυρίως της ανάκαμψης της εγχώριας ζήτησης, ιδίως των επενδύσεων, αλλά και της ιδιωτικής κατανάλωσης, αλλά και της παράλληλης αύξησης του όγκου των εξαγωγών. Στο Ηνωμένο Βασίλειο παρατηρήθηκε επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του Α.Ε.Π. σε 2,7% από 1,9% το 2005, λόγω της ισχυρής εγχώριας ζήτησης από την πλευρά τόσο της ιδιωτικής κατανάλωσης όσο και των επενδύσεων. Το Α.Ε.Π. της Ιαπωνίας αυξήθηκε κατά 2,4% το 2006 έναντι 1,9% το 2005 και παρατηρήθηκε επιτάχυνση της ανόδου των ιδιωτικών επενδύσεων και των εξαγωγών.

Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, οι οποίες παράγουν το 48% περίπου του παγκόσμιου προϊόντος, ο ήδη υψηλός ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π. επιταχύνθηκε σε 7,8% το 2006 από 7,1% το 2005. Μεταξύ των οικονομιών αυτών, τις υψηλότερες επιδόσεις είχαν οι αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας, κυρίως εκείνες της Κίνας (11,1% από 10,4% το 2005) με αύξηση των εξαγωγών προς τον υπόλοιπο κόσμο και της Ινδίας (9,7% από 9,1% το 2005) με ισχυρή κατανάλωση, επενδύσεις και εξαγωγές, καθώς και η οικονομία της Ρωσίας (7,4% από 6,4% το 2005). [4]

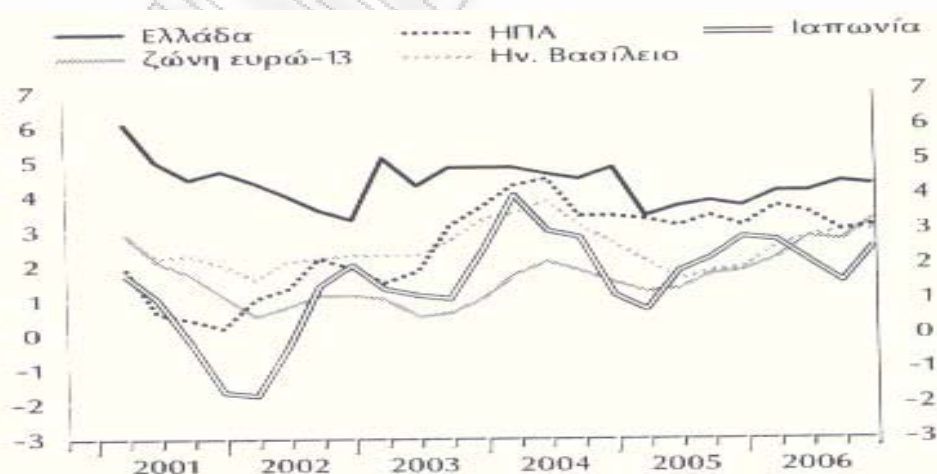
Το 2007 κύριο χαρακτηριστικό των οικονομικών εξελίξεων αποτέλεσε η διεθνής χρηματοπιστωτική αναταραχή και η άνοδος των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων στις διεθνείς αγορές. Αποτέλεσμα των φαινομένων αυτών, τα οποία εκδηλώθηκαν το δεύτερο εξάμηνο του έτους ήταν η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς, ιδίως τους τελευταίους μήνες του 2007. Εντούτοις, ο ρυθμός ανόδου της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα (4,9% έναντι 5% το 2006) και υπερέβη επί τέταρτο συνεχές έτος το μέσο όρο των τελευταίων δεκαετιών. Στην αύξηση του παγκόσμιου Α.Ε.Π. το 2007 συνέβαλαν η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης, η άνοδος των επενδύσεων και η διατήρηση ενός ικανοποιητικού ρυθμού ανόδου του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου, κυρίως λόγω των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης των αναδυόμενων οικονομιών. Οι

ευνοϊκοί αυτοί παράγοντες αντιστάθμισαν εν μέρει την αρνητική επίδραση, την οποία άσκησαν, ιδίως το δεύτερο εξάμηνο του έτους, από τη μία πλευρά η μεγάλη αύξηση των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων σε υψηλά επίπεδα και από την άλλη η αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

Ειδικότερα, στις προηγμένες οικονομίες το Α.Ε.Π. αυξήθηκε το 2007 κατά 2,7% (έναντι 3% το 2006), ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης των αναδυόμενων και αναπτυσσόμενων οικονομιών διατηρήθηκε υψηλός (7,9%, έναντι 7,8% το 2006). Συγκεκριμένα, η Κίνα και η Ινδία σημείωσαν πολύ υψηλούς ρυθμούς, 11,4% και 9,2% αντίστοιχα. Στη ζώνη του ευρώ ο ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π. διαμορφώθηκε σε 2,6%, ελαφρά χαμηλότερα δηλαδή από ό,τι το 2006 (2,8%). Η εγχώρια ζήτηση συνέχισε να υποστηρίζει την οικονομική ανάπτυξη στη ζώνη του ευρώ, ιδίως από την πλευρά των επενδύσεων, οι οποίες αυξήθηκαν σημαντικά (κατά 4,3%), αλλά λιγότερο από ό,τι το 2006 (5%). Ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης υποχώρησε στο 1,5% από 1,8% το 2006, ενώ οι ρυθμοί ανόδου τόσο των εξαγωγών όσο και των εισαγωγών παρέμειναν υψηλοί, αλλά επιβραδύνθηκαν αρκετά (εξαγωγές: 6% έναντι 7,9% το 2006 και εισαγωγές: 5,2% έναντι 7,7% το προηγούμενο έτος). [5]

### Διάγραμμα 2.1 Πραγματικό Α.Ε.Π.

(εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)



Πηγή: Έκθεση Διοικήτή της Τράπεζας Ελλάδος, 2007

Το έτος 2008 ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου Α.Ε.Π. αναμένεται ότι θα επιβραδυνθεί αισθητά και θα διαμορφωθεί στο 3,7%, σύμφωνα με τις προβλέψεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, κυρίως λόγω των επιπτώσεων της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αναταραχής και των υψηλών και αυξανόμενων τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Ειδικότερα, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο προβλέπει ότι στις προηγμένες οικονομίες ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου Α.Ε.Π. αναμένεται να υποχωρήσει στο 1,3%, ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες προβλέπεται να διαμορφωθεί στο 6,7%. Ενδεικτικά, η αύξηση του Α.Ε.Π στις Η.Π.Α. προβλέπεται να είναι μόλις 0,5%, έναντι 2,2% το 2007. Επιπλέον, τα διαθέσιμα στοιχεία για την οικονομία στη ζώνη του ευρώ υποδηλώνουν συνέχιση της ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας με επιβραδυνόμενο ρυθμό. Συμπερασματικά, οι προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας για το 2008 επηρεάζονται δυσμενώς από τις επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αναταραχής και των υψηλών τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων στη συμπεριφορά των καταναλωτών και των επενδυτών και ενώ στις αρχές του 2008 το ΔΝΤ προέβλεπε ρυθμό ανάπτυξης 4,1%, η πρόβλεψη έχει πλέον αναθεωρηθεί προς τα κάτω. Η αβεβαιότητα για τις προοπτικές της οικονομικής ανόδου παραμένει μεγάλη. [6]



## 2.2. Παγκόσμιος Πληθωρισμός

Ο παγκόσμιος πληθωρισμός μετρούμενος με βάση τη μεταβολή του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή τη χρονική περίοδο 2003-2007 παρουσίασε σχετικά ομαλές μεταβολές, σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα 2.2.

**Πίνακας 2.2**  
**Παγκόσμιος Πληθωρισμός Δ.Τ.Κ.**  
(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	Αριθμός κρατών	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*	2008*
<b>1. Προηγμένες οικονομίες</b>	31	2,1	1,5	1,8	2,0	2,3	2,4	2,2	2,6
ΗΠΑ		2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,0
Ιαπωνία		-0,7	-0,9	-0,3	0,0	-0,3	0,3	0,0	0,6
Ευρωπαϊκή Ένωση**	27	3,0	2,5	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	3,1
Ζώνη του ευρώ**	15	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	2,8
Νέες βιομηχανικές οικονομίες Ασίας	4	1,9	1,0	1,4	2,4	2,2	1,6	2,2	3,0
<b>2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες</b>	141	7,6	6,7	6,6	5,9	5,7	5,4	6,4	7,4
Αφρικής	47	11,0	9,1	8,6	6,3	7,1	6,4	6,3	7,5
Ασίας	23	2,7	2,0	2,5	4,1	3,8	4,1	5,3	5,9
Ινδία		3,8	4,3	3,8	3,8	4,2	6,2	6,4	5,2
Κίνα		0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9
Μέσης Ανατολής	13	3,8	5,3	6,1	7,0	6,2	7,0	10,4	11,5
Λατινικής Αμερικής και Δ. Ημισφαιρίου	32	6,5	8,7	10,5	6,6	6,3	5,3	5,4	6,6
Βραζιλία		6,8	8,4	14,8	6,6	6,9	4,2	3,6	4,8
Μεξικό		6,4	5,0	4,5	4,7	4,0	3,6	4,0	3,8
Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης (ΚΑΕ)	13	21,5	16,4	10,1	6,3	5,1	5,4	5,6	6,4
Κοινοπολιτεία Ανεξάρτητων Κρατών (ΚΑΚ)	13	20,3	14,0	12,3	10,4	12,1	9,5	9,7	13,1
Ρωσία		21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,7	9,0	11,4

\* 2005 εκτιμήσεις, 2006 προβλέψεις

\*\* Εναρμονισμένος Δ.Τ.Κ.

Πηγή: Έκθεση Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, 2007

Αναλυτικότερα, το 2003 ο ρυθμός ανόδου του πληθωρισμού στις προηγμένες οικονομίες αυξήθηκε 1,8%, έναντι 1,5% το 2002, ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες μειώθηκε κατά 0,1% και ανήλθε σε 6,6%, παραμένοντας σχετικά υψηλός. Αξίζει να σημειωθεί, εντούτοις, ότι στη ζώνη του ευρώ σημείωσε ελάχιστη μείωση ( 2,2% το 2003 από 2,5% το 2002) αν και δεν κατόρθωσε να διαμορφωθεί σε επίπεδο χαμηλότερο του 2%, δηλαδή σε επίπεδο, το οποίο, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, αντιστοιχεί σε ουσιαστική σταθερότητα τιμών.

Ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου πληθωρισμού αυξήθηκε περαιτέρω στις προηγμένες οικονομίες και διαμορφώθηκε σε 2% το 2004 από 1,8% το 2003. Αντίθετη, ωστόσο, ήταν η πορεία του στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, στις οποίες παρουσίασε αισθητή μείωση από 6,6% το 2003 σε 5,9% το

2004. Στις Η.Π.Α. ο πληθωρισμός επιταχύνθηκε από 2,3% το 2003 σε 2,7% το 2004, γεγονός το οποίο οφειλόταν στην ταχύτερη αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας σε σχέση με το ρυθμό ανόδου του δυνητικού προϊόντος, στην άνοδο των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, καθώς και στην υποτίμηση του δολαρίου. Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ κινήθηκε άνω του 2% στο μεγαλύτερο διάστημα του 2004, κυρίως λόγω της ανόδου των τιμών του πετρελαίου, αλλά συγκρατήθηκε τελικά στο 2,1% σε μέσα ετήσια επίπεδα.

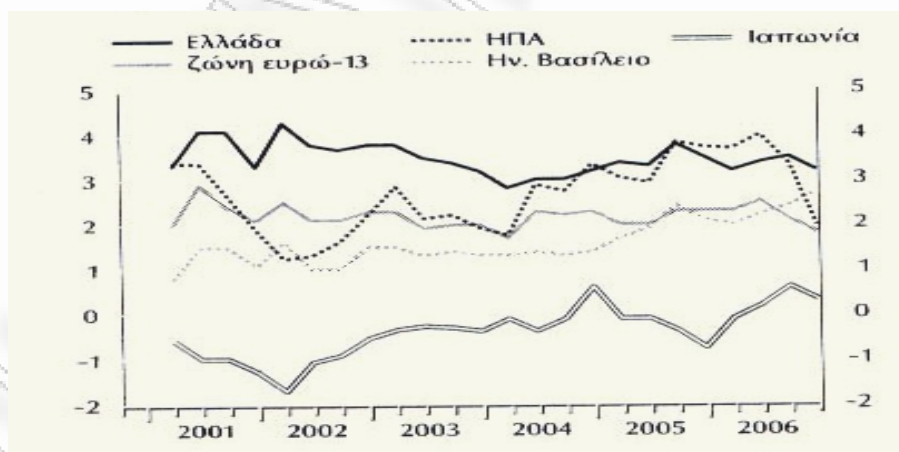
Το 2005 ο πληθωρισμός σημείωσε ελάχιστη μόνο επιτάχυνση στις προηγμένες οικονομίες (2,3% έναντι 2% το 2004) κυρίως λόγω του περιορισμού των μισθολογικών αυξήσεων και της πτωτικής πίεσης που ασκούσαν στις τιμές η παγκοσμιοποίηση των αγορών προϊόντων και υπηρεσιών. Επιπλέον θετικοί παράγοντες στον περιορισμό των πληθωριστικών τάσεων υπήρξαν η σταδιακή άρση του επεκτατικού χαρακτήρα της νομισματικής πολιτικής με την αύξηση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων σε αρκετές μεγάλες οικονομίες, καθώς και η αυξημένη συμβολή των κεντρικών τραπεζών στη διατήρηση χαμηλών ρυθμών πληθωρισμού. Συγκεκριμένα, στις Η.Π.Α. ο πληθωρισμός ενισχύθηκε στο 3,4% από 2,7% την προηγούμενη χρονιά, κυρίως λόγω της εξέλιξης της τιμής των καυσίμων και της σημαντικής ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος. Στη ζώνη του ευρώ, ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε στα 2,2%, γεγονός το οποίο οφειλόταν τόσο στην άνοδο της τιμής του πετρελαίου, όσο και στις αυξήσεις των έμμεσων φόρων και των διοικητικά καθοριζόμενων τιμών.

Η έντονη οικονομική μεγέθυνση και οι υψηλές και συνεχώς αυξανόμενες διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων και του πετρελαίου το 2006 συνέβαλαν στην αύξηση του πληθωρισμού σε 2,4% στις προηγμένες οικονομίες, ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο ρυθμός ανόδου του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή υποχώρησε ελαφρά στο 5,4% από 5,7% το 2005. Ωστόσο, από την άλλη πλευρά, οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων νομισματικής πολιτικής σε πολλές χώρες, καθώς και η συγκράτηση των μισθολογικών αυξήσεων, συνέβαλαν στη συγκράτηση των τιμών του πληθωρισμού. Οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου συνέχισαν την ανοδική τους πορεία ολόκληρο το 2006, ενώ οι τιμές των υπόλοιπων βασικών εμπορευμάτων σε δολάρια συνέχισαν να κινούνται σε πολύ υψηλά επίπεδα λόγω της έντονης διεθνούς ζήτησης (28,4% έναντι 10,3% το 2005). Ο πληθωρισμός στις Η.Π.Α. σημείωσε ελαφρά υποχώρηση στο 3,2% από 3,4% το 2005. Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ παρουσίασε έντονη μεταβλητότητα το 2006,

αντανακλώντας κυρίως τις εξελίξεις στις τιμές του πετρελαίου και διαμορφώθηκε σε 2,2% σε μέσα ετήσια επίπεδα, όσο και το 2005. [7]

Το 2007 η συνεχιζόμενη αύξηση της τιμής του πετρελαίου και των τιμών των τροφίμων και βασικών εμπορευμάτων επέδρασε στην επιτάχυνση του πληθωρισμού σε διεθνές επίπεδο. Η παγκόσμια οικονομία αντιμετώπισε σημαντικές πληθωριστικές αυξήσεις, κυρίως το τελευταίο τρίμηνο του 2007, σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2006. Στις Η.Π.Α. ο πληθωρισμός ανήλθε σε ποσοστό 2,9%, ενώ στη ζώνη του ευρώ σε 2,1%. Σε πολλές αναδυόμενες οικονομίες, όπως στην Κίνα, ο πληθωρισμός ενισχύθηκε ακόμη περισσότερο, τόσο εξαιτίας των υψηλών ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης, όσο και επειδή η συμμετοχή των ειδών διατροφής στο γενικό δείκτη τιμών είναι πολύ μεγαλύτερη από ό,τι στις προηγμένες οικονομίες. Ενώ το 2007 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός εκτιμάται ότι υποχώρησε ελαφρά στο 2,2% από 2,4% το 2006, στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες αυξήθηκε στο 6,4% από 5,4% το 2006. Σύμφωνα με εκτιμήσεις, ο πληθωρισμός θα αυξηθεί περαιτέρω κυρίως λόγω της αύξησης των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων, αλλά και για λόγους συγκυριακούς, ή μονιμότερους διαρθρωτικού χαρακτήρα. [8]

**Διάγραμμα 2.2**  
**Πληθωρισμός (Δ.Τ.Κ.)**



(εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του αντίστοιχου τριμήνου του προηγούμενου έτους)

Πηγή: Έκθεση Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, 2007

### 2.3. Απασχόληση – Ανεργία

Στο παρόν κεφάλαιο θα γίνει αναφορά στις μεταβολές, οι οποίες σημειώθηκαν στην ανεργία και στην απασχόληση σε κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, σε κράτη της ζώνης του ευρώ, στις Η.Π.Α., στην Ιαπωνία και σε άλλες προηγμένες οικονομίες, κατά την πενταετία 2002 – 2006. Σημειώνεται ότι για το 2007 δεν υπάρχουν προσβάσιμα δημοσιευμένα στοιχεία.

**Πίνακας 2.3**  
**Ποσοστό Ανεργίας**  
(άνεργοι ως ποσοστό % του εργατικού δυναμικού)

Έτος	2002	2003	2004	2005	2006
Η.Π.Α.	5,8	6,0	5,5	5,2	5,2
Ιαπωνία	5,4	5,3	4,7	4,3	4,1
Γερμανία	8,2	9,1	9,5	9,5	8,4
Ην. Βασίλειο	5,1	4,9	4,7	4,8	5,3
Ε.Ε. -15*	7,6	7,9	8,1	7,9	7,4
Ζώνη Ευρώ	8,5	8,7	8,9	8,7	8,4

Χρησιμοποιείται το σύνολο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Πηγή: OECD Employment Outlook, Statistical Annex, OECD 2007

Πιο συγκεκριμένα, όπως παρατηρείται από τον πίνακα 2.3, το έτος 2002 στις Η.Π.Α. παρουσιάστηκε άνοδος του ποσοστού ανεργίας (από 4,8% το 2001) σε 5,8% το 2002. Στη ζώνη του ευρώ το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε (από 8% το 2001) σε 8,2% το 2002. Στην Ιαπωνία σημειώθηκε άνοδος (από 5% το 2001) σε 5,4%.

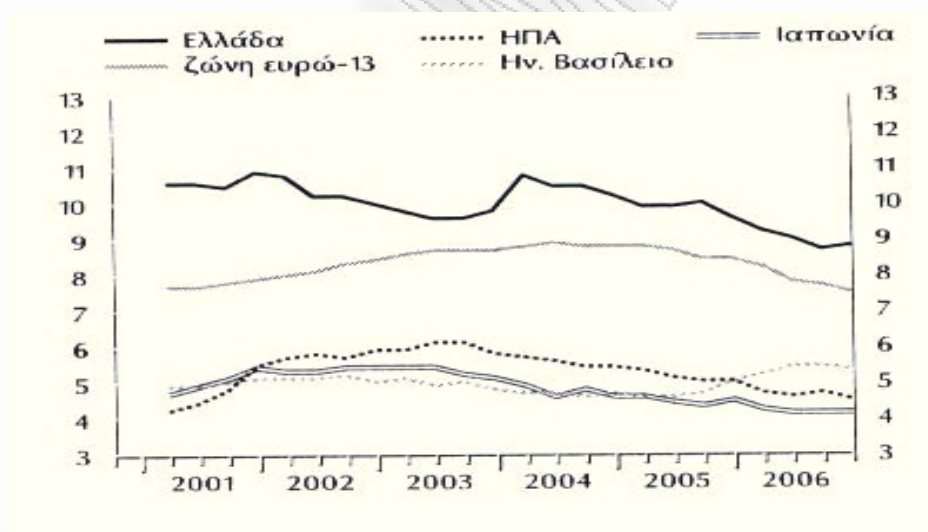
Το 2003 οι Η.Π.Α. σημείωσαν αύξηση του ποσοστού ανεργίας από 5,8% το 2002 σε 6% το 2003. Αντίθετα, η Ιαπωνία σημείωσε μικρή μείωση από 5,4% το 2002 σε 5,3% το 2003. Στη ζώνη του ευρώ παρουσιάστηκε αύξηση από 8,2% σε 8,7% το 2003.

Το 2004 σημειώθηκε μείωση στο ποσοστό ανεργίας των προηγμένων οικονομιών, το οποίο και διαμορφώθηκε σε 6,3% από 6,5% το 2003. Οι Η.Π.Α. παρουσίασαν μείωση του ποσοστού ανεργίας (5,5% το 2004 από 6% το 2003), ενώ στη ζώνη του ευρώ παρουσιάστηκε αύξηση ( 8,9% το 2004 από 8,7% το 2003).

Το έτος 2005 το ποσοστό ανεργίας των προηγμένων οικονομιών μειώθηκε σε 6% από 6,3% το 2004. Ειδικότερα, όπως παρουσιάζεται και στο διάγραμμα 3, στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε από 8,9% το 2004 σε 8,5%. Στο Ηνωμένο Βασίλειο παρέμεινε στα ίδια επίπεδα με το προηγούμενο έτος (4,8%). Στην Ελλάδα παρουσίασε μείωση από 10,5% το 2004 σε 9,9% το 2005. Στις Η.Π.Α. σημειώθηκε μείωση από 5,5% το 2004 σε 5,1% το 2005. Τέλος, στην Ιαπωνία το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε από 4,7% το 2004 σε 4,4% το 2005.

Το 2006 σημειώθηκε μείωση στα ποσοστά ανεργίας όλων σχεδόν των προηγμένων οικονομιών, σύμφωνα με τα στοιχεία της Ετήσιας Έκθεσης του ΟΕCD, απόσπασμα της οποίας υπάρχει στο Παράρτημα. Μόνο στο Ηνωμένο Βασίλειο το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε από 4,8% σε 5,3%.

**Διάγραμμα 2.3**  
**Ποσοστό Ανεργίας**  
(ποσοστό % εργατικού δυναμικού)



Πηγή: Έκθεση Διοικήτή της Τράπεζας Ελλάδος, 2007



## 2.4. Δημοσιονομική Πολιτική

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Πίνακα 2.4, το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης την περίοδο 2003-2007 παρουσίασε σταδιακά μείωση, με αποτέλεσμα το 2007 να κυμαίνεται σε αρκετά χαμηλά επίπεδα. Παρακάτω παρουσιάζονται τα στοιχεία αναλυτικότερα.

**Πίνακας 2.4**  
**Ισοζύγιο Γενικής Κυβέρνησης**  
(ως ποσοστό % του Α.Ε.Π.)

Έτος	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
Η.Π.Α.	-3,4	-4,6	-4,7	-3,6	-2,7	-2,6
Ιαπωνία	-7,1	-8,2	-7,2	-6,7	-4,3	-2,0
Γερμανία	-3,6	-3,7	-3,3	-2,8	-1,8	-0,0
Ζώνη Ευρώ	-2,3	-2,8	-2,7	-2,4	-1,6	-0,6

\* 2007 Εκτιμήσεις

Πηγές: Έκθεση Διοικητή Τράπεζας Ελλάδος, 2007, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>

Το 2003 στις Η.Π.Α. εκτιμήθηκε ότι το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης αυξήθηκε στο -4,6% του Α.Ε.Π. από -3,4% το 2002. Το συγκεκριμένο γεγονός οφειλόταν κυρίως στην αύξηση των μη υποχρεωτικών δαπανών και στη φορολογική μεταρρύθμιση, η οποία προκάλεσε σημαντική μείωση των εσόδων ως ποσοστού του Α.Ε.Π. Στη ζώνη του ευρώ, παρουσιάστηκε αύξηση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης από -2,3% το 2002 σε -2,8% το 2003. Στην Ιαπωνία το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης παρέμεινε σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα και διαμορφώθηκε στο επίπεδο -8,2% του Α.Ε.Π. [9].

Το 2004 η δημοσιονομική πολιτική στις κυριότερες προηγμένες οικονομίες είχε περισσότερο ουδέτερο χαρακτήρα, ύστερα από την έντονη επεκτατική πολιτική στα τρία προηγούμενα έτη. Στις επτά μεγαλύτερες προηγμένες οικονομίες, το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης έφθασε το -3,7% του Α.Ε.Π., έναντι -3,8% το 2003. Ανάλογη πορεία ακολούθησε και το ονομαστικό έλλειμμα, το οποίο εκτιμάται σε -4,2% του Α.Ε.Π. έναντι -4,6% το 2003. Συγκεκριμένα, στις Η.Π.Α., το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης σημείωσε μικρή αύξηση σε -4,7% του Α.Ε.Π. από -4,6% το 2003. Το συγκεκριμένο γεγονός οφειλόταν στην

ανοδική τάση του οικονομικού κύκλου και όχι σε μία περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, καθώς το διαρθρωτικό έλλειμμα παρέμεινε αμετάβλητο στο -3,7% του Α.Ε.Π.. Στη ζώνη του ευρώ, παρουσιάστηκε σχετική σταθεροποίηση της δημοσιονομικής θέσης, καθώς το έλλειμμα του τομέα γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε -2,7% του Α.Ε.Π. έναντι -2,8% το 2003 και το κυκλικά διορθωμένο έλλειμμα σε 2,4% του Α.Ε.Π. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, το δημοσιονομικό έλλειμμα για το 2004 παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα (-3,2% του Α.Ε.Π.) [10]

Το 2005 η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής υπήρξε λίγο περιοριστική στις επτά μεγαλύτερες προηγμένες οικονομίες ως σύνολο. Σύμφωνα με τα στοιχεία του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, το διαρθρωτικό (κυκλικά διαμορφωμένο) έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του δυνητικού προϊόντος, μειώθηκε στο -3,6%. Στις Η.Π.Α. το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του Α.Ε.Π. υποχώρησε στο -3,4% το 2005. Στη ζώνη του ευρώ, βελτιώθηκε το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, το οποίο εκτιμάται ότι μειώθηκε στο -2,4% του Α.Ε.Π. από -2,7% το 2004. Επιπλέον, μείωση του ελλείμματος σημειώθηκε στη Γερμανία, Ελλάδα και Γαλλία, ενώ σημαντική αύξηση του ελλείμματος παρουσίασαν η Ιταλία και η Πορτογαλία. Όσον αφορά τις υπόλοιπες χώρες της ζώνης του ευρώ, αξίζει να σημειωθεί η μετατροπή του μικρού ελλείμματος της Ισπανίας -0,1% του Α.Ε.Π. σε πλεόνασμα 1% του Α.Ε.Π. το 2005. Στο Ηνωμένο Βασίλειο το δημοσιονομικό έλλειμμα το 2005 αυξήθηκε σε -3,6% του Α.Ε.Π. από -3,2% το 2004. [11]

Το 2006 το δημοσιονομικό έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης στις μεγαλύτερες προηγμένες οικονομίες ως σύνολο υποχώρησε περαιτέρω ως ποσοστό του Α.Ε.Π. (στο -2,7% από -3,5% το 2005), παρέμεινε, ωστόσο, αρκετά υψηλό, κυρίως στην Ιαπωνία (-4,3%) και την Ιταλία (-4,4%). Η βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης στις προηγμένες οικονομίες προήλθε γενικά τόσο από την αύξηση των εσόδων λόγω της ανοδικής φάσης του οικονομικού κύκλου, όσο και από τη δημοσιονομική πολιτική, η οποία συνέχισε να κινείται προς περιοριστική κατεύθυνση το 2006, καθώς το διαρθρωτικό δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του Α.Ε.Π. περιορίστηκε στο -2,7% του δυνητικού Α.Ε.Π. από -3,3% το 2005. Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η μείωση του διαρθρωτικού ελλείμματος ήταν μεγαλύτερη στις Η.Π.Α. (στο -2,7% από -3,6% το 2005), τη Γερμανία (στο -1,8% από -2,8% το 2005) και τη Γαλλία (στο -1,4% από -2,2% το 2005). Η δημοσιονομική θέση της ζώνης του ευρώ ως συνόλου βελτιώθηκε, καθώς το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι μειώθηκε κάτω του -2% του Α.Ε.Π. (-1,6% σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο) από -2,4% το 2005. [12]

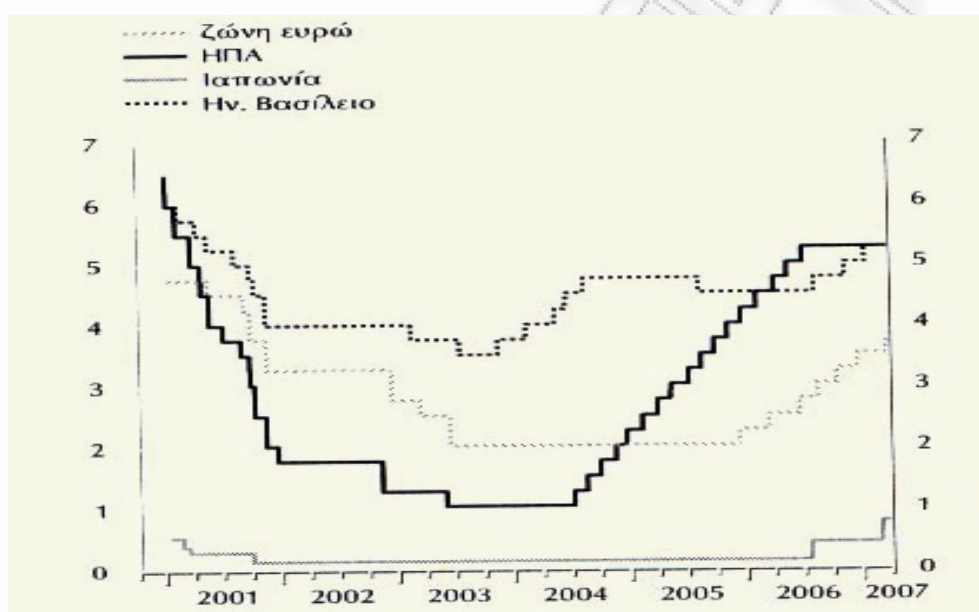
Η δημοσιονομική προσαρμογή συνεχίστηκε σε πολλές οικονομίες το 2007, βοηθούμενη όμως σημαντικά από τις ευνοϊκές κυκλικές συνθήκες και από έκτακτα έσοδα. Στο σύνολο των χωρών-μελών του ΟΟΣΑ, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι υποχώρησε στο -1,6% του Α.Ε.Π. το 2007, από -1,8% το 2006. Στη ζώνη του ευρώ επιτεύχθηκε σημαντική βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης, με παράλληλη μείωση του κυκλικά προσαρμοσμένου ελλείμματος ως ποσοστού του Α.Ε.Π. Αναλυτικότερα, το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι μειώθηκε σε -0,6% του Α.Ε.Π. από -1,6% το 2006, ενώ υποχώρησε και το διαρθρωτικό έλλειμμα, σε -0,6% του Α.Ε.Π., από -1,2% το 2006. Σημαντικός παράγοντας αυτής της εξέλιξης ήταν τα αυξημένα έκτακτα έσοδα σε αρκετές χώρες της ζώνης του ευρώ. Αντίθετα, τα δημοσιονομικά ελλείμματα αυξήθηκαν στις Η.Π.Α., την Ιαπωνία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Σημειώνεται ότι η πρόοδος προς τη δημοσιονομική ισορροπία επιτρέπει τη λειτουργία αυτόματων δημοσιονομικών σταθεροποιητών στη διάρκεια του 2008, όπου υπάρχει οικονομική επιβράδυνση, χωρίς να διακυβεύεται η δημοσιονομική σταθερότητα. [13]



## 2.5. Νομισματική Πολιτική

Παρακάτω παρουσιάζονται επιγραμματικά οι διεθνείς εξελίξεις της νομισματικής πολιτικής για το διάστημα από το 2003 έως το 2007, στις οποίες περιλαμβάνονται τα βασικά επιτόκια των κεντρικών τραπεζών, οι αγορές συναλλάγματος, ομολόγων και μετοχών.

**Διάγραμμα 2.4**  
**Βασικά Επιτόκια Κεντρικών Τραπεζών**  
(ποσοστά % ετησίως, ημερήσια στοιχεία)



Πηγή: Έκθεση Διοικήτη της Τράπεζας Ελλάδος, 2007

Το 2002 στις Η.Π.Α. η Κεντρική Τράπεζα διατήρησε το επιτόκιο παρέμβασης στο 1,75% σχεδόν επί ένα έτος, πριν το μειώσει περαιτέρω σε 1,25% ( 6 Νοεμβρίου 2002). Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, εκτιμώντας ότι οι προοπτικές για τη σταθερότητα των τιμών βελτιώθηκαν λόγω της ανατίμησης του ευρώ και της υποτονικής οικονομικής δραστηριότητας, μείωσε τα βασικά της επιτόκια κατά 50 μονάδες βάσης την 5<sup>η</sup> Δεκεμβρίου 2002 και κατά 25 μονάδες βάσης την 6<sup>η</sup> Μαρτίου 2003. Αξίζει να σημειωθεί το γεγονός, ότι τα πραγματικά επιτόκια στη ζώνη του ευρώ, βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, διαμορφώθηκαν στο 1% - 2%. Η Τράπεζα της Αγγλίας διατήρησε το επιτόκίό της επί των συμφωνιών επαναγοράς (repos) στο 4% σε όλη τη διάρκεια του 2002 και το μείωσε σε 3,75% στις 6 Φεβρουαρίου 2003.

Στην Ιαπωνία, η εδραίωση της κατάστασης αποπληθωρισμού και τα μηδενικά βραχυπρόθεσμα επιτόκια, περιόρισαν σημαντικά τα περιθώρια δράσης της νομισματικής πολιτικής. Η Κεντρική τράπεζα της Ιαπωνίας συνέχισε την προσπάθεια εξόδου από την κατάσταση του αποπληθωρισμού, με την εκτεταμένη αγορά κρατικών τίτλων και την παροχή ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα, χωρίς όμως αποτέλεσμα.

Το 2003 τα βασικά επιτόκια των Κεντρικών Τραπεζών συνέχισαν την πτωτική τους πορεία. Στη ζώνη του ευρώ, η εφαρμογή της ενιαίας νομισματικής πολιτικής από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, διαμορφώθηκε αποκλειστικά με βάση τις οικονομικές συνθήκες της Νομισματικής Ένωσης, με κύριο στόχο την επίτευξη και διασφάλιση της σταθερότητας των τιμών και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. Ο μέσος όρος αύξησης της προσφοράς χρήματος M3 για τους τρεις πρώτους μήνες του 2003 ήταν 7,5% έναντι 7,0% του τρίτου και τέταρτου τριμήνου αντίστοιχα του 2002. Τον Απρίλιο του 2003 το ( M3 ) σημείωσε περαιτέρω αύξηση της τάξεως του 8,7%. Στις αρχές Ιουνίου, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προχώρησε στη μείωση του βασικού επιτοκίου κατά 50 μονάδες βάσης στο 2,0%.

Η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Η.Π.Α. προχώρησε σε μείωση του επιτοκίου παρέμβασης στο 1%, με σκοπό την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια στο τέλος του 2003 παρέμειναν περίπου στο ίδιο επίπεδο με τις αρχές του έτους, αφού ανέκαμψαν από τα χαμηλά επίπεδα στα οποία είχαν υποχωρήσει στα μέσα του έτους, όταν δημιουργήθηκε η λεγόμενη 'φούσκα ομολόγων'.

Στην Αγγλία, η Κεντρική Τράπεζα προχώρησε σε δύο μειώσεις των επιτοκίων τους πρώτους επτά μήνες του 2003, κατά 25 μονάδες βάσης το Φεβρουάριο και κατά 25 μονάδες βάσης τον Ιούλιο. Οι ανησυχίες για έξαρση των πληθωριστικών πιέσεων, η ταχεία αύξηση των καταναλωτικών δαπανών, η υψηλή ζήτηση στην αγορά ακινήτων και ο υψηλός ρυθμός πιστωτικής επέκτασης, συνέβαλαν στην απόφαση της Κεντρικής Τράπεζας να αυξήσει κατά 25 μονάδες βάσης το βασικό προεξοφλητικό επιτόκιο της το Νοέμβριο του 2003. [14]

Το 2004, όπως παρουσιάζεται και στο διάγραμμα 4, τα βασικά επιτόκια των Κεντρικών Τραπεζών συνέχισαν να βρίσκονται γενικά σε πολύ χαμηλά επίπεδα, τόσο στις χώρες στις οποίες αυξήθηκαν (Η.Π.Α, Ηνωμένο Βασίλειο, άλλες χώρες), όσο και στις χώρες στις οποίες μειώθηκαν (Ιαπωνία, ζώνη του ευρώ). Τα μακροπρόθεσμα

επιτόκια παρέμειναν πολύ χαμηλά, ενώ τα βραχυπρόθεσμα πραγματικά επιτόκια στις Η.Π.Α και σε πολλές οικονομίες της ζώνης του ευρώ ήταν αρνητικά. Η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ ενισχύθηκε για τέταρτο κατά σειρά έτος, αλλά σε μικρότερη έκταση σε σχέση με το 2003. Ανοδικά κινήθηκαν οι βασικοί χρηματιστηριακοί δείκτες των Η.Π.Α και της ζώνης του ευρώ μετά τα μέσα Αυγούστου 2004. Στο τέλος του 2004, βρίσκονταν περίπου 10% υψηλότερα από ότι στην αρχή του έτους, γεγονός το οποίο οφειλόταν στη βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. [15]

Το 2005 η νομισματική πολιτική έλαβε μία λιγότερο χαλαρή κατεύθυνση στις κυριότερες προηγμένες οικονομίες. Πιο συγκεκριμένα, στις Η.Π.Α το βασικό επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας αυξήθηκε οκτώ φορές το 2005 και επιπλέον τον Ιανουάριο και Μάρτιο 2006 για να διαμορφωθεί στο 4,75%. Στη ζώνη του ευρώ η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, αφού διατήρησε τα επιτόκια της αμετάβλητα από τον Ιούνιο 2003 μέχρι και το Νοέμβριο του 2005, αποφάσισε την 1<sup>η</sup> Δεκεμβρίου την αύξηση του βασικού της επιτοκίου κατά 25 μονάδες βάσης και επιπλέον κατά 25 μονάδες βάσης το Μάρτιο 2006, το οποίο διαμορφώθηκε σε 3,75%. Ανοδικά κινήθηκαν τα επιτόκια των κεντρικών τραπεζών του Καναδά και της Ελβετίας, ενώ σε σχεδόν μηδενικό επίπεδο παρέμεινε το επιτόκιο της Κεντρικής Τράπεζας της Ιαπωνίας. Αντίθετα, η Τράπεζα της Αγγλίας, μείωσε το βασικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο κατά 25 μονάδες βάσης στο 4,5% τον Αύγουστο, μετά από τέσσερις ισόποσες αυξήσεις το 2004.

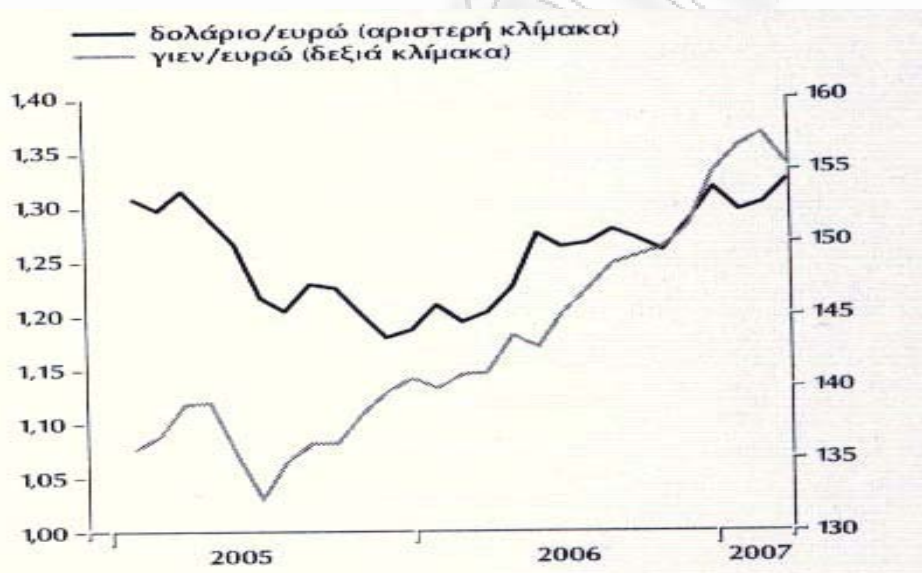
Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια παρέμειναν χαμηλά το 2005 στις Η.Π.Α, ενώ υποχώρησαν σε σχέση με το 2004, στη ζώνη του ευρώ και στην Ιαπωνία. Πιο συγκεκριμένα, το επιτόκιο των δεκαετών ομολόγων του Αμερικανικού Δημοσίου διαμορφώθηκε σε 4,28%, σχεδόν αμετάβλητο σε σχέση με το 2004 (4,26%). Στη ζώνη του ευρώ το αντίστοιχο επιτόκιο υποχώρησε κατά 70 μονάδες βάσης σε 3,44% και στην Ιαπωνία κατά 11 μονάδες βάσης σε 1,39%.

Στις αγορές συναλλάγματος, όπως παρατηρείται από το διάγραμμα 5, πραγματοποιήθηκε υποχώρηση του ευρώ, ύστερα από τέσσερα χρόνια ανοδικής πορείας. Ο δείκτης της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ<sup>1</sup>, ο οποίος είχε αυξηθεί κατά 12,4% το 2003 και 4,1% το 2004, υποχώρησε ελαφρά κατά 1,4% το 2005. Ο δείκτης πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής

<sup>1</sup> Δείκτης της εξέλιξης των διμερών ισοτιμιών του ευρώ, σταθμισμένων με βάση την αξία του εξωτερικού εμπορίου της ζώνης του ευρώ με τις 42 χώρες – εμπορικούς εταίρους της.

ισοτιμίας, ύστερα από αύξηση 11,9% το 2003 και 3,7% το 2004, σημείωσε μείωση η οποία έφθασε το 1,7% σε μέσα επίπεδα έτους. Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου σε μέσα ετήσια επίπεδα παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητη σε σχέση με το 2004. Ενώ το γιεν, μετά από δύο έτη ανατιμήσεων έναντι του δολαρίου, υποτιμήθηκε κατά 1,8% ως προς το δολάριο. Ενίσχυση του ευρώ έναντι του γιεν σημειώθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2005, η οποία αντανάκλασε την παράλληλη υποχώρηση του γιεν έναντι του δολαρίου. Σε μέσα ετήσια επίπεδα το γιεν υποχώρησε κατά 1,8% έναντι του ευρώ. [16]

**Διάγραμμα 2.5**  
**Συναλλαγματική Ισοτιμία Ευρώ έναντι Δολαρίου Η.Π.Α.**  
**Γιεν Ιαπωνίας**  
**(μηνιαία στοιχεία)**



Πηγή: Έκθεση Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, 2007

Όσον αφορά στους χρηματιστηριακούς δείκτες των προηγμένων οικονομιών, για τρίτο συνεχές έτος, κινήθηκαν ανοδικά. Ο ευρύς δείκτης Dow Jones EURO STOXX των εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης στη ζώνη του ευρώ, αυξήθηκε κατά 23% μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 2004 και αντίστοιχης περιόδου 2005. Την ίδια περίοδο, ο δείκτης Standard & Poor's 500 και ο δείκτης Nasdaq των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας παρουσίασαν μικρότερη αύξηση, 3% και 1,4% αντίστοιχα. Αντίθετα, στην Ιαπωνία ο δείκτης Nikkei 225, σημείωσε εντυπωσιακή άνοδο 40,2%. [17]

Το 2006 η νομισματική πολιτική των κυριότερων προηγμένων οικονομιών βρέθηκε αντιμέτωπη με διαφορετικές προκλήσεις – κυρίως λόγω διαφορών, τόσο ως προς την κυκλική θέση των αντίστοιχων οικονομιών όσο και ως προς την ένταση των πληθωριστικών πιέσεων, π.χ. μεταξύ των Η.Π.Α. και των ευρωπαϊκών οικονομιών – ωστόσο κινήθηκε γενικά προς λιγότερο θετική κατεύθυνση. Οι κυριότερες αιτίες της αύξησης των βασικών επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες υπήρξαν οι πληθωριστικοί κίνδυνοι που συνδέονται με την άνοδο των τιμών των βασικών εμπορευμάτων και με τον υψηλό βαθμό χρησιμοποίησης των παραγωγικών πόρων.

Στις Η.Π.Α. το βασικό επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας αυξήθηκε περαιτέρω κατά 100 μονάδες βάσης το 2006 και διαμορφώθηκε τον Ιούνιο στο 5,25%, επίπεδο στο οποίο παρέμεινε όλο το δεύτερο εξάμηνο του 2006. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα διαμόρφωσε το βασικό της επιτόκιο στο 3,75%, ενώ η Τράπεζα της Ιαπωνίας προέβη σε αύξηση μόλις δύο φορές και το επιτόκιο διαμορφώθηκε στο 0,75%. Στο Ηνωμένο Βασίλειο η Τράπεζα της Αγγλίας αύξησε το βασικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο της επίσης δύο φορές με τελική τιμή 5,25% τον Ιανουάριο του 2007. Παρόμοια πολιτική αυξήσεων των βασικών τους βραχυπρόθεσμων επιτοκίων ακολούθησαν μέσα στο 2006 οι κεντρικές τράπεζες και αρκετών άλλων οικονομιών, τόσο προηγμένων (π.χ. της Ελβετίας, της Δανίας, της Νορβηγίας, του Καναδά, της Αυστραλίας) όσο και αναδυόμενων (π.χ. της Ινδίας, της Κίνας, της Ρωσίας και της Τουρκίας).

Οι σημαντικότερες εξελίξεις στις αγορές συναλλάγματος το 2006 συνδέονται με την περαιτέρω υποχώρηση του ιαπωνικού γιεν έναντι των κυριότερων διεθνών νομισμάτων, ιδίως του ευρώ (6,7% σε μέσα επίπεδα έτους). Το αμερικάνικο δολάριο, σε όρους ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας υποτιμήθηκε κατά 0,8%, ενώ το γιεν υποτιμήθηκε κατά 5,3% έναντι του αμερικάνικου νομίσματος. Ο ευρύτερος δείκτης της ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, σε μέσα επίπεδα έτους, παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος σε σχέση με το 2005 (με ελαφρά ανατίμηση κατά 0,3%). Η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου έφθασε το 11,4% μεταξύ Δεκεμβρίου του 2005 και Δεκεμβρίου του 2006, αλλά ήταν μόλις 0,9% σε μέσα επίπεδα έτους.

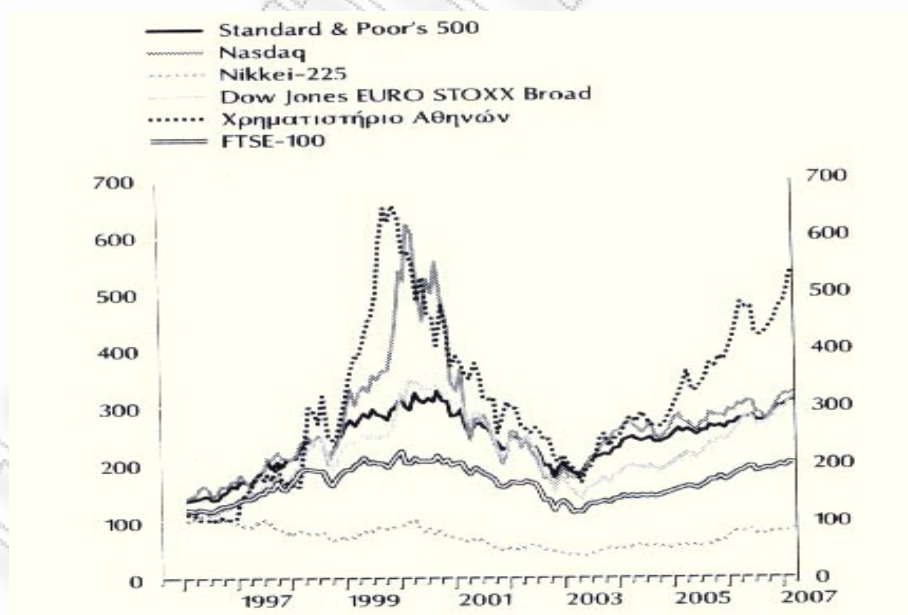
Στις διεθνείς αγορές ομολόγων οι ονομαστικές αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών τίτλων σε δολάρια Η.Π.Α., σε ευρώ και σε γιεν σημείωσαν διακυμάνσεις το 2006, σε μέσα επίπεδα έτους όμως αυξήθηκαν περίπου μισή εκατοστιαία μονάδα (4,79% σε δολάρια, 3,86% σε ευρώ και 1,74% σε γιεν από 4,28%, 3,44% και 1,39%

αντίστοιχα το 2005). Παρά την άνοδο αυτή, οι ονομαστικές αποδόσεις παρέμειναν σε επίπεδα χαμηλότερα από το μέσο όρο της τελευταίας δεκαετίας.

Για τέταρτο συνεχές έτος, οι γενικοί δείκτες των χρηματιστηρίων των μεγαλύτερων προηγμένων οικονομιών κινήθηκαν ανοδικά το 2006. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν η βελτίωση των προοπτικών, ιδιαίτερα στη ζώνη του ευρώ και η αύξηση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Στη ζώνη του ευρώ, ο ευρύς δείκτης Dow Jones EURO STOXX των εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης αυξήθηκε κατά 20,3% μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 2005 και αντίστοιχης περιόδου 2006. Την ίδια περίοδο, ο δείκτης Standard & Poor's 500 και ο δείκτης Nasdaq των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας παρουσίασαν εντονότερη αύξηση σε σχέση με τα δύο προηγούμενα χρόνια, κατά 13,6% και 9,5% αντίστοιχα. Αντίθετα, στην Ιαπωνία ο δείκτης Nikkei 225, μετά την εντυπωσιακή άνοδο του 40,2% το 2005, μετά από μεγάλες διακυμάνσεις έκλεισε το έτος με άνοδο 6,9%. [18]

### Διάγραμμα 2.6 Χρηματιστηριακοί Δείκτες

(στοιχεία περιόδου από Δεκέμβριο 1994)



Πηγή: Έκθεση Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, 2007

Το 2007, τέλος, όσον αφορά στις εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ, αυξήθηκαν εκ νέου τα βασικά επιτόκια δύο φορές, κατά 50 μονάδες βάσης συνολικά, έπειτα από απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων στη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2007 κρίθηκαν αναγκαίες, επειδή η οικονομική και νομισματική ανάλυση οδηγούσαν στο συμπέρασμα ότι οι πληθωριστικοί κίνδυνοι ενισχύονταν. Παρά τις αυξήσεις αυτές, ωστόσο, των βασικών επιτοκίων, η κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής του Ευρωσυστήματος – χαρακτηρίστηκε μάλλον διευκολυντική την περίοδο Ιανουαρίου-Ιουλίου 2007, καθώς οι συνθήκες χρηματοδότησης ήταν γενικά ευνοϊκές ώστε να στηρίζουν την άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας, οι ρυθμοί της νομισματικής και πιστωτικής επέκτασης παρέμειναν ιδιαίτερα υψηλοί και η ρευστότητα ήταν αυξημένη. Η ποσότητα χρήματος M3 (Δεκέμβριος 2006: 9,9% - Δεκέμβριος 2007:11,6%) και τα δάνεια προς τον ιδιωτικό τομέα (Δεκέμβριος 2006: 10,8% - Δεκέμβριος 2007:11,1%) συνέχισαν να αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς.

Ωστόσο, εξαιτίας της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αναταραχής, η οποία άρχισε στα μέσα του 2007 με την αύξηση των επισφαλειών στην αγορά στεγαστικών δανείων προς νοικοκυριά χαμηλής πιστοληπτικής ικανότητας στις Η.Π.Α., περιορίστηκε η ρευστότητα και διαταράχτηκε η ομαλή λειτουργία διαφόρων τομέων των χρηματαγορών. Η ρευστότητα με τη σειρά της οδήγησε σε άνοδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων πολύ πάνω από τα βασικά επιτόκια παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών. Παρατηρήθηκε, μεταξύ άλλων, υποχώρηση και αυξημένη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών διεθνώς, ενώ η μεταβλητότητα αυξήθηκε και στις αγορές συναλλάγματος. Η περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής, η οποία εφαρμοζόταν σε αρκετές προηγμένες οικονομίες το πρώτο εξάμηνο του 2007, μεταβλήθηκε. Στις Η.Π.Α. σημειώθηκε η πλέον δραστική μεταβολή νομισματικής πολιτικής, με στόχο την ομαλοποίηση των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές και τη σταθεροποίηση της οικονομικής δραστηριότητας. Από το Σεπτέμβριο του 2007 έως και το Μάρτιο του 2008 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα προέβη σε μειώσεις επιτοκίου συνολικά κατά 300 μονάδες βάσης, με αποτέλεσμα το παρεμβατικό της επιτόκιο να διαμορφωθεί στο 2,25% στις 18 Μαρτίου 2008.

Αλλά και στις αγορές συναλλάγματος παρατηρήθηκε αύξηση της μεταβλητότητας στην εξέλιξη των βασικότερων συναλλαγματικών ισοτιμιών, καθώς οι σταθμισμένες συναλλαγματικές ισοτιμίες του δολαρίου και του γιεν εξακολούθησαν να υποχωρούν το 2007. Επιπλέον, η διμερής συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου έναντι του ευρώ υποχώρησε κατά 8,4% (ανατίμηση του ευρώ κατά 9,15%). Το ευρώ, από την άλλη



πλευρά, ενισχύθηκε έναντι του δολαρίου κατά 10,3% μεταξύ Δεκεμβρίου του 2006 και Δεκεμβρίου του 2007 και κατά 9,15% σε μέσα επίπεδα έτους. Επίσης ανατιμήθηκε έναντι του γιεν κατά 5,6% το Δεκέμβριο του 2007 σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2006 και κατά 10,4% σε μέσα ετήσια επίπεδα. [19]

ΓΑΛΕΡΙΟ ΓΕΡΑΝ



**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2003, Ίδρυμα Εκτίπωσης Τραπεζογραμμάτων & Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Απρίλιος 2004, σελ: 291 - 292.
2. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004, Ίδρυμα Εκτίπωσης Τραπεζογραμμάτων & Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Απρίλιος 2005, σελ: 304.
3. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, σελ: 350 - 360.
4. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, σελ: 299 - 302.
5. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, σελ: 149 - 153.
6. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, σελ: 158.
7. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, σελ: 302.
8. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, σελ: 153 -154.
9. Τρέχουσες εξελίξεις και προοπτικές της Ελληνικής και της Διεθνούς Οικονομίας, Υπουργείο Οικονομίας & Οικονομικών, Εξαμηνιαία Έκθεση, Ιούνιος 2003, Τεύχος 36, σελ: 43.
10. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004, σελ: 313 - 314.
11. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, σελ: 356 - 360.
12. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, σελ: 305 -309.
13. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, σελ: 157.
14. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2003, σελ: 299 - 302.
15. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004, σελ: 305 - 313.
16. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, σελ: 352 - 354, 357 - 360, 366 – 368.
17. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, σελ: 371.
18. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, σελ: 302 - 309, 316 - 319.
19. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, σελ: 155 - 159.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

#### 3.1. Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν ( Α.Ε.Π. )

Στην ελληνική οικονομία, κατά την πενταετία 2003-2007, παρουσιάστηκαν αυξομειώσεις του ρυθμού ανόδου του Α.Ε.Π., γεγονός το οποίο οφειλόταν σε αρκετούς παράγοντες. Αναλυτικότερα, το 2003 ο ρυθμός ανόδου του Α.Ε.Π. διαμορφώθηκε σε 4,8% έναντι 3,8% το 2002, ο οποίος ήταν υψηλότερος μεταξύ των 15 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στην αύξηση του Α.Ε.Π. συνετέλεσε κυρίως η ισχυρή άνοδος της εγχώριας ζήτησης, τόσο της ιδιωτικής κατανάλωσης, όσο και των συνολικών επενδύσεων παγίου κεφαλαίου και της δημόσιας κατανάλωσης. Θετική επίδραση είχαν η ανάκαμψη των εξαγωγών αγαθών και η αύξηση των εξαγωγών μεταφορικών υπηρεσιών. Αντίθετα, αρνητική επίδραση είχε η μεγάλη άνοδος του όγκου των εισαγωγών αγαθών.

Επιπλέον, στη διαμόρφωση υψηλού ρυθμού ανόδου του Α.Ε.Π. συνετέλεσαν η διατήρηση χαλαρών νομισματικών συνθηκών, η σταδιακή βελτίωση του διεθνούς περιβάλλοντος, οι εισροές κοινοτικών πόρων (οι οποίες αν και μειώθηκαν για δεύτερο έτος, παρέμειναν υψηλές), καθώς και η πρόοδος των έργων για την προετοιμασία των Ολυμπιακών Αγώνων. Παράλληλα, στη διαμόρφωση υψηλού ρυθμού ανόδου του Α.Ε.Π. συνέβαλλε και η άνοδος της δημόσιας κατανάλωσης.

Συγκεκριμένα, η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης βασίστηκε στην αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, η οποία αντανάκλασε κυρίως την αύξηση των μέσων πραγματικών προ φορολογίας αποδοχών των μισθωτών, τις φορολογικές ελαφρύνσεις που οδήγησαν σε ακόμη μεγαλύτερη αύξηση του μέσου πραγματικού καθαρού εισοδήματος των μισθωτών, καθώς και την αύξηση της συνολικής απασχόλησης με ρυθμό υψηλότερο από ότι το 2002.

**Πίνακας 3.1**  
**Ακαθάριστη Δαπάνη Οικονομίας & Α.Ε.Π.**  
 (σε σταθερές τιμές έτους 2000)

	ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ιδιωτική Κατανάλωση	4,5	4,2	5,0	4,7	4,2	4,2	3,2
Δημόσια Κατανάλωση	0,4	7,3	-1,0	3,0	1,2	0,3	7,4
Ακαθ. Επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου	4,1	10,7	15,4	6,0	0,7	14,8	4,4
Κατά φορέα: γενική κυβέρνηση	3,1	-1,8	15,1	6,6	-16,0	7,7	1,7
λοιποί φορείς	4,3	13,2	15,5	5,9	3,6	15,9	4,7
Κατά είδος: κατασκευές	4,3	3,6	11,0	3,7	-1,0	21,6	1,9
Εξοπλισμός	0,2	22,0	22,9	8,0	1,7	6,5	7,7
Λοιπές	36,9	20,3	10,3	15,1	9,7	12,2	5,3
Αποθέματα & Στατιστικές Διαφορές (% του Α.Ε.Π.)	0,4	-0,5	0,0	0,2	0,2	-0,4	0,2
Εγχώρια Τελική Ζήτηση	2,6	5,0	6,6	5,0	3,0	5,4	4,6
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	-2,7	-7,7	2,5	12,6	2,7	5,1	5,9
Εξαγωγές Αγαθών	0,2	-7,8	7,8	0,5	7,5	12,4	1,6
Εξαγωγές Υπηρεσιών	-4,8	-7,6	-1,6	22,8	-0,6	-0,2	9,4
Τελική Ζήτηση	1,7	2,9	5,9	6,1	2,9	5,4	4,8
Εισαγωγές Αγαθων & Υπηρεσιών	-5,8	-0,2	8,7	10,7	0,5	8,7	7,0
Εισαγωγές Αγαθων	-6,0	4,2	13,2	10,8	1,0	8,7	6,2
Εισαγωγές Υπηρεσιών	-4,9	-15,4	-	10,4	-2,3	8,4	11,0
<b>Α.Ε.Π. σε αγοραίες τιμές</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>

	Συμβολή στη Μεταβολή του Α.Ε.Π.						
	(σε εκατοστιαίες μονάδες)						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ιδιωτική Κατανάλωση	3,3	3,0	3,6	3,4	3,0	3,1	2,4
Δημόσια Κατανάλωση	0,1	1,2	-0,2	0,5	0,2	0,0	1,1
Ακαθ. Επενδύσεις Παγίου Κεφαλαίου	0,9	2,3	3,5	1,5	0,2	3,7	1,2
Κατά φορέα: γενική κυβέρνηση	0,1	-0,1	0,5	0,2	-0,6	0,2	0,1
λοιποί φορείς	0,8	2,4	3,0	1,3	0,8	3,5	1,1
Κατά είδος: κατασκευές	0,6	0,5	1,4	0,5	-0,1	2,8	0,3
Εξοπλισμός	0,0	1,6	2,0	0,8	0,2	0,7	0,8
Λοιπές	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1
Αποθέματα & Στατιστικές Διαφορές (% του Α.Ε.Π.)	-1,3	-0,9	0,4	0,3	0,0	-0,7	0,6
Εγχώρια Τελική Ζήτηση	4,2	6,6	7,0	5,4	3,4	6,8	4,7
Εξαγωγές Αγαθών & Υπηρεσιών	-0,7	-1,8	0,5	2,5	0,6	1,1	1,3
Εξαγωγές Αγαθών	-0,0	-0,8	0,7	0,0	0,7	1,1	0,2
Εξαγωγές Υπηρεσιών	-0,7	-1,0	-0,2	2,5	-0,1	0,0	1,1
Τελική Ζήτηση	2,3	3,8	7,9	8,3	4,0	7,3	6,6
Εισαγωγές Αγαθων & Υπηρεσιών	2,2	0,1	-2,9	-3,7	-0,2	-3,1	-2,6
Εισαγωγές Αγαθων	1,8	-1,1	-3,6	-3,1	-0,3	-2,6	-2,0
Εισαγωγές Υπηρεσιών	0,4	1,2	0,7	-0,6	0,1	-0,5	-0,6
Ισοζύγιο Αγαθών & Υπηρεσιών	1,5	-1,7	-2,4	-1,1	0,4	-2,0	-1,3
<b>Α.Ε.Π. σε αγοραίες τιμές</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>

Πηγές: Έκθεση Διοικήτη της Τράπεζας Ελλάδος, 2007, ΕΣΥΕ, Εθνικοί Λογαριασμοί, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Απρίλιος 2008.

Ο ρυθμός ανόδου των συνολικών ακαθάριστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου ήταν υψηλός και εκτιμάται ότι υπερδιπλασιάστηκε το 2003. Η συγκεκριμένη άνοδος οφειλόταν στη σημαντική αύξηση τόσο των επενδύσεων της γενικής κυβέρνησης, όσο και των επιχειρηματικών επενδύσεων, λόγω της αύξησης των επενδύσεων των δημοσίων επιχειρήσεων, αλλά και των ιδιωτικών επενδύσεων σε κλάδους του τομέα των υπηρεσιών [1].

Το 2004 ο μέσος ρυθμός ανόδου του Α.Ε.Π. άρχισε να επιβραδύνεται και διαμορφώθηκε στο 4,7%. Στη συγκεκριμένη μεταβολή συνέβαλαν από την πλευρά της ζήτησης, οι ευνοϊκές νομισματικές συνθήκες, οι δημοσιονομικές εξελίξεις και το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον. Τα πραγματικά επιτόκια παρέμειναν σε πολύ χαμηλά επίπεδα, ενισχύοντας την ιδιωτική κατανάλωση και τις ιδιωτικές επενδύσεις. Η μεγάλη αύξηση του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου επηρέασε ευνοϊκά τις εξαγωγές υπηρεσιών.

Η ιδιωτική κατανάλωση, όπως παρουσιάζεται στον πίνακα 3.1, εκτιμάται ότι αυξήθηκε σε 4,7% το 2004 έναντι 4,5% το 2003, αντανακλώντας τη συνεχιζόμενη επέκταση της καταναλωτικής πίστης, τη σωρευτική άνοδο της αξίας των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών τα τελευταία χρόνια και την αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, η οποία, ωστόσο, ήταν βραδύτερη σε σχέση με το 2003. Αντίθετα, η δημόσια κατανάλωση αυξήθηκε σε 2,8% το 2004 έναντι μείωσης κατά 2,1% το 2003, αντανακλώντας τη δημοσιονομική χαλάρωση.

Ο ρυθμός ανόδου των ακαθάριστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου μειώθηκε στο 5,7% το 2004 έναντι 13,7% το 2003. Το συγκεκριμένο γεγονός οφειλόταν κυρίως στην επιβράδυνση της ανόδου των επενδύσεων των ιδιωτικών και δημοσίων επιχειρήσεων, αλλά και στη στασιμότητα των επενδύσεων σε κατοικίες.

Σε αντίθεση με την αύξηση της διεθνούς ζήτησης, οι εξαγωγές αγαθών μειώθηκαν κατά 2,5%, λόγω της σωρευτικής απώλειας ανταγωνιστικότητας των τελευταίων ετών. Από την άλλη πλευρά, οι εξαγωγές υπηρεσιών ανέκαμψαν, σημειώνοντας άνοδο 21,8%, ενώ ο ρυθμός ανόδου των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών επιταχύνθηκε σε 9,3%.

Η προσφορά δεν ακολούθησε με τον ίδιο ρυθμό την άνοδο της τελικής ζήτησης, με αποτέλεσμα την αύξηση του θετικού 'παραγωγικού κενού'. Πιο συγκεκριμένα, ο μέσος ρυθμός ανόδου της παραγωγικής ικανότητας της ελληνικής οικονομίας, τα

τελευταία χρόνια, υπολειπόταν του μέσου ρυθμού ανόδου της ζήτησης, παρά τη μεγάλη αύξηση των ακαθάριστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου και του εργατικού δυναμικού [2].

Το 2005 ο ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π. μειώθηκε στο 3,7% έναντι 4,7% το 2004. Εντούτοις, η επίδοση της ελληνικής οικονομίας κρίθηκε ικανοποιητική. Στη διατήρηση του Α.Ε.Π. σε ικανοποιητικά επίπεδα συνέβαλαν οι ευνοϊκές νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες, οι οποίες επέτρεψαν την περαιτέρω χρηματοδότηση της δαπάνης των νοικοκυριών, καθώς και το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον.

Παρά το γεγονός ότι ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης μειώθηκε αισθητά το 2005 στο 3,7% από 4,7% το 2004, η καταναλωτική δαπάνη των νοικοκυριών εξακολούθησε να αποτελεί τον κύριο προωθητικό παράγοντα της εγχώριας ζήτησης, συμβάλλοντας κατά 2,6% στην άνοδο του Α.Ε.Π. Η μείωση του ρυθμού αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης οφειλόταν στην επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της απασχόλησης και των πραγματικών μέσων καθαρών αποδοχών των μισθωτών στο σύνολο της οικονομίας καθώς και των άλλων εισοδημάτων. Ο ρυθμός ανόδου της δημόσιας κατανάλωσης διαμορφώθηκε στο 3,1% το 2005 έναντι 2,8% το 2004, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης αύξησης της απασχόλησης στον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

Οι συνολικές επενδύσεις παγίου κεφαλαίου μειώθηκαν κατά 1,4% το 2005 έναντι αύξησης κατά 5,7% το 2004. Πιο συγκεκριμένα, οι δημόσιες επενδύσεις περικόπηκαν δραστικά το 2005 κατά 13,6% σε σταθερές τιμές έναντι ανόδου 7,7% το 2004. Επιπλέον, ο ρυθμός αύξησης των επιχειρηματικών επενδύσεων (συμπεριλαμβανομένων και των επενδύσεων των δημοσίων επιχειρήσεων) μειώθηκε αισθητά στο 1,5% από 7% το 2004.

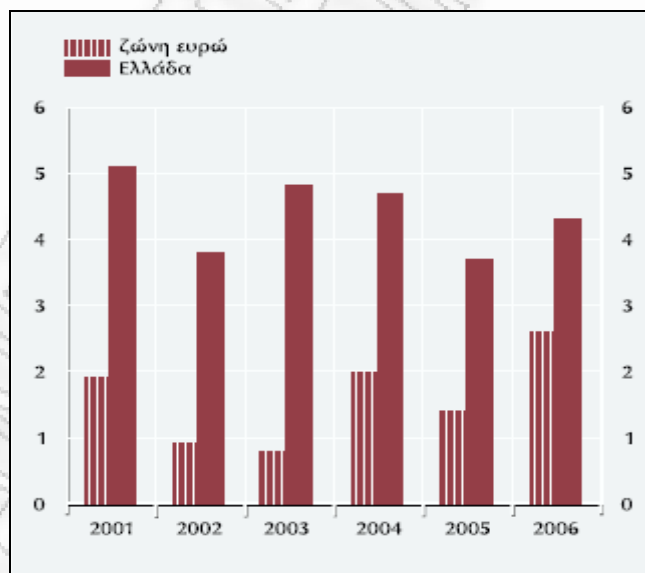
Οι επενδύσεις σε κατοικίες μειώθηκαν κατά 1,4% το 2005 για δεύτερο κατά σειρά έτος. Όμως ο ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων επιταχύνθηκε στο 33,4% το Δεκέμβριο του 2005, από 27,2% το Δεκέμβριο του 2004, υποδηλώνοντας ότι η ζήτηση κατοικιών καλυπτόταν σε μεγάλο βαθμό από το υπάρχον απόθεμα κατοικιών.

Όσον αφορά το πραγματικό εξωτερικό ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών, η μεταβολή του σε εθνικολογιστική βάση συνέβαλε σημαντικά στην αύξηση του Α.Ε.Π. το 2005 κατά 1,1%. Το συγκεκριμένο γεγονός οφειλόταν στην άνοδο των εξαγωγών αγαθών

σε συνδυασμό με τη μικρή μείωση των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά 1,2%. Ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών σε εθνολογιστική βάση επιβραδύνθηκε σημαντικά το 2005 στο 3% από 11,5% το 2004, καθώς ο ρυθμός ανόδου των εξαγωγών υπηρεσιών, μειώθηκε σημαντικά και μηδενίστηκε το 2005.

Η ελληνική οικονομία το 2005, όπως παρουσιάζεται και στο διάγραμμα 3.1, εξακολούθησε να είναι μία από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες οικονομίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 15, υπερβαίνοντας σημαντικά το μέσο ρυθμό ανόδου της ζώνης του ευρώ. Ωστόσο, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας υπολείπεται των αναπτυξιακών επιδόσεων πολλών από τις νέες χώρες – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ενώ το κατά κεφαλήν Α.Ε.Π. σε μονάδες αγοραστικής δύναμης, το οποίο ήταν 22,6% χαμηλότερο από το μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 15, εξακολουθούσε να υστερεί [3].

**Διάγραμμα 3.1**  
**Ρυθμοί Οικονομικής Ανάπτυξης**  
**Ελλάδα & Ζώνη του Ευρώ\***  
(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)



\* Ρυθμός μεταβολής Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος σε σταθερές τιμές αγοράς.

Πηγή: Έκθεση Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, 2006.

Η ελληνική οικονομία το 2006 εξακολούθησε να αναπτύσσεται με υψηλό ρυθμό, ο οποίος έφτασε το 4,3%, έναντι 3,7% το 2005. Στην επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης συνέβαλε κυρίως η εγχώρια ζήτηση. Παράλληλα, οι νομισματικές και

χρηματοπιστωτικές συνθήκες παρέμειναν ευνοϊκές για την οικονομική δραστηριότητα και επέτρεψαν περαιτέρω χρηματοδότηση της δαπάνης των νοικοκυριών και των επιχειρηματικών επενδύσεων. Θετικά επίσης συνέβαλε και το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον, ιδίως η αύξηση του παγκόσμιου εμπορίου, η οποία στήριξε την άνοδο των εξαγωγών αγαθών.

Η ιδιωτική κατανάλωση της χώρας διατήρησε υψηλό ρυθμό ανόδου, ο οποίος επιταχύνθηκε (στο 3,9% από 3,4% το 2005) και αποτέλεσε για άλλο ένα έτος τον κύριο προωθητικό παράγοντα της εγχώριας ζήτησης. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε, εκτός των άλλων, και η αύξηση της αγοραίας αξίας των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών – αυξήθηκαν τόσο οι τιμές των κατοικιών, οι οποίες αποτελούν το σημαντικότερο περιουσιακό στοιχείο των νοικοκυριών στην Ελλάδα, όσο και οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο της Αθήνας. Από την άλλη πλευρά, η δημόσια κατανάλωση αυξήθηκε το 2006 κατά 0,6% έναντι 1,0% το 2005, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης αύξησης της απασχόλησης στο Δημόσιο.

Οι συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου σημείωσαν ρυθμό ανόδου 12,7%, μετά την ελαφριά κάμψη που είχαν καταγράψει το 2005. Οι δημόσιες επενδύσεις αυξήθηκαν κατά 7,6%, ενώ ο ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών επενδύσεων επιταχύνθηκε σε 8,6% από 1,5% το προηγούμενο έτος. Σε αυτή τη θετική εξέλιξη καθοριστικό ρόλο έπαιξαν η αύξηση της εγχώριας και της διεθνούς ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες ορισμένων παραγωγικών κλάδων, η κερδοφορία συγκεκριμένων δυναμικών κλάδων της οικονομίας, καθώς και η δυνατότητα ευχερούς χρηματοδότησης επιχειρήσεων από το τραπεζικό σύστημα.

Οι επενδύσεις σε κατοικίες αυξήθηκαν σημαντικά, μετά την οριακή κάμψη του 2004 και του 2005, σημειώνοντας ρυθμό ανόδου 32,3%. Η σημαντική άνοδος των επενδύσεων σε κατοικίες συνδέθηκε με την προαναγγελία φορολογικών ρυθμίσεων τους τελευταίους μήνες του 2005 (επιβολή ΦΠΑ στις νεόδμητες οικοδομές και αναπροσαρμογή των αντικειμενικών αξιών). Επιπλέον, την αύξηση των επενδύσεων σε κατοικίες στήριξε η στεγαστική πίστη, καθώς ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων ήταν 25,8% το Δεκέμβριο του 2006, έναντι 33,5% το Δεκέμβριο του 2005.

Ο ρυθμός αύξησης των εξαγωγών αγαθών σε σταθερές τιμές επιταχύνθηκε στο 11% από 8,2% το 2005 και υπερέβη το ρυθμό ανόδου της διεθνούς ζήτησης, με συνέπεια να αυξηθεί το μερίδιο αγοράς των ελληνικών εξαγωγών. Οι εξαγωγές υπηρεσιών σε

εθνικολογιστική βάση ανέκαμψαν το 2006 σε σταθερές τιμές (1,4% έναντι -0,1% το 2005, με αποτέλεσμα το πραγματικό εξωτερικό ισοζύγιο σε εθνικολογιστική βάση να έχει αρνητική συμβολή στην άνοδο του Α.Ε.Π. κατά 2,0 εκατοστιαίες μονάδες, μετά από θετική συμβολή το 2005 κατά 1,1 εκατοστιαία μονάδα.

Στα πλαίσια της Ε.Ε., η ελληνική οικονομία ήταν το 2006 μία από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες οικονομίες μεταξύ των 15 πιο ανεπτυγμένων χωρών-μελών της Ε.Ε., υπερβαίνοντας επίσης το ρυθμό ανόδου του Α.Ε.Π. στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο. Ωστόσο, το κατά κεφαλήν Α.Ε.Π. της χώρας εξακολούθησε να υστερεί με ποσοστό 21,5% χαμηλότερο από το μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης των 15.[4]

Το 2007 το Α.Ε.Π. αυξήθηκε κατά 4,0%, έναντι 4,2% το 2006. Συνεπώς, ο ρυθμός ανόδου του Α.Ε.Π. υπερέβη τον αντίστοιχο ρυθμό της ζώνης του ευρώ (2,6%) και η ελληνική οικονομία παρέμεινε μία από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες οικονομίες της Ε.Ε. (βλ. Διάγραμμα 6). Ο υψηλός ρυθμός ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας οφειλόταν, όπως και τα προηγούμενα έτη, στη θετική συμβολή της εγχώριας ζήτησης (τόσο της ιδιωτικής κατανάλωσης όσο και των επενδύσεων, αν και ο ρυθμός ανόδου και των δύο εμφάνισε επιβράδυνση σε σύγκριση με το 2006. Επίσης, η μεταβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου επέδρασε ανασχετικά στο ρυθμό ανόδου του Α.Ε.Π.[5]



### 3.2. Πληθωρισμός

Το 2003 ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού στην Ελλάδα με βάση τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών του Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), ο οποίος προσφέρεται για συγκρίσεις με την εξέλιξη του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, υποχώρησε στο 3,4% (βλ. Πίνακα 3.2) από 3,9% το 2002 (βάση του ΕνΔΤΚ). Η απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το μέσο ετήσιο πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ μειώθηκε σε 1,3% το 2003 από 1,6% το 2002. Με βάση το Δείκτη Τιμών του Καταναλωτή, ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού διαμορφώθηκε στο 3,5% το 2003, όπως παρουσιάζεται και στον πίνακα 6. Ο πυρήνας του πληθωρισμού, όπως μετρείται με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής υποχώρησε περισσότερο στο 3,1% κατά μέσο όρο το 2003 από 3,9% το 2002.

Βασικοί παράγοντες της υποχώρησης του πληθωρισμού ήταν η ανατίμηση του ευρώ, η οποία συγκράτησε τον εισαγόμενο πληθωρισμό, καθώς και η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας. Ωστόσο, το γεγονός ότι η υποχώρηση του πυρήνα δεν ήταν μεγαλύτερη και ότι ο πληθωρισμός στην Ελλάδα παρέμενε σχετικά υψηλός οφειλόταν αφενός στην ύπαρξη υπερβάλλουσας ζήτησης σε σημαντικούς τομείς της οικονομίας και αφετέρου στις μη ικανοποιητικές συνθήκες ανταγωνισμού σε ορισμένες αγορές, οι οποίες δεν λειτουργούσαν αποτελεσματικά [6].

Το 2004 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), διαμορφώθηκε το τέταρτο τρίμηνο στο ίδιο επίπεδο (3,2%) με το τελευταίο τρίμηνο του 2003, αλλά κατά μέσο όρο το 2004 υποχώρησε στο 3% από 3,4% το 2003, κυρίως γιατί η μείωση των τιμών των νωπών σπρωροκηπευτικών υπεραντιστάθμισε την ταχύτερη, σε σχέση με το 2003, άνοδο των τιμών των καυσίμων και την αύξηση του πυρήνα του πληθωρισμού. Πιο αναλυτικά, ο πυρήνας του πληθωρισμού, όπως μετρείται με τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, διαμορφώθηκε σε υψηλότερο επίπεδο σε σχέση με το 2003, 3,4% κατά μέσο όρο, έναντι 3,1% το 2003.

Η αυξητική τάση του πυρήνα του πληθωρισμού, η σημαντική επιτάχυνση της ανόδου των τιμών χονδρικής πώλησης των εγχώριων βιομηχανικών προϊόντων, τα οποία προορίζονταν για εσωτερική κατανάλωση (σε αντίθεση με την πολύ μικρή αύξηση

των τιμών των εισαγόμενων προϊόντων) και η επιτάχυνση της ανόδου των τιμών στις οποίες οι εξαγωγείς πρόσφεραν τα προϊόντα τους ( είτε σε ευρώ, είτε σε όρους νομίσματος), υποδήλωναν ότι οι εγχώριες πληθωριστικές πιέσεις, σε συνδυασμό με το χαμηλότερο πληθωρισμό των εμπορικών εταιρών της Ελλάδας και την ανατίμηση του ευρώ, επηρέαζαν αρνητικά την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών προϊόντων ως προς τις τιμές, τόσο στην εσωτερική, όσο και στις ξένες αγορές [7].

Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών του Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) αυξήθηκε στο 3,5% το 2005, από 3% το 2004. Αντίθετα το μέσο ετήσιο επίπεδο του πυρήνα του πληθωρισμού όπως μετρείται με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, υποχώρησε στο 3,2% το 2005 από 3,4% το 2004. Με βάση το Δείκτη Τιμών του Καταναλωτή (ΔΤΚ), ο μέσος ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού επιταχύνθηκε στο 3,5% το 2005 από 2,9% το 2004 (πίνακας 3.2). Ενώ, ο πυρήνας του πληθωρισμού υποχώρησε στο 3,1% από 3,3% το 2004.

Η επιτάχυνση του πληθωρισμού το 2005 οφειλόταν κυρίως σε εξωγενείς παράγοντες. Συγκεκριμένα, η άνοδος της τιμής του αργού πετρελαίου και των άλλων εισαγόμενων προϊόντων ήταν μεγαλύτερη από ότι το 2004. Στην παγκόσμια αγορά η μέση τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent σε δολάρια αυξήθηκε με πολύ υψηλότερο ρυθμό το 2005 (46,3%) από ότι το 2004 (33,6%). Επιπλέον, η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου ανακόπηκε, 0,1% κατά μέσο όρο το 2005, έναντι 10% το 2004. Επομένως, λόγω των συγκεκριμένων εξελίξεων η άνοδος της τιμής του πετρελαίου σε ευρώ ήταν μεγαλύτερη, 46,2% το 2005 έναντι 21,5% το 2004.

Ο ρυθμός ανόδου στην παγκόσμια αγορά των τιμών των άλλων μη ενεργειακών πρώτων υλών σε ευρώ επιβραδύνθηκε ελαφρά στο 9,4% το 2005, από 10,8% το 2004. Στην εγχώρια αγορά, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του Δείκτη Τιμών Εισαγωγών στη Βιομηχανία χωρίς τις τιμές της ενέργειας επιταχύνθηκε στο 1,2% το 2005, από 0,8% το 2004. Η μικρή αυτή επιτάχυνση αντανάκλασε τη μικρή μέση ετήσια υποτίμηση του ευρώ έναντι των άλλων νομισμάτων κατά 0,7% το 2005, μετά από ανατίμηση κατά 1,5% το 2004, η οποία επέδρασε αυξητικά στις τιμές των προϊόντων που εισάγονταν από χώρες εκτός της ζώνης του ευρώ. Επιπλέον, στην αύξηση του πληθωρισμού συνέβαλε και το γεγονός ότι η μείωση των τιμών των νωπών οπωροκηπευτικών, αν και συνεχίστηκε, ήταν το 2005 μικρότερη από ότι το 2004 (-8,1% κατά μέσο όρο έναντι -11,9%).

Πίνακας 3.2  
Δείκτες Τιμών (ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

Έτη ή τρίμηνα	Δείκτης τιμών καταναλωτή										Δείκτης τιμών παραγωγού στη βιομηχανία					Δείκτης τιμών εισαγωγών στη βιομηχανία			
	Επίμοι δείκτες										Εγχώρια αγορά					Εξωτερική αγορά		Γενικός	Γενικός χωρίς χημικές ενέργειες
	Γενικός	Αγαθά	Υπηρεσίες	ΔΤΚ χωρίς ομπρονοστή κτησευτικά & κούσμεα	ΔΤΚ χωρίς εϊδη διατροφής & κούσμεα	Διατροφή και μη αλκοολούχα ποτά	Νοσηρά ομορονη-πειυτικά	Κούσμεα	Εϊδικά δείκτες			Γενικός	Γενικός χωρίς χημικές ενέργειες	Καταναλωτικά αγαθά					
									Γενικός	Γενικός χωρίς χημικές ενέργειες	Ευδιάμεσα αγαθά								
2001	3,4	3,2	3,7	3,8	3,7	5,1	9,2	-4,8	3,6	5,1	5,5	5,0	0,7	3,1	3,4				
2002	3,6	3,2	4,3	3,6	3,6	5,3	13,8	-1,7	2,3	2,3	1,3	3,2	1,1	0,3	0,4				
2003	3,5	3,1	4,2	3,2	3,1	5,0	10,7	3,9	2,3	2,5	2,3	2,7	-0,3	0,7	0,6				
2004	2,9	2,3	3,8	3,3	3,2	0,5	-11,9	7,5	3,5	4,7	3,2	6,0	5,0	3,1	0,8				
2005	3,5	3,4	3,7	3,1	3,2	0,6	-8,1	18,0	5,9	3,0	3,8	2,5	3,7	8,8	1,2				
2006	3,2	3,4	3,0	2,7	2,5	3,7	3,3	10,9	6,9	6,3	7,5	5,9	4,2	4,4	2,8				
2007	2,9	2,5	3,5	2,9	3,0	3,2	5,6	1,3	3,3	2,4	6,6	-0,7	1,8	3,0	3,2				
2004 α'	2,7	1,8	4,0	3,3	3,2	3,3	2,6	-5,7	1,3	4,3	1,6	6,5	2,3	-0,1	0,1				
β'	2,9	2,3	3,9	3,3	3,2	-0,7	-16,3	11,6	4,4	5,3	3,3	6,9	7,4	2,3	1,0				
γ'	2,8	2,1	3,9	3,4	3,4	-1,3	-22,8	9,6	4,4	5,0	3,6	6,1	6,0	4,3	1,0				
δ'	3,2	2,9	3,5	3,0	2,9	0,8	-11,3	15,5	4,1	4,3	4,1	4,5	4,4	5,8	1,2				
2005 α'	3,3	3,1	3,6	3,3	3,5	-0,6	-11,5	15,1	4,6	2,6	4,9	0,8	2,7	8,2	1,4				
β'	3,3	3,0	3,8	3,0	3,1	-0,3	-12,4	18,1	4,9	2,3	3,6	1,4	2,3	8,4	1,1				
γ'	3,9	4,0	3,6	3,0	3,1	1,4	-4,1	21,6	6,3	2,6	3,3	2,2	4,5	9,8	1,1				
δ'	3,7	3,6	3,7	3,0	3,0	2,1	-2,2	17,1	7,7	4,7	3,5	5,7	5,4	8,9	1,4				
2006 α'	3,3	3,3	3,2	2,5	2,3	1,9	-5,8	19,6	9,2	6,8	4,7	8,8	7,0	7,7	1,8				
β'	3,2	3,6	2,7	2,5	2,3	3,4	1,3	14,8	8,6	7,2	7,6	7,4	5,9	6,8	2,7				
γ'	3,4	3,9	2,8	2,7	2,4	5,1	10,8	11,8	6,8	7,2	9,2	6,2	3,2	2,7	3,1				
δ'	2,9	2,7	3,1	3,0	2,8	4,6	9,4	-1,2	3,0	4,3	8,6	1,6	0,8	0,7	3,4				
2007 α'	2,7	2,1	3,4	3,2	3,3	3,1	4,9	-4,9	0,7	1,6	6,8	-2,2	-0,8	-0,4	3,5				
β'	2,6	1,9	3,6	2,9	3,1	2,0	2,9	-1,5	1,9	1,6	6,2	-2,0	0,9	1,2	3,3				
γ'	2,7	2,0	3,6	2,8	3,0	3,3	11,8	-3,1	2,6	2,0	6,1	-1,2	1,3	3,3	3,1				
δ'	3,6	3,9	3,2	2,8	2,5	4,5	3,7	15,8	8,0	4,4	7,0	2,4	5,9	7,8	2,7				
2008 α'	4,3	5,0	3,3	2,9	2,3	6,1	7,1	24,0	...	...	...	...	...	...	...				

Πηγή: Έκθεση Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, 2007 και ΕΣΥΕ.

Αξίζει να σημειωθεί, ότι η αύξηση του πληθωρισμού ήταν σχετικά περιορισμένη το 2005, αντανακλώντας το γεγονός ότι ο πυρήνας του πληθωρισμού υποχώρησε ελαφρά. Ειδικότερα, επιβραδύνθηκε ο ρυθμός ανόδου των τιμών των ειδών διατροφής, εκτός νωπών οπωροκηπευτικών (2,5% από 3,6%), των ενοικίων (4,2% από 5,3%), των υπηρεσιών επισκευής και συντήρησης κατοικίας (2,9% από 5,2%), των ιατρικών υπηρεσιών (6% από 7,9%), των υπηρεσιών αναψυχής (2% από 4,9%) και των ξενοδοχείων – καφέ – εστιατορίων (3,2% από 4,3%).

Οι πληθωριστικές πιέσεις στο επίπεδο τιμών του παραγωγού παρέμειναν σημαντικές, παρά την αξιόλογη υποχώρησή τους το 2005. Οι τιμές παραγωγού στη βιομηχανία (εκτός ενέργειας) για την εγχώρια αγορά αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 3% το 2005 έναντι 4,7% το 2004. Ο αντίστοιχος τιμές για την εξωτερική αγορά αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 0,3% το 2005 έναντι 1,8% το 2004.

Η υποχώρηση του πυρήνα και η περιορισμένη επιτάχυνση του πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ οφείλονταν σε μία σειρά παραγόντων, οι οποίοι είναι οι εξής:

- Η αύξηση της έμμεσης φορολογίας η οποία επηρέασε ανοδικά αλλά σε περιορισμένη έκταση τον πυρήνα του πληθωρισμού. Με βάση τα δεδομένα του Δεκεμβρίου 2005, εκτιμάται ότι η αύξηση της έμμεσης φορολογίας συνέβαλε μόνο κατά 0,75% στον ετήσιο ρυθμό του πληθωρισμού, μετρούμενο με το ΔΤΚ.
- Ο ρυθμός ανόδου των τιμών των εισαγόμενων προϊόντων (εκτός καυσίμων) επιταχύνθηκε αλλά παρέμεινε πολύ χαμηλός, 1,4% το 2005, έναντι 0,6% το 2004, σύμφωνα με το νέο Δείκτη Τιμών Εισαγωγών στη Βιομηχανία της ΕΣΥΕ.
- Οι τιμές των υπηρεσιών κοινής ωφέλειας αυξήθηκαν το 2005 με ρυθμό υψηλότερο του πληθωρισμού, 4,6% κατά μέσο όρο, έναντι 3%. Επομένως, εκτιμάται ότι συνέβαλαν στην ετήσια άνοδο του γενικού ΔΤΚ κατά 0,27% έναντι 0,16% το 2004.
- Εντάθηκε η εποπτεία της αγοράς από το Υπουργείο Ανάπτυξης και την Επιτροπή Ανταγωνισμού, ώστε να αποφεύγονται περιπτώσεις καταστρατήγησης των κανόνων λειτουργίας της αγοράς.

- Οι πληθωριστικές πιέσεις που ασκούνταν από την πλευρά της συνολικής εγχώριας ζήτησης ήταν μικρότερες το 2005 από ότι το 2004.[8]

Το 2006 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στην Ελλάδα υποχώρησε ελαφρά στο 3,3% από 3,5% το 2005, βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ). Το μέσο ετήσιο επίπεδο του πυρήνα του πληθωρισμού, όπως μετρείται με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, μειώθηκε στο 2,9% από 3,2% το 2005. Ωστόσο, ο πυρήνας του πληθωρισμού αυξήθηκε στο 3,4% το τέταρτο τρίμηνο του 2006 (από 3,0% το τελευταίο τρίμηνο του 2005).

Η μικρή αυτή υποχώρηση του πληθωρισμού αντανάκλα την επίδραση ευνοϊκών συνθηκών, όπως:

- η σταδιακή εξάλειψη, από τον Απρίλιο του 2006, της επίδρασης που είχε στον ετήσιο ρυθμό ανόδου των τιμών καταναλωτή η αύξηση των συντελεστών έμμεσης φορολογίας (από το προηγούμενο έτος)
- η επιβράδυνση του μέσου ετήσιου ρυθμού αύξησης των τιμών του αργού πετρελαίου και των εγχώριων λιανικών τιμών των καυσίμων
- η ενίσχυση του ανταγωνισμού στον τομέα του λιανικού εμπορίου.

Από την άλλη πλευρά, δυσμενώς επέδρασαν στον πληθωρισμό η μεγάλη επιτάχυνση της ανόδου των τιμών των βασικών εμπορευμάτων στην παγκόσμια αγορά και των τιμών των εισαγόμενων αγαθών, καθώς και η αύξηση των τιμών των νωπών οπωροκηπευτικών, σε αντίθεση με το 2005. Συγκεκριμένα, οι τιμές των νωπών οπωροκηπευτικών, οι οποίες άσκησαν αυξητική επίδραση στον πληθωρισμό το 2006, εμφάνισαν άνοδο με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,3% έναντι μείωσης κατά 8,1% το 2005. Επιπλέον, ο ρυθμός ανόδου των τιμών των εισαγόμενων καταναλωτικών αγαθών παρουσίασε αύξηση 2,0% έναντι 1,4% το 2005. Ο ρυθμός ανόδου των τιμών των εισαγόμενων ενδιάμεσων αγαθών παρουσίασε επιτάχυνση και διαμορφώθηκε σε επίπεδο 5,7% έναντι 2,7% το προηγούμενο έτος, ενώ ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης των τιμών παραγωγού για τα καταναλωτικά αγαθά έφτασε το 5,9% από 2,5% το 2005.

Στη ζώνη του ευρώ ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ και ο πυρήνας του πληθωρισμού παρέμειναν στο ίδιο επίπεδο με το προηγούμενο έτος, δηλαδή 2,2% και 1,5% αντίστοιχα. Συνεπώς, η απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο μειώθηκε σε 1,1 εκατοστιαία μονάδα από 1,3 εκατοστιαία μονάδα το 2005 και η απόκλιση του πυρήνα σε 1,4 εκατοστιαία μονάδα από 1,7 το 2005.[9]

Το 2007 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) υποχώρησε στο 3,0% από 3,3% το 2006. Ειδικότερα, οι τιμές της ενέργειας αυξήθηκαν με μέσο ετήσιο ρυθμό 2,1% (έναντι 9,4% το 2006) και οι τιμές των επεξεργασμένων τιμών διατροφής με μέσο ετήσιο ρυθμό 3,7% (έναντι 5,2% το 2006). Αντίθετα, επιτάχυνση του μέσου ετήσιου ρυθμού ανόδου (2,2% από 1,9%) εμφάνισαν οι τιμές των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, οι τιμές των βιομηχανικών αγαθών εκτός ειδών διατροφής και ενέργειας (στο 2,2% από 1,6%) και οι τιμές των υπηρεσιών (στο 3,7% από 3,1%).

Η υποχώρηση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού οφειλόταν κυρίως σε προσωρινούς ευνοϊκούς παράγοντες, ιδίως όσον αφορά στους εξέλιξη της τιμής των καυσίμων, οι οποίοι στη συνέχεια αντιστράφηκαν. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής παρουσίασε επιβράδυνση και συνεπώς συνέβαλε στην υποχώρηση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού, αλλά έως τον Σεπτέμβριο, καθώς το τελευταίο τρίμηνο του έτους ο ρυθμός επιταχύνθηκε. Εξάλλου, το τέταρτο τρίμηνο του 2007 ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού διαμορφώθηκε σε υψηλότερο επίπεδο από ό,τι το αντίστοιχο τρίμηνο του 2006 (3,6% έναντι 3,2%).

Επιπλέον, ο πυρήνας του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής) αυξήθηκε στο 3,2% σε μέση ετήσια βάση, από 2,9% το 2006, αντανακλώντας πληθωριστικές πιέσεις τόσο από την πλευρά της συνολικής ζήτησης, η οποία εξακολούθησε να αυξάνεται, όσο και από την πλευρά της εγχώριας προσφοράς, καθώς το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας επίσης συνέχισε να αυξάνεται περισσότερο από ό,τι το 2006.

Από την άλλη πλευρά, κάποιοι άλλοι παράγοντες συντέλεσαν στη συγκράτηση του πληθωρισμού, όπως οι επανειλημμένες αυξήσεις των επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας από το Δεκέμβριο του 2005 έως τον Ιούνιο του 2007, η

συνεχιζόμενη ανάπτυξη του ανταγωνισμού στον τομέα του λιανικού εμπορίου και η εισαγωγή τελικών καταναλωτικών αγαθών από χώρες με χαμηλό κόστος παραγωγής. Ειδικότερα, στην υποχώρηση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού το 2007 συνέβαλε η μείωση του εισαγόμενου πληθωρισμού. Η διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent σε μέσο ετήσιο επίπεδο υποχώρησε κατά 0,2% σε ευρώ, ενώ είχε αυξηθεί κατά 18,6% το 2006.

Επίσης, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου των τιμών των εισαγόμενων στην Ελλάδα καταναλωτικών προϊόντων αυξήθηκε κατά 1,9%, ενώ το 2006 κατά 2,0%. Επιπλέον, οι πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης καθώς και η αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας (4,2% από 3,5% το 2006) συνέβαλαν στην άνοδο του πυρήνα του πληθωρισμού το 2007. Συγκεκριμένα, οι ρυθμοί ανόδου της καταναλωτικής και της επενδυτικής ζήτησης διατηρήθηκαν υψηλοί σε όλη τη διάρκεια του 2007, αν και επιβραδύνθηκαν.

Τέλος, αναφορικά με τις τιμές του πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ, η απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο παρέμεινε μεγάλη το 2007, αν και μειώθηκε ελαφρά σε 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας, από 1,1 εκατοστιαία μονάδα το 2006. Σχεδόν στα ίδια επίπεδα με το 2006 παρέμεινε και η απόκλιση του πυρήνα του πληθωρισμού, παρά τη μικρή μείωσή της σε 1,2 εκατοστιαία μονάδα, από 1,4 εκατοστιαία μονάδα το προηγούμενο έτος. [10]

### 3.3. Απασχόληση – Ανεργία

Το 2003 η συνολική απασχόληση αυξήθηκε κατά 2,3%, ενώ το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο 9,3% (βλ. στοιχεία Πίνακα 3.3). Η μείωση του αριθμού των ανέργων οφειλόταν στην αύξηση των θέσεων εργασίας και όχι σε απόσυρση από το εργατικό δυναμικό ατόμων που αναζητούσαν εργασία. Το σύνολο της αύξησης της απασχόλησης το 2003 αφορούσε πλήρως απασχολούμενους, ενώ οι μερικώς και οι προσωρινά απασχολούμενοι μειώθηκαν.

**Πίνακας 3.3**  
**Πληθυσμός, Εργατικό Δυναμικό και απασχόληση**  
 (ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2007 (χιλ. άτομα)	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές β' τρίμηνο έτους <sup>1</sup>				
		2003	2004 <sup>4</sup>	2005	2006	2007
Πληθυσμός ηλικίας 15 ετών και άνω <sup>1</sup>	9.207	0,6	...	0,5	0,5	0,6
Πληθυσμός ηλικίας 15-64 ετών <sup>1</sup>	7.208	0,1	...	0,1	0,3	0,8
Εργατικό δυναμικό <sup>1</sup>	4.918	1,6	...	0,5	0,6	0,8
Απασχόληση <sup>1</sup>	4.520	2,3	...	1,2	1,6	1,5
- Πρωτογενής τομέας <sup>1</sup>	522	1,1	...	-0,1	-1,7	-2,6
- Δευτερογενής τομέας <sup>1</sup>	1.011	1,2	...	1,0	-0,2	3,1
- Τριτογενής τομέας	2.986	3,0	...	1,5	2,9	1,7
Ποσοστό % συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό <sup>1,2</sup>	...	65,1	66,5	66,8	67,0	67,0
Ποσοστό % απασχόλησης <sup>1,3</sup>	...	58,9	59,6	60,3	61,0	61,5
Ανεργία ως ποσοστό % του εργατικού δυναμικού <sup>1</sup>	...	9,3	10,2	9,6	8,8	8,1

1. ΕΣΥΕ, Έρευνες Εργατικού Δυναμικού. Στοιχεία για το β' τρίμηνο κάθε έτους.

2. Ποσοστό Συμμετοχής του πληθυσμού ηλικίας 15-64 ετών στο εργατικό δυναμικό.

3. Απασχολούμενοι 15 – 64 ετών ως ποσοστό του πληθυσμού ηλικίας 15 – 64 ετών.

4. Τα στοιχεία της ΕΕΔ για το 2004 δεν είναι πλήρως συγκρίσιμα με εκείνα για τα προηγούμενα έτη.

5. Στο κύριο κείμενο αναφέρονται οι μέσες ετήσιες μεταβολές και τα μέσα επίπεδα έτους.

Πηγή: Έκθεση Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, 2007.



Το 2004 η σημαντική άνοδος του Α.Ε.Π. και η διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων συνέβαλαν στην αύξηση της απασχόλησης. Το ποσοστό απασχόλησης ήταν κατά μέσο όρο 59,6% στην Ελλάδα, ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση των 15 το αντίστοιχο ποσοστό ήταν 64,7%. Η υστέρηση οφειλόταν στο πολύ χαμηλότερο ποσοστό απασχόλησης των γυναικών στην Ελλάδα (45,2%) σε σύγκριση με την Ευρωπαϊκή Ένωση (56,8%) και στο χαμηλότερο σε σύγκριση με την Ε.Ε. των 15 ποσοστό απασχόλησης των νέων 15 – 24 ετών στην Ελλάδα 26,8% έναντι περίπου 40% στην Ε.Ε των 15.

Παρά την αύξηση της απασχόλησης, το ποσοστό ανεργίας παρέμεινε σε υψηλό επίπεδο το 2004 (10,2%). Ιδιαίτερα υψηλό ήταν το ποσοστό ανεργίας των γυναικών (15,9%) και των νέων ηλικίας 15 – 24 ετών (26,5%). Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός, ότι το 41,5% του συνολικού αριθμού των ανέργων ήταν άτομα χωρίς προηγούμενη εργασιακή εμπειρία [11].

Η αγορά εργασίας το 2005 χαρακτηρίστηκε από αύξηση της απασχόλησης κατά 1,2% (σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού - ΕΕΔ) και μείωση του ποσοστού ανεργίας στο 9,9%. Η αύξηση της απασχόλησης, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι ο πληθυσμός ηλικίας 15-64 ετών έμεινε ουσιαστικά αμετάβλητος, είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του ποσοστού απασχόλησης από 59,6% κατά μέσο όρο το 2004 σε 60,3% κατά μέσο όρο το 2005 (βλ. πίνακα 3.3). Το ποσοστό απασχόλησης αυξήθηκε για όλες τις ηλικιακές ομάδες πλην εκείνης των νέων μεταξύ 15 και 24 ετών. Η άνοδος της απασχόλησης το 2005 προήλθε κυρίως από την ενίσχυση της μισθωτής απασχόλησης και από κλάδους του τομέα των υπηρεσιών (π.χ. εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια κ.λ.π.).

Η αύξηση της απασχόλησης, σε συνδυασμό με την περιορισμένη αύξηση του εργατικού δυναμικού (κατά 0,5%), οδήγησε σε μείωση του συνολικού ποσοστού ανεργίας από 10,2% το 2004 σε 9,6% το 2005. Η μείωση της ανεργίας αντανάκλασε αποκλειστικά τη μείωση του αριθμού των ανέργων χωρίς προηγούμενη εργασιακή εμπειρία, ενώ ο αριθμός των ανέργων με προηγούμενη εργασιακή εμπειρία αυξήθηκε οριακά. Η εξέλιξη αυτή μεταξύ άλλων αντανάκλασε την αύξηση του αριθμού των οικονομικά μη ενεργών ατόμων, κυρίως λόγω της μεγαλύτερης συμμετοχής σε εκπαιδευτικά προγράμματα. Συγκεκριμένα, το 2004 περίπου 770 χιλιάδες άτομα ούτε εργάζονταν ούτε αναζητούσαν εργασία, επειδή εκπαιδεύονταν, ενώ ο αντίστοιχος αριθμός ανήλθε σε 800 χιλιάδες περίπου το 2005.[12]

Το 2006 η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας συνοδεύτηκε από αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων και μείωση του αριθμού των ανέργων. Σύμφωνα με στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού, ο αριθμός των απασχολούμενων αυξήθηκε κατά 1,9% και το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε κατά μία εκατοστιαία μονάδα, από 9,9% σε 8,9% το 2005. Στην αύξηση της απασχόλησης συνέβαλαν κατά 1,2 εκατοστιαία μονάδα η άνοδος του αριθμού των μισθωτών, κυρίως της «δημόσιας διοίκησης», κατά 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας η άνοδος του αριθμού των αυτοαπασχολούμενων και κατά 0,3 της εκατοστιαίας μονάδας η άνοδος του αριθμού των «βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση». Στις υπηρεσίες εκτιμάται ότι η απασχόληση αυξήθηκε σχεδόν σε όλους τους κλάδους: στο λιανικό εμπόριο 1,7%, στον τουριστικό κλάδο 0,4%, στους οργανισμούς χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης 2,3%, στις μεταφορές και επικοινωνίες 4,1%.

Η αύξηση, λοιπόν, της απασχόλησης το 2006 προήλθε από τις υπηρεσίες, ενώ αντίθετα στον πρωτογενή και στο δευτερογενή τομέα καταγράφηκαν υποχώρηση και οριακή αύξηση αντίστοιχα. Η υποχώρηση αυτή αποτελεί συνέχεια της πτωτικής τάσης, η οποία παρατηρείται τα τελευταία χρόνια και έχει οδηγήσει στη μείωση της συμμετοχής του τομέα στη συνολική απασχόληση σε 12% από 17% το 2000. Επίσης, η μείωση της απασχόλησης το 2006 αντανακλά το γεγονός ότι ο αριθμός των συνταξιοδοτηθέντων υπερέβη εκείνον των νεοεισερχομένων.

Τα στοιχεία του ΟΑΕΔ παρουσίασαν μείωση του αριθμού των ανέργων το 2006. Σύμφωνα με αυτά, ο μέσος αριθμός των ανέργων ήταν 434 χιλιάδες άτομα (ποσοστό ανεργίας 8,9%). Μείωση του αριθμού των ανέργων παρατηρήθηκε σε όλες τις ηλικιακές ομάδες και για τα δύο φύλα, με μόνη εξαίρεση τους άνδρες ηλικίας έως 19 ετών, όπου υπήρξε μικρή αύξηση του αριθμού των ανέργων. Η μείωση του αριθμού των ανέργων αντανακλά κυρίως τη μείωση του αριθμού των άνεργων γυναικών, ιδίως εκείνων μεταξύ 30 και 44 ετών. Στην υποχώρηση της ανεργίας συνέβαλαν η μικρή επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του εργατικού δυναμικού, καθώς και μεταβολές στην ηλικιακή διάρθρωση του εργατικού δυναμικού. Τα στοιχεία του ΟΑΕΔ δείχνουν ότι το ποσοστό των νέων, οι οποίοι έχουν γενικώς υψηλότερα ποσοστά ανεργίας, έχει μειωθεί.

Παρά τη μικρή υποχώρηση του συνολικού ποσοστού ανεργίας, αυτό παρέμεινε πολύ υψηλότερο από ό,τι στην ΕΕ των 15 (κάτω του 8% το 2006). Επιπλέον, τα ποσοστά ανεργίας των γυναικών και των νέων παρέμειναν σε αρκετά ψηλά επίπεδα στην Ελλάδα. Το ποσοστό ανεργίας των γυναικών διαμορφώθηκε σε 13,6% (από 15,3% το 2005), ενώ στην ΕΕ των 15 ήταν κάτω του 9%. Το ποσοστό ανεργίας των νέων ηλικίας έως 24 ετών

διαμορφώθηκε στο 25,2% (από 26% το 2005), ενώ στην ΕΕ των 15 ήταν περίπου 16%. [13]

Η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας το 2007 συνοδεύτηκε από άνοδο της απασχόλησης κατά 1,3% και μείωση του ποσοστού ανεργίας στο 8,3% (από 8,9% το 2006). Η άνοδος της απασχόλησης προήλθε κυρίως από τον ιδιωτικό μη αγροτικό τομέα και δευτερευόντως από το δημόσιο τομέα, ενώ στον αγροτικό τομέα η απασχόληση συνέχισε να μειώνεται. Παρά τις θετικές εξελίξεις, ωστόσο, σε σύγκριση με τους μέσους όρους της ΕΕ των 15, το ποσοστό απασχόλησης στην ελληνική αγορά εργασίας εξακολούθησε να είναι αρκετά χαμηλότερο (61,4% στην Ελλάδα το 2007 έναντι 66,2% στην ΕΕ των 15 το 2006). Η απόκλιση αυτή κυρίως αντανακλά το πολύ χαμηλότερο ποσοστό απασχόλησης των γυναικών στην Ελλάδα. [14]

Πιο αναλυτικά, στον ιδιωτικό μη αγροτικό τομέα η απασχόληση αυξήθηκε με ρυθμό 2,0% συμβάλλοντας στην άνοδο της συνολικής απασχόλησης κατά 1,3 εκατοστιαία μονάδα, ενώ στο δημόσιο τομέα η απασχόληση αυξήθηκε με ρυθμό 1,3% συμβάλλοντας κατά 0,3 της εκατοστιαίας μονάδας στην άνοδο της απασχόλησης. Αντίθετα, στον αγροτικό τομέα η απασχόληση συνέχισε την πτωτική τάση που παρουσιάζει από τις αρχές της δεκαετίας του '90 και μειώθηκε κατά 2,5%. Σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού, η αύξηση της απασχόλησης προήλθε κυρίως από την άνοδο του αριθμού των μισθωτών κατά 3,2%. Η άνοδος της απασχόλησης στον τομέα των υπηρεσιών προήλθε από το εμπόριο, τα ξενοδοχεία-εστιατόρια, τον κλάδο της υγείας και τη δημόσια διοίκηση.

Από την άλλη πλευρά, τα στοιχεία τόσο της ΕΕΔ όσο και του ΟΑΕΔ παρουσίασαν μείωση του αριθμού των ανέργων το 2007. Συγκεκριμένα, ο μέσος αριθμός των ανέργων ήταν 406,9 χιλιάδες άτομα (ποσοστό ανεργίας 8,3% έναντι 8,9% το 2006). Μείωση του ποσοστού ανεργίας παρατηρήθηκε σχεδόν σε όλες τις ηλικιακές ομάδες, με εξαίρεση τα άτομα ηλικίας 25-29 ετών, όπου παρατηρήθηκε οριακή αύξηση. Επίσης παρατηρήθηκε μείωση του ποσοστού ανεργίας ανάμεσα στους νέους που έχουν ολοκληρώσει πανεπιστημιακές σπουδές. [15]

Συνοπτικά, από την επισκόπηση της ελληνικής αγοράς εργασίας προκύπτει ότι παραμένουν σημαντικές προκλήσεις, όπως είναι το χαμηλό ποσοστό απασχόλησης και η υψηλή ανεργία, ιδιαίτερα των νέων και των γυναικών. Επίσης, η ελληνική οικονομία φαίνεται να χαρακτηρίζεται από μικρή δυνατότητα δημιουργίας νέων θέσεων εργασίας σε σύγκριση με άλλες χώρες του ευρώ. Τα

προβλήματα αυτά υποδηλώνουν την ανάγκη να εφαρμοστούν πολιτικές τόνωσης της επιχειρηματικότητας και μέτρα μείωσης της διαρθρωτικής ανεργίας μέσω της έγκαιρης παρέμβασης σε φθίνοντες κλάδους της ελληνικής οικονομίας.

ΓΑΛΕΡΙΟ ΓΕΡΑΝ

### 3.4. Δημοσιονομική Πολιτική

#### 3.4.1. Προϋπολογισμός Γενικής & Κεντρικής Κυβέρνησης

Παρά τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης, το 2003 οι δημοσιονομικές συνθήκες χειροτέρευσαν σε σχέση με το 2002. Παρά το γεγονός ότι η διεύρυνση του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού οφειλόταν εν μέρει σε έκτακτους παράγοντες (δαπάνες για την προετοιμασία των Ολυμπιακών Αγώνων, αποζημιώσεις σε πληγέντες από δυσμενείς καιρικές συνθήκες), η απόκλιση του ελλείμματος από το στόχο του προϋπολογισμού οφειλόταν κατά κύριο λόγο στη σοβαρή υπέρβαση των πρωτογενών δαπανών (π.χ. των επιχορηγήσεων και των δαπανών προσωπικού του Δημοσίου), ενώ υπήρξε σημαντική υστέρηση των εσόδων του προϋπολογισμού σε σχέση με τις προβλέψεις. Ειδικότερα, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε -5,6% του Α.Ε.Π., ενώ το έλλειμμα της κεντρικής κυβέρνησης με βάση δημοσιονομικά και ταμειακά στοιχεία, αυξήθηκε αντίστοιχα σε -5,7% και -6,1% [16] (βλ. Πίνακα 3.4).

**Πίνακας 3.4**  
**Ελλείμματα Γενικής & Κεντρικής Κυβέρνησης**  
(ως ποσοστό % του Α.Ε.Π.)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
<b>Έλλειμμα γενικής κυβέρνησης<sup>1,2</sup></b>						
(στοιχεία εθν. λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	-4,7	-5,6	-7,4	-5,1	-2,6	-2,8
- Κεντρική κυβέρνηση	-7,2	-8,1	-9,4	-6,1	-3,9	-4,3
- Ασφαλιστικοί οργανισμοί και οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης	2,4	2,5	2,1	0,9	1,3	1,4
<b>Έλλειμμα κεντρικής κυβέρνησης<sup>3</sup></b>						
(δημοσιονομικά στοιχεία)	-3,4	-5,7	-6,9	-5,7	-3,8	-4,6
<b>Έλλειμμα κεντρικής κυβέρνησης<sup>4</sup></b>						
(ταμειακά στοιχεία)	-4,5	-6,1	-8,4	-7,3	-4,9	-5,9

1. Στοιχεία Υπουργείου Οικονομίας & Οικονομικών όπως γνωστοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος).

2. Λόγω στρογγυλοποιήσεων, σε ορισμένα έτη το άθροισμα των επιμέρους κατηγοριών δεν συμφωνεί με το σύνολο.

3. Στοιχεία Γενικού Λογιστηρίου του Κράτους, όπως εμφανίζονται στον κρατικό προϋπολογισμό.

4. Στοιχεία Τράπεζας της Ελλάδος. Τα στοιχεία αυτά αφορούν μόνο τις δανειακές ανάγκες της κυβέρνησης σε ταμειακή βάση.

\* Προσωρινά Στοιχεία

Πηγή: Έκθεση Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, 2007, ΕΣΥΕ.

Το 2004, παρά τον ιδιαίτερα υψηλό ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης διευρύνθηκε ακόμα περισσότερο. Παράλληλα από τον Μάιο του 2004 ενεργοποιήθηκε η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος για την Ελλάδα. Συγκεκριμένα, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης (σε εθνικολογιστική βάση) αυξήθηκε σε -6,9% του Α.Ε.Π., το οποίο ήταν το υψηλότερο έλλειμμα στη ζώνη του ευρώ. Η διεύρυνση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης οφειλόταν στην αύξηση του ελλείμματος της κεντρικής κυβέρνησης (σε δημοσιονομική βάση), το οποίο διαμορφώθηκε σε -7,6% του Α.Ε.Π.

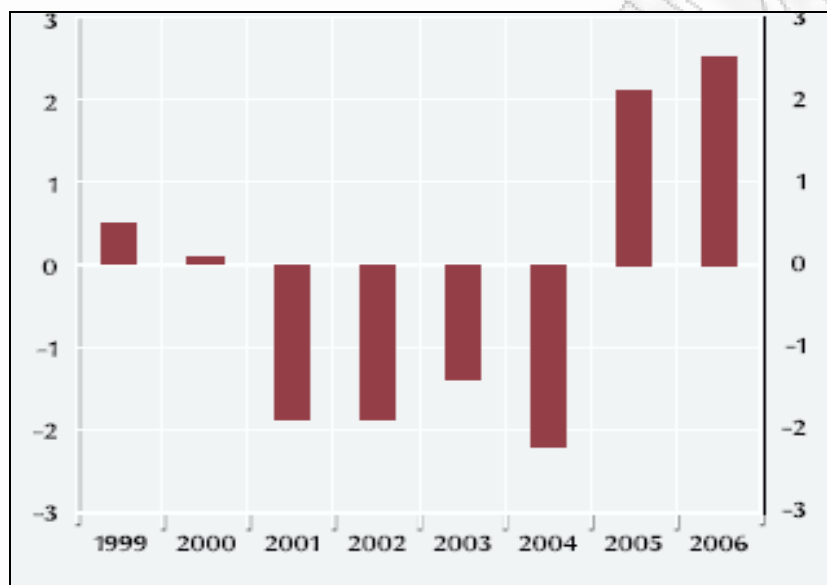
Το 2005 καταβλήθηκε ιδιαίτερη προσπάθεια για τη μείωση του υπερβολικού δημοσιονομικού ελλείμματος, με σκοπό να ανταποκριθεί η Ελλάδα στις υποχρεώσεις που είχε αναλάβει προς την Ευρωπαϊκή Ένωση. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με στοιχεία, τα οποία γνωστοποιήθηκαν στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο πλαίσιο της Διαδικασίας Υπερβολικού Ελλείμματος, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης για το 2005 μειώθηκε στο -4,5% του Α.Ε.Π., έναντι -6,9% του Α.Ε.Π. το 2004 (βλ. Πίνακα 3.4). Η σημαντική αυτή δημοσιονομική προσαρμογή, η οποία πραγματοποιήθηκε παρά τη μικρή επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και την υστέρηση των εσόδων, ικανοποιούσε τους όρους που είχαν τεθεί στην Ελλάδα από το Συμβούλιο ECOFIN για το 2005.

Η βελτίωση των δημόσιων οικονομικών αντανακλάται και στο αποτέλεσμα της κεντρικής κυβέρνησης σε δημοσιονομική βάση, όπου το σχετικό έλλειμμα μειώθηκε κατά 1,4 εκατοστιαία μονάδα στο 6,2% του Α.Ε.Π. Αναλυτικότερα, το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού μειώθηκε από 12.861 εκατ. ευρώ ή -7,6% του Α.Ε.Π. το 2004 σε 11.275 εκατ. ευρώ ή -6,2% του Α.Ε.Π. το 2005. Όμως, σε σχέση με το στόχο του Προϋπολογισμού του 2005 για έλλειμμα 8.517 εκατ. ευρώ, σημειώθηκε υπέρβαση ύψους 2.758 εκατ. ευρώ ή -1,5% του Α.Ε.Π., η οποία εντοπίζεται εξ ολοκλήρου στον τακτικό προϋπολογισμό, το έλλειμμα του οποίου τελικά διαμορφώθηκε 70% περίπου πάνω από την πρόβλεψη του προϋπολογισμού. Συνεπώς, το σύνολο της δημοσιονομικής προσαρμογής οφειλόταν στη μείωση του ελλείμματος του προϋπολογισμού δημόσιων επενδύσεων.

Ωστόσο, η υπέρβαση του προϋπολογισθέντος ελλείμματος του τακτικού προϋπολογισμού οφειλόταν σε αποκλίσεις τόσο στο σκέλος των εσόδων, όσο και σε αυτό των δαπανών του. Συγκεκριμένα, η υστέρηση των εσόδων έφθασε τα 1.550 εκατ. ευρώ, ενώ η υπέρβαση των δαπανών τα 1.105 εκατ. ευρώ. Η μείωση του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού αντανακλάται και στο πρωτογενές

έλλειμμα, το οποίο περιορίστηκε από -2,0% του Α.Ε.Π. το 2004 σε -0,8% το 2005 (βλ. Διάγραμμα 3.2). [17]

**Διάγραμμα 3.2**  
**Πρωτογενές Αποτέλεσμα Κρατικού Προϋπολογισμού**  
(ως ποσοστό % του Α.Ε.Π.)



Προσωρινά Στοιχεία

Πηγή: Έκθεση Διοικήτή της Τράπεζας Ελλάδος, 2006

Όσον αφορά τις δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης, όπως προκύπτουν από την κίνηση των τραπεζικών λογαριασμών του Δημοσίου και του ΟΠΕΚΕΠΕ<sup>3</sup> μειώθηκαν επίσης, από 9,3% του Α.Ε.Π. το 2004 σε 8,0% του Α.Ε.Π. το 2005. (βλ. πίνακα 3.5). Η μείωση αυτή ήταν μικρότερη από εκείνη του ελλείμματος της κεντρικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση (το οποίο μειώθηκε κατά 3,3 εκατοστιαίες μονάδες του Α.Ε.Π.), επειδή το ταμειακό έλλειμμα είχε επηρεαστεί από μια σειρά παραγόντων που δεν συνυπολογίζονταν στη μέτρηση του ελλείμματος σύμφωνα με τη μεθοδολογία των εθνικών λογαριασμών.

Συγκεκριμένα, το ταμειακό έλλειμμα του 2005 επηρεάστηκε αυξητικά από την καταβολή ποσού 2.586 εκατ. ευρώ για την εξόφληση παλαιών χρεών των δημόσιων νοσοκομείων προς τους προμηθευτές τους, καθώς και από τη δαπάνη ύψους 1.055

<sup>3</sup> Ο Οργανισμός Πληρωμών & Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού & Εγγυήσεων (ΟΠΕΚΕΠΕ) διαχειρίζεται τα κεφάλαια της Κοινής Αγροτικής Πολιτικής για την εισοδηματική ενίσχυση των αγροτών και ο λογαριασμός του είναι ουσιαστικά ισοσκελισμένος.

εκατ. ευρώ για την κεφαλαιακή ενίσχυση της Αγροτικής Τράπεζας. Αντίθετα, μειωτικά στο έλλειμμα επέδρασε η είσπραξη εσόδων ύψους 1.916 εκατ. ευρώ από την πώληση του 16,4% των μετοχών του ΟΠΑΠ και του 10% των μετοχών του ΟΤΕ.

Η μείωση του ταμειακού ελλείμματος εντοπίστηκε σε μεγάλο βαθμό στον προϋπολογισμό δημόσιων επενδύσεων (ΠΔΕ), το έλλειμμα του οποίου περιορίστηκε από 6.536 εκατ. ευρώ (3,9% του Α.Ε.Π.) το 2004 σε 4.760 εκατ. ευρώ (2,6% του Α.Ε.Π.) το 2005. Η εξέλιξη αυτή οφειλόταν στην περικοπή των δαπανών για επενδύσεις κατά 21,0% έναντι του 2004, λόγω της ολοκλήρωσης των έργων που συνδέονταν με την τέλεση των Ολυμπιακών Αγώνων. Η σημαντική αυτή μείωση των πληρωμών υπεραντιστάθμισε τη μικρή πτώση των εσόδων του ΠΔΕ κατά 7,4%.

Το ταμειακό έλλειμμα του τακτικού προϋπολογισμού διαμορφώθηκε σε 10.033 εκατ. ευρώ ή 5,5% του Α.Ε.Π., έναντι 8.841 εκατ. ευρώ ή 5,2% του Α.Ε.Π. το 2004. Παράλληλα, ο λογαριασμός εισοδηματικής ενίσχυσης των αγροτών (ΟΠΕΚΕΠΕ) παρουσίασε πλεόνασμα ύψους 369 εκατ. ευρώ (0,2% του Α.Ε.Π.), έναντι ελλείμματος 228 εκατ. ευρώ το 2004 [18].

**Πίνακας 3.5**  
**Καθαρές Δανειακές Ανάγκες Κεντρικής Κυβέρνησης**  
**σε Ταμειακή Βάση<sup>1</sup>**  
(σε εκατ. ευρώ)

	2003	2004	2005	2006	2007*
Κεντρική Κυβέρνηση	10.526	15.605	14.424	10.467	13.592
% Α.Ε.Π.	6,8	9,3	8,0	4,9	5,9
- Κρατικός Προϋπολογισμός	10.833	15.377	14.793	11.500	12.432
(Τακτικός Προϋπολογισμός) <sup>2</sup>	4.106	8.841	10.033	7.020	8.512
(Προϋπολογισμός Δημοσίων Επενδύσεων)	6.727	6.536	4.760	4.480	3.920
- ΟΠΕΚΕΠΕ <sup>3</sup>	-307	228	-369	-1.033	1.160

1. Δεν περιλαμβάνεται εξόφληση οφειλών του Ελληνικού Δημοσίου προς το Ι.Κ.Α. με έκδοση ομολόγων.

2. Περιλαμβάνεται η κίνηση λογαριασμών διαχείρισης δημόσιου χρέους.

3. Οργανισμός Πληρωμών & Ελέγχου Κοινοτικών Ενισχύσεων Προσανατολισμού & Εγγυήσεων.

\* Προσωρινά Στοιχεία

Πηγή: Έκθεση Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, 2007.

Το 2006 η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής παρέμεινε περιοριστική. Η συνέχιση της δημοσιονομικής προσαρμογής κρίθηκε απαραίτητη για τον περιορισμό των δημοσιονομικών περιορισμών, καθώς και για τη μείωση του



ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης κάτω του 3% του Α.Ε.Π., ώστε να ανταποκριθεί η Ελλάδα στις υποχρεώσεις της, που απορρέουν από την απόφαση του Συμβουλίου ECOFIN της 17<sup>ης</sup> Φεβρουαρίου 2005 σχετικά με το υπερβολικό έλλειμμα. Αποτέλεσμα των προσπαθειών αυτών ήταν η επίτευξη του στόχου για μείωση του ελλείμματος σε 2,6% του Α.Ε.Π., από 5,5% του Α.Ε.Π. το 2005. Με αυτό τον τρόπο άρχισαν να δημιουργούνται οι προϋποθέσεις για την έξοδο της χώρας από τη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος. [19]

Το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού το 2006 μειώθηκε από -6,2% του Α.Ε.Π. το 2005 (11.317 εκατ. Ευρώ) σε -3,8% του Α.Ε.Π. (8.232 εκατ. Ευρώ). Η μείωση του ελλείμματος υπερέβη ελαφρά και το στόχο του Προϋπολογισμού για έλλειμμα ύψους -4,4% του Α.Ε.Π. Η μείωση του ελλείμματος έναντι του 2005 οφείλεται τόσο στην καλή πορεία των εσόδων του κρατικού προϋπολογισμού, τα οποία ενισχύθηκαν και από σημαντικά έκτακτα έσοδα, όσο και στη συγκράτηση των δαπανών στα όρια του προϋπολογισμού.

Η βελτίωση εντοπίστηκε κυρίως στον τακτικό προϋπολογισμό, το έλλειμμα του οποίου μειώθηκε σε -2,0% του Α.Ε.Π. από -3,6% του Α.Ε.Π. το 2005. Μικρότερη προσαρμογή σημειώθηκε και στον προϋπολογισμό δημόσιων επενδύσεων, το έλλειμμα του οποίου περιορίστηκε από -2,7% του Α.Ε.Π. το 2005 σε -2,3% το 2006. Τα έσοδα του τακτικού προϋπολογισμού αυξήθηκαν κατά 8,8% το 2006, έναντι 6,4% το 2005 και έφτασαν τα 48.685 εκατ. ευρώ. Από την άλλη πλευρά, ο ρυθμός αύξησης των δαπανών του τακτικού προϋπολογισμού επιβραδύνθηκε στο -2,6%, έναντι ανόδου κατά 6,1% το 2005. Επίσης, ως ποσοστό του Α.Ε.Π. οι δαπάνες του τακτικού προϋπολογισμού περιορίστηκαν στο 26,9% έναντι 28,9% το 2005. [20]

Το 2007 το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού σε δημοσιονομική βάση αυξήθηκε από 8.232 εκατ. ευρώ ή -3,8% του Α.Ε.Π. το 2006 σε 10.521 εκατ. ευρώ ή -4,6%. Στην αύξηση του ελλείμματος συνέβαλαν, μεταξύ άλλων, και ορισμένα έκτακτα γεγονότα, όπως η καταβολή αναδρομικών εισφορών στον Κοινοτικό Προϋπολογισμό εξαιτίας της αναθεώρησης του Α.Ε.Π., οι δαπάνες λόγω των καταστροφικών πυρκαγιών του καλοκαιριού και οι δαπάνες διεξαγωγής των βουλευτικών εκλογών. Παράλληλα, ωστόσο, το έλλειμμα επηρεάστηκε ευνοϊκά από τις έκτακτες εισπράξεις από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της Ε.Ε. Τα έσοδα του τακτικού προϋπολογισμού αυξήθηκαν κατά 6,3% το 2007 και έφτασαν τα 51.775

εκατ. ευρώ. Οι δαπάνες του τακτικού προϋπολογισμού αυξήθηκαν κατά 11,2% το 2007 και έφτασαν τα 58.365 εκατ. ευρώ.

Αναφορικά με τις δαπάνες για επενδύσεις, σημειώθηκε αύξηση 7,6%, με αποτέλεσμα να φτάσουν τα 8.803 εκατ. ευρώ, υπερβαίνοντας το στόχο του προϋπολογισμού κατά 53 εκατ. ευρώ. Τέλος, τα έσοδα του προϋπολογισμού δημοσίων επενδύσεων αυξήθηκαν κατά 29,1% και αυτό οφειλόταν στην αύξηση του ποσοστού συγχρηματοδότησης των έργων από την Ε.Ε.

Η χρηματοδότηση των δανειακών αναγκών της Κεντρικής Κυβέρνησης καλύφθηκε σε μεγάλο βαθμό με την έκδοση μεσομακροπρόθεσμων ομολόγων στην εσωτερική αγορά. Επίσης, στην κάλυψη των δανειακών αναγκών συνέβαλαν και τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, αν και σε μικρότερο βαθμό. [21]

#### **3.4.2. Δημόσιο Χρέος**

Το ενοποιημένο χρέος της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε το 2003 σε 97,9% του Α.Ε.Π. από 100,8% του Α.Ε.Π. το 2002 (βλ. Πίνακα 3.6). Βασικοί παράγοντες της παραπάνω εξέλιξης ήταν ο υψηλός ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας σε συνδυασμό με την περαιτέρω μικρή μείωση των επιτοκίων κατά τη διάρκεια του 2003.

Το 2004 το ενοποιημένο χρέος της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε σε 98,6% του Α.Ε.Π. έναντι 97,9% του Α.Ε.Π. το 2003 (βλ. πίνακα 3.6). Το δημόσιο χρέος της Ελλάδας ήταν υψηλότερο ανάμεσα στις 25 χώρες της Ε.Ε και ήταν σχεδόν διπλάσιο από την τιμή αναφοράς (60% του Α.Ε.Π.) της Συνθήκης του Μάαστριχτ.

Το 2005 ο λόγος του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το Α.Ε.Π. διαμορφώθηκε στο 98,0% του Α.Ε.Π., έναντι 98,6% στο τέλος του 2004 (βλ. Πίνακα 10). Στη μείωση αυτή συνετέλεσαν η περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, που είχε ως αποτέλεσμα την επανεμφάνιση μικρού πρωτογενούς πλεονάσματος, της τάξεως του 0,5% του Α.Ε.Π., μετά από δύο έτη πρωτογενών ελλειμμάτων, καθώς και η συνδυασμένη επίδραση του υψηλού ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και των χαμηλών επιτοκίων. [22]

**Πίνακας 3.6**  
**Ενοποιημένο Χρέος Γενικής Κυβέρνησης<sup>1</sup>**  
 (σε εκατ. ευρώ)

	2003	2004	2005	2006	2007*
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	3.409	2.839	1.346	1.108	100
- Τίτλοι	3.084	2.568	1.156	943	57
- Δάνεια	325	271	190	165	43
Μεσομακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	163.860	179.342	192.757	202.298	215.588
- Τίτλοι	140.922	156.969	170.863	180.968	196.226
- Δάνεια	22.938	22.373	21.894	21.330	19.362
Κέρματα και Καταθέσεις	454	521	563	612	674
<b>Σύνολο</b>	<b>167.723</b>	<b>182.702</b>	<b>194.666</b>	<b>204.018</b>	<b>216.362</b>
<b>Ως % του Α.Ε.Π.<sup>2</sup></b>	<b>97,9</b>	<b>98,6</b>	<b>98,0</b>	<b>95,3</b>	<b>94,5</b>
Εσωτερικό Χρέος	164.341	180.199	191.919	201.962	214.404
- Εξωτερικό Χρέος	3.382	2.503	2.747	2.056	1.916

1. Σύμφωνα με τον ορισμό της Συνθήκης του Μάαστριχτ.

2. Λαμβάνεται υπόψη το αναθεωρημένο Α.Ε.Π.

\*Προσωρινά Στοιχεία

Πηγή: Έκθεση Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, 2007

Το 2006 μειώθηκε ο λόγος του χρέους της Γενικής Κυβέρνησης προς το Α.Ε.Π. κατά 2,7 εκατοστιαίες μονάδες και περιορίστηκε στο 95,3% του Α.Ε.Π., έναντι 98,0% το 2005. Στη μείωση αυτή συνέβαλαν αρκετοί παράγοντες, όπως, μεταξύ άλλων, η περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, ο υψηλός ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης και τα χαμηλά επιτόκια. [23]

Μετά την αναθεώρηση του Α.Ε.Π., το ενοποιημένο χρέος της Γενικής Κυβέρνησης μειώθηκε στο τέλος του 2007 σε 94,5% του Α.Ε.Π. (ποσοστό μικρότερο κατά 9 εκατοστιαίες μονάδες του Α.Ε.Π. από ό,τι πριν την αναθεώρηση), έναντι 95,3% του Α.Ε.Π. το 2006. Σε σχέση με το 2006, η μείωση το 2007 ήταν 0,8 της εκατοστιαίας μονάδας του Α.Ε.Π. Η εξέλιξη αυτή μεταξύ άλλων αντανακλούσε τη μείωση του πρωτογενούς πλεονάσματος της Γενικής Κυβέρνησης από 1,4% του Α.Ε.Π. το 2006 σε 1,2% το 2007. Εν τούτοις, παρά τη σημαντική μείωση του λόγου του χρέους, εξαιτίας της αναθεώρησης του Α.Ε.Π., αυτός παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα (δεύτερος κατά σειρά στην Ε.Ε.) [24]

### 3.5. Νομισματική Πολιτική

#### 3.5.1. Νομισματικά Μεγέθη

Το 2003 το σύνολο των βασικών συνιστωσών της ελληνικής συμβολής στο Μ3 της ζώνης του ευρώ (δηλ. οι καταθέσεις, οι τοποθετήσεις σε συμφωνίες επαναγοράς και σε αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων και τα τραπεζικά ομόλογα) αυξήθηκε με επιταχυνόμενο ρυθμό σε 6,4% το τέταρτο τρίμηνο, ο οποίος όμως ήταν γενικά χαμηλότερος από ό,τι στη ζώνη του ευρώ. Η υποχώρηση των επιτοκίων σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα στην Ελλάδα (όπως και στη ζώνη του ευρώ) καθώς και η χρηματιστηριακή αβεβαιότητα στις αρχές του 2003 συνέβαλαν στην ανακατανομή των αποταμιευτικών κεφαλαίων στις επιμέρους συνιστώσες, με αποτέλεσμα να καταγραφούν διαφορετικές τάσεις. Ως εκ τούτου, οι καταθέσεις με μεγαλύτερη διάρκεια και οι τοποθετήσεις σε αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων αυξήθηκαν με υψηλούς ρυθμούς, ενώ αντίθετα οι τοποθετήσεις σε repos παρουσίασαν σημαντική μείωση.

**Πίνακας 3.7**  
**Ελληνική Συμβολή στα Βασικά Νομισματικά Μεγέθη της Ζώνης του Ευρώ**  
 (μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)

	Ετήσιες Εκατοστιαίες Μεταβολές <sup>1</sup>				
	2003	2004	2005	2006	2007
	δ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο
1. Καταθέσεις μιας ημέρας	6,8	16,8	9,3	0,7	-0,9
1.1. Όψεως & Τρεχούμενοι Λ/σμοί	17,7	19,1	20,2	1,8	10,3
1.2. Απλού Ταμιευτηρίου	4,1	16,1	6,3	0,2	-4,6
2. Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	29,3	5,3	45,2	37,5	42,2
3. Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών <sup>2</sup>	1,5	2,8	105,2	-24,4	-20,3
4. Σύνολο Καταθέσεων (1+2+3)	12,6	13,1	20,7	-35,7	15,9
5. Συμφωνίες Επαναγοράς (repos)	-47,7	-12,6	-72,8	-2,5	-54,3
6. Μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων Διαθεσίμων	68,0	-0,3	-51,8	24,2	-
7. Μ3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία (4+5+6+7)	6,4	9,2	6,9	10,6	14,7

1. Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής του αντίστοιχου δείκτη.

2. Περιλαμβάνονται και καταθέσεις ταμιευτηρίου σε λοιπά νομίσματα (εκτός ευρώ).

Πηγή: Έκθεση Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, 2007 και ΕΚΤ.

Το 2004 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του συνόλου των καταθέσεων που περιλαμβάνονται στο M3 αυξήθηκε σε 9,2% το τέταρτο τρίμηνο. Ο μεγαλύτερος ρυθμός ανόδου του M3 επηρεάστηκε κυρίως από τον υψηλότερο ρυθμό αύξησης του ονομαστικού Α.Ε.Π., αλλά και το διαφορετικό (σε σχέση με τη ζώνη του ευρώ) βαθμό υποκατάστασης στοιχείων εκτός του M3 με στοιχεία του M3. Συγκεκριμένα, ενισχύθηκε πολύ ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των βραχυπρόθεσμων καταθέσεων (διάρκειας μίας ημέρας), ενώ αντίθετα ο ρυθμός ανόδου των καταθέσεων προθεσμίας έως δύο ετών επιβραδύνθηκε σημαντικά. Οι τοποθετήσεις σε γeros μειώθηκαν και το 2004, ωστόσο ο ρυθμός μείωσης τους περιορίστηκε κατά πολύ.

Το 2005 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του μεγέθους που αποτελεί την ελληνική συμβολή στο M3 της ζώνης του ευρώ (εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία) επιβραδύνθηκε σημαντικά και το τέταρτο τρίμηνο διαμορφώθηκε σε 6,4%. Η μετατόπιση κεφαλαίων από το M3 προς τοποθετήσεις εκτός M3 (κυρίως ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια εξωτερικού) ήταν ο βασικότερος λόγος της επιβράδυνσης αυτής, αλλά με την εξέλιξη αυτή συνδέεται και ο χαμηλότερος ρυθμός αύξησης (2005: 7,5% από 8,3% το 2004) του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (που προσδιορίζει τη ζήτηση χρήματος για συναλλαγές) [25].

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του μεγέθους που αποτελεί την ελληνική συμβολή στο M3 της ζώνης του ευρώ (εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία) επιταχύνθηκε σημαντικά κατά το 2006 και το τέταρτο τρίμηνο διαμορφώθηκε σε 10,6%. Οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ κατά το προηγούμενο έτος επηρέασαν περισσότερο τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια από ό,τι τα μακροπρόθεσμα, με αποτέλεσμα να μετατοπιστούν κεφάλαια από τοποθετήσεις εκτός του M3 προς τοποθετήσεις που περιλαμβάνονται στο M3. Ως αποτέλεσμα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ελληνικού M3 (εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία) από το δεύτερο τρίμηνο του 2006 διαμορφώθηκε σε επίπεδο υψηλότερο από εκείνο του αντίστοιχου μεγέθους στη ζώνη του ευρώ. [26]

Το 2007 επιταχύνθηκε περαιτέρω ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του μεγέθους που αποτελεί την ελληνική συμβολή στο M3 της ζώνης του ευρώ (εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία) και το τέταρτο τρίμηνο διαμορφώθηκε σε 14,7%. Η άνοδος των επιτοκίων στην αγορά χρήματος (εξαιτίας της αύξησης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ το πρώτο εξάμηνο του έτους αλλά και της αναταραχής, η οποία εκδηλώθηκε στις χρηματοπιστωτικές αγορές το δεύτερο εξάμηνο) επηρέασε αυξητικά τα τραπεζικά επιτόκια. Ως εκ τούτου, συνεχίστηκε με έντονο ρυθμό η μετατόπιση κεφαλαίων από στοιχεία εκτός του M3 προς στοιχεία που

περιλαμβάνονται στο M3. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ελληνικού M3 (εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία) συνέχισε να κινείται σε επίπεδο υψηλότερο από εκείνο του αντίστοιχου μεγέθους στη ζώνη του ευρώ. [27]

### 3.5.2. Τραπεζικά Επιτόκια

Το 2003 τα τραπεζικά επιτόκια κινήθηκαν γενικώς πτωτικά ακολουθώντας την πορεία των επιτοκίων στην αγορά χρήματος της ζώνης του ευρώ. Αναλυτικότερα, τα επιτόκια των νέων καταθέσεων των νοικοκυριών μειώθηκαν περαιτέρω, όμως παρά τη μείωσή τους διαμορφώθηκαν σε υψηλότερο επίπεδο από τα αντίστοιχα στη ζώνη του ευρώ, τόσο στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας (Δεκέμβριος 2003: Ελλάδα: 0,87%, ζώνη ευρώ: 0,69%) όσο και στις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος (Δεκέμβριος 2003: Ελλάδα: 2,22%, ζώνη ευρώ: 1,89%), ενώ στις τοποθετήσεις με συμφωνία επαναγοράς διαμορφώθηκαν περίπου στο ίδιο επίπεδο με εκείνο της ζώνης του ευρώ [28].

Το 2004 τα επιτόκια των τραπεζικών καταθέσεων δεν μεταβλήθηκαν ιδιαίτερα. Ειδικότερα, τα επιτόκια των νέων καταθέσεων των νοικοκυριών διάρκειας μίας ημέρας και με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος παρουσίασαν μικρή αύξηση κατά το 2004, εξακολουθώντας να είναι υψηλότερα από τα αντίστοιχα στη ζώνη του ευρώ (κατά 23 και 35 μονάδες βάσης αντίστοιχα). Κατά το πρώτο δίμηνο του 2005 τα επιτόκια των καταθέσεων στην Ελλάδα διατηρήθηκαν στα επίπεδα του προηγούμενου έτους, με εξαίρεση το επιτόκιο των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια, το οποίο παρουσίασε μικρή μείωση.

Σχετικά μεγάλη μείωση σημείωσαν τα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων (102 μονάδες βάσης για δάνεια με επιτόκιο κυμαινόμενο ή επιτόκιο σταθερό έως ένα έτος και 50 μονάδες βάσης για το σύνολο των νέων καταναλωτικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια), ενώ διακυμάνσεις και μικρότερη μείωση κατά τη διάρκεια του έτους (16 μονάδες βάσης για το σύνολο των νέων δανείων) παρατηρήθηκαν στα επιτόκια των στεγαστικών δανείων [29].

Το 2005 τα τραπεζικά επιτόκια παρουσίασαν μικτές μεταβολές, οι οποίες ήταν μικρού μεγέθους όσον αφορά τις καταθέσεις και σχετικά μεγαλύτερες όσον αφορά τα δάνεια. Αναλυτικότερα, το μέσο επιτόκιο των νέων καταθέσεων των νοικοκυριών διάρκειας μίας ημέρας σημείωσε μικρή μείωση (κατά 5 μονάδες βάσης) στη διάρκεια του 2005 και

περιορίστηκε σε 0,91% το Δεκέμβριο, ενώ δεν μεταβλήθηκε ουσιαδώς το πρώτο δίμηνο του 2006 (βλ. Διάγραμμα 3.3). Το επιτόκιο των καταθέσεων ταμειυτηρίου (οι οποίες αποτελούν το 91% των καταθέσεων διάρκειας μίας ημέρας) παρουσίασε περίπου ίση μείωση (κατά 6 μονάδες βάσης) και διαμορφώθηκε σε 0,88% το Δεκέμβριο του 2005, χωρίς να σημειώσει και αυτό αξιόλογη μεταβολή το δίμηνο Ιανουαρίου-Φεβρουαρίου του τρέχοντος έτους.

Μείωση σημείωσαν γενικά τα επιτόκια των νέων δανείων προς τα νοικοκυριά (καταναλωτικών και στεγαστικών) στην Ελλάδα το προηγούμενο έτος, η οποία αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στην ένταση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζών, με αποτέλεσμα η μείωση των επιτοκίων να συνεχιστεί σε αρκετές κατηγορίες καταναλωτικών δανείων και το Δεκέμβριο του 2005, παρά την αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ κατά 25 μονάδες βάσης στις αρχές εκείνου του μηνός. Αντίθετα, τα επιτόκια των νέων επιχειρηματικών δανείων αυξήθηκαν ή παρέμειναν σχεδόν αμετάβλητα [30].

Τα τραπεζικά επιτόκια ακολούθησαν ανοδική πορεία κατά τη διάρκεια του 2006 σε όλες τις κατηγορίες καταθέσεων και στις περισσότερες κατηγορίες δανείων, καθώς επηρεάστηκαν από τη σταδιακή αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, η οποία είχε αρχίσει το Δεκέμβριο του 2005. Ειδικότερα, το επιτόκιο των καταθέσεων ταμειυτηρίου αυξήθηκε κατά 21 μονάδες βάσης και διαμορφώθηκε σε 1,09% το Δεκέμβριο του 2006. Το επιτόκιο των *repos* αυξήθηκε σημαντικά (κατά 112 μονάδες βάσης) και το Δεκέμβριο του 2006 διαμορφώθηκε σε 3,30%.

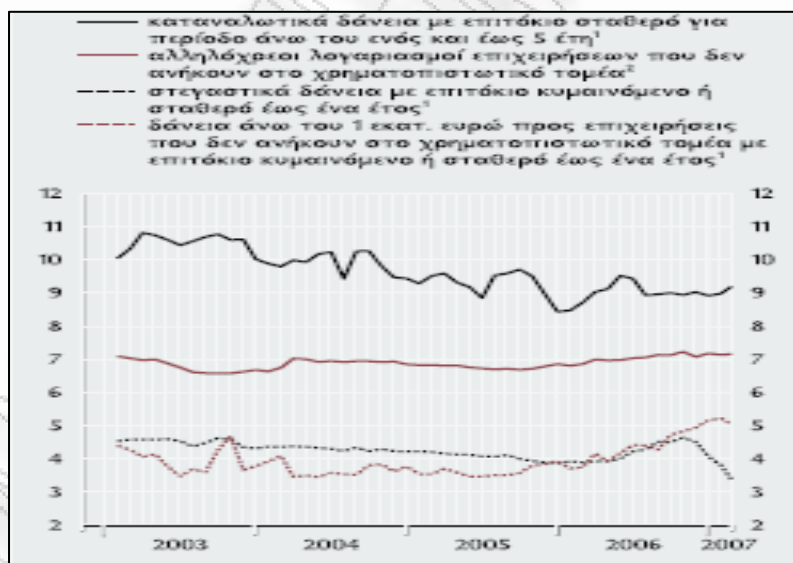
Όσον αφορά στα επιτόκια των δανείων, παρόλο που παρατηρήθηκε άνοδος στις περισσότερες κατηγορίες, αυτή υπολείπταν της αύξησης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ εντός του 2006. Αναλυτικότερα, το μέσο επιτόκιο του συνόλου των καταναλωτικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια περιορίστηκε σε 7,82% το Δεκέμβριο του 2006 (χαμηλότερο κατά 44 μονάδες βάσης από τον Δεκέμβριο του 2005), ενώ όσον αφορά στο επιτόκιο των στεγαστικών δανείων, σημειώθηκε μείωση (κατά 55 μονάδες βάσης) στην κατηγορία «σταθερό επιτόκιο για περίοδο άνω του ενός και έως πέντε έτη». [31]

Τα τραπεζικά επιτόκια συνέχισαν την ανοδική τους πορεία κατά το 2007 σε όλες τις κατηγορίες καταθέσεων και στις περισσότερες κατηγορίες δανείων. Αιτία στάθηκε το γεγονός, ότι επηρεάστηκαν από την αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, η οποία πραγματοποιήθηκε το πρώτο εξάμηνο του έτους, Συγχρόνως,

αιτία ήταν και η άνοδος των επιτοκίων στην αγορά χρήματος, εξαιτίας της αναταραχής, η οποία εκδηλώθηκε στις χρηματοπιστωτικές αγορές το δεύτερο εξάμηνο του έτους.

Ειδικότερα, όσον αφορά στα επιτόκια των νέων καταθέσεων των νοικοκυριών, η μεγαλύτερη αύξηση σημειώθηκε στο επιτόκιο των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος (Δεκέμβριος 2007: 4,52%). Στα επιτόκια των καταναλωτικών δανείων με καθορισμένη διάρκεια παρατηρήθηκαν ανάμικτες τάσεις, με αποτέλεσμα το μέσο επιτόκίό τους να αυξηθεί κατά 58 μονάδες βάσης και να διαμορφωθεί σε 8,40% το Δεκέμβριο του 2007). Ανάμικτες τάσεις παρατηρήθηκαν επίσης στα επιτόκια των στεγαστικών δανείων, με αποτέλεσμα το μέσο επιτόκιο του συνόλου να παραμείνει σχεδόν αμετάβλητο το 2007 (Δεκέμβριος 2007: 4,45%, Δεκ. 2006: 4,41%). [32]

**Διάγραμμα 3.3**  
**Επιτόκια Νέων Τραπεζικών Καταθέσεων από τα Νοικοκυριά**  
**Ελλάδα & Ζώνη Ευρώ**  
(ποσοστά % ετησίως)



1. Μέσο επιτόκιο μηνός.

2. Επιτόκιο στο τέλος του μηνός.

Πηγή: Έκθεση Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, 2006.



### 3.5.3. Πιστωτικές Εξελίξεις

Το 2003 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI - δηλ. τράπεζες και αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων) υποχώρησε σημαντικά και διαμορφώθηκε σε 4,3% το τέταρτο τρίμηνο του έτους. Η επιβράδυνση αυτή οφειλόταν κυρίως στη μείωση της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης. Μικρή επιβράδυνση παρουσίασε όμως και η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

Το 2004 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα παρουσίασε επιτάχυνση, καθώς διαμορφώθηκε σε 10,8% το τελευταίο τρίμηνο του έτους, από 4,3% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2003. Η εξέλιξη αυτή οφειλόταν στον περιορισμό του ρυθμού μείωσης του υπολοίπου της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης. Συγκεκριμένα, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης του υπολοίπου της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης περιορίστηκε σε -5,6% το τελευταίο τρίμηνο του 2004, από -15,9% το τέταρτο τρίμηνο του 2003, αντανακλώντας τη συνεχιζόμενη μείωση, με βραδύτερο όμως ρυθμό, του ποσού των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου που διακρατούν στα χαρτοφυλάκια τους τα NXI.

Το 2005 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI) παρουσίασε σημαντική επιτάχυνση το 2005 και ανήλθε σε 14,0% το τέταρτο τρίμηνο του έτους, από 10,8% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2004. Η επιτάχυνση αυτή ήταν ουσιαστικά αποτέλεσμα της εξέλιξης της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης από τα NXI, ενώ ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών εμφάνισε μικρή μόνο άνοδο.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών διαμορφώθηκε σε 19,9% το τελευταίο τρίμηνο του 2005, παρουσιάζοντας οριακή επιτάχυνση σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2004 (19,3%). Η εξέλιξη αυτή αντανακλούσε την επίσης μικρή επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης της χρηματοδότησης των νοικοκυριών, ο οποίος ανήλθε σε 30,3% το τέταρτο τρίμηνο του 2005 (δ' τρίμηνο 2004: 30,0%). Αντίθετα, ο ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων διατηρήθηκε ουσιαστικά στο ίδιο επίπεδο με το τέλος του 2004 (δ' τρίμηνο 2005: 12,5%, δ' τρίμηνο 2004: 12,6%). [33]

**Πίνακας 3.8**  
**Χρηματοδότηση της Οικονομίας από τα Εγχώρια ΝΧΙ στην Ελλάδα**  
 (ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2003	2004	2005	2006	2007
	δ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο	δ' τρίμηνο
1. Συνολική Χρηματοδότηση της Οικονομίας από Ν.Χ.Ι <sup>1,2</sup>	4,3	10,8	19,6	15,3	13,1
2. Χρηματοδότηση της Γενικής Κυβέρνησης	-15,9	-5,6	15,3	-1,8	-16,1
3. Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων & Νοικοκυριών <sup>1,2</sup>	18,7	19,3	20,5	21,3	21,2
3.1. Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων <sup>1</sup>	13,4	12,6	14,2	16,8	19,3
3.2. Χρηματοδότηση των Νοικοκυριών <sup>2</sup>	28,6	30,0	31,1	26,7	23,2
3.2.1. Στεγαστικά Δάνεια <sup>2</sup>	27,7	26,9	33,4	28,0	22,8
3.2.2. Καταναλωτικά Δάνεια <sup>2</sup>	24,8	37,9	28,0	23,7	22,6

1. Λαμβάνονται υπόψη και τα ομόλογα επιχειρήσεων που διακρατούν στα χαρτοφυλάκια τους τα ΝΧΙ, καθώς και οι έκτακτες διαγραφές απαιτήσεων.

2. Λαμβάνονται υπόψη και τα τιλοποιημένα δάνεια.

Πηγή: Έκθεση Διοικητή της Τράπεζας Ελλάδος, 2007.

Η συνολική χρηματοδότηση της οικονομίας από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (ΝΧΙ) παρουσίασε επιτάχυνση το 2006 και ο ετήσιος ρυθμός αύξησής τους ανήλθε σε 15,3% το δ' τρίμηνο του έτους από 14,0% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2005. Στην επιτάχυνση αυτή τη σημαντικότερη συμβολή είχε η εξέλιξη της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών από τα ΝΧΙ. Ειδικότερα, σημαντική επιτάχυνση παρουσίασε ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός για τα νοικοκυριά επιβραδύνθηκε. Αναφορικά με τη χρηματοδότηση της Γενικής Κυβέρνησης, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της χρηματοδότησης παρουσίασε μεγάλη μεταβλητότητα στη διάρκεια του έτους. [34]

Το 2007 ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (ΝΧΙ) συνέχισε να αυξάνεται με σχετικά υψηλό ρυθμό, παρά την επιβράδυνση που παρουσίασε το δεύτερο εξάμηνο του 2006 (δ' τρίμηνο 2007: 13,1%). Η εξέλιξη αυτή οφειλόταν στη συμβολή της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα (επιχειρήσεις και νοικοκυριά), η οποία μάλιστα από το δεύτερο τρίμηνο του έτους διευρύνθηκε, καθώς επιταχύνθηκε ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις.

Σε αντίθεση με τη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα, η χρηματοδότηση της Γενικής Κυβέρνησης είχε, σε όλη τη διάρκεια του 2007, αρνητική συμβολή στη συνολική πιστωτική επέκταση, καθώς παρουσίασε αρνητικούς ρυθμούς μεταβολής (δ' τρίμηνο 2007: -16,1%, δ' τρίμηνο 2006: -1,8%). [35]

**Διάγραμμα 3.4**  
**Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών από τα εγχώρια NXI στην Ελλάδα**  
 (εκατοστιαίες μεταβολές έναντι του ίδιου μηνός του προηγούμενου έτους)



1. Λαμβάνονται υπόψη και τα ομόλογα επιχειρήσεων που διακρατούν στα χαρτοφυλάκια τους τα NXI, καθώς και τα τιτλοποιημένα δάνεια και οι διαγραφές απαιτήσεων.
2. Λαμβάνονται υπόψη και τα τιτλοποιημένα δάνεια και οι διαγραφές απαιτήσεων.

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος.

**ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2003, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων & Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Απρίλιος 2004, σελ: 28 - 30.
2. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων & Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Απρίλιος 2005, σελ: 32 - 35.
3. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων & Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Απρίλιος 2006, σελ: 35 - 37.
4. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων & Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Απρίλιος 2007, σελ: 32 - 37.
5. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων & Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Απρίλιος 2008, σελ: 24 - 29.
6. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2003, σελ: 33 - 35.
7. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004, σελ: 38 - 40.
8. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, σελ: 167 - 178.
9. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, σελ.145 - 156.
10. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, σελ. 67 - 72.

11. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, σελ: 160 και Έκθεση, Εξελίξεις και Προοπτικές της Ελληνικής Οικονομίας, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Γενική Διεύθυνση Οικονομικής Πολιτικής, Διεύθυνση Μακροοικονομικής Ανάλυσης και Προβλέψεων, Οκτώβριος 2005, Τεύχος 38, σελ. 14-18.
12. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, σελ: 158 - 160, 166.
13. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, σελ.130 - 135.
14. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, σελ. 25.
15. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, σελ. 61 - 65.
16. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2003, σελ: 36.
17. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, σελ: 281 - 282, 285 - 286.
18. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, σελ: 282 - 283.
19. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, σελ. 47.
20. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, σελ. 239 - 248.
21. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, σελ: 119 - 128.
22. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, σελ: 301.
23. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006,σελ: 262.
24. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, σελ: 129 - 132.

25. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, σελ: 211 - 212.
26. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, σελ: 54 - 55, 193 - 196.
27. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, σελ. 89.
28. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2003, σελ: 50 - 51.
29. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004, σελ: 54 - 55.
30. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, σελ: 230 - 233.
31. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, σελ: 212-223.
32. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, σελ: 101-108 και Μηνιαίο Δελτίο, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Δεκέμβριος 2007, σελ: 30-33.
33. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, σελ: 216 - 222.
34. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, σελ: 197-204.
35. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, σελ: 91-100.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΛΑΔΟΥ

#### REAL ESTATE – ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

##### 4.1. Γενικά χαρακτηριστικά του κλάδου

Αντικείμενο του παρόντος κεφαλαίου είναι η διερεύνηση της ελληνικής αγοράς Real Estate. Συγκεκριμένα, εξετάζεται ο κλάδος της κτηματαγοράς και ακίνητης περιουσίας, ο οποίος βρίσκεται σε στάδιο δυναμικής ανάπτυξης και περιλαμβάνει ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων και επιχειρήσεων. Το γεγονός αυτό καθιστά σε πολλές περιπτώσεις δυσδιάκριτα τα όρια κατηγοριοποίησης και οριοθέτησης των εμπλεκόμενων παραγόντων και φορέων. Στα πλαίσια του κεφαλαίου, γίνεται προσπάθεια να οριοθετηθεί, καταγραφεί και αναλυθεί ο υποκλάδος της ανάπτυξης ακινήτων στην Ελλάδα. Επίσης, παρουσιάζονται τα σημαντικότερα επιχειρηματικά ενδιαφέροντα που κινούνται γύρω από τον χώρο των επενδύσεων και της εκμεταλλεύσεως των ακινήτων, ενώ αναφέρονται πληροφοριακά στοιχεία για ορισμένες δραστηριότητες του κλάδου.

Γενικά ο κλάδος της ακίνητης περιουσίας αποτελείται από δύο κύριους τομείς δραστηριότητας και συγκεκριμένα την ανάπτυξη και αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας και την διαχείριση ακινήτων και την προσφορά υπηρεσιών. Ο κλάδος της Κτηματαγοράς & Ακίνητης Περιουσίας (Κ.Α.Π.) ή όπως είναι διεθνώς γνωστός «real estate» ή «property market», περιλαμβάνει τις λειτουργίες της μεσιτείας, εκτίμησης, αγοραπωλησίας, κατασκευής, αξιοποίησης και διαχείρισης ακινήτων και της εν γένει χρηματοδότησης ακινήτων. Η ζήτηση για εξειδικευμένες υπηρεσίες προσφερόμενες από επαγγελματίες διευρύνεται σταδιακά, όσο η κτηματαγορά και οι σχετικές διαδικασίες, καθώς και το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον γίνονται πολυπλοκότερα.

Η αγορά ακινήτων αποτελεί μια αγορά με σημαντική αλληλεπίδραση στο γενικότερο οικονομικό περιβάλλον. Οι διακυμάνσεις στην αγορά κατοικίας επηρεάζονται από τη νομισματική πολιτική και γενικότερα την οικονομική δραστηριότητα και τις τιμές. Επιπλέον, η αγορά ακινήτων συνδέεται και με τις μεταβολές του οικονομικού κύκλου, επηρεάζει και επηρεάζεται από το γενικότερο επίπεδο των τιμών των αγαθών και των τιμών των ακινήτων, το επίπεδο των στεγαστικών επιτοκίων και το ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης. Ακόμη, ενδεχόμενες διακυμάνσεις στις χρηματαγορές

(τοπικά και διεθνώς) και στις αγορές κεφαλαίου γενικά, έχουν άμεσο αντίκτυπο και στην αγορά ακινήτων, είτε με τη στροφή επενδυτών προς αυτήν (σε περιόδους πτώσης), είτε αντιθέτως. Επιπλέον σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση της αγοράς του real estate διαμορφώνουν και οι δημογραφικές και πληθυσμιακές μεταβολές.

Στο παρόν κεφάλαιο οριοθετείται ο κλάδος, παρουσιάζονται ορισμένα γενικά στοιχεία και στατιστικά μεγέθη, καθώς και πληροφορίες για το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τον κλάδο.

#### **4.1.1 Οριοθέτηση του Κλάδου Κτηματαγοράς και Ακίνητης Περιουσίας**

Ο κλάδος της κτηματαγοράς διακρίνεται κατ' αρχήν σε δύο μεγάλους υποτομείς: την πρωτογενή αγορά (όπου ανήκει η κατασκευή κτιρίων, με όλες τις συναφείς διαδικασίες εξεύρεσης οικοπέδου, αξιολόγησης, εκτίμησης της μελλοντικής ζήτησης, διεύθυνσης έργου, κλπ.) και τη δευτερογενή αγορά (την μεταβίβαση ακινήτων από προϋπάρχοντα ιδιοκτήτη «τελικής χρήσης» σε άλλον). Στον δεύτερο τομέα ανήκει και η ενοικίαση ακινήτων, όπως και η διαχείριση ενοικιασμένων ακινήτων. Η διάκριση αυτή είναι σημαντική διότι διαφορετικοί παράγοντες επιδρούν στον κάθε τομέα. Για παράδειγμα, στη δευτερογενή αγορά ο ιδιοκτήτης, ιδίως στις ελληνικές συνθήκες, μπορεί να περιμένει επί μακρόν ωσότου βρει αγοραστή που να ικανοποιήσει τις απαιτήσεις του, ενώ στην πρωτογενή ο κατασκευαστής επείγεται να πωλήσει γρηγορότερα, προκειμένου ν' ανακυκλώσει το κεφάλαιό του.

Η ακίνητη περιουσία διακρίνεται μεταξύ κτισμάτων (κτιρίων) και εκτάσεων γης (οικόπεδων ή αγροκτημάτων). Τα κτίσματα διαχωρίζονται σε επιμέρους κατηγορίες που περιλαμβάνουν τις κατοικίες και τα λοιπά κτίρια. Τα λοιπά κτίρια προορίζονται για εμπορικούς, βιομηχανικούς, γεωργικούς, διοικητικούς ή άλλους σκοπούς. Την πλειοψηφία αποτελούν οι κατοικίες, οι οποίες μπορούν να κατηγοριοποιηθούν είτε βάσει της μορφής τους (μονοκατοικίες ή διαμερίσματα), είτε του τύπου χρήσης τους (ιδιοκατοίκηση, ενοικίαση, δωρεάν παραχώρηση). Επίσης, ως «συλλογική» κατοικία ορίζεται η στεγαστική μονάδα που προορίζεται να εξυπηρετήσει πολλά άτομα, συνήθως ομοιογενή. Τέτοιες μονάδες είναι ξενοδοχεία, νοσοκομεία, κλινικές, ορφανοτροφεία, γηροκομεία, φυλακές, κ.α., ως και προσωρινά καταλύματα. Δεν θα πρέπει να παραληφθεί επίσης ότι και τα οικόπεδα μπορούν να διαχωριστούν



ανάλογα με τη χρήση τους, η οποία μπορεί να είναι οικιστική, βιομηχανική, γεωργική κ.α.

Η χρηματοδότηση της αγοράς ακινήτων προέρχεται είτε από προσωπικά ή εταιρικά διαθέσιμα, είτε από αντιπαροχή, είτε (με αυξανόμενη συχνότητα πλέον στη χώρα μας) βασίζεται σε δανεισμό (από τραπεζικό ή ειδικευμένο πιστωτικό ίδρυμα). Το ενδιαφέρον που έχει η χρήση της μεθόδου της αντιπαροχής έγκειται στο γεγονός ότι πρόκειται για μία διαδικασία που εξυπηρετεί όλα τα εμπλεκόμενα μέρη. [1]

Στον χώρο της κτηματαγοράς ιδιαίτερα σημαντική δραστηριότητα είναι η κατασκευή ακινήτων (κτιρίων διαφόρων μορφών και σκοπών) με σκοπό την αξιοποίησή τους. Η δραστηριότητα αποδίδεται στα αγγλικά με τον όρο development (ανάπτυξη). Παραδοσιακά στην Ελλάδα η κατασκευαστική δραστηριότητα είχε συνδεθεί με τον μηχανισμό της αντιπαροχής, ενώ στο εξωτερικό και κυρίως στις αγγλόφωνες χώρες, έχει συνδεθεί με τη δημιουργία τραπεζών γης. Στις συγκεκριμένες τράπεζες ή επί τμημάτων αυτών, όταν ο κατασκευαστής κρίνει ότι τον συμφέρει, θα κατασκευάσει κατοικίες ή άλλα ακίνητα, τα οποία και εν συνεχεία θα πωλήσει στην ελεύθερη αγορά.[2]

Στην Ελλάδα λόγω της πολύ μεγάλης διασποράς στην ιδιοκτησία της αστικής και γεωργικής γης, η δημιουργία τραπεζών γης κατά τα αγγλοαμερικανικά πρότυπα είναι μάλλον αδύνατη, με αποτέλεσμα οι μεγάλες κατασκευαστικές εταιρείες να ασχολούνται κυρίως με δημόσια έργα (γέφυρες, δρόμους, λιμάνια, δίκτυα, κ.α.). Σχετικά πρόσφατα, ωστόσο, παρατηρείται στροφή των μεγάλων ομίλων τεχνικών εταιρειών σε έργα κατασκευής συγκροτημάτων κατοικιών και εμπορικών κέντρων. Οι μεγάλες κατασκευαστικές επιχειρήσεις αναζητούν τρόπους να διατηρήσουν τα έσοδά τους σε υψηλά επίπεδα μετά την περάτωση των μεγάλων έργων υποδομής που πραγματοποίησαν, εκδηλώνοντας ενδιαφέρον για επέκταση της δραστηριότητάς τους, μεταξύ άλλων, στην κατασκευή και εκμετάλλευση ακινήτων. [3]

Ο κλάδος του Real Estate ή κτηματαγοράς και ακίνητης περιουσίας, όπως προαναφέρθηκε, περιλαμβάνει ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων. Βάσει της κατηγοριοποίησης της Εθνικής Στατιστικής Υπηρεσίας, οι δραστηριότητες που εξετάζονται στην παρούσα εργασία εντάσσονται ως υποομάδα στον κλάδο Κ, σύμφωνα με τη στατιστική ταξινόμηση ΣΤΑΚΟΔ 91 και περιλαμβάνουν τη διαχείριση

ακίνητης περιουσίας, τις εκμισθώσεις και τις επιχειρηματικές δραστηριότητες που σχετίζονται με τα παραπάνω.

Οι δραστηριότητες που συνδέονται με την ακίνητη περιουσία (70) αναλύονται σε αυτές που αφορούν ιδιότητα ακίνητα (701), τις δραστηριότητες που αφορούν την εκμίσθωση ιδιόκτητων ακινήτων (702) και τις δραστηριότητες που είναι σχετικές με την ακίνητη περιουσία, αλλά εκτελούνται έναντι αμοιβής ή βάσει σύμβασης (703). Βάσει της ανάλυσης αυτής και με τα διαθέσιμα από τους Εθνικούς Λογαριασμούς στοιχεία, γίνεται προσπάθεια προσέγγισης του συνολικού μεγέθους της αγοράς.

Η πρώτη υποκατηγορία αφορά αφενός την ανάπτυξη και πώληση ακίνητης περιουσίας και αφετέρου την αγοραπωλησία ιδιόκτητων ακινήτων. Δηλαδή, περιλαμβάνεται η ανάπτυξη σχεδίων ακίνητης περιουσίας με σκοπό τη μετέπειτα πώληση, είτε κτιρίων κατοικιών, είτε για άλλες χρήσεις. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στα παραπάνω δεν περιλαμβάνονται οι εργασίες κατασκευής κτιρίων και τεχνικών έργων ή μέρος τους, από κατασκευαστικές μονάδες, δραστηριότητα που εντάσσεται στον κλάδο των κατασκευών και αφορά έργο πολιτικού μηχανικού. Αξιοσημείωτο είναι, ότι η μεταβίβαση ιδιοκτησίας από έναν κάτοχο σε έναν άλλο, όταν πραγματοποιείται από τον ίδιο τον κάτοχο χωρίς τη μεσολάβηση τρίτου, εντάσσεται στον υποκλάδο της αγοραπωλησίας ιδιόκτητων ακινήτων.

Η δεύτερη κατηγορία (εκμίσθωσης ιδιόκτητων ακινήτων) αποτελείται από την ενοικίαση και λειτουργία ιδιόκτητων ακινήτων, με εξαίρεση την εκμετάλλευση ξενοδοχειακών μονάδων και εστιατορίων όλων των τύπων. Τα ακίνητα αυτής της υποκατηγορίας δεν αποτελούν νέα οικοδομική δραστηριότητα αλλά εκμετάλλευση του αποθέματος κατοικιών, κτιρίων, οικοπέδων ή αγροτεμαχίων, τα οποία βρίσκονται στην κατοχή του προσώπου που εισπράττει το μίσθωμα και δε μεταβάλλει το συνολικό απόθεμα κατοικιών.

Τέλος, οι υπηρεσίες που παρέχονται έναντι αμοιβής ή βάσει σύμβασης (τρίτη κατηγορία) αφορούν ακίνητα που είναι στην κατοχή τρίτων και περιλαμβάνονται τα μεσιτικά γραφεία, που δραστηριοποιούνται στην διαμεσολάβηση για την αγορά, πώληση, ενοικίαση και αποτίμηση της αξίας ακινήτων και η διαχείριση της ακίνητης περιουσίας τρίτων με την είσπραξη μισθωμάτων. [4]

## 4.2. Ανθρώπινο Δυναμικό

Η αγορά ακινήτων είναι ένας κλάδος που συγκεντρώνει πολλές ειδικότητες. Αναλυτικότερα, οι διάφορες σχετικές ειδικότητες και επαγγέλματα περιλαμβάνουν τις κατηγορίες της μεσιτείας ακινήτων, των εκτιμήσεων της αξίας των ακινήτων, της διαχείρισης και διοίκησης ακινήτων, της χρηματοδότησης ακινήτων, της κατασκευής και αξιοποίησης ακινήτων και της παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών για επενδύσεις σε ακίνητα.

Ο μεσίτης ακινήτων φέρνει σε επαφή τον πωλητή και τον αγοραστή με αντικείμενο ενδιαφέροντος την ακίνητη περιουσία (αγορά, πώληση, ενοικίαση, αντιπαροχή κλπ.). Στις περισσότερες χώρες, οι συνεργάτες - πωλητές πρέπει να έχουν ειδικά προσόντα, άδεια και εκπαίδευση για να ασκήσουν το επάγγελμά τους.

Οι εκτιμήσεις της αξίας των ακινήτων είναι ένα βασικό στοιχείο που απαιτείται για τις μεταβιβάσεις ακινήτων, τη χρηματοδότηση ακινήτων, την αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων κλπ. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, για παράδειγμα, ο διαχειριστής ακινήτων, ο οποίος ονομάζεται factor ή property manager είναι ο ειδικός που προσλαμβάνεται από τους ιδιοκτήτες ακινήτων, προκειμένου να τα διαχειρισθεί σύμφωνα με τους στόχους τους και τις ανάγκες τους. Ο διαχειριστής αναλαμβάνει τα τρέχοντα καθήκοντα που συνεπάγεται η διαχείριση ακινήτων, όπως την εξεύρεση ενοικιαστών, την είσπραξη των ενοικίων, τη συντήρηση των ακινήτων, την παροχή ειδικών υπηρεσιών στους ενοίκους, κ.α. [5]

Οι σύμβουλοι είναι είτε άτομα - ειδικοί, είτε εταιρείες με σημαντική εμπειρία στον χώρο, οι οποίοι βοηθούν τον πελάτη, ιδιώτη ή επιχείρηση, να επενδύσει, εκμεταλλευθεί ή ρευστοποιήσει σωστά, ό,τι έχει σχέση με την ακίνητη περιουσία. Οι εκτιμητές ακινήτων πρέπει να έχουν ειδικά προσόντα, εμπειρία και καλή γνώση των τεχνικών εκτίμησης της αξίας των ακινήτων. Τέλος, σχετικές ειδικότητες με τον κλάδο είναι οι δικηγόροι, οι συμβολαιογράφοι, οι λογιστές και φορολογικοί σύμβουλοι, οι πολιτικοί μηχανικοί, οι αρχιτέκτονες, οι οικονομολόγοι κλπ.

### 4.3. Η Ζήτηση Ακινήτων

Η ζήτηση για ακίνητα επηρεάζεται από ποιοτικούς και ποσοτικούς παράγοντες και σχετίζεται άμεσα με την πορεία των δημογραφικών χαρακτηριστικών της χώρας, την οικονομική δραστηριότητα, τη διαθεσιμότητα κεφαλαίων, τις εισοδηματικές εξελίξεις, την οικοδομική δραστηριότητα, το φορολογικό καθεστώς, το κόστος χρηματοδότησης, τις αποδόσεις των επενδύσεων σε ακίνητα, το ποσοστό συγκέντρωσης του εισοδήματος, τις προσδοκίες των νοικοκυριών για την εξέλιξη των τιμών και του οικογενειακού εισοδήματος και αρκετές ακόμη παραμέτρους. Ορισμένα χαρακτηριστικά και οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση των εξεταζόμενων προϊόντων και υπηρεσιών περιγράφονται στη συνέχεια.

#### 4.3.1 Χαρακτηριστικά της Ζήτησης Ακινήτων

Κύριο χαρακτηριστικό των αγορών του κλάδου κτηματαγοράς και ακίνητης περιουσίας είναι η ετερογένεια, η οποία συνίσταται κυρίως σε μια σειρά γεωγραφικών και τομεακών υποαγορών, χωρίς την ύπαρξη κεντρικής συναλλακτικής αγοράς.

Μεταξύ των παραγόντων που επηρεάζουν τις τιμές και κατά συνέπεια τη ζήτηση ακινήτων, διακρίνονται εκείνοι που έχουν μακροχρόνια επίδραση και εκείνοι που η επιρροή τους είναι βραχυχρόνια. Ειδικότερα, αναφορικά με τους παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση των ακινήτων για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, οι κυριότεροι είναι το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών, δημογραφικές μεταβολές (αριθμητική εξέλιξη πληθυσμού, σύνθεση νοικοκυριών κλπ), μόνιμα χαρακτηριστικά του φορολογικού συστήματος που μπορεί ή όχι να ενθαρρύνουν την ιδιοκτησία ακινήτων έναντι άλλων μορφών επένδυσης και τα πραγματικά επιτόκια (αφαιρούμενης της επίδρασης του πληθωρισμού). Ωστόσο, η αγορά ακινήτων είναι σε μεγάλο βαθμό τοπική, με αποτέλεσμα να διαφοροποιείται σημαντικά μεταξύ των επιμέρους περιοχών. Κατά συνέπεια, παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν τη ζήτηση των ακινήτων βραχυπρόθεσμα είναι οι επικρατούσες συνθήκες χρηματοδότησης της αγοράς, παράγοντες που μπορεί να επηρεάζουν την ρευστότητα (όπως π.χ. συναλλακτικά κόστη), καθώς και οι προσδοκίες για τη μελλοντική πορεία της αγοράς.

[6]

Μεταξύ των καθοριστικών παραγόντων που αφορούν τις επενδύσεις ακινήτων είναι η διαθεσιμότητα, το κόστος και η ευελιξία του τρόπου χρηματοδότησης. Η αβεβαιότητα για την πορεία του κλάδου, ύστερα από περιόδους μεγάλης διακύμανσης των τιμών, τείνει να δημιουργεί επιφυλάξεις όσον αφορά την ανάπτυξη των ακινήτων, εφ' όσον μία τέτοια επένδυση έχει μεγάλο κόστος και είναι συνήθως μη αναστρέψιμη, καθώς είναι μία επένδυση μακροπρόθεσμης απόδοσης και χαμηλής ρευστότητας. Η διαμόρφωση βάσιμης απόφασης αναφορικά με τη μελλοντική ζήτηση σε ακίνητα δεν είναι εύκολο να διαμορφωθεί, καθώς αποτελεί μια χρονοβόρα διαδικασία, η οποία υπόκειται στον περιορισμό των χρήσεων και της διαθέσιμης γης.

Τα κύρια χαρακτηριστικά των αγορών κτηματαγοράς και ακίνητης περιουσίας συνοψίζονται στα παρακάτω:

- ετερογενής, περιορισμένη και δύσκαμπτη προσφορά,
- απουσία κεντρικής συναλλακτικής αγοράς,
- ακαθόριστη συχνότητα και υψηλά κόστη συναλλαγών,
- προσδιορισμός τιμών συχνά από διμερείς ιδιωτικές συμφωνίες (γεγονός που συχνά οδηγεί στην έλλειψη διαφάνειας και πληροφόρησης),
- χρηματοδότηση νέων επενδυτικών κινήσεων μέσω δανεισμού και
- προσδιορισμός, ως ένα βαθμό, του ρόλου του κλάδου ως συμπληρωματικού σε άλλους κλάδους της οικονομίας. [7]

Τονίζονται επίσης οι μεγάλες διαφορές που υφίστανται μεταξύ κρατών-περιοχών, όσον αφορά το πλαίσιο που περιβάλλει αυτού του είδους τις συναλλαγές, καθώς και την αντιμετώπιση ασταθειών στις εξελίξεις του κλάδου.

Στα πλαίσια του περιβάλλοντος που περιγράφεται παραπάνω, η θέση της ελληνικής αγοράς Real Estate τοποθετείται σε στάδιο ανάπτυξης και διαμόρφωσης, με αποτέλεσμα να εμπεριέχει πολλές ασάφειες και να θεωρείται αμφίβολη η εξαγωγή απόλυτα βάσιμων συμπερασμάτων. Η μεταβολή των τιμών των κατοικιών κατέχει σημαντική θέση στη μεταβολή της συνολικής κατανάλωσης, ενώ η αγορά των επαγγελματικών ακινήτων παραδοσιακά αποτελεί πιο ευμετάβλητο χώρο. Η ανάπτυξη της οικονομίας τείνει να είναι ο κυριότερος παράγοντας που συνηγορεί στην αύξηση των τιμών των ακινήτων.

#### 4.3.2 Παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση ακινήτων

Όσον αφορά τις κατηγορίες παραγόντων που επηρεάζουν την αξία και την ζήτηση των ακινήτων σε γενικές γραμμές σημειώνονται τα εξής:

- Οι πολιτικοί παράγοντες περιλαμβάνουν τους πολιτικούς στόχους, τη μορφή της ιδιοκτησίας, τη δημιουργία αστικής γης, την περιφερειακή πολιτική, τις γεωγραφικές ανισότητες και την άναρχη ανάπτυξη των πόλεων.
- Οι κοινωνικοί παράγοντες αφορούν την κοινωνική οργάνωση και τα πρότυπα των αναγκών, την κοινωνική ισορροπία, την κινητικότητα και την κατανομή πληθυσμού.
- Περισσότερη βαρύτητα δίδεται στους οικονομικούς παράγοντες που συνδέονται με τη γενικότερη διεθνή οικονομική κατάσταση, το επίπεδο ανάπτυξης της κοινωνίας, την απασχόληση, το επίπεδο και την ποιότητα των επενδύσεων, την κατανομή του εισοδήματος, τις οικονομικές διακυμάνσεις και το κόστος μεταβίβασης. Επίσης, τις τιμές των υλικών κατασκευής και των άλλων αγαθών αλλά και το ύψος της απαιτούμενης απόδοσης.
- Οι χωροταξικοί παράγοντες έχουν σχέση με την επιρροή που προέρχεται από την κατανομή εδαφικών εκτάσεων, τους περιορισμούς χρήσης, τα χαρακτηριστικά των αστικών κέντρων, τα πρότυπα δόμησης, το κόστος ανάπτυξης και την κατανομή των εδαφικών εκτάσεων. Δε θα πρέπει να παραλειφθούν ακόμη λόγοι όπως η επίδραση του κλίματος, της σεισμικής δραστηριότητας κλπ. Οι κυριότεροι παράγοντες που επηρεάζουν τη ζήτηση ακινήτων σε επίπεδο πόλης αρχικά σχετίζονται με την ανάπτυξη της πόλης, τα δίκτυα υποδομής και υπηρεσιών και τις παρεμβάσεις, δηλαδή τα μεγάλα έργα, τη παραγωγή εισοδήματος, τον προγραμματισμό, την ενέργεια, τους μηχανισμούς βελτίωσης, ελέγχου και διαχείρισης. Η πολεοδομική οργάνωση αφορά το σχεδιασμό, τις δυνατότητες εκμετάλλευσης και την τεχνική νομοθεσία-κανονισμούς.[8]

#### 4.3.2.1 Δημογραφικά στοιχεία

Οι δημογραφικές μεταβολές του πληθυσμού και κυρίως αυτές που συνδέονται με τη σύνθεση και τη μορφή του, αποτελούν σημαντικούς εξωγενείς παράγοντες επηρεασμού της αξίας και της ζήτησης κατοικιών. Βάσει των στοιχείων της απογραφής παρατηρείται ενίσχυση της τάσης συγκέντρωσης των νοικοκυριών σε αστικά κέντρα, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η ζήτηση των κατοικιών και, επομένως, οι τιμές πώλησης και ενοικίων. Βεβαίως, το ποσοστό αύξησης των τιμών των κατοικιών εξαρτάται τόσο από τον βαθμό συγκέντρωσης προτιμήσεων των νοικοκυριών σε συγκεκριμένες περιοχές, όσο και από τις συνθήκες προσφοράς. Έτσι σε περιοχές με ανεπτυγμένες οικιστικές υποδομές και σημαντική προσφορά κατοικιών, η άνοδος των τιμών είναι περισσότερο ομαλή, καθώς η ζήτηση απορροφάται σχετικά γρήγορα. Αντίθετα, σε περιοχές με μικρή προσφορά κατοικιών η απότομη εισροή νέων κατοίκων μπορεί να δημιουργηθούν συνθήκες υπερβάλλουσας ζήτησης, με αποτέλεσμα οι τιμές να σημειώνουν μεγάλες διακυμάνσεις.[9]

Η ζήτηση για κατοικίες επηρεάζεται και από τις μεταβολές της σύνθεσης του πληθυσμού (μεταβολές του αριθμού των νέων οικογενειών, του αριθμού νοικοκυριών κλπ.). Οι εν λόγω μεταβολές είναι πιο έντονες στα αστικά κέντρα και σε μικρότερο βαθμό στις ημιαστικές και αγροτικές περιοχές. Επίσης, ολοένα και συρρικνώνεται το μέγεθος των νοικοκυριών (που σε μεγάλο ποσοστό δεν ξεπερνούν πλέον τα τρία μέλη), με αποτέλεσμα οι στεγαστικές ανάγκες να περιορίζονται σε μικρότερες κατοικίες.

Η ενοικιαζόμενη, κυρίως, κατοικία επηρεάζεται και από την εξέλιξη του φοιτητικού πληθυσμού, ο οποίος επιλέγει κυρίως κατοικίες κοντά σε εκπαιδευτικά ιδρύματα ή σε περιοχές με καλή συγκοινωνιακή υποδομή. Η ανάπτυξη της αγοράς κατοικίας αρκετών πόλεων έχει συνδεθεί με τον όγκο των φοιτητών. Μάλιστα, η παρουσία περιφερειακών εκπαιδευτικών ιδρυμάτων ενισχύει τα εισοδήματα των κατοίκων της επαρχίας και στο παρελθόν είχε παρατηρηθεί στις εν λόγω πόλεις επενδυτική δραστηριότητα σε μικρά διαμερίσματα. Ο φοιτητικός πληθυσμός αποτελεί ένα από τους ισχυρούς συντελεστές ανάπτυξης διάφορων οικονομικών δραστηριοτήτων (εμπορικές επιχειρήσεις, επιχειρήσεις εστίασης, ψυχαγωγίας και άθλησης κλπ.).

Σημαντική δημογραφική εξέλιξη των τελευταίων ετών για την Ελλάδα αποτέλεσε η εισροή μεταναστών, κυρίως από τα Βαλκάνια και τις χώρες της Κεντρικής & Ανατολικής Ευρώπης, η οποία σε συνδυασμό με τον αριθμό των παλιννοστούντων ομογενών συντήρησε τα επίπεδα του πληθυσμού και συντέλεσε στην αύξηση της ζήτησης των κατοικιών. Σημειώνεται, ότι, πλέον, ένας αξιόλογος αριθμός οικονομικών μεταναστών προχωρεί σε αγορά κατοικίας, με αποτέλεσμα σε κάποιες περιοχές (ή γειτονιές) η αγορά να συντηρείται, σε μεγάλο βαθμό, από αυτούς. Με την αυξανόμενη ζήτηση κατοικιών από οικονομικούς μετανάστες στις συγκεκριμένες περιοχές, λόγω της βελτίωσης του βιοτικού τους επιπέδου, η ζήτηση από γηγενείς μεταφέρθηκε σε περιοχές των προαστίων.

Σημαντικό μέρος της ζήτησης ακινήτων προέρχεται και από τη δημιουργία νέων νοικοκυριών. Ενδεικτικό στοιχείο για τον αριθμό των νέων νοικοκυριών αποτελεί ο αριθμός των τελεσθέντων γάμων. Η μείωση των γάμων (από 73.514 ετησίως κατά μέσο όρο την δεκαετία του 1960 σε 57.884 την δεκαετία του 1990 και σε 56.649 ετησίως την περίοδο 2000-2006) συνεπάγεται από τη μία πλευρά μειωμένο ρυθμό σχηματισμού νέων νοικοκυριών, άρα μειωμένη ζήτηση για νέες κύριες κατοικίες. Από την άλλη πλευρά, η διάσπαση των νοικοκυριών λόγω του αυξανόμενου αριθμού διαζυγίων, είναι πιθανό να δημιουργεί εκ νέου ζήτηση κατοικιών. Ωστόσο, η διαθεσιμότητα μεγάλου αριθμού κύριων κατοικιών σημαίνει πως, σε συνδυασμό με την μείωση των γάμων, τα μονομελή νοικοκυριά δεν θα ζητήσουν όλα νέες κύριες κατοικίες, αλλά πολλά από αυτά θα τακτοποιηθούν με γονικές παροχές ή σε κατοικίες δωρεάν παραχωρούμενες από γονείς, ή σε υφιστάμενες δευτερεύουσες κατοικίες. [10]

#### 4.3.2.2 Χρηματοδότηση Ακινήτων

Η αυτοχρηματοδότηση αποτελεί τον επικρατέστερο τρόπο χρηματοδότησης της κατασκευής ή αγοράς ακινήτου στη χώρα μας, αλλά η προσφυγή στη στεγαστική πίστη (στεγαστικά δάνεια) αυξάνει ολοένα και περισσότερο με το πέρασμα του χρόνου. Η τελευταία περίοδος μείωσης των επιτοκίων χορηγήσεων συνέβαλλε σημαντικά προς αυτή την κατεύθυνση και οι ιδιώτες έχουν πλέον την δυνατότητα επιλογής αρκετών εναλλακτικών λύσεων χρηματοδότησεως, τόσο της πρώτης όσο και της παραθεριστικής κατοικίας. Το ίδιο ισχύει για την επαγγελματική στέγη. Η



πρόσφατη έντονη αποκλιμάκωση των στεγαστικών επιτοκίων τροφοδότησε σε σημαντικό βαθμό την ζήτηση ακινήτων τα τελευταία χρόνια.

Ο πίνακας 4.1 παρουσιάζει την εξέλιξη των στεγαστικών επιτοκίων νέων δανείων στην Ελλάδα το χρονικό διάστημα 2003-α' τρίμηνο 2007. Σύμφωνα με τα στοιχεία του παρακάτω πίνακα τα μέσα σταθερά στεγαστικά επιτόκια χρονικής διάρκειας από 5 έως 10 έτη ακολούθησαν διαχρονική μείωση τη χρονική περίοδο 2003-2006 με μέσο ετήσιο ρυθμό μείωσης 6,85%. Το 2006 τα συγκεκριμένα επιτόκια διαμορφώθηκαν σε 5,27%, με αποτέλεσμα να αυξηθούν σημαντικά οι χορηγήσεις των στεγαστικών δανείων. Αντίστοιχη εξέλιξη υπήρξε και το 2007.

**Πίνακας 4.1**  
**Εξέλιξη στεγαστικών επιτοκίων νέων δανείων στην Ελλάδα**  
**(2003-α' τρίμηνο 2007)**

Έτος	Μέσο ετήσιο στεγαστικό επιτόκιο (σταθερό) άνω των 5 και έως 10 ετών (%)	Ετήσιος ρυθμός μεταβολής (%)
2003	6,52	-
2004	6,02	-7,67
2005	5,91	-1,83
2006	5,27	-10,83
2007*	4,55	-13,66**

\* τα στοιχεία αφορούν το α' τρίμηνο του 2007

\*\* σύγκριση 1<sup>ο</sup> τρίμηνο 2007 με το αντίστοιχο του 2006

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, 2007

Ο πίνακας 4.2 παρουσιάζει την εξέλιξη των στεγαστικών επιτοκίων (κυμαινόμενων) υφιστάμενων δανείων στην Ελλάδα το χρονικό διάστημα 2003-α' τρίμηνο 2007. Σύμφωνα με τα στοιχεία του παραπάνω πίνακα τα μέσα κυμαινόμενα στεγαστικά επιτόκια χρονικής διάρκειας άνω των 5 ετών παρουσίασαν τη χρονική περίοδο 2003-2006 μέσο ετήσιο ρυθμό μείωσης 2,83%. Το 2006 τα συγκεκριμένα επιτόκια διαμορφώθηκαν σε 4,89% ελαφρώς αυξημένα έναντι του 2005, ενώ κατά το πρώτο

τρίμηνο του 2007 παρατηρήθηκε περαιτέρω άνοδος του εν λόγω επιτοκίου σε σχέση με την αντίστοιχη περίοδο του 2006 κατά 5,1%.

**Πίνακας 4.2**  
**Εξέλιξη στεγαστικών επιτοκίων στα υφιστάμενα υπόλοιπα δανείων στην Ελλάδα (2003-α' τρίμηνο 2007)**

Έτος	Μέσο ετήσιο στεγαστικό επιτόκιο (κυμαινόμενο) άνω των 5 ετών (%)	Ετήσιος ρυθμός μεταβολής (%)
2003	5,33	-
2004	5,07	-4,88
2005	4,83	-4,73
2006	4,89	1,24
2007*	5,14	5,11**

\* τα στοιχεία αφορούν το α' τρίμηνο του 2007

\*\* σύγκριση 1<sup>ο</sup> τρίμηνο 2007 με το αντίστοιχο του 2006

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, 2007

Τα μέσα στεγαστικά επιτόκια της Ζώνης του Ευρώ και της Ελλάδας κατά το Δεκέμβριο 2005 και το Φεβρουάριο 2007, όπως παρουσιάζονται στον πίνακα 2.5, ακολουθούν αντίθετη πορεία. Παρατηρείται ότι, η διαφορά επιτοκίου μεταξύ Ελλάδας και Ευρωζώνης κατά την περίοδο Δεκέμβριος 2005 – Φεβρουάριο 2007 διαμορφώθηκε στο -1,4%. Σύμφωνα με τα στοιχεία του δεύτερου κεφαλαίου, το μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ για το Δεκέμβριο του 2005 ήταν 0,37 μονάδες χαμηλότερο από το επιτόκιο στην Ελλάδα, σε αντίθεση με το Φεβρουάριο του 2007, οπότε και το Ελληνικό επιτόκιο διαμορφώθηκε κατά 1,03 ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερα από το μέσο σταθμικό επιτόκιο στη ζώνη του ευρώ (βλ. Πίνακα 4.3). [11]

Η ζήτηση για στεγαστικά δάνεια επηρεάζεται εκτός από το επιτόκιο δανεισμού και από το ύψος της παρεχόμενης χρηματοδότησεως από το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα και, επίσης, από το ύψος της μηνιαίας χρηματικής καταβολής.

**Πίνακας 4.3**  
**Στεγαστικά δάνεια στα εγχώρια νοικοκυριά στο τέλος κάθε περιόδου**  
**(υπόλοιπα τέλους χρήσης)**  
**(2003-Μάιος 2007)**

Έτος Μήνας	/Χρηματο- δότηση	% Μετ. Δεκεμβρίου*	% Μετ. προηγ.έτους*
2003	26.534,2	26,2	26,2
2004	33.126,8	27,3	27,3
2005	43.199,4	33,5	33,5
2006	52.502,5	25,8	25,8
Ιαν-07	53.517,4	1,4	25,5
Φεβ-07	54.619,9	3,0	25,2
Μάρ-07	56.200,1	5,5	25,5
Απρ-07	57.218,4	6,9	25,5
Μάιος- 07	58.277,3	8,5	25,0

Αξία σε € εκ.

\*Οι ρυθμοί μεταβολής υπολογίζονται αφού ληφθούν υπόψη τα πιλοποιημένα δάνεια καθώς και οι διαγραφές δανείων.

Πηγή: Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Τράπεζα της Ελλάδος, Ιούλιος 2007

Οι τράπεζες χορηγούν δάνειο για στέγη, το οποίο συνήθως αντιστοιχεί περίπου στο 75%-80% της εμπορικής αξίας του ακινήτου, η οποία υπολογίζεται από τους εκτιμητές της τράπεζας με βάση τα δεδομένα της αγοράς.

Βάσει των στοιχείων της Τράπεζας της Ελλάδος, τα στεγαστικά δάνεια αντιπροσωπεύουν το 66,5% της συνολικής δανειοδότησης των νοικοκυριών. Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία της Τράπεζας της Ελλάδος (πίνακας 4.3), το συνολικό ανεξόφλητο υπόλοιπο στεγαστικών δανείων του 2006 ανήλθε σε

€52,5 δισ., 25,8% υψηλότερα από το 2004 (€43,2 δισ.). Τον Μάιο του 2007 το ανεξόφλητο υπόλοιπο στεγαστικής πίστης του συνόλου των νοικοκυριών διαμορφώθηκε σε €58,3 δισ., παρουσιάζοντας αύξηση κατά 25% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του προηγούμενου έτους.

Η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing) ακινήτων αποτελεί έναν ακόμη τρόπο χρηματοδότησης της αγοράς ακινήτων, ο οποίος προσφέρει την δυνατότητα στους επαγγελματίες και στις επιχειρήσεις να αποκτήσουν ιδιόκτητη επαγγελματική στέγη, επωφελούμενοι των φορολογικών και επιχειρηματικών πλεονεκτημάτων που απορρέουν από τη χρήση του. Η χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων αποτελεί μακροχρόνιο χρηματοδοτικό εργαλείο για τις επιχειρήσεις, με διάρκεια αποπληρωμής που ξεκινά από 10 έτη και φτάνει μέχρι 15. Το σημαντικότερο πλεονέκτημα εντοπίζεται στην άμεση χρήση του ακινήτου από τον επιχειρηματία, με την καταβολή ενός μισθώματος αντί όλου του ποσού.[12]

Οι επιχειρήσεις (με εξαίρεση όμως των ελεύθερων επαγγελματιών) μπορούν να κάνουν χρήση και της αντίστροφης χρηματοδοτικής μίσθωσης, γνωστής και ως sale & lease back. Με τη σύμβαση sale & lease back, η εταιρεία leasing αγοράζει το ακίνητο από τον πελάτη και το εκμισθώνει πάλι σ' αυτόν (ταύτιση προμηθευτή-πελάτη), με βάση τους όρους που έχουν συμφωνηθεί (διάρκεια, είδος μισθώματος, επιλογή νομίσματος, πρόγραμμα αποπληρωμής κ.α.) και μετά το πέρας της σύμβασης, το ακίνητο περιέρχεται ξανά στην κυριότητα της επιχείρησης που το πούλησε. Η μισθωτική περίοδος για τα ακίνητα διαμορφώνεται και σ' αυτήν την περίπτωση κατά το ελάχιστο στα 10 έτη. Το τίμημα έναντι του οποίου το ακίνητο περιέρχεται και πάλι στην κυριότητα του μισθωτή μπορεί να είναι συμβολικό (π.χ. €1) ή να αποτελεί ένα ποσοστό (συνήθως 10%-30%) επί της χρηματοδοτούμενης αξίας. Με την πώληση και επαναμίσθωση ενός ακινήτου οι επιχειρήσεις μπορούν να αξιοποιήσουν την ανεκμετάλλευτη εμπορική αξία των ακινήτων που διαθέτουν, να βελτιώσουν τη ρευστότητα και την εικόνα του ισολογισμού τους. Η μέθοδος sale & lease back δίνει τη δυνατότητα στις εταιρείες να μην αυξάνουν το ποσοστό δανεισμού τους, χρησιμοποιώντας τα ίδια κεφάλαια χωρίς εμπράγματα εξασφαλίσεις από την τράπεζα.[13]

Επισημαίνεται, ότι η εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης δεν ζητεί από τους πελάτες της εμπράγματα ασφάλειες, δηλαδή προσημειώσεις, υποθήκες κλπ. διότι το ακίνητο καθ' όλη την διάρκεια της μίσθωσης ανήκει εξ ολοκλήρου στην εταιρεία leasing. Επιπλέον, η επιχείρηση που χρησιμοποιεί πάγια στοιχεία μέσω αυτού του θεσμού, δεν εμφανίζει σχετικές εγγραφές στον ισολογισμό της, με αποτέλεσμα να παραμένει στα ίδια επίπεδα η κεφαλαιακή διάρθρωσή της. Στον λογαριασμό αποτελεσμάτων μόνο εμφανίζονται οι πληρωμές των μισθωμάτων ως δαπάνες. Ο πελάτης που υπογράφει σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης, θα πρέπει να πληρώσει τον φόρο μεταβίβασης που κατέβαλε η εταιρεία leasing, προκειμένου να αποκτήσει το ακίνητο. Στο ποσό του φόρου μεταβίβασης εμπεριέχονται τα συμβολαιογραφικά, τα έξοδα του υποθηκοφυλακείου και των δικηγόρων. Συνήθως τα συνολικά έξοδα, περιλαμβανομένου του φόρου μεταβίβασης, ανέρχονται στο 11%-13% της αντικειμενικής αξίας του ακινήτου. [14]

**Πίνακας 4.4**  
**Συμβάσεις εταιρειών Leasing**  
**(2003-2005)**

	Συνολικές συμβάσεις εταιρειών Leasing			Μεταβολή 2004/2003	Μεταβολή 2005/2004
	2003	2004	2005		
Ακίνητα	839.744	1.160.042	1.189.054	38,14%	2,50%
Λοιπά	1.124.715	1.200.339	1.136.131	6,72%	-5,35%
Σύνολο	1.964.459	2.360.381	2.325.185	20,15%	-1,49%
Συμβόλαια Ακινήτων /Συνολικά Συμβόλαια Εταιρειών	<b>42,75%</b>	<b>49,15%</b>	<b>51,14%</b>	<b>14,97%</b>	<b>4,05%</b>

Αξία σε € χιλ.

Πηγή: Ένωση Ελληνικών Εταιρειών Χρηματοδοτικής Μισθώσεως

#### 4.3.2.3 Διαθέσιμο εισόδημα

Το ύψος όσο και τη μορφή της ζήτησης για κατοικία επηρεάζεται και από το επίπεδο του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών. Νοικοκυριά με υψηλό εισόδημα τροφοδοτούν

τη ζήτηση για πολυτελείς και σύγχρονων προδιαγραφών κατοικίες σε συγκεκριμένες περιοχές. Η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος οδηγεί επίσης σε άνοδο της ζήτησης που προέρχεται από αγοραστές που επιθυμούν την αναβάθμιση του επιπέδου της κατοικίας τους.

Ο πίνακας 4.5 παρουσιάζει την εξέλιξη του καθαρού εθνικού διαθέσιμου εισοδήματος και της καθαρής αποταμίευσης το χρονικό διάστημα 2000-2006. Όπως προκύπτει από τα προσωρινά στοιχεία της ΕΣΥΕ, το καθαρό εθνικό διαθέσιμο εισόδημα διαμορφώθηκε σε €217.577 εκ. το 2006, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 8,13% σε σχέση με το 2005. Η καθαρή αποταμίευση ανήλθε σε €15.382 εκ. το 2006, εμφανίζοντας ετήσια αύξηση κατά 28,92%, ενώ το προηγούμενο έτος είχε καταγραφεί υποχώρηση του συγκεκριμένου μεγέθους. [15]

**Πίνακας 4.5**  
**Εξέλιξη καθαρού εθνικού διαθέσιμου εισοδήματος και καθαρής αποταμίευσης**  
**(2000-2006)**

Έτος	Καθαρό εθνικό διαθέσιμο εισόδημα	% Μετ.	Καθαρή αποταμίευση	% Μετ.
2000	141.641	-	6.901	-
2001	151.899	7,24	7.380	6,94
2002*	162.421	6,93	7.078	-4,09
2003*	175.707	8,18	10.400	46,93
2004*	189.630	7,92	12.135	16,68
2005*	201.213	6,11	11.931	-1,68
2006*	217.577	8,13	15.382	28,92

\*:Προσωρινά στοιχεία

Ποσά σε € εκ. σε τρέχουσες τιμές

Πηγή: ΕΣΥΕ

#### 4.3.2.4 Κόστος κατασκευής ακινήτων

Ανάμεσα στους παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία της ζήτησης στον κλάδο εντάσσεται και η εξέλιξη των τιμών των υλικών κατασκευής καθώς αυτό διαμορφώνει σε σημαντικό βαθμό το συνολικό κόστος κτήσης – μίσθωσης ακινήτων. Σύμφωνα με στοιχεία της ΕΣΥΕ ο δείκτης τιμών υλικών κατασκευής παρουσίασε συνεχή διαχρονική αύξηση τη χρονική περίοδο 2000–2006 με μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 3,38%. Ο δείκτης τιμών κατηγοριών έργων την περίοδο 2000-2006 παρουσίασε μέση ετήσια αύξηση 2,33%, ενώ ο δείκτης τιμών αμοιβής εργασίας την ίδια περίοδο εμφάνισε μέση ετήσια αύξηση 2,77%. (βλ. Πίνακα 4.6) [16]

**Πίνακας 4.6**  
**Εξέλιξη δείκτη τιμών κατηγοριών έργων και αμοιβής εργασίας**  
**(2000-β' τρίμηνο 2007)**

Έτος	Δείκτης τιμών κατηγοριών έργων	% Μεταβολή	Δείκτης τιμών αμοιβής εργασίας	% Μεταβολή
2000	100,0	1,94	100,0	3,31
2001	102,2	2,20	103,3	3,30
2002	103,8	1,57	106,1	2,71
2003	106,2	2,31	108,9	2,64
2004	108,7	2,35	111,4	2,30
2005	111,6	2,67	114,9	3,14
2006	114,8	2,87	117,8	2,52
α' τρίμηνο 2007	117,1	3,44	119,9	2,92
β' τρίμηνο 2007	117,9	3,42	120,6	3,08

Έτος βάσης 2000

Πηγή: ΕΣΥΕ

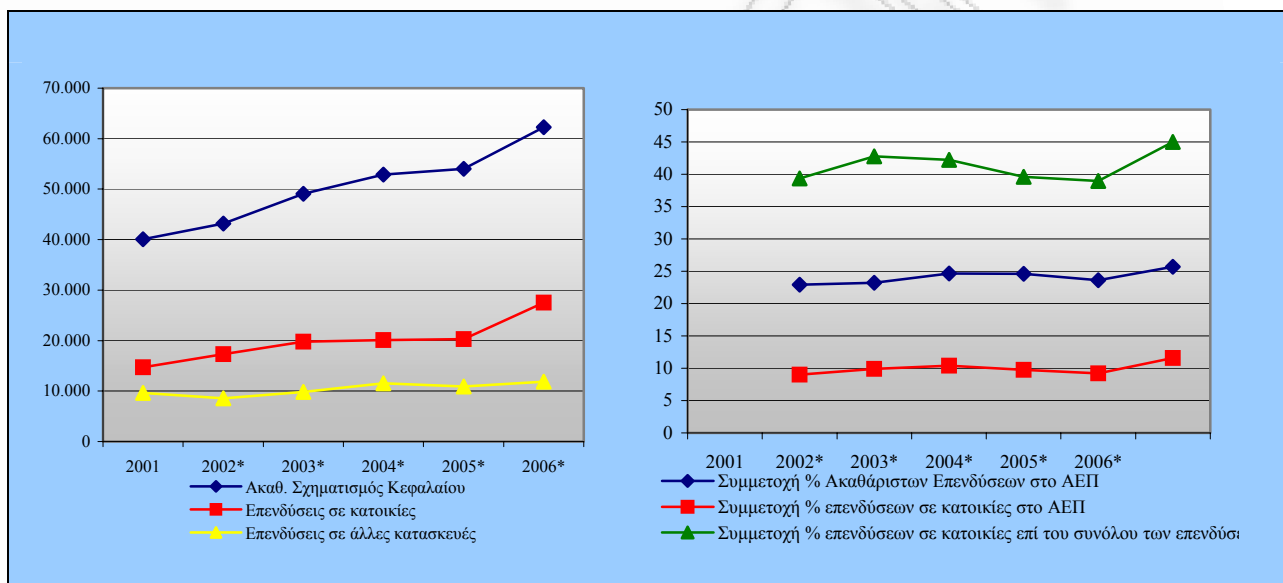
#### **4.3.2.5 Επενδύσεις κατοικιών και κατασκευών**

Το σύνολο των επενδύσεων σε κατοικίες (σε τρέχουσες τιμές) διαμορφώθηκε σε €28.341 εκ. το 2006 από €20.815 εκ. το 2005, παρουσιάζοντας αύξηση κατά 36,2%. Τη χρονική περίοδο 2000-2006 οι εν λόγω επενδύσεις εμφάνισαν μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης 12,2%. Οι συνολικές επενδύσεις σε κατοικίες το 2006 (σε σταθερές τιμές), ανήλθαν σε €27.543 εκ. από €20.287 εκ. το 2005 (αύξηση κατά 35,8%), ενώ την περίοδο 2000-2006 παρουσίασαν μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης κατά 11%. Αναφορικά με το ποσοστό επενδύσεων κατοικιών επί του συνόλου των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου, παρατηρείται ότι από 37% το 2000 αυξήθηκε σε 44,9% το 2006 σε τρέχουσες τιμές, και από 39,4% το 2000 αυξήθηκε σε 45% το 2006 σε σταθερές τιμές, γεγονός που αποδίδεται στην ιδιαίτερα αυξημένη κατασκευαστική δραστηριότητα λόγω των Κοινοτικών Πλαισίων Στήριξης και των Ολυμπιακών Αγώνων. Το 2006 το ποσοστό επενδύσεων κατοικιών επί του συνόλου των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου παρουσίασε σημαντική αύξηση (διάγραμμα 4.1) λόγω της



ιδιαίτερα αυξημένης οικοδομικής δραστηριότητας, εξαιτίας της εφαρμογής του νέου φορολογικού πλαισίου.[17]

**Διάγραμμα 4.1**  
**Επενδύσεις κατοικιών και κατασκευών**  
**(2000-2006)**



Αξία σε € εκ., σταθερές τιμές

\*Προσωρινά στοιχεία

Πηγή: ΕΣΥΕ

#### 4.3.3 Εξέλιξη Νόμιμης Ιδιωτικής Οικοδομικής Δραστηριότητας

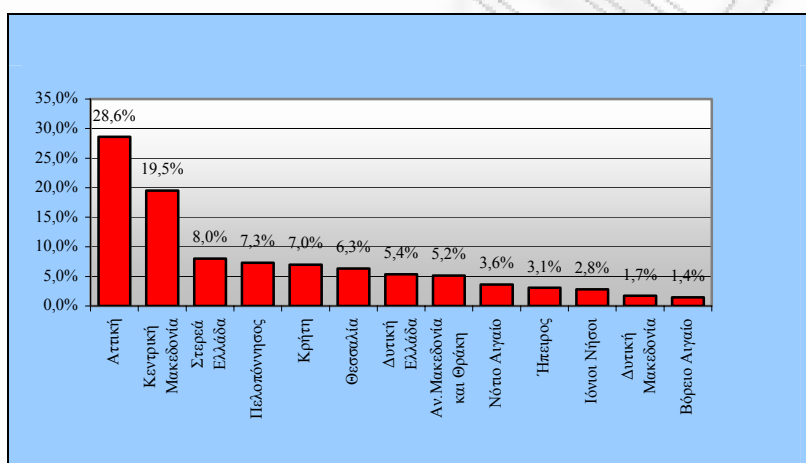
Ενδιαφέρον παρουσιάζει η ιδιωτική νόμιμη οικοδομική δραστηριότητα ανά γεωγραφικό διαμέρισμα. Σύμφωνα με προσωρινά στοιχεία της ΕΣΥΕ, η οικοδομική δραστηριότητα του πρώτου εξαμήνου του 2007 έναντι του αντίστοιχου χρονικού διαστήματος του 2006, παρουσίασε στο σύνολο της χώρας ποσοστιαία μείωση κατά 2,8% στον αριθμό των αδειών και 5,2% στον όγκο. [18]

Αναλυτικότερα, στο σύνολο της χώρας το 2006 ο αριθμός των αδειών που εκδόθηκαν διαμορφώθηκε σε 84.536, έναντι 98.569 αδειών το 2005 (ποσοστιαία μείωση κατά 14,2

%). Η οικοδομική δραστηριότητα εμφάνισε πτώση κατά 19,2% με βάση τον όγκο το 2006, έναντι του προηγούμενου έτους. Μείωση (έως και 45,8%) σημείωσε ο όγκος της οικοδομικής δραστηριότητας σε όλες σχεδόν τις διοικητικές περιφέρειες (εξαίρεση αποτέλεσε η περιφέρεια Ιονίων Νήσων η οποία και εμφάνισε στασιμότητα). Η κατανομή του όγκου της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας ανά διοικητική περιφέρεια το έτος 2006 απεικονίζεται στο διάγραμμα 4.2.

**Διάγραμμα 4.2**

**Κατανομή ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας βάσει όγκου (2006)**



Πηγή: Ε.Σ.Υ.Ε.

Όσον αφορά στην κατασκευή κατοικιών ειδικότερα, ο πίνακας 4.7 παρουσιάζει την εξέλιξη των νέων κατοικιών, συνολικά και ανά αριθμό δωματίων, για το χρονικό διάστημα 1998-2006. Επιπλέον η παραπάνω ανάλυση παρουσιάζεται για το 2006, ανά περιφέρεια. Όσον αφορά την εξέλιξη στον τομέα των κατοικιών, ο αριθμός των νέων κατοικιών (βάσει αδειών) παρουσίασε μια απότομη εκτίναξη (στις 195.207 κατοικίες) το 2005, εξαιτίας της επικείμενης αλλαγής του θεσμικού πλαισίου. Το 2006 η σχετική δραστηριότητα επανήλθε σε σχετικά συνήθη επίπεδα (125.387 κατοικίες) επιστρέφοντας στα φυσιολογικά επίπεδα των προηγούμενων ετών (2002-2004). [19]

**Πίνακας 4.7**  
**Αριθμός νέων κατοικιών στην Ελλάδα (1981-2006)**

	Σύνολο	Με 1-2 δωμάτια	Με 3-4 δωμάτια	Με 5 δωμάτια και άνω
1981	108.174	22.256	67.544	18.374
1991	100.339	26.112	54.064	20.163
1998	97.279	25.283	57.678	14.318
1999	88.500	25.283	51.088	12.129
2000	89.341	26.345	50.520	12.476
2001	108.021	34.273	59.305	14.443
2002	128.237	45.836	66.607	15.794
2003	127.051	48.164	64.621	14.266
2004	122.148	46.420	62.358	13.370
2005	195.207	73.810	103.763	17.634
2006	125.387	45.553	65.650	14.184

Σημ.: Συμπεριλαμβάνονται και κατοικίες που προέρχονται από προσθήκες, αναπαλαιώσεις (με αλλαγή όγκου), νομιμοποιήσεις, αναθεωρήσεις (με αλλαγή όγκου) και τροποποιήσεις.

Πηγή: ΕΣΥΕ

#### 4.3.4 Ανάπτυξη Εμπορικών Κέντρων

Σημαντικό ρόλο εξάλλου στη ζήτηση ακινήτων διαδραματίζει η τάση ανάπτυξης εμπορικών κέντρων. Συνολική επιφάνεια που ξεπερνά τα 600.000 τ.μ. καλύπτουν τα νέα εμπορικά κέντρα που πρόκειται να τεθούν σε λειτουργία τη διετία 2008 – 2009 στο λεκανοπέδιο της Αττικής. Μετά την επιτυχία του The Mall Athens και το ενδιαφέρον διεθνών funds για επενδύσεις σε ανάλογα projects στη χώρα μας, οι εταιρίες ανάπτυξης ακινήτων έστρεψαν την προσοχή τους στη δημιουργία σύγχρονων εμπορικών κέντρων. Αποτέλεσμα, αυτή τη στιγμή να προωθούνται περισσότερα από 12 μεγάλα έργα σε εμπορικά κέντρα στην Αττική, η έναρξη λειτουργίας των οποίων προσδιορίζεται χρονικά εντός των επομένων δύο ετών.

Συμπερασματικά αναφέρονται οι νέες αλλαγές από την ανάπτυξη εμπορικών κέντρων στην εγχώρια αγορά:

- Νέες διεθνείς αλυσίδες εισέρχονται στην αγορά βασιζόμενες και στην ευκολία εξεύρεσης χώρων στα νέα εμπορικά κέντρα.
- Οι Ελληνικές αλυσίδες προσαρμόζονται στα διεθνή πρότυπα για να αντιμετωπίσουν τον ανταγωνισμό, προετοιμαζόμενες έτσι και για την έξοδό τους από τα Ελληνικά σύνορα.
- Η επέκταση των αλυσίδων σε μικρότερες περιφερειακές αγορές αναθεωρείται, με γνώμονα την αναμονή νέων διεθνούς τύπου εμπορικών κέντρων.
- Οι παραδοσιακές αγορές εξακολουθούν να δυναμώνουν ενώ η διείσδυση των νέων αλυσίδων ενισχύει περαιτέρω την αγορά.
- Οι καταναλωτές βρίσκουν νέους προορισμούς για αγορές και αναψυχή, προσαρμοζόμενοι σε καταναλωτικά πρότυπα των ανεπτυγμένων δυτικών κοινωνιών.
- Η Ελλάδα έχει μπει πια δυναμικά στο χάρτη του διεθνούς λιανεμπορίου. [21]

#### 4.4 Θεσμικό Πλαίσιο – Στάση Κυβέρνησης έναντι κλάδου

Κατά την τρέχουσα δεκαετία πολλές και σημαντικές ήταν οι αλλαγές που συντελέστηκαν, ενώ αρκετές ακόμη έχουν προγραμματιστεί να εφαρμοστούν κατά το άμεσο μέλλον. Παρακάτω παρατίθενται ορισμένες από τις μεταρρυθμίσεις που εφαρμόστηκαν ή πρόκειται να εφαρμοστούν. [22]

- **Φόρος προστιθέμενης αξίας επί των ακινήτων**

Το επιχειρηματικό περιβάλλον αποτελεί το κυριότερο μέσο προσέλκυσης ξένων επενδυτών στην ελληνική αγορά και είναι άρρηκτα συνδεδεμένο με το γενικότερο θεσμικό πλαίσιο, που περιλαμβάνει τις ισχύουσες διαδικασίες και κανονισμούς από νομικής, φορολογικής και χωροταξικής άποψης. Το θεσμικό πλαίσιο υπέστη σημαντικές φορολογικές αλλαγές κατά την περίοδο 2005-2006, οι οποίες άρχισαν να εφαρμόζονται από 1<sup>η</sup> Ιανουαρίου 2006. Η εγχώρια αγορά κατοικιών διέρχεται μια μεταβατική περίοδο λόγω της ισχύος των νέων φορολογικών ρυθμίσεων. Ένα από τα πιο σημαντικά θέματα αφορά στην επιβολή του φόρου προστιθέμενης αξίας επί των ακινήτων. Η εισαγωγή του συγκεκριμένου φόρου είχε αποφασιστεί πριν από 20 χρόνια, με το νόμο 1642/86, αλλά έκτοτε και μέχρι 1/1/2006 δεν είχε εφαρμοστεί. Ο εν λόγω φόρος αφορά σε νεόδμητα ακίνητα, τα οποία αγοράζονται ως δευτερεύουσα κατοικία καθώς και σε επιβολή ΦΠΑ στην αντιπαροχή. [23]

- **Κύριες διατάξεις πολεοδομικού πλαισίου**

Μεταξύ των παραγόντων που δυσχεραίνουν την πραγματοποίηση νέων επιχειρηματικών σχεδίων είναι και το γενικότερο ισχύον πολεοδομικό πλαίσιο. Πέραν της δυσκολίας έκδοσης οικοδομικής άδειας, επιπλέον ρίσκο για τον επενδυτή αποτελεί και η δυνατότητα ανάκλησής της από το κράτος, ακόμα και μετά την έναρξη εργασιών, ενώ προβλήματα υπάρχουν όσον αφορά στον χωροταξικό σχεδιασμό της χώρας.

Ο πολεοδομικός σχεδιασμός περιλαμβάνει δύο επίπεδα. Το πρώτο επίπεδο αφορά το Γενικό Πολεοδομικό Σχέδιο (ΓΠΣ) για τον αστικό χώρο και το Σχέδιο Χωρικής και Οικιστικής Οργάνωσης Ανοικτής Πόλης (ΣΧΟΟΑΠ) για τον εξωαστικό ή αγροτικό χώρο. Για την πολεοδόμηση ορισμένης περιοχής που προορίζεται για το σκοπό αυτό από το ΓΠΣ ή το ΣΧΟΟΑΠ απαιτείται πολεοδομική μελέτη (δεύτερο επίπεδο). Με τη

μελέτη αυτή αναλύεται το νομικό πλαίσιο της πράξης εφαρμογής με την οποία υλοποιείται η πολεοδομική μελέτη και περατώνεται ο πολεοδομικός σχεδιασμός.

Επί του παρόντος ισχύουν τρία πολεοδομικά καθεστώτα, το γενικό (ν. 1337/1983), που αφορά την πολεοδόμηση οικισμών με πληθυσμό πάνω από 2.000 κατοίκους, και τα ειδικά (οικισμοί μέχρι 2.000 κατοίκους και δεύτερης κατοικίας), όπως αυτά ισχύουν σήμερα, μετά την τροποποίηση και συμπλήρωσή τους με τους ν. 2508/1997, 3044/2002 και 3212/2003).

Οι κυριότερες διατάξεις του πολεοδομικού νόμου (3212/2003), αφορούν τα εξής: (α) ρυθμίσεις για τον τρόπο έκδοσης των οικοδομικών αδειών, με στόχο την απλούστευση της διαδικασίας, (β) προβλέψεις για την ασφάλιση της μελέτης, επίβλεψη και κατασκευής από τους κατασκευαστές-μελετητές για τουλάχιστον 10 έτη (με δαπάνη των ιδιοκτητών των οικοδομών), (γ) σημαντικοί περιορισμοί στην εκτός σχεδίου δόμηση ακινήτων, με στόχο τη μείωση της αυθαιρεσίας, (δ) υπολογισμός της εισφοράς σε χρήμα κατά τις εντάξεις στα νέα σχέδια πόλεων βάσει του εμβαδού και της τιμής ζώνης του οικοπέδου, (ε) καθορισμός των περιορισμών και των προϋποθέσεων για την υλοποίηση της μεταφοράς του συντελεστή δόμησης, (στ) κατάργηση του ανταποδοτικού τέλους των €30-€900 ανά εγγραπτό δικαίωμα προς το Εθνικό Κτηματολόγιο και καθιέρωση του εφάπαξ τέλους €20 για κάθε εγγραπτό δικαίωμα και (ζ) προσωρινή σύνδεση αυθαιρέτων κτισμάτων που χρησιμοποιούνται ως κύρια κατοικία με τα δίκτυα κοινής ωφελείας. [24]

- **Εθνικό Κτηματολόγιο**

Μακροπρόθεσμα θεωρείται και η ολοκλήρωση του Εθνικού Κτηματολογίου, το οποίο αποτελεί μια γενική, ενιαία, συστηματική και πάντοτε ενημερωμένη καταγραφή, που περιλαμβάνει τη γεωμετρική περιγραφή και το ιδιοκτησιακό καθεστώς κάθε τμήματος γης, με την ευθύνη και την εγγύηση του δημοσίου. Η εταιρεία 'Κτηματολόγιο Α.Ε.' είναι Νομικό Πρόσωπο Ιδιωτικού Δικαίου και έχει σκοπό τη μελέτη, σύνταξη και λειτουργία του Εθνικού Κτηματολογίου. Η εταιρεία ιδρύθηκε με την κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας, Οικονομικών και Π.Ε.Χ.Ω.Δ.Ε. (Απόφαση 81706/6085/6-10-1995/ΦΕΚ 872B/19-10-1995), λειτουργεί σύμφωνα με τους κανόνες της ιδιωτικής οικονομίας, διέπεται από τις διατάξεις του άρθρου 5 του Ν. 2229/1994, του κωδικοποιημένου Νόμου 2190/1920, του Ν. 2308/1995 και του Ν.2664/1998, δεν υπάγεται στην κατηγορία των οργανισμών και επιχειρήσεων του ευρύτερου δημοσίου τομέα και δεν εφαρμόζονται σ' αυτήν οι διατάξεις που διέπουν εταιρείες που έμμεσα

ή άμεσα ανήκουν στο Δημόσιο. Μοναδικός μέτοχος της εταιρείας είναι το Υπουργείο ΠΕΧΩΔΕ. Οι βασικές αρχές του έργου βασίζονται στους νόμους 2308/1995 και 2664/1998.

Άμεσα Οφέλη που Εξασφαλίζονται για τον Πολίτη:

- Οριστική και αμετάκλητη κατοχύρωση της ιδιοκτησίας των πολιτών.
- Διευκόλυνση και απλούστευση των μεταβιβάσεων της ακίνητης περιουσίας.
- Μείωση στο ελάχιστο των εξόδων και του χρόνου που απαιτείται για κάθε μεταβίβαση.
- Απαλλαγή των πολιτών από χρονοβόρες και δαπανηρές γραφειοκρατικές διαδικασίες.
- Διασφάλιση της άμεσης και ασφαλούς διαδικασίας των απαλλοτριώσεων και των αποζημιώσεων.
- Παροχή υπηρεσιών υψηλού επιπέδου στους πολίτες και στους Δημόσιους και ιδιωτικούς φορείς.[25]

#### ● Γενικός Οικοδομικός Κανονισμός (Γ.Ο.Κ.)

Ο Γενικός Οικοδομικός Κανονισμός (Ν. 1577/85 Φ.Ε.Κ. 210/Α/18-12-1985) καθορίζει τους όρους και τις προϋποθέσεις που θα πρέπει να τηρούνται στη δομική εκμετάλλευση των οικοπέδων και στη διαμόρφωση των κοινοχρήστων χώρων των οικισμών από άποψη χρήσης, υγιεινής, ασφάλειας και αισθητικής, με στόχο την προστασία του φυσικού και δομημένου περιβάλλοντος με τέτοιο τρόπο, ώστε να εξασφαλίζεται η ποιότητα ζωής και να διαμορφώνονται κατάλληλες συνθήκες διαβίωσης των κατοίκων. Ορισμένες από τις μετέπειτα τροποποιήσεις του ισχύοντα ΓΟΚ (πχ Ν. 2831/2000 ΦΕΚ 140Α 2000) εμπεριέχουν την έννοια της εγκατάστασης, όπου περιλαμβάνονται τα θερμικά ηλιακά συστήματα και τα στοιχεία των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Ακόμη, ανακαθορίζεται η έννοια των όρων: παθητικά και ενεργητικά ηλιακά συστήματα θέρμανσης, βιοκλιματιστικά κτίρια και ακίνητα, ή στοιχεία αρχιτεκτονικής ή φυσικής κληρονομιάς. Συγκροτείται το Ανώτατο Πολεοδομικό και Αρχιτεκτονικό Συμβούλιο και όργανα ελέγχου για την κρίση ενστάσεων της υπηρεσίας σχετικά με την έκδοση αδειών οικοδομών. Επίσης, ρυθμίζονται θέματα που αναφέρονται στην προστασία της αρχιτεκτονικής και φυσικής κληρονομιάς, στο ποσοστό καλύψεως οικοπέδων, στο μέγιστο ύψος κτιρίων, στον προσδιορισμό του συντελεστή κατά όγκο εκμεταλλεύσεως οικοπέδων και στη

χρήση των κοινοχρήστων χώρων των κτιρίων και συμπληρώνονται οι διατάξεις που ρυθμίζουν θέματα σχετικά με την τοποθέτηση των επιγραφών και διαφημίσεων. Μεταξύ των διατάξεων αναφέρεται επίσης και η δυνατότητα κατασκευής ανελκυστήρα σε οικοδομές, όπου διαμένουν άτομα με κινητική αναπηρία. [26]

- **Ενοποίηση φόρων – Κατάργηση Φόρου μεταβίβασης – Πλήρης φορολογική απαλλαγή για αγορά 1<sup>ης</sup> κατοικίας**

Σύμφωνα με τις προγραμματικές εξαγγελίες του πρωθυπουργού το τρίτο μέρος της φορολογικής μεταρρύθμισης θα περιλαμβάνει τις εξής αλλαγές:

A) Ενοποίηση όλων των υφιστάμενων φόρων σε ένα ενιαίο τέλος ακινήτων εντός της επόμενης τετραετίας. Ο νέος φόρος θα αφορά όλα τα ακίνητα (κτίσματα, χωράφια, οικόπεδα) ανεξαρτήτως αν χρησιμοποιούνται για πρώτη, δεύτερη ή εξοχική κατοικία ή αν ενοικιάζονται ή είναι κενά. Θα είναι ετήσιος και θα υπολογίζεται με την εφαρμογή ενός ειδικού συντελεστή επί των αντικειμενικών αξιών των ακινήτων. Ο εν λόγω φόρος θα καταργήσει ή και θα συγχωνεύσει αρκετούς από τους φόρους που επιβάλλονται σήμερα ακόμα και μέσω των δήμων.

Οι φόροι που θα συγχωνευθούν είναι ο ΦΜΑΠ, το τέλος ακίνητης περιουσίας και ο φόρος ηλεκτροδοτούμενων χώρων. Επίσης, στο νέο φόρο θα ενσωματωθούν ο συμπληρωματικός φόρος στα εισοδήματα από ακίνητα, ο φόρος ιδιοκατοίκησης και ενδεχομένως διάφοροι άλλοι φόροι που επιβάλλονται από την Τοπική Αυτοδιοίκηση.

Ο ενιαίος φόρος θα επιβάλλεται με σχετικά χαμηλό συντελεστή έτσι ώστε η φορολογική υποχρέωση να καλύπτεται από το εισόδημα του φορολογούμενου και να μην τον αναγκάζει να πληρώσει το φόρο από την περιουσία, γεγονός που θα τον οδηγούσε σε ρευστοποίηση ακίνητων περιουσιακών στοιχείων, ενώ θα προβλεφθούν και αφορολόγητα ποσά ανάλογα με το ύψος της ακίνητης περιουσίας ή τα εισοδήματα των ιδιοκτητών.



Σημειώνεται ότι σήμερα όλοι οι φορολογούμενοι επιβαρύνονται με κάποιους φόρους που επιβάλλονται στα ακίνητα, μέσω των λογαριασμών της ΔΕΗ, όπως το Τέλος Ακίνητης Περιουσίας. Ο νέος φόρος σύμφωνα με παράγοντες της αγοράς θα προσδιορίζεται βάσει της αντικειμενικής αξίας του ακινήτου.

Από τον ενιαίο φόρο θα εξαιρεθούν αρκετές κατηγορίες ακινήτων όπως επίσης και το ελληνικό Δημόσιο. Επίσης, θα απαλλαγούν διάφορα νομικά πρόσωπα που δεν έχουν κερδοσκοπικό χαρακτήρα και τα ξένα κράτη για τα ακίνητα που χρησιμοποιούν ως πρεσβείες και προξενεία. Παράλληλα, θα εξαιρεθούν βιομηχανικά ακίνητα που βρίσκονται σε περιοχές που το κράτος επιθυμεί να ενισχύσει καθώς και τα διατηρητέα.

Β) Πλήρης κατάργηση του φόρου μεταβίβασης και αντικατάστασής του με ένα τέλος που θα αντιστοιχεί στο 1% της αξίας του ακινήτου. Στην κλίμακα κληρονομιών, γονικών παροχών και δωρεών για συγγενείς 1<sup>ου</sup> βαθμού, το αφορολόγητο όριο ανέρχεται προς στο παρόν στις €90 χιλ., στο κλιμάκιο των €25 χιλ. (φορολογητέα περιουσία €120 χιλ.) επιβάλλεται συντελεστής 5%, στο κλιμάκιο €145 χιλ. (φορολογητέα περιουσία €265 χιλ.) επιβάλλεται συντελεστής φορολογίας 10% και στο υπερβάλλον, συντελεστής 20%.

Γ) Πλήρης φορολογική απαλλαγή για αγορά 1<sup>ης</sup> κατοικίας. Προς το παρόν στην πρώτη κατοικία τα αφορολόγητα όρια διαμορφώνονται στις €90 χιλ. για τον άγαμο και στις €138 χιλ. για το έγγαμο. Το αφορολόγητο διευρύνεται κατά €28. χιλ. για κάθε ένα από τα δυο πρώτα παιδιά και κατά €42 χιλ. για κάθε ένα από τα επόμενα.[27]

- **Πώληση και ταυτόχρονη μίσθωση ακινήτων του Δημοσίου, μακροχρόνιες και χρηματοδοτικές μισθώσεις του Δημοσίου**

Μεγαλύτερη ευελιξία για την αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του αποκτά το Δημόσιο με το νομοσχέδιο για το sale and lease back. Ειδικότερα, το Δημόσιο θα μπορεί στο εξής να μεταβιβάσει ακίνητα που του ανήκουν χωρίς να αποξενωθεί από αυτά, καθώς θα έχει τη δυνατότητα να τα μισθώνει και να επανακτά την κυριότητά

τους μετά από ένα ορισμένο χρονικό διάστημα. Πέραν αυτού θα μπορεί επίσης να κατασκευάσει ή να ανακατασκευάσει ακίνητα σε σύμπραξη με τον ιδιωτικό τομέα.

Σημειώνεται, ότι, με βάση την ισχύουσα νομοθεσία περί μισθώσεων, ο χρόνος της μίσθωσης περιορίζεται σε 12 έτη και το Δημόσιο στερείται ευελιξίας στις συμβάσεις. Με τις νέες ρυθμίσεις οι μισθώσεις θα μπορούν να φθάσουν μέχρι και τα 99 χρόνια, ενώ ιδιώτες θα μπορούν να αναλαμβάνουν τη συντήρηση, λειτουργία και ασφάλεια του κτιρίου που μισθώνεται. Για την επίτευξη του γενικότερου στόχου της αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας παρέχονται σημαντικές φοροαπαλλαγές σε όσες εταιρείες συνάπτουν σχετικές συμβάσεις με το Δημόσιο, αλλά και κίνητρα για συγχωνεύσεις και εξαγορές στον κλάδο των εταιρειών που επενδύουν σε ακίνητη περιουσία. Ειδικά για τις εταιρείες αυτές αυξάνεται στο 80% το κατώτατο ποσοστό επένδυσης σε ακίνητα, ενώ διευρύνεται στο 50% του ενεργητικού τους το όριο δανεισμού για επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία.

Αναλυτικότερα οι βασικές αλλαγές που επέρχονται με τις διατάξεις του νομοσχεδίου «Πώληση και ταυτόχρονη μίσθωση ακινήτων του Δημοσίου, μακροχρόνιες και χρηματοδοτικές μισθώσεις του Δημοσίου», έχουν ως εξής:

Θεσπίζονται νέες μορφές συμβάσεων:

α) Η μεταβίβαση του ακινήτου σε ιδιώτη με την ταυτόχρονη μίσθωσή του από το Δημόσιο ή από άλλο φορέα του δημοσίου τομέα.

β) Ο συνδυασμός της παραπάνω σύμβασης με την ανάληψη από τον ιδιώτη της υποχρέωσης να προβεί σε κατασκευές επί του ακινήτου.

γ) Η μακροχρόνια μίσθωση, η οποία διακρίνεται από τις μισθώσεις του ισχύοντος Ν. 3130/2003 βάσει της διάρκειάς της και μπορεί να φθάσει τα 99 χρόνια.

δ) Η μικτή σύμβαση που μπορεί να συνδυάζει στοιχεία όλων των ανωτέρω μορφών συμβάσεων.

Για τη σύναψη των συμβάσεων αυτών και εφόσον το αντικείμενό τους περιλαμβάνει μεταβίβαση ή παραχώρηση δικαιώματος επί ακινήτου, προβλέπεται απόφαση της Διυπουργικής Επιτροπής Αποκρατικοποιήσεων.

- Παρέχεται η δυνατότητα στις εταιρείες που ανήκουν στον δημόσιο τομέα, να συνάπτουν τις παραπάνω συμβάσεις, με την προϋπόθεση ότι προσχέδιό τους έχει

συμπεριληφθεί στα επιχειρησιακά σχέδιά τους που εγκρίνονται από τη Διυπουργική Επιτροπή ΔΕΚΟ.

- Δίνεται η δυνατότητα στα ΝΠΔΔ (εξαιρούνται οι Οργανισμοί Τοπικής Αυτοδιοίκησης και οι Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης) να κάνουν χρήση των παραπάνω συμβατικών μορφών μισθώσεων.

- Προβλέπεται η δυνατότητα να αναλαμβάνει ο ιδιώτης τη συντήρηση, λειτουργία, ασφάλιση κ.λπ. του κτιρίου που μισθώνεται. Δίνεται έτσι η δυνατότητα της μείωσης του συνολικού κόστους για το Δημόσιο ή του φορέα του δημοσίου τομέα, λόγω των οικονομιών κλίμακας που μπορεί να επιτύχει ο ιδιώτης. Η διαδικασία επιλογής του ιδιώτη αντισυμβαλλόμενου γίνεται με διαγωνισμό.

- Θεσπίζεται η ευκολότερη διαδικασία ενεχυρίασης ή εκχώρησης των απαιτήσεων από τις συμβάσεις αυτές, έτσι ώστε να διευκολύνεται η δανειακή χρηματοδότηση του ιδιώτη αντισυμβαλλόμενου του Δημοσίου, με έμμεσο αποτέλεσμα τη μείωση του συνολικού κόστους της σύμβασης για το Δημόσιο.

- Προβλέπεται η δυνατότητα σύστασης εταιρειών που θα ανήκουν στο σύνολό τους η εν μέρει στον δημόσιο τομέα και που θα ενεργούν ως αντισυμβαλλόμενοι του Δημοσίου στις συμβάσεις αυτές.

- Προβλέπεται ότι η εκτίμηση της αξίας ακινήτων που εισφέρονται ή πωλούνται σε φορείς του δημοσίου τομέα που είναι ανώνυμες εταιρείες να γίνεται από ορκωτούς εκτιμητές.

- Προβλέπεται η απαλλαγή των συμβάσεων που συνάπτει το Δημόσιο και τα ΝΠΔΔ από έμμεσους φόρους, καθώς και απαλλαγή του αντισυμβαλλόμενου του Δημοσίου από τον ειδικό φόρο επί των ακινήτων. Σκοπός των διατάξεων αυτών είναι η μείωση του τελικού κόστους για το Δημόσιο και η ίση αντιμετώπιση όλων των ενδεχόμενων αντισυμβαλλόμενων του Δημοσίου, αφού ορισμένες κατηγορίες των αντισυμβαλλόμενων του Δημοσίου απαλλάσσονται από τους φόρους σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις και δεν κρίνεται επιθυμητό οι φορείς αυτοί να έχουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι των υπολοίπων.

- Παρέχεται η δυνατότητα στο Δημόσιο (μέσω της Κτηματικής Εταιρίας του Δημοσίου) να συνάπτει, ως μισθωτής, συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης.[28]

#### • **Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και Αμοιβαία Κεφάλαια Ακινήτων**

Οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (ΕΕΑΠ) και τα αμοιβαία κεφάλαια ακινήτων αποτελούν δύο νέους θεσμούς στην Ελλάδα, εκ των οποίων ο πρώτος βρίσκεται στα πρώτα στάδια της ανάπτυξης και ο δεύτερος σε φάση διερεύνησης

από τις εταιρείες του κλάδου. Η πρώτη νομοθετική πρόβλεψη ήρθε με το νόμο 2778/1999, τροποποιήθηκε με το νόμο 2892/2001 και στη συνέχεια τροποποιήθηκε εκ νέου με τον νόμο 2992/2002, για να καταλήξουμε στο νόμο 3581/2007 (άρθρα 17 & 18) ο οποίος θέτει τη βάση για την πρακτική εφαρμογή του Ν.2778/1999. Εποπτεύουσα αρχή και για τα δύο είδη επιχειρήσεων είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία στα πλαίσια λειτουργίας των εν λόγω εταιρειών και της ρύθμισης διαφόρων θεμάτων, εξέδωσε τέσσερις σχετικές αποφάσεις. Οι αποφάσεις αυτές αφορούν το ελάχιστο ύψος του μετοχικού κεφαλαίου των Ανώνυμων ΕΕΑΠ (7/149/25-7-2002) και του αρχικού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας (8/249/25/-7-2002), που ορίζεται σε €29,35 εκ. και για τα δύο, καθώς και το περιεχόμενο των ασφαλιστικών συμβολαίων των ακινήτων (7/259/19-12-2002) και της εξαμηνιαίας έκθεσης και της κατάστασης επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (8/259/19-12-2002).

Οι δύο αυτές μορφές εταιρειών αναφέρονται ως εταιρείες κλειστού τύπου (ΕΕΑΠ) και ανοικτού τύπου (αμοιβαία κεφάλαια ακινήτων) και υποχρεούνται να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Στις εταιρείες της πρώτης μορφής (ΕΕΑΠ), οι συναλλαγές των μετοχών δεν επηρεάζουν το κεφάλαιό τους, ενώ στις εταιρείες ανοικτού τύπου οι συναλλαγές στα μερίδιά τους μεταβάλλουν το ενεργητικό τους. Το χαρτοφυλάκιο μιας ΕΕΑΠ θα πρέπει να αποτιμάται ανά εξάμηνο από Ορκωτό Εκτιμητή του Σώματος Ορκωτών Εκτιμητών. Η συγκεκριμένη αποτίμηση θα αποτελεί τη βάση για τη σύνταξη της κατάστασης επενδύσεων που δημοσιεύει η εταιρεία ανά εξάμηνο. Επίσης, τα ακίνητα που αγοράζει ή πουλάει η ΕΕΑΠ, θα πρέπει να αποτιμώνται προηγουμένως από τον Ορκωτό Εκτιμητή της εταιρείας, ενώ δε θα επιτρέπεται η απόκτηση/πώληση ακινήτου σε αξία μεγαλύτερη/μικρότερη από αυτή που αποτιμάται από τον Ορκωτό Εκτιμητή. Επίσης, λόγω της μεταβολής του φορολογικού πλαισίου στις συμβάσεις sale & lease back, οι εν λόγω τοποθετήσεις κεφαλαίων, σε αρκετές περιπτώσεις, αποτελούν επικρατέστερη λύση.

Από τις έξι (6) αιτήσεις που είχαν κατατεθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, για τη σύσταση εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία έγκριση για σύσταση παραχωρήθηκε σε τρεις, ενώ σήμερα με τη συγκεκριμένη μορφή λειτουργούν δύο και συγκεκριμένα, η Eurobank Properties ΑΕΕΑΠ και η Πειραιώς Επενδύσεις Ακίνητης Περιουσίας ΑΕΕΑΠ. Οι προαναφερθείσες εταιρείες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Αρχικά είχε εξασφαλίσει έγκριση η εταιρεία «Alpha Επαγγελματικών Ακινήτων ΑΕ», στην οποία συμμετείχε κατά 60% ο όμιλος Alpha Bank και κατά 40% ο όμιλος της Ελληνικής Τεχνοδομικής. Όμως το συγκεκριμένο

σχήμα τελικά δεν δραστηριοποιήθηκε και η προαναφερθείσα εταιρεία τέθηκε σε εκκαθάριση. Στη συνέχεια, έγκριση έλαβε ο όμιλος Πειραιώς που μετέτρεψε την εταιρεία Antium ΑΕ σε Πειραιώς Επενδύσεις Ακίνητης Περιουσίας ΑΕΕΑΠ». Από την πλευρά του δημοσίου, την πρώτη κίνηση για τη δημιουργία εταιρειών αυτής της μορφής πραγματοποίησε η Κτηματική Εταιρεία του Δημοσίου, συστήνοντας την «Επενδυτική Ακινήτων –ΚΕΔ ΑΕ». Στο σχήμα του δημοσίου συμμετέχει με ποσοστό 10% σε κινητές αξίες και το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων. [29]

#### 4.5 Συνθήκες Ανταγωνισμού

Σε γενικές γραμμές ο κλάδος της ακίνητης περιουσίας χαρακτηρίζεται από μεγάλη διασπορά επιχειρήσεων. Το παρόν κεφάλαιο παρουσιάζει τα στοιχεία που σκιαγραφούν την προσφορά του κλάδου. Σε αυτά τα πλαίσια παρατίθενται στοιχεία για τη δομή και διάρθρωση του κλάδου.

##### 4.5.1 Δομή και Διάρθρωση του Κλάδου

Ο κλάδος της κτηματαγοράς και ακίνητης περιουσίας βρίσκεται σε φάση ανάπτυξης στην Ελλάδα, με κύρια χαρακτηριστικά την είσοδο νέων επιχειρήσεων στην αγορά και την επέκταση των δραστηριοτήτων από ήδη υφιστάμενες. Ο κλάδος αποτελείται από μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων με διαφοροποιημένες υπηρεσίες. Το εύρος των δραστηριοτήτων αρκετών επιχειρήσεων είναι μεγάλο, με συνέπεια (ορισμένες φορές) να καθίσταται δυσχερής η κατάταξή τους σε κάποιο τομέα του real estate.

Το ισχύον θεσμικό πλαίσιο (φορολογικό, νομικό, κλπ.) δεν ενθαρρύνει την είσοδο ξένων εταιρειών στην ελληνική αγορά. Μάλιστα ορισμένες από αυτές έχουν πιο ισχυρή παρουσία σε γειτονικές χώρες, οι οποίες βρίσκονται σε χαμηλότερο επίπεδο ανάπτυξης. Από την άλλη πλευρά, οι ελληνικές επιχειρήσεις επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους στα Βαλκάνια, εκμεταλλευόμενες την τεχνογνωσία που διαθέτουν και τα πλεονεκτήματα που τους παρέχει το μεγαλύτερο μέγεθος σε σχέση με τις τοπικές αντίστοιχες εταιρείες.

Όπως προκύπτει από τα σχετικά στοιχεία, στο μητρώο επιχειρήσεων περιλαμβάνονται: 521 εταιρείες ανάπτυξης και πώλησης ακίνητης περιουσίας, 293 επιχειρήσεις αγοραπωλησίας ιδιόκτητων ακινήτων, 1.051 επιχειρήσεις εκμίσθωσης ιδιόκτητων ακινήτων, 3.118 μεσιτικά γραφεία και 182 εταιρείες διαχείρισης ακίνητης περιουσίας. Ο κύκλος εργασιών της πρώτης κατηγορίας, στο σύνολο της χώρας, ανήλθε το 2003 σε €166,3 εκ., της δεύτερης κατηγορίας σε €42,7 εκ., της τρίτης κατηγορίας σε €143,3 εκ., της τέταρτης σε €42,1 εκ. και της πέμπτης σε €58,1 εκ.[30]

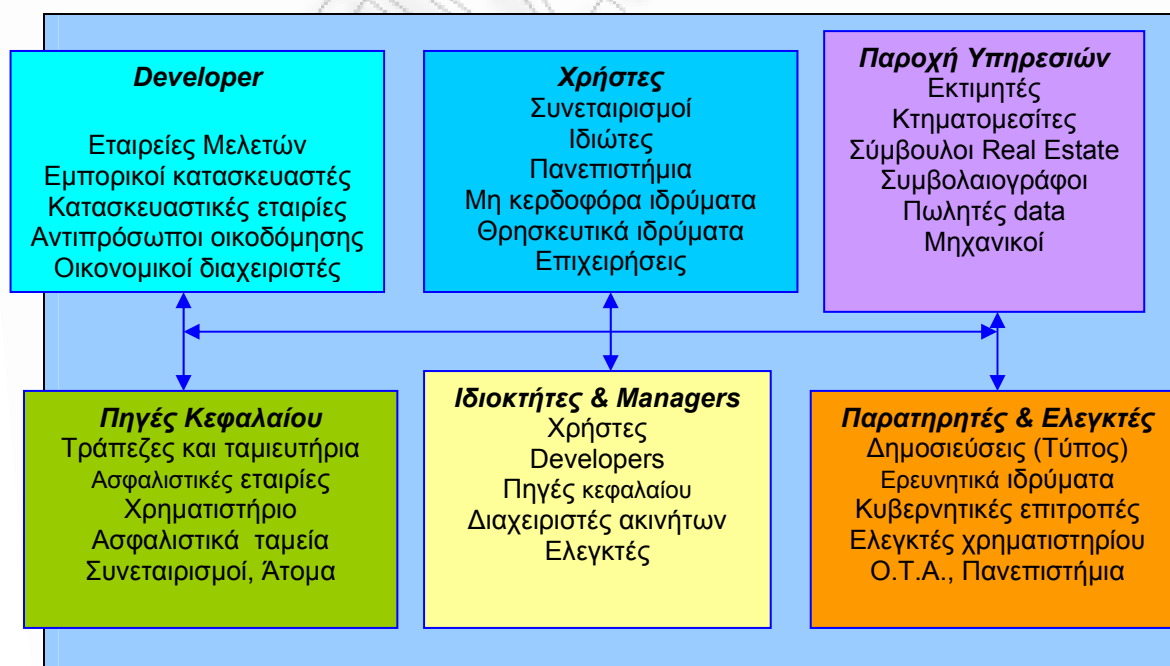
#### 4.5.2 Προσφορά Υπηρεσιών

Με βάση τη φύση των υπηρεσιών που προσφέρουν, οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο κατατάσσονται στις εξής κατηγορίες: μεσίτες, σύμβουλοι ακίνητης περιουσίας και διαχείρισης ακινήτων, επιχειρήσεις ανάπτυξης ακινήτων και επενδύσεων σε ακίνητα και εκμισθωτές ακινήτων. Επισημαίνεται, ότι η κατηγοριοποίηση των επιχειρήσεων έχει γίνει ανάλογα με τον κύριο τομέα δραστηριότητάς τους. Ο υποκλάδος της ανάπτυξης ακινήτων είναι πολύ δυναμικός και παρατηρείται συνεχής είσοδος νέων επιχειρήσεων σε αυτόν. Αρκετές είναι οι τεχνικές εταιρείες που εισέρχονται στον κλάδο του real estate, είτε οι ίδιες, είτε μέσω θυγατρικών επιχειρήσεων που ιδρύονται για το σκοπό αυτό. Επιπλέον, αρκετές τράπεζες έχουν δημιουργήσει θυγατρικές επιχειρήσεις με σκοπό την αξιοποίηση και εκμετάλλευση των ακινήτων.

Κύριος στόχος του κλάδου της ανάπτυξης και αξιοποίησης ακινήτων είναι η δημιουργία υπεραξίας κατά το σχεδιασμό, την εκτέλεση και την εκμετάλλευση του ακινήτου. Η αξιολόγηση της επιτυχημένης ανάπτυξης περιλαμβάνει ταχεία και υψηλή απόδοση των επενδυσόμενων κεφαλαίων. Το διάγραμμα 4.3 περιλαμβάνει τις βασικές ομάδες που συμμετέχουν στο χώρο του Real Estate.

**Διάγραμμα 4.3**

**Βασικές ομάδες συμμετοχής στον κλάδο**



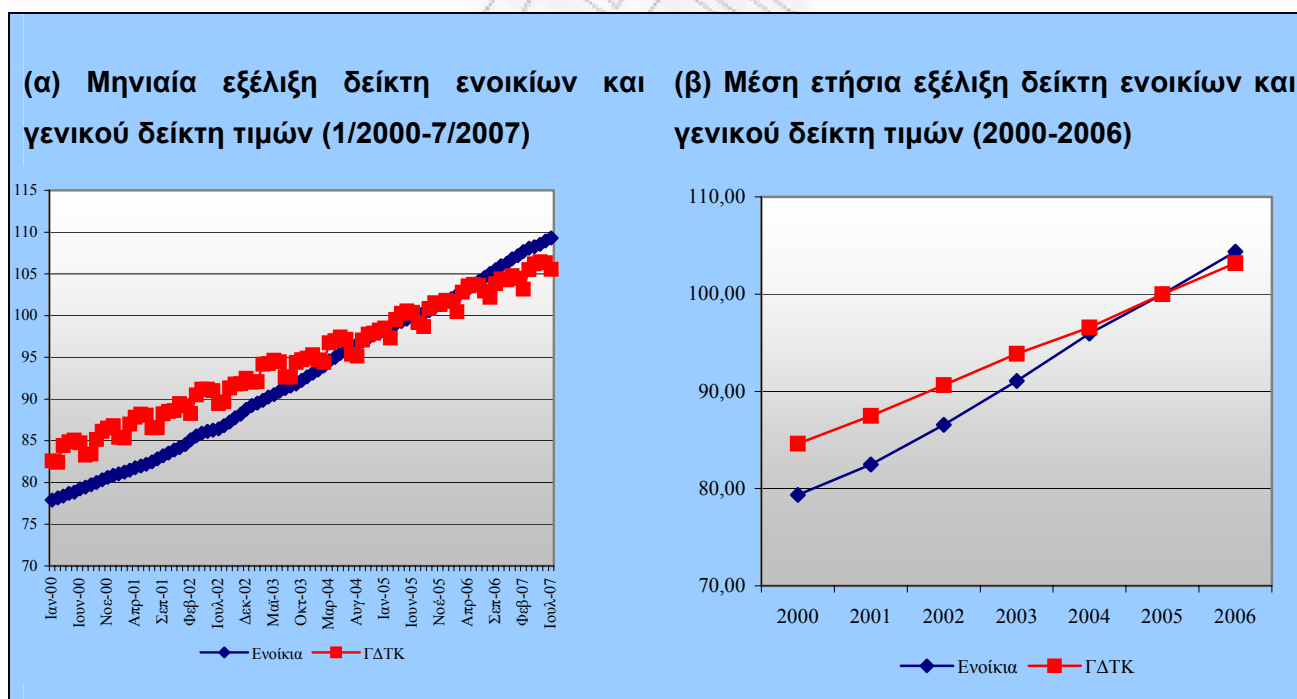
Πηγή: Real Estate, Π. Ζαντέλης, Εκδόσεις Παπασωτηρίου 2001

### 4.5.3 Εγχώρια Αγορά Ακινήτων

Στο παρόν κεφάλαιο εξετάζεται το μέγεθος της αγοράς, όπως αυτό υπολογίζεται βάσει στοιχείων των Εθνικών Λογαριασμών της ΕΣΥΕ, η πορεία του δείκτη τιμών ενοικίων, καθώς και μια συνοπτική αναφορά στην αγορά γραφειακών χώρων, επαγγελματικών ακινήτων και κέντρων logistics.

Το πραγματικό μέγεθος της εγχώριας αγοράς ακινήτων, ωστόσο, είναι δύσκολο να εκτιμηθεί, καθώς υπάρχει μεγάλη έλλειψη στατιστικών δεδομένων. Η μεταβολή των ενοικίων, η οποία εξαρτάται άμεσα από την πορεία των τιμών των ακινήτων, αποτελεί μια έμμεση ένδειξη για τις επικρατούσες τάσεις. Το διάγραμμα 4.4 απεικονίζει τη εξέλιξη του Γενικού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΓΔΤΚ) και του δείκτη ενοικίων τη χρονική περίοδο Ιανουάριος 2000 – Ιούλιος 2007, καθώς και τη μηνιαία μεταβολή του δείκτη τιμών των ενοικίων για το ίδιο χρονικό διάστημα.

**Διάγραμμα 4.4**  
**Δείκτης τιμών καταναλωτή και ενοικίων**



Πηγή: ΕΣΥΕ

Σε γενικές γραμμές τόσο ο δείκτης τιμών των ενοικίων όσο και ο γενικός δείκτης τιμών καταναλωτή ακολούθησαν ανοδική πορεία τη χρονική περίοδο Ιανουάριος



2000 – Ιούλιος 2007. Ειδικότερα, τον Ιούλιο του 2007 ο δείκτης τιμών ενοικίων διαμορφώθηκε σε 109,30 (από 77,91 τον Ιανουάριο 2000), ενώ ο γενικός δείκτης τιμών καταναλωτή ανήλθε σε 105,55 (από 82,6 τον Ιανουάριο 2000). Χαρακτηριστικό της πορείας των δυο δεικτών είναι ότι για την περίπτωση των ενοικίων η πορεία του κατά την εξεταζόμενη περίοδο είναι πολύ πιο ομαλή σε σύγκριση με εκείνη του ΓΔΤΚ η οποία παρουσιάζει πιο έντονες μεταβολές από μήνα σε μήνα. Όπως φαίνεται από το διάγραμμα 4.4 ο ρυθμός ανόδου του δείκτη τιμών ενοικίων παρουσιάζεται σταθερά υψηλότερος από τον αντίστοιχο ρυθμό μεταβολής του Γενικού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή από τον Ιούνιο του 2006 και έκτοτε. Οι εν λόγω δείκτες κινήθηκαν σχεδόν παράλληλα από το 2ο εξάμηνο του 2004 και έως το 1ο εξάμηνο του 2006, ενώ από το αρχές του 2000 και μέχρι τον Ιούλιο του 2004 ο δείκτης των ενοικίων βρισκόταν σταθερά χαμηλότερα από τον αντίστοιχο δείκτη τιμών καταναλωτή. [31]

Ο πίνακας 4.8 που ακολουθεί απεικονίζει την εξέλιξη του Α.Ε.Π., της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας του κλάδου “διαχείριση ακίνητης περιουσίας, εκμισθώσεις και επιχειρηματικές δραστηριότητες” και της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας του υποκλάδου διαχείρισης ακίνητης περιουσίας, την περίοδο 2000-2005.

**Πίνακας 4.8**  
**Εξέλιξη Α.Ε.Π. - Ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας του κλάδου**  
**(2000 -2005)**

	2000*	2001*	2002*	2003*	2004*	2005*
<b>Α.Ε.Π.</b>	124.388	133.105	143.482	155.543	168.417	181.088
Κλάδος Κ <b>Διαχείριση Ακίνητης Περιουσίας, Εκμισθώσεις και Επιχειρηματικές Δραστηριότητες</b>	21.825	23.365	25.626	27.713	29.188	31.620
Κλάδος Κ Υποκλάδος 70 <b>Διαχείριση Ακίνητης Περιουσίας</b>	14.590	15.431	16.541	17.771	19.179	20.383

Αξία σε € εκ., τρέχουσες τιμές

\*Προσωρινά Στοιχεία

Πηγή: ΕΣΥΕ - Εθνικοί Λογαριασμοί / ΥΠΕΘΟ

Όπως έχει ήδη προαναφερθεί, από πλευράς στατιστικής ταξινόμησης οι δραστηριότητες που αφορούν την ακίνητη περιουσία περιλαμβάνονται στον υποκλάδο 70 (Δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία), του κλάδου Κ (Διαχείριση ακίνητης περιουσίας, εκμισθώσεις και επιχειρηματικές δραστηριότητες). Ανάλογη ταξινόμηση χρησιμοποιείται και για την κατάρτιση των Εθνικών Λογαριασμών, όπου παρουσιάζονται όμως και ορισμένες διαφοροποιήσεις. Στην ταξινόμηση ΣΤΑΚΟΔ 91, ο ζητούμενος υποκλάδος 70 του κλάδου Κ αναλύεται σε 701 (Δραστηριότητες σχετικές με ακίνητη περιουσία, οι οποίες αφορούν ιδιόκτητα ακίνητα), 702 (Εκμίσθωση ιδιόκτητων ακινήτων) και 703 (Διαχείριση ακίνητης περιουσίας έναντι αμοιβής ή βάσει σύμβασης). Στους Εθνικούς Λογαριασμούς ο κλάδος 70 αναλύεται σε 70<sup>A</sup> (Διαχείριση ακίνητης περιουσίας έναντι αμοιβής ή βάσει σύμβασης) και 70<sup>B</sup> (Εκμισθώσεις ακινήτων). Επομένως, γίνεται φανερή η αντιστοιχία μεταξύ 702 - 70<sup>B</sup> και 703 - 70<sup>A</sup>. Οι δραστηριότητες που περιλαμβάνονται στον κωδικό 701 της ταξινόμησης ΣΤΑΚΟΔ δεν υπολογίζονται στην προστιθέμενη αξία του υπο-κλάδου 70 από τους Εθνικούς Λογαριασμούς, είναι δε ιδιαίτερα δυσχερής ο διαχωρισμός αυτών από λοιπές δραστηριότητες και ο υπολογισμός τους. [32]

Σημειώνεται ότι δεν είναι δυνατόν να παρατεθούν στοιχεία για το έτος 2006 και 2007 δεδομένου ότι οι Εθνικοί Λογαριασμοί τελούν υπό αναθεώρηση από τις αρμόδιες υπηρεσίες. Τα στοιχεία που εμφανίζονται στον πίνακα 4.8 αφορούν δεδομένα πριν την αναθεώρηση.

Σύμφωνα με τα στοιχεία του πίνακα 4.8, το χρονικό διάστημα 2000-2005, η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία από δραστηριότητες σχετικές με την ακίνητη περιουσία (σε τρέχουσες τιμές) παρουσίασε αυξητική πορεία καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο. Πιο συγκεκριμένα ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής για τον κλάδο Κ διαμορφώθηκε στα ίδια σχεδόν επίπεδα με εκείνον του Α.Ε.Π. σε τρέχουσες τιμές (7,7% και 7,8% αντίστοιχα). Ο αντίστοιχος δείκτης για τον υπο-κλάδο 70 διαμορφώθηκε σε ελαφρώς χαμηλότερα επίπεδα (6,9%) την ίδια περίοδο. Ειδικότερα, η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία για τον κλάδο Κ σημείωσε τη μεγαλύτερη ποσοστιαία άνοδο το 2002 με 9,7%, ενώ για τον υπο-κλάδο 70 το 2004 με 7,9%. Το 2005/04 η αύξηση που αντιστοιχεί στον κλάδο Κ ανήλθε σε 8,3% ενώ η αντίστοιχη αύξηση για τον υπο-κλάδο 70 ήταν 6,3%. Το ποσοστό συμμετοχής του κλάδου Κ στο Α.Ε.Π. κατά την εξεταζόμενη περίοδο κυμάνθηκε από 17,3% έως 17,9%, σημειώνοντας την υψηλότερη τιμή το 2003 (17,9%). Αντίστοιχα, το ποσοστό συμμετοχής του υπο-κλάδου 70 στο κλάδο Κ κατά την εξεταζόμενη περίοδο κυμάνθηκε από 64,1% έως 66,8%, σημειώνοντας την υψηλότερη τιμή το 2000 (66,8%).

Στον πίνακα 4.9 παρουσιάζεται ο δείκτης τιμών κατοικιών που έχει καταρτίσει η Τράπεζα της Ελλάδος για το σύνολο των αστικών περιοχών, την Αθήνα και τις λοιπές αστικές περιοχές. Για το σύνολο των αστικών περιοχών ο δείκτης τιμών κατοικιών ανήλθε 214,5 το 2005 (ποσοστιαία αύξηση κατά 10,9% σε σχέση με το 2004). Το 2005 για την περιοχή της πρωτεύουσας ο δείκτης τιμών κατοικιών διαμορφώθηκε σε 230,8 από 212,4 το 2003 (ποσοστό αύξησης 8,6%), ενώ για τις λοιπές αστικές περιοχές το 2006 ανήλθε σε 304,2 (αντίστοιχος δείκτης για το 2005 ανήλθε σε 269,3 παρουσιάζοντας αύξηση 13% έναντι της προηγούμενης περιόδου). Ειδικότερα για τις λοιπές αστικές περιοχές το πρώτο τρίμηνο του τρέχοντος έτους ο εν λόγω δείκτης διαμορφώθηκε σε 314,7 παρουσιάζοντας αύξηση 0,3% έναντι της αντίστοιχης περιόδου του προηγούμενου έτους.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9**  
**Δείκτης τιμών κατοικιών**  
**(1999-2007)**

Περίοδος	Αστικές περιοχές		Αθήνα*		
	Αστικές σύνολο*	Έναντι προηγού- μενης περιόδου (%)	Δείκτης 1997=100	Έναντι προηγού- μενης περιόδου (%)	Έναντι αντίστοιχης περιόδου προηγού- μενου έτους (%)
1999	124,5	8,9	129,6	12,2	12,2
2000	137,6	10,5	149,1	15,1	15,1
2001	157,5	14,4	175,4	17,6	17,6
2002	179,3	13,9	203,8	16,2	16,2
2003	189	5,4	211,9	4	4
2004	193,4	2,3	212,4	0,3	0,3
2005	214,5	10,9	230,8	8,6	8,6
2006	205,2	3,6	223,7	2	6,6
2007	-	-	-	-	-

Πηγή: Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Τράπεζα της Ελλάδος, Νοέμβριος 2007

#### 4.5.4 Πωλήσεις και Κέρδη παρελθουσών χρήσεων

Στη συνέχεια παρουσιάζονται οι πωλήσεις των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον κλάδο του real estate για το χρονικό διάστημα 2003-2007. Επισημαίνεται ότι, παρουσιάζονται οι επιχειρήσεις για τις οποίες υπάρχουν διαθέσιμα δημοσιευμένα στοιχεία. Οι πωλήσεις των αναφερόμενων εταιρειών αφορούν το σύνολο της δραστηριότητάς τους, που κατά περίπτωση περιλαμβάνει και άλλες δραστηριότητες (σε διαφορετικό βαθμό ανάλογα με την επιχείρηση).

Οι συνολικές πωλήσεις των επιχειρήσεων ανάπτυξης ακινήτων διαμορφώθηκαν σε €1.523,4 εκατ. το 2007 από €1.264,2 εκατ. το 2006, παρουσιάζοντας αύξηση (σε απόλυτα μεγέθη) €259,3 εκ. (ποσοστιαία αύξηση κατά 20,5%). Επισημαίνεται ότι στα στοιχεία περιλαμβάνονται και πωλήσεις ορισμένων εταιρειών των οποίων η κύρια δραστηριότητα αφορά τον κλάδο των τεχνικών έργων. Οι εν λόγω εταιρείες παρουσιάζουν στους ισολογισμούς τους, πέραν των πωλήσεών τους και συνολικό κύκλο εργασιών (που περιλαμβάνει και έσοδα από κοινοπραξίες). [33]

Τη μεγαλύτερη αύξηση του κύκλου εργασιών της σε απόλυτα μεγέθη το διάστημα 2007/06, παρουσίασε η επιχείρηση: Lamda Olympia Village A.E. (κατά €42,9 εκ.). Τη μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση του κύκλου εργασιών το διάστημα 2006/05, παρουσίασαν η Πυλαία A.E. (331%) και η Lamda Olympia Village A.E. (182,4%).

#### 4.6 Τιμές Μετοχών

Η αγορά ακινήτων παρουσιάζει ιδιαίτερο επενδυτικό ενδιαφέρον στην Ελλάδα, καθώς οι τιμές γης και ακινήτων διακρίνονται από ανθεκτικότητα και οι εταιρείες ανάπτυξης ακινήτων εξακολουθούν να διευρύνουν τις δραστηριότητές τους και να βελτιώνουν τη διάρθρωση των εσόδων τους, στοχεύοντας στην ανάδειξη μιας σημαντικής εταιρικής αξίας. Η δε ενίσχυση του θεσμικού πλαισίου αναμένεται να υποστηρίξει στο μέλλον ένα ευρύτερο πεδίο δραστηριοποίησης για τους ενδιαφερόμενους στην ελληνική αγορά ακινήτων – όπως για παράδειγμα τη λειτουργία εξειδικευμένων αμοιβαίων κεφαλαίων. Στα πλαίσια αυτά καθίσταται ολοένα και εντονότερη η ανάγκη αποτίμησης των εταιρειών ανάπτυξης ακινήτων – ιδιαίτέρως εκείνων που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών – σε μια προσπάθεια να διαπιστωθεί η ποιότητα των χαρτοφυλακίων ακινήτων τους, αλλά και να διερευνηθεί η ύπαρξη ενδεχόμενων υπεραξιών.[34]

Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί, ότι οι εταιρείες ανάπτυξης ακινήτων παρουσιάζουν ορισμένες διαφορές μεταξύ τους και η σύγκρισή τους τείνει να παρουσιάζει αδυναμίες. Για το λόγο αυτό θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη παράγοντες όπως το μέγεθος του χαρτοφυλακίου ακινήτων, το μείγμα των ακινήτων, η ύπαρξη περιουσιακών στοιχείων, τα οποία βρίσκονται υπό εκτέλεση κ.λ.π.[35 ]

Σε γενικές γραμμές, η ζήτηση για μετοχές των εταιρειών συμβούλων και εταιρειών ανάπτυξης και εκμετάλλευσης ακινήτων είναι σταθερή, λόγω των υψηλών μερισματικών αποδόσεων. Αρκετές από αυτές είναι υψηλής κεφαλαιοποίησης και παρουσιάζουν κερδοφορία άνω του μέσου όρου της αγοράς. Υπάρχει, εξάλλου, ώθηση από τη σύσταση των νέων επενδυτικών οχημάτων εταιρειών εκμετάλλευσης ακινήτων (Real Estate Investment Trusts), κυρίως στην Ευρώπη. Επιπλέον, οι τιμές των μετοχών τους και ο δείκτης τιμών προς κέρδη ανά μετοχή (P/E), σταδιακά αυξάνονται, φανερώνοντας την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού προς τις επιχειρήσεις του κλάδου. [36]

Από την άλλη πλευρά όμως, δε θα πρέπει να παραληφθεί, ότι ο κλάδος είναι επιρρεπής απέναντι στους κύκλους της οικονομίας, και εξαρτάται από το γενικότερο μακροοικονομικό περιβάλλον, το επίπεδο της προσφοράς, τα επιτόκια, τη νομοθεσία και το φορολογικό πλαίσιο.[37]

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. ICAP A.E., Κλαδική Μελέτη Real Estate, Νοέμβριος 2007, σελ: 10.
2. Colliers International, Market Research Department, Southeast Europe Real Estate Review 2006, [www.colliers.com](http://www.colliers.com), σελ. 47-48.
3. ICAP A.E., Κλαδική Μελέτη Real Estate, Νοέμβριος 2007, σελ: 3 – 4.
4. Υπουργείο Ανάπτυξης, Γενική Γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας, Στατιστικά στοιχεία ΕΤΑ, ΣΤΑΚΟΔ, [www.gsrt.gr](http://www.gsrt.gr).
5. Colliers International, Market Research Department, Retail Market Overview, Α' εξάμηνο 2007, σελ. 2.
6. ICAP A.E., Κλαδική Μελέτη Real Estate, Νοέμβριος 2007, σελ. 10-12.
7. ICAP A.E., Κλαδική Μελέτη Real Estate, Νοέμβριος 2007, σελ. 20-21.
8. Press Release, Στρατηγικές Κλαδικές Μελέτες, απόσπασμα από κλαδική μελέτη Hellastat Κλάδος Ανάπτυξης και Εκμετάλλευσης Ακινήτων, [www.hellastat.gr](http://www.hellastat.gr), Δεκέμβριος 2007.
9. ICAP A.E., Κλαδική Μελέτη Real Estate, Νοέμβριος 2007, σελ. 21-22.
10. ICAP A.E., Κλαδική Μελέτη Real Estate, Νοέμβριος 2007, σελ. 22-25 και Colliers International, Market Research Department, Retail Market Overview, Α' εξάμηνο 2007, σελ. 1-4.
11. Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Τεύχος 105, 2007, σελ. 95.
12. ICAP A.E., Κλαδική Μελέτη Real Estate, Νοέμβριος 2007, σελ. 27-28 και Μάζης Παναγιώτης, Η Χρηματοδοτική Μίσθωση, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα 1999, σελ. 48-50.

13. «Όλα όσα πρέπει να ξέρετε για το Leasing», Η Καθημερινή, ειδική έκδοση, Μάρτιος 2002.
14. Γεωργιάδης Απόστολος, Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα 2000, σελ. 45-52.
15. Γενική Γραμματεία ΕΣΥΕ, [www.statistics.gr](http://www.statistics.gr).
16. Γενική Γραμματεία ΕΣΥΕ, [www.statistics.gr](http://www.statistics.gr).
17. Γενική Γραμματεία ΕΣΥΕ, [www.statistics.gr](http://www.statistics.gr).
18. Γενική Γραμματεία ΕΣΥΕ, [www.statistics.gr](http://www.statistics.gr).
19. Γενική Γραμματεία ΕΣΥΕ, [www.statistics.gr](http://www.statistics.gr).
20. McDonald Robert, «Χάνουμε το τρένο του real estate?» απόσπασμα από έρευνα, Business File, [www.economia.gr](http://www.economia.gr), Νοέμβριος 2007.
21. ICAP A.E., Κλαδική Μελέτη Real Estate, Νοέμβριος 2007, σελ. 9-16 και Colliers International, Market Research Department, Southeast Europe Real Estate Review 2006, [www.colliers.com](http://www.colliers.com), σελ. 53-73.
22. Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Γενική Γραμματεία Επενδύσεων και Ανάπτυξης, Νομοθετικό Πλαίσιο Επενδύσεων, Νόμος 3427/2005, <http://nomothesia.ependyseis.gr/eu-law/>.
23. Πανελλήνιος Ομοσπονδία Ιδιοκτητών Ακινήτων, [www.pomida.gr](http://www.pomida.gr).
24. Κτηματολόγιο Α.Ε., [www.ktimatologio.gr](http://www.ktimatologio.gr) και ICAP A.E., Κλαδική Μελέτη Real Estate, Νοέμβριος 2007, σελ. 17-19.
25. Γενικός Οικοδομικός Κανονισμός ΓΟΚ Ν. 1577/1985 όπως τροποποιήθηκε με τον Ν. 2831/9-13-06-2000 (ΦΕΚ 140<sup>Α</sup>), <http://library.tee.gr/>.
26. Παναγόπουλος Αθανάσιος, «Τα 20 'Μυστικά' του Ενιαίου Τέλους Ακινήτων», [www.capital.gr](http://www.capital.gr), 17 Δεκεμβρίου 2007, «'Τρέχουν' για το ενιαίο τέλος

- ακινήτων», ΗΜΕΡΗΣΙΑ, [www.imerisia.gr](http://www.imerisia.gr), 3 Μαρτίου 2008 και «Πόσο θα κοστίσει το Ενιαίο Τέλος Ακινήτων», Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, <http://portal.kathimerini.gr>, 9 Ιανουαρίου 2008.
27. Εφημερίδα της Κυβέρνησης, [www.mnec.gr](http://www.mnec.gr)/ και Σιωμόπουλος Κωνσταντίνος, «Με δημόσια ακίνητα ζεσταίνουν την αγορά», ΤΟ ΒΗΜΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗ, <http://tovima.dolnet.gr>, 3 Ιουνίου 2007.
28. Χριστοδουλάκης Νικόλαος, Ομιλία στην Ημερίδα: Η νέα πολιτική για την αξιοποίηση των Δημοσίων Ακινήτων, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, <http://www.mnec.gr>, 25 Ιουνίου 2003 και Λάμπρου Κωνσταντίνος, «Προς Σοφοκλέους οι πρώτες Επενδυτικές Ακινήτων», ΕΛΕΥΘΕΡΟΤΥΠΙΑ, <http://www.enet.gr>, 5 Απριλίου 2003.
29. Colliers International, Market Research Department, Retail Market Overview, Α' εξάμηνο 2007, σελ. 1-4.
30. Γενική Γραμματεία ΕΣΥΕ, [www.statistics.gr](http://www.statistics.gr).
31. Υπουργείο Ανάπτυξης, Γενική Γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας, Στατιστικά στοιχεία ΕΤΑ, ΣΤΑΚΟΔ, [www.gsrt.gr](http://www.gsrt.gr).
32. Colliers International, Market Research Department, Southeast Europe Real Estate Review 2006, [www.colliers.com](http://www.colliers.com), σελ. 45.
33. McDonald Robert, «Χάνουμε το τρένο του real estate?» απόσπασμα από έρευνα, Business File, [www.economia.gr](http://www.economia.gr), Νοέμβριος 2007.
34. Γεωργιάδης Νικόλαος, Οι μέθοδοι αποτίμησης των εταιριών ακινήτων και των περιουσιακών τους στοιχείων. Η εμπειρία της Ευρώπης, Investment Research and Analysis Journal, Ιανουάριος 2005, σελ. 7-9.
35. Danos and Associates, CB Richard Ellis, Market View, Athens Property View, Γ' τρίμηνο 2007, σελ. 12-14.
36. Colliers International, Market Research Department, Office Market Overview, Α' εξάμηνο 2007, σελ. 1-4.



**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**  
**ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**  
**ΚΛΑΔΟΥ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ**

**5.1. Γενικά**

Στο παρόν κεφάλαιο θα λάβει χώρα η παρουσίαση των εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών του κλάδου της ανάπτυξης ακινήτων. Αναλυτικότερα, οι εταιρείες, οι οποίες θα εξεταστούν, είναι οι ακόλουθες τέσσερις:

- LAMDA Development Ανώνυμη Εταιρεία Συμμετοχών και Αξιοποίησης Ακινήτων (LAMDA Development A.E.)
- Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε. (ΜΒΔΤ)
- R.E.D.S. Real Estate Development and Services (R.E.D.S.) και
- PASAL Ανώνυμος Εταιρία Αναπτύξεως Ακινήτων Α.Ε. (PASAL DEVELOPMENT S.A.)

Η παρουσίαση αφορά σε γενικά στοιχεία των εταιρειών, όπως έτος ίδρυσης, επωνυμία, διάρθρωση ομίλου, στρατηγική, έργα-επενδύσεις και οργανόγραμμα. Επιπλέον, περιλαμβάνει στατιστικά, καθώς και ιστορικά στοιχεία. Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί, ότι τα στοιχεία, τα οποία αφορούν στις εταιρείες και παρουσιάζονται στη συγκεκριμένη ενότητα, προσκομίσθηκαν από τα ετήσια δελτία χρήσης των εταιρειών, καθώς και από τις επίσημες ιστοσελίδες τους.

## **5.2. LAMDA Development Ανώνυμη Εταιρεία Συμμετοχών και Αξιοποίησης Ακινήτων (LAMDA Development A.E.)**

### **5.2.1. Γενικά**

Η LAMDA Development, εισηγμένη στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών, είναι εταιρεία συμμετοχών και δραστηριοποιείται στην ανάπτυξη, επένδυση και διαχείριση ακινήτων στην Ελλάδα και στη Νοτιανατολική Ευρώπη.

Η εταιρεία εδρεύει στην Ελλάδα, Λαοδικείας 16 και Νυμφαίου, Αθήνα. Η εταιρεία Consolidated Lamda Holdings S.A., με έδρα το Λουξεμβούργο, έχει την πλειοψηφία των μετοχών της εταιρείας και ελέγχεται από την οικογένεια Λάτση.

Η εταιρεία διαδραματίζει πρωταγωνιστικό ρόλο στον κλάδο των μεγάλων εμπορικών και ψυχαγωγικών κέντρων στην Ελλάδα και έχει διαφοροποιηθεί με επιτυχία σε οικιστικές αναπτύξεις καθώς και σε αναπτύξεις κτιρίων γραφείων.

Στις αναπτύξεις της LAMDA Development περιλαμβάνονται δύο εμπορικά και ψυχαγωγικά κέντρα (The Mall Athens στην Αθήνα και Mediterranean Cosmos στη Θεσσαλονίκη) με διαθέσιμο προς χρήση χώρο 106.000 τ.μ., τέσσερα οικιστικά συγκροτήματα στην Ελλάδα και στη Ρουμανία 74.000 τ.μ., έξι συγκροτήματα γραφείων 33.000 τ.μ. και η Μαρίνα Φλοίσβου στο Φάληρο.

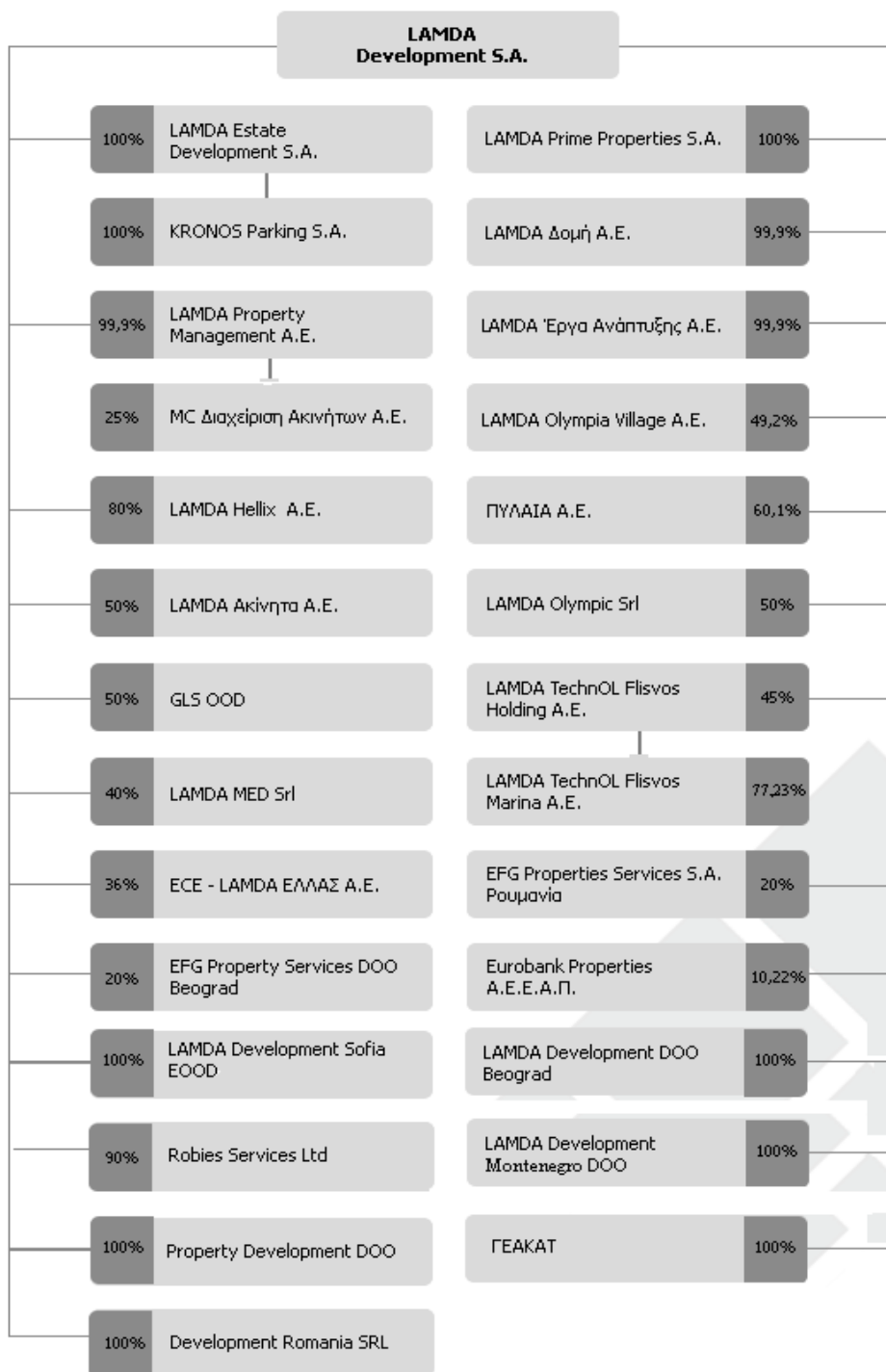
Το προσωπικό της LAMDA Development ανέρχεται στα 87 άτομα.

Η εταιρεία είναι μέλος του Ομίλου Λάτση και διατηρεί στρατηγικές συμμαχίες με διεθνής και ελληνικές εταιρείες μεταξύ των οποίων συμπεριλαμβάνονται οι HSBC, Sonae Sierra, ECE, J&P Avax και ΓΕΚ. [1]

Πιο συγκεκριμένα, η διάρθρωση του ομίλου παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα (διάγραμμα 5.1).

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.1

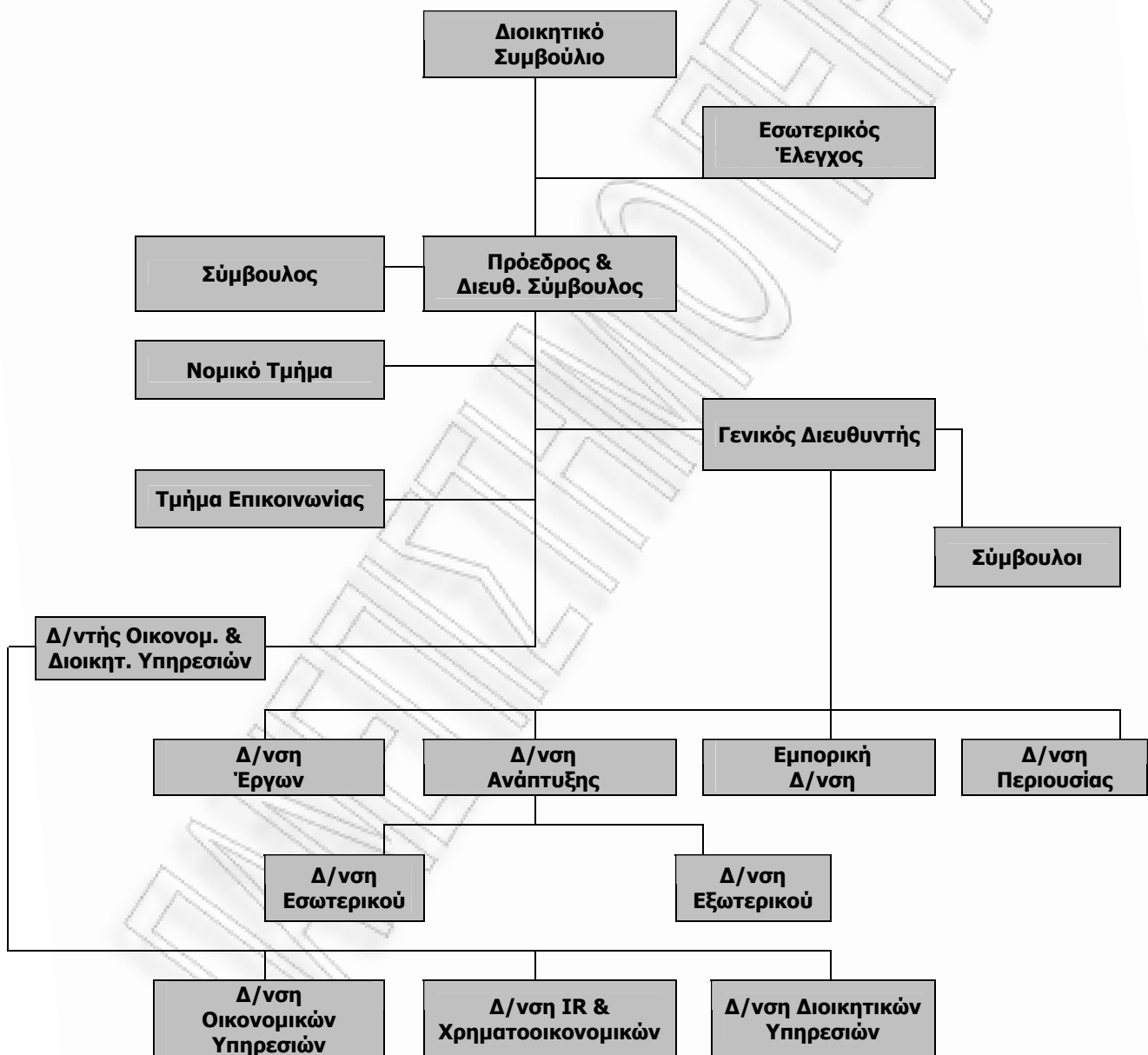
### ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΟΜΙΛΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ LAMDA DEVELOPMENT A.E.



Πηγή: [www.lamda-development.net](http://www.lamda-development.net)

Επιπρόσθετα, το οργανόγραμμα του ομίλου παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα (διάγραμμα 5.2).

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.2**  
**ΟΡΓΑΝΟΓΡΑΜΜΑ ΟΜΙΛΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**  
**LAMDA DEVELOPMENT A.E.**



Πηγή: [www.lamda-development.net](http://www.lamda-development.net)

## 5.2.2. Σύντομο Ιστορικό Ομίλου

Η «ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΧΡΙΣΤΟΦΟΡΟΣ Δ. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.» ιδρύθηκε το 1977 και προέρχεται από τη μετατροπή της ατομικής εργοληπτικής επιχείρησης που λειτουργούσε από το 1952. Από την ίδρυσή της και μέχρι το Δεκέμβριο του 1994 η εταιρεία είχε έδρα στην Αθήνα και γραφεία στην οδό Πατριάρχου Ιωακείμ 4. Αργότερα η έδρα μεταφέρθηκε στο Χαλάνδρι Αττικής. Η εταιρεία από την ίδρυσή της διέθετε πτυχίο εκτέλεσης δημοσίων έργων. Το 1995 έγινε η εισαγωγή των μετοχών της εταιρείας στην παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Στις 3.12.1999, η «ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΧΡΙΣΤΟΦΟΡΟΣ Δ. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ Α.Ε.» εξαγοράστηκε κατά 57,06% από την Consolidated Lamda Holdings S.A., κατά 4,97% από την Τράπεζα EFG Eurobank Ergasias A.E. και κατά 4,97% από την EFG Eurobank ΑΧΕΠΕΥ. Με την έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας της 20.1.2000 αποφασίστηκε η αλλαγή της επωνυμίας της εταιρείας σε «LAMDA Development Ανώνυμη Εταιρεία Συμμετοχών και Αξιοποίησης Ακινήτων» και η αλλαγή του σκοπού της με στόχο τη δραστηριοποίησή της α) στην ανάπτυξη, αξιοποίηση και διαχείριση ακινήτων και ιδιαίτερα στην εκτέλεση έργων υψηλής απόδοσης, όπως η ανάπτυξη και διαχείριση εμπορικών κέντρων, θεματικών πάρκων και ξενοδοχειακών συγκροτημάτων και β) στην παροχή υπηρεσιών σε επιλεγμένους τομείς.

Το 2000 η εταιρεία προέβη στην εξαγορά του 75% της εταιρείας ΗΦΑΙΣΤΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. και αποσχίστηκε ο κατασκευαστικός κλάδος, ο οποίος εισφέρθηκε στην «ΕΡΓΟΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ».

Στις 4.4.2000 η εταιρεία εξαγόρασε το 100% της εταιρείας ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ Α.Ε. και το 100% της ΟΛΥΜΠΙΑ Α.Ε. από την οικογένεια Λάτση. Στις 15.6.2000 η LAMDA Development Α.Ε. εξαγόρασε το 50% της εταιρείας SWISSPORT LAMDA HELLAS Α.Ε. και στις 7.8.2000 το 29,9% της EFG EUROBANK PROPERTIES Α.Ε. [2]

Κατά τη διάρκεια του 2001 η LAMDA Development Α.Ε. σύστησε τέσσερις νέες εταιρείες με σκοπό τη διαχείριση έργων: τη LAMDA Ακίνητα Α.Ε., την ΠΥΛΑΙΑ Α.Ε., τη LAMDA Μεγάλα Έργα και τη LAMDA Hellix Α.Ε. [3]

Το 2002 αυξήθηκε το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας και πραγματοποιήθηκε η ενοποίηση της εταιρικής ταυτότητας του ομίλου εταιρειών της LAMDA Development.

Το έργο Lake View Condominium βραβεύτηκε ως το «σημαντικότερο οικιστικό έργο στο Βουκουρέστι». Τον Μάιο της ίδιας χρονιάς η εταιρεία ανέλαβε την ανάπτυξη και ανάπτυξη του Χωριού Τύπου των Ολυμπιακών Αγώνων στο Μαρούσι, την ανάπτυξη και διαχείριση της Μαρίνας Φλοίσβου και τη δημιουργία Εμπορικού και Ψυχαγωγικού κέντρου στην Πυλαία Θεσσαλονίκης. Επίσης πραγματοποιήθηκαν τα εγκαίνια του Μεγάλου Cecil, του ιστορικού πρώην ξενοδοχείου της Κηφισιάς. [4]

Το 2003 εγκαινιάστηκε το Κτίριο Γραφείων στην οδό Σισίνη 18, παρουσιάστηκε το οικιστικό συγκρότημα της Αύρας στο Κεφαλάρι, ενώ παρουσιάστηκαν στο κοινό η Ήλιδα, πρότυπο οικιστικό συγκρότημα ήπιας δόμησης στο Μαρούσι και το Mediterranean Cosmos, το πρώτο Εμπορικό και Ψυχαγωγικό κέντρο στη Βόρεια Ελλάδα. [5]

Το 2004 ολοκληρώθηκαν και παραδόθηκαν προς χρήση δύο Ολυμπιακά έργα: το Ολυμπιακό χωριό Τύπου και η VIP Μαρίνα Φλοίσβου. [6]

Το 2005 η εταιρεία υπό νέα διοίκηση ολοκλήρωσε τις επενδύσεις στα δύο εμπορικά και ψυχαγωγικά κέντρα, Mediterranean Cosmos και The Mall Athens, τα οποία ξεκίνησαν τη λειτουργία τους. Επίσης μεταβίβασε το 16,7% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας EFG Eurobank Properties A.E., προχώρησε στην πώληση του 50% των μετοχών που κατείχε στην εταιρεία Swissport LAMDA Hellas A.E. και σε πώληση βιομηχανικού ακινήτου που κατείχε στο Κρυονέρι. [7]

Το 2006 η εταιρεία κατοχύρωσε την παραχώρηση του IBC επί της λεωφόρου Κηφισιάς από την εταιρεία Ολυμπιακά Ακίνητα για τη μετατροπή και χρήση ως εμπορικό κέντρο. Επίσης μεταβίβασε στην HSBC Property Investments το 50% των μετοχών που κατείχε στο The Mall Athens. Επιπλέον προχώρησε στην αγορά έξι οικοπέδων σε χώρες της νοτιοανατολικής Ευρώπης, στην πώληση της LAMDA Shipyards και στην υπογραφή προσυμφώνου πώλησης του κτιρίου γραφείων Ilida Business Center. [8]

Το 2007 η εταιρεία προχώρησε, μέσω της 100% θυγατρικής της στη Ρουμανία, «LAMDA Development Romania Srl», στην υπογραφή προσυμφώνου αγοράς οικοπέδου 10 στρεμμάτων στο Βουκουρέστι. Επίσης προχώρησε στην αγορά οικοπέδων στο Μαυροβούνιο και στη Σερβία και προέβη στην εξαγορά της εταιρείας ΓΕΑΚΑΤ Α.Ε., η οποία κατέχει οικόπεδο έκτασης 116 στρεμμάτων στην περιοχή Πέρδικα της Αίγινας. Επιπλέον υπογράφηκε μεταξύ της «LAMDA Olympia Village

Ανώνυμη Εταιρεία Ανάπτυξης και Αξιοποίησης Ακινήτων» θυγατρικής της εταιρείας, της «EFG Eurobank Ergasias Χρηματοδοτικές Μισθώσεις Ανώνυμη Εταιρεία» και της «BLUE LAND Ανώνυμη Κτηματική Εταιρεία» (συμφερόντων Θεόδωρου και Γιάννας Αγγελόπουλου) σύμβαση πώλησης και χρηματοδοτικής μίσθωσης του κτιρίου γραφείων Ilida Business Center στο Μαρούσι. Στη διάρκεια του έτους, πραγματοποιήθηκε η πρώτη παρουσίαση των νέων εγκαταστάσεων της Μαρίνας Φλοίσβου. [9]

### 5.2.3. Στρατηγική

Κύριος οικονομικός στόχος της LAMDA Development είναι η συνεχής βελτίωση της καθαρής αξίας του ενεργητικού (NAV).

Το 2008 αναμένεται περαιτέρω βελτίωση του NAV που βασίζεται στην:

- βελτίωση της κερδοφορίας των υπαρχουσών επενδύσεων,
- βελτίωση των συντελεστών κεφαλαιοποίησης (yields) στον τομέα των ακινήτων,
- ανάπτυξη νέων επενδύσεων.

Παράλληλα, η διοίκηση της LAMDA Development A.E. στοχεύει στη συνέχιση και ενδυνάμωση των στρατηγικών συνεργασιών της, τόσο με διεθνείς, όσο και με ελληνικούς ομίλους.

Σχετικά με τη στρατηγική των επενδύσεων της εταιρείας στην Ελλάδα, κατά τη διάρκεια του 2008 η εταιρεία θα στρέψει την προσοχή της σε αναπτύξεις που σχετίζονται με εμπορικά και ψυχαγωγικά κέντρα (malls, outlets, big boxes) καθώς και σε αναπτύξεις υψηλής ποιότητας παραθεριστικών συγκροτημάτων. Επίσης, η εταιρεία θα επιδιώξει τη συμμετοχή σε διαγωνισμούς έργων ΣΔΙΤ (Συμπράξεις Δημόσιου με Ιδιωτικό Τομέα).

Η LAMDA Development το 2008 στοχεύει στην περαιτέρω ενίσχυση του δικτύου της εταιρείας στη Ρουμανία, Βουλγαρία και Σερβία με σκοπό την επιδίωξη νέων συμφωνιών για αναπτύξεις συγκροτημάτων κατοικιών, γραφείων και εμπορικών κέντρων, καθώς και δραστηριοποίηση σε νέες χώρες όπως Ρωσία, Ουκρανία, Τουρκία, Αίγυπτος και Πολωνία.

Το συνολικό επενδυτικό πλάνο της εταιρείας ανέρχεται στα €700 εκατομμύρια (μέσω 65% μόχλευσης). Η μέση στοχευόμενη απόδοση είναι της τάξης του 30%. [10]

#### **5.2.4. Επενδύσεις - Έργα**

- **The Mall Athens**

Το The Mall Athens, το μεγαλύτερο εμπορικό και ψυχαγωγικό κέντρο στην Ελλάδα, το οποίο ξεκίνησε τη λειτουργία του το Νοέμβριο του 2005, αποτέλεσε ορόσημο για την ελληνική εμπορική πραγματικότητα, προσφέροντας περισσότερες από 200 εμπορικές και ψυχαγωγικές επιλογές σε περίπου 58.000 τ.μ. διαθέσιμου προς χρήση χώρου (GLA).

Βασικά χαρακτηριστικά του The Mall Athens είναι ο σημαντικός αριθμός καταστημάτων, ο οποίος, σε συνδυασμό με τους πολυάριθμους χώρους εστίασης και ψυχαγωγίας, προσφέρει τη δυνατότητα επιλογής πολλών διαφορετικών δραστηριοτήτων για όλα τα μέλη της οικογένειας, οι άνετοι και προστατευμένοι χώροι στάθμευσης, οι ολοκληρωμένες υπηρεσίες διαχείρισης καθώς και η άμεση και εύκολη πρόσβαση σε σημαντικές οδικές αρτηρίες και μέσα μαζικής μεταφοράς.

Πιο συγκεκριμένα, το The Mall Athens είναι δομημένο σε 5 επίπεδα εμπορικής λειτουργίας και 3 υπόγεια επίπεδα στάθμευσης. Φιλοξενεί περίπου 200 εμπορικά καταστήματα συγκεντρώνοντας τα σημαντικότερα διεθνή και ελληνικά εμπορικά σήματα και συμπεριλαμβάνει 25 εστιατόρια και καφέ, 15 πρωτοποριακές κινηματογραφικές αίθουσες, πληθώρα βοηθητικών υπηρεσιών καθώς και 2.065 θέσεις στάθμευσης.

Φορέας διαχείρισης του κέντρου είναι η εταιρεία ECE-LAMDA Hellas A.E., εξειδικευμένη στην παροχή υπηρεσιών διαχείρισης εμπορικών και ψυχαγωγικών κέντρων, με τεράστια διεθνή εμπειρία, η οποία βασικό στόχο έχει την εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία του. Η αξία της επένδυσης για το εμπορικό και ψυχαγωγικό κέντρο προσέγγισε τα €320 εκατομμύρια κατατάσσοντάς το ως μία από τις μεγαλύτερες ιδιωτικές επενδύσεις real estate, που έχουν πραγματοποιηθεί ποτέ στην Ελλάδα.

Κατά το πρώτο επιτυχημένο έτος λειτουργίας του, το The Mall Athens επισκέφτηκαν περίπου 13 εκατομμύρια άτομα και οι μεικτές πωλήσεις υπερέβησαν τα €300



εκατομμύρια. Τα έσοδα ενοικίων και parking ανήλθαν στα €29 εκατομμύρια. Το κέντρο έχει 100% πληρότητα στη μίσθωση των καταστημάτων και έχει δημιουργήσει περίπου 2.500 νέες θέσεις εργασίας. Το Νοέμβριο του 2006 η εταιρεία LAMDA Development μεταβίβασε το 50% της συμμετοχής της στη LAMDA Olympia Village (φορέας ανάπτυξης του The Mall Athens), στην HSBC Property Investments Ltd.

- **Mediterranean Cosmos**

Το Mediterranean Cosmos, το μεγαλύτερο εμπορικό και ψυχαγωγικό κέντρο στη βόρεια Ελλάδα, ξεκίνησε τη λειτουργία του τον Οκτώβριο του 2005 στη Θεσσαλονίκη. Ο σημαντικός αριθμός καταστημάτων (περίπου 210) τα οποία στεγάζει, η δυνατότητα επιλογής πολλών διαφορετικών δραστηριοτήτων για όλα τα μέλη της οικογένειας στον ίδιο χώρο, οι χώροι εστίασης και ψυχαγωγίας που διαθέτει, καθώς και οι ολοκληρωμένες υπηρεσίες διαχείρισης που προσφέρει αποτελούν τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα του κέντρου.

Πιο συγκεκριμένα το Mediterranean Cosmos βρίσκεται σε οικόπεδο ιδιοκτησίας του Οικουμενικού Πατριαρχείου συνολικής επιφάνειας 250.000 τ.μ. και αναπτύσσεται σε δυο κύρια επίπεδα, τα οποία εξυπηρετούνται με εσωτερικούς πεζόδρομους ενώ προσφέρει περίπου 3.000 θέσεις στάθμευσης. Περιλαμβάνει 210 εμπορικά καταστήματα σε περίπου 46.000 τ.μ. διαθέσιμου προς χρήση χώρου (GLA) μεταξύ των οποίων 37 εστιατόρια και καφέ, πολυκινηματογράφο με 11 αίθουσες και σούπερ μάρκετ, συγκεντρώνοντας τα σημαντικότερα διεθνή και ελληνικά εμπορικά σήματα και προσφέροντας ευρύ φάσμα υπηρεσιών. Διαθέτει εύκολη πρόσβαση από το κέντρο της πόλης και τις γύρω περιοχές. Απέχει μόλις πέντε λεπτά από το διεθνές αεροδρόμιο «Μακεδονία», καθώς και από μεγάλες οδικές αρτηρίες.

Με επένδυση της τάξεως περίπου των €120 εκατομμυρίων, το Mediterranean Cosmos αναπτύχθηκε σε συνεργασία με τη Sonae Sierra, μία από τις σημαντικότερες εταιρείες στο χώρο των εμπορικών κέντρων. Φορέας διαχείρισης του κέντρου είναι η εταιρεία MC Property Management.

Κατά το πρώτο επιτυχημένο έτος λειτουργίας του, το Mediterranean Cosmos επισκέφτηκαν περίπου 7,5 εκατομμύρια άτομα και οι μεικτές πωλήσεις ανήλθαν στα περίπου €140 εκατομμύρια. Τα έσοδα από τα ενοίκια ανήλθαν στα €14 εκατομμύρια. Το κέντρο έχει 98% πληρότητα στη μίσθωση των καταστημάτων και δημιούργησε περίπου 2.000 νέες θέσεις εργασίας.

- **Golden Hall**

Το Golden Hall είναι το νέο εμπορικό κέντρο υψηλών προδιαγραφών, αισθητικής και αρχιτεκτονικής που αναπτύσσει η LAMDA Development στις εγκαταστάσεις του πρώην Διεθνούς Κέντρου Τύπου - IBC (International Broadcasting Center), στη Λεωφόρο Κηφισίας, στο Μαρούσι.

Το Golden Hall, το οποίο αποτελείται από 140 περίπου πολυτελή καταστήματα, αναμένεται να λειτουργήσει το φθινόπωρο του 2008 και να προσελκύσει τους πιο απαιτητικούς επισκέπτες, φιλοξενώντας τα πιο γνωστά διεθνή και ελληνικά σήματα από το χώρο της μόδας. Το κέντρο αναπτύσσεται σε 3 επίπεδα, τα οποία αναλογούν σε περίπου 40.000 τ.μ. διαθέσιμου προς χρήση χώρου (Gross Leasable Area). Θα διαθέτει υπόγειο χώρο στάθμευσης αυτοκινήτων 1.400 περίπου θέσεων σε δύο επίπεδα, καθώς και χώρο γραφείων 4.500 τ.μ. περίπου. Στα 140 καταστήματα που θα φιλοξενεί περιλαμβάνονται καταστήματα γυναικείας, ανδρικής και παιδικής ένδυσης και υπόδησης, αξεσουάρ μόδας, κοσμηματοπωλεία, επιλεγμένα εστιατόρια & καφέ, βιβλιοπωλείο, καταστήματα οικιακού εξοπλισμού και διακόσμησης, αθλητικά είδη, delicatessen, καταστήματα καλλυντικών, κομμωτήριο, κ.α. Σήμερα, σχεδόν το σύνολο των χώρων έχει ήδη μισθωθεί.

Η LAMDA Development έχει υπογράψει σύμβαση μακροχρόνιας μίσθωσης του χώρου (40 χρόνια) με την εταιρεία Ολυμπιακά Ακίνητα, η οποία δύναται να ανανεωθεί κατόπιν έγγραφης συμφωνίας των μερών για χρονικό διάστημα έως και 6 χρόνια. Στο υπόλοιπο τμήμα του κτιρίου, το Υπουργείο Πολιτισμού πρόκειται να δημιουργήσει το Μουσείο Ελληνικών Ολυμπιακών Αγώνων και το Διεθνές Μουσείο Κλασσικού Αθλητισμού διαμορφώνοντας έτσι ένα πολιτιστικό, εμπορικό και ψυχαγωγικό συγκρότημα.

Το κόστος επένδυσης θα ανέλθει στα €65 εκατομμύρια.

Το έργο θα δημιουργήσει περίπου 2.000 νέες θέσεις εργασίας και θα αποβεί ωφέλιμο για την τοπική κοινωνία μέσω των εσόδων από δημοτικούς φόρους. Με τη λειτουργία του κέντρου, οι επισκέπτες θα έχουν στη διάθεσή τους μια ακόμα υψηλού επιπέδου επιλογή για την κάλυψη των αναγκών τους σε αγαθά και υπηρεσίες.

- **Μαρίνα Φλοίσβου**

Η εταιρεία LAMDA TechnOL Flisvos Marina έχει αναλάβει για 40 χρόνια τη διαχείριση και αξιοποίηση της Μαρίνας Φλοίσβου στο Φάληρο με σκοπό την ανάδειξή της σε κορυφαία μαρίνα στη νοτιοανατολική Μεσόγειο.

Μόλις έξι χιλιόμετρα από το κέντρο της Αθήνας, η Μαρίνα Φλοίσβου είναι η πρώτη μαρίνα υψηλών προδιαγραφών στην Ελλάδα με δυνατότητα εξυπηρέτησης μεγάλου αριθμού mega yachts (σκάφη αναψυχής και πολυτελείς θαλαμηγούς με μήκος που υπερβαίνουν τα 30 μέτρα).

Η Μαρίνα Φλοίσβου, κατά τη διάρκεια των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004, εξυπηρέτησε τις ανάγκες ελλιμενισμού των VIP θαλαμηγών και σήμερα προσελκύει υψηλού επιπέδου τουρισμό από όλο τον κόσμο.

Το επενδυτικό πρόγραμμα για τον εκσυγχρονισμό των θαλάσσιων και επίγειων υποδομών της Μαρίνας Φλοίσβου ανήλθε στα €45 εκατομμύρια περίπου.

Οι άρτιες λιμενικές εγκαταστάσεις σε συνδυασμό με την ήπια ανάπτυξη και το ιδιαίτερο αρχιτεκτονικό ύφος συντελούν στη δημιουργία μιας μαρίνας διεθνών προδιαγραφών που θα αποτελέσει πόλο έλξης υψηλού επιπέδου τουρισμού.

Πιο συγκεκριμένα και αναφορικά με τις θαλάσσιες υποδομές, κατασκευάσθηκαν προστατευτικά έργα, νέες προβλήτες και αγκυροβόλια αυξάνοντας τη χωρητικότητα της μαρίνας από 180 σε 250 περίπου θέσεις, από τις οποίες πάνω από το 50% φιλοξενούν mega-yachts (σκάφη αναψυχής και πολυτελείς θαλαμηγούς με μήκος που υπερβαίνει τα 30 μέτρα).

Αναφορικά με τις επίγειες υποδομές, αναμορφώθηκε έκταση 56.000 τ.μ., συμπεριλαμβανομένων 3.000 τ.μ., στα οποία οι επισκέπτες της μαρίνας απολαμβάνουν σειρά από εμπορικές και ψυχαγωγικές δραστηριότητες, σε ένα φυσικά διαμορφωμένο περιβάλλον.

Η Μαρίνα Φλοίσβου, κατά τη διάρκεια των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004, εξυπηρέτησε τις ανάγκες ελλιμενισμού των VIP θαλαμηγών και σήμερα προσελκύει υψηλού επιπέδου τουρισμό από όλο τον κόσμο.

- **Οικιστικό Συγκρότημα ΗΛΙΔΑ**

Η LAMDA Olympia Village A.E., θυγατρική της LAMDA Development, ανέλαβε την υλοποίηση του πρότυπου οικιστικού συγκροτήματος ΉΛΙΔΑ στο Μαρούσι Αττικής. Το έργο ολοκληρώθηκε το 2005.

Η ΉΛΙΔΑ αποτελείται από 241 διαμερίσματα και αναπτύσσεται σε τρία οικοδομικά τετράγωνα εκτάσεως περίπου 60 στρεμμάτων. Το συγκρότημα περιλαμβάνει επίσης, υπόγειους χώρους στάθμευσης και αποθήκευσης προς εξυπηρέτηση των κατοίκων, ιδιόχρηστους κήπους και κοινόχρηστους χώρους πρασίνου.

Η ΉΛΙΔΑ περιλαμβάνει τέσσερις πεζοδρομημένες γειτονιές, οι οποίες παρατάσσονται σε μορφή πετάλου με τέσσερα έως πέντε τριώροφα κτίρια υψηλών προδιαγραφών. Η πυκνότητα δόμησης (ποσοστό κάλυψης) που ανέρχεται στο ποσοστό του 20-25%, σε αντίθεση με το σύνηθες ποσοστό του 50-70%, εγγυάται ήπια ανάπτυξη.

Η ΉΛΙΔΑ διαθέτει άμεση πρόσβαση σε σημαντικές οδικές αρτηρίες και μέσα μαζικής μεταφοράς.

- **Ilida Business Center**

Το Ilida Business Center είναι πολυτελές κτίριο γραφείων 13.000 τ.μ., το οποίο απαρτίζεται από έξι ορόφους. Το κτίριο έχει αναπτυχθεί σε οικόπεδο 10.000 τ.μ. στο Μαρούσι, δίπλα στο Ολυμπιακό Στάδιο και στη Λεωφόρο Κηφισίας και διαθέτει άριστη πρόσβαση στους κυριότερους οδικούς άξονες και στα μέσα μαζικής μεταφοράς.

Τον Ιούνιο του 2007 υπογράφηκε σύμβαση πώλησης και χρηματοδοτικής μίσθωσης του κτιρίου γραφείων, μεταξύ της LAMDA Olympia Village (θυγατρική εταιρεία της LAMDA Development), της «EFG Eurobank Ergasias Χρηματοδοτικές Μισθώσεις Ανώνυμη Εταιρεία» και της «BLUE LAND Ανώνυμη Κτηματική Εταιρεία» (συμπεφόντων Θεόδωρου και Γιάννας Αγγελόπουλου).

- **Κτίριο Γραφείων Cecil**

Το ιστορικό πρώην ξενοδοχείο Cecil στην Κηφισιά, ιδιοκτησία της LAMDA Prime Properties, μετατράπηκε το 2002 σε πολυτελές και λειτουργικό συγκρότημα γραφείων 6.000 τ.μ. ενοικιάσιμου χώρου, στο οποίο στεγάζονται γνωστές επιχειρήσεις υψηλού κύρους όπως π.χ. I.M.Μαΐλης, Alpha Trust, Trade Link. Τα έσοδα των ενοικίων ανέρχονται σε €1,9 εκατομμύρια και η πληρότητά του βρίσκεται στο 95%.

- **Οικιστικό Συγκρότημα Αύρα**

Το συγκρότημα Κατοικιών Αύρα αποτελεί ένα σύγχρονο πολυτελές οικιστικό συγκρότημα στο Κεφαλάρι, στην περιοχή της Κηφισιάς, έκτασης 10.000 τ.μ.

Το συγκρότημα διαθέτει 21 κατοικίες υψηλών προδιαγραφών, χώρους αναψυχής και εκγύμνασης καθώς και ιδιόχρηστους και κοινόχρηστους κήπους. Οι πωλήσεις όλων των κατοικιών ολοκληρώθηκαν το 2006.

### **5.3. Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε. (ΜΒΔΤ)**

#### **5.3.1. Γενικά**

Η Εταιρεία «Μπάμπης Βωβός - Διεθνής Τεχνική» Α.Ε. ιδρύθηκε αρχικώς το 1974 (ΦΕΚ 64/01.02.1974), με την επωνυμία «ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ Α.Ε.» και με κύριο μέτοχο τον Χαράλαμπο Αρμ. Βωβό. Η Εταιρεία έλαβε τη σημερινή της επωνυμία με απόφαση της από 23.08.1999 Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων (ΦΕΚ 8134/11.10.99). Η Εταιρεία έχει έδρα το Δήμο Αθηναίων και τα γραφεία της βρίσκονται επί της Λεωφ. Κηφισίας 340 στο Νέο Ψυχικό. Επιπλέον, είναι εγγεγραμμένη στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιριών του Υπ. Ανάπτυξης με αριθμό μητρώου Α.Ε. 2283/01/Β/86Β2282. Η διάρκεια της έχει οριστεί για 50 χρόνια από την ίδρυσή της, ήτοι μέχρι το 2024. Σύμφωνα με το άρθρο 4 του Καταστατικού της, σκοπός της Εταιρείας είναι η με οποιονδήποτε τρόπο αξιοποίηση αστικών ή μη ακινήτων.

Η Μπάμπης Βωβός - Διεθνής Τεχνική («ΜΒΔΤ») είναι από τις σημαντικότερες ελληνικές εταιρείες ανάπτυξης και εκμετάλλευσης ακινήτων, έχοντας περισσότερο από 30 χρόνια εμπειρίας στην αγορά ακινήτων, με έμφαση στα γραφειακά συγκροτήματα, εμπορικά κέντρα και τουριστικές μονάδες. Η ΜΒΔΤ έχει στην ιδιοκτησία της και διαχειρίζεται ένα χαρτοφυλάκιο ακινήτων άνω των 200.000 τ.μ. το οποίο αποτιμάται περίπου στα € 1,2 δις. Από την ίδρυσή της το 1974, η ΜΒΔΤ έχει κατασκευάσει περισσότερα από 30 γραφειακά συγκροτήματα, με συνολική έκταση μεγαλύτερη των 500.000 τ.μ. Επί του παρόντος, πάνω από 200.000 τ.μ. σε 40 διαφορετικές τοποθεσίες βρίσκονται στην κατοχή ή υπό τη διαχείριση του Ομίλου.

Η ΜΒΔΤ έχει αποκτήσει εξαιρετή φήμη για την ανάπτυξη εμπορικών ακινήτων, τα οποία γίνονται ορόσημα κατά μήκος των κεντρικών αρτηριών της Αθήνας, και τα οποία προσφέρουν ιδιαίτερα πλεονεκτήματα λόγω μεγέθους, τοποθεσίας και προσφερομένων εγκαταστάσεων.

Η εταιρεία έχει αναπτύξει ένα πιστό και ευρύ κύκλωμα πελατών, με γνωστές εταιρίες, στις οποίες συμπεριλαμβάνονται οι Vodafone, Coca Cola, Cosmote, Sun Microsystems, Microsoft, Media Markt, Village Roadshow, Siemens, Telecom Italia Mobile (TIM), το Υπουργείο Περιβάλλοντος Χωροταξίας και Δημοσίων Έργων, τη Γ.Γ. Αθλητισμού.

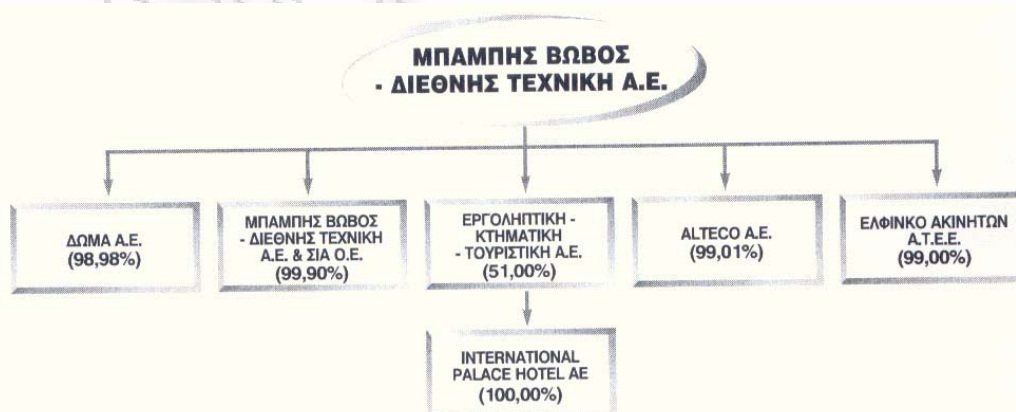
Η ΜΒΔΤ συμμετέχει σε όλες τις φάσεις ανάπτυξης ακινήτων και της επένδυσης σε αυτά, από την αγορά της έκτασης και την κατασκευή του κτιρίου έως τη μίσθωση και την πώληση ή τη διακράτηση του κατασκευασμένου κτιρίου. Η Εταιρεία είναι γνωστή για τις υπηρεσίες «με το κλειδί στο χέρι» (turnkey) που παρέχει για τους πελάτες με τα γραφεία της, με τρέχοντες χρόνους αποπεράτωσης που αγγίζουν τους 18 μήνες.

Η ΜΒΔΤ δρα και ως διαχειριστής των εγκαταστάσεων για όλα τα ακίνητα στα οποία διατηρεί ιδιοκτησίες, ή στα οποία έχει υπογράψει συμβάσεις πώλησης και επανεκμίσθωσης. Υπό τους όρους των συμβάσεων διαχείρισης εγκαταστάσεων, η ΜΒΔΤ είναι υπεύθυνη για τη συντήρηση των εξωτερικών και κοινόχρηστων χώρων των κτιρίων, διατηρώντας έτσι αναλλοίωτη την αξία τους.

Τα τελευταία χρόνια, αυξάνοντας την αποδοτικότητα των κεφαλαίων της με βάση τα πλεονεκτήματα που προσφέρουν οι συμβάσεις πώλησης και επαναμίσθωσης, η ΜΒΔΤ κινείται όλο και περισσότερο από την ανάπτυξη και πώληση ακινήτων προς την ανάπτυξη, διακράτηση και διαχείριση αυτών. Περαιτέρω, ο όμιλος διαφοροποιεί το χαρτοφυλάκιό του με την επέκταση σε νέους τομείς ανάπτυξης ακινήτων. Η ΜΒΔΤ ασχολείται με τρεις κυρίως αγορές: την αγορά γραφείων, την αγορά καταστημάτων και την αγορά εξοχικής κατοικίας. [11]

Η διάρθρωση του ομίλου, παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα (διάγραμμα 5.3).

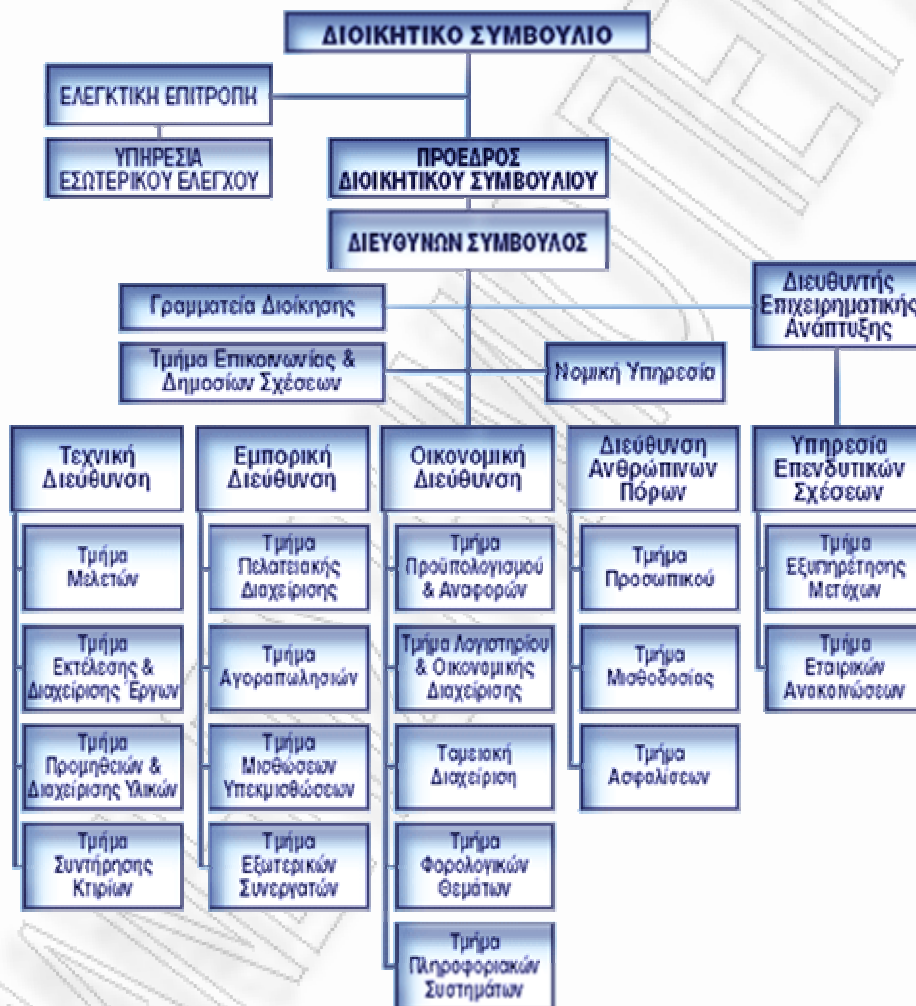
**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.3**  
**ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΟΜΙΛΟΥ**  
**ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.**



Πηγή: Ετήσιο Δελτίο Χρήσεως 2006, ΜΒΔΤ, σελ. 58

Η οργανωτική διάρθρωση της εταιρίας παρουσιάζεται στο ακόλουθο οργανόγραμμα:

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.4**  
**ΟΡΓΑΝΟΓΡΑΜΜΑ ΟΜΙΛΟΥ**  
**ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε.**



Πηγή: [www.babisvovos.gr](http://www.babisvovos.gr)

### 5.3.2. Σύντομο ιστορικό Ομίλου

Η Εταιρία ιδρύθηκε το 1974 (ΦΕΚ 64/01.02.1974) από τον Χαράλαμπο Βωβό με την επωνυμία «Μπάμπης Βωβός Ελληνική Τουριστική Α.Ε.», η οποία τον Αύγουστο του 1999 μετονομάστηκε σε «Μπάμπης Βωβός - Διεθνής Τεχνική Α.Ε.».



Τα κτίρια που έχει κατασκευάσει και αξιοποιήσει η Εταιρία στη διάρκεια των 32 χρόνων δραστηριοποίησής της στο χώρο της αξιοποίησης αστικών ακινήτων ξεπερνούν τα 30.

Στους πελάτες της Εταιρίας (αγοραστές ή / και εκμισθωτές ακινήτων), περιλαμβάνονται μερικές από τις πιο γνωστές Ελληνικές και πολυεθνικές εταιρίες, όπως STET HELLAS, VODAFONE COSMOTE, ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ALPHA BANK, ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, EFG EUROBANK ERGASIAS, ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ, CITIBANK, 3E, ΑΘΗΝΑ 2004, JOHNSON & JOHNSON, ROCHE, CARREFOUR, MARFIN, ANTENNA, FLASH, ΔΙΑΣ, ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ, FRIGOGLASS, FRIESLAND, PRICEWATERHOUSECOOPERS, CONSOLIDATED CONTRACTORS COMPANY, MICROSOFT, COCA - COLA HELLAS, INTRAKOM, OPEL BANK, SCOPLIFE, COMMERCIAL UNION, OTENET κλπ.

### **5.3.3. Στρατηγική**

Η εταιρεία σκοπεύει να διατηρήσει την ηγετική της θέση στην εγχώρια αγορά εμπορικών ακινήτων. Στα επόμενα χρόνια η ΜΒΔΤ προτίθεται να συνεχίσει να αναπτύσσει και να διατηρεί υψηλής ποιότητας κτιριακά συγκροτήματα κατά μήκος των κυρίων οδικών αρτηριών της Αθήνας, μεταξύ των οποίων συμπεριλαμβάνονται οι Λεωφόροι Κηφισίας, Συγγρού και η Αττική Οδός.

Στον τομέα των καταστημάτων λιανικής πώλησης, η ΜΒΔΤ βρίσκεται στη διαδικασία κατασκευής δύο μεγάλων σε έκταση εμπορικών έργων.

Το πρώτο είναι το συγκρότημα στην περιοχή Δέλτα Φαλήρου, με ακαθάριστη εκμισθώσιμη επιφάνεια άνω των 13.000 τ.μ. Η ΜΒΔΤ υπέγραψε δωδεκαετές συμβόλαιο εκμίσθωσης για το 94% του συγκροτήματος με την Village Roadshow και την Media Markt. Επίσης έχει εκμισθώσει όλες τις θέσεις στάθμευσης.

Το δεύτερο έργο βρίσκεται στη Λεωφόρο Κηφισίας 49, με επιφάνεια κτιρίου 8.400 τ.μ. και 548 θέσεις στάθμευσης αυτοκινήτων, σε οικόπεδο επιφανείας 11.000 τ.μ. Για το 58% της εκμισθώσιμης επιφάνειας του κτιρίου η Media Markt έχει υπογράψει προσύμφωνο συμβόλαιο ενοικίασης, κατά το πρώτο τρίμηνο του 2005.

Η αγορά καταστημάτων λιανικής πώλησης είναι ένας τομέας στον οποίο η ΜΒΔΤ προβλέπει ισχυρή ανάπτυξη της αγοράς στο μέλλον. Η Ελλάδα έχει μία από τις λιγότερο ανεπτυγμένες αγορές εμπορικών κέντρων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, με μέσο όρο μόνο 20 τ.μ. ανά 1.000 κατοίκους, σε σύγκριση με το μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης που είναι 150 τ.μ.

Η ΜΒΔΤ επίσης σκοπεύει να εισχωρήσει στην αγορά εξοχικών κατοικιών. Η επιτυχία των Ολυμπιακών Αγώνων Αθήνα 2004, έχει αναβαθμίσει το προφίλ της χώρας ως μείζονος τουριστικού προορισμού, κι ως αποτέλεσμα αναμένεται αύξηση της ζήτησης για εξοχικές κατοικίες στην Ελλάδα από το εξωτερικό. Επιπλέον η εγχώρια ζήτηση για τοποθεσίες εξοχικών κατοικιών σε μικρή απόσταση από την Αθήνα προβλέπεται να αυξηθεί, καθώς η πρόσβαση προς αυτές έχει διευκολυνθεί ύστερα από τις πρόσφατες βελτιώσεις στις υποδομές. Η ΜΒΔΤ προτίθεται να κατασκευάσει παραλιακές εξοχικές κατοικίες, αρχικά με εύκολη πρόσβαση στην Αθήνα, τόσο στην ηπειρωτική Ελλάδα, όσο και στα νησιά.

Η ΜΒΔΤ έχει ήδη σχεδιάσει την είσοδό της στην αναπτυσσόμενη αγορά εξοχικής κατοικίας με ένα μεγάλης κλίμακας κατασκευαστικό έργο στην περιοχή Γαλατά Πόρου, που αποκτήθηκε στις αρχές του 2005, το οποίο θα έχει οδική πρόσβαση εντός 2 ωρών και μέσω θαλάσσης σε 1,5 ώρα. Το οικόπεδο όπου θα γίνει η ανέγερση έχει έκταση 89.000 τ.μ. και περιλαμβάνει ένα ξενοδοχειακό συγκρότημα σε λειτουργία και ημιτελείς κατοικίες.

Το δεύτερο οικόπεδο, που θα αναπτυχθεί είτε ως τουριστικό συγκρότημα είτε ως εξοχικές κατοικίες βρίσκεται στην τοποθεσία «Πουνταζέζα» Σουνίου. Το συγκρότημα θα καλύψει συνολική εδαφική έκταση μεγαλύτερη των 62.000 τ.μ. Εκπονήθηκε αρχιτεκτονική μελέτη για την κατασκευή τριών ανεξάρτητων ξενοδοχειακών μονάδων, συνολικής επιφανείας ανωδομής 12.000 τ.μ., για τις οποίες έχουμε ήδη λάβει όλες τις απαραίτητες εγκρίσεις από τον Ε.Ο.Τ. προκειμένου να προβούμε στην έκδοση νέας οικοδομικής αδείας, η οποία αναμένεται να συντελεστεί εντός του πρώτου τριμήνου του έτους 2006. Η διοίκηση του Ομίλου ΜΒΔΤ πιστεύει πως η αξιοποίηση του οικοπέδου στην περιοχή του Σουνίου, σε ένα ιδιαίτερα προνομιακό σημείο, θα είναι τέτοια ώστε να προσελκύσει το ενδιαφέρον Ελλήνων και ξένων hotel operators με στόχο την εξασφάλιση μακροχρόνιων μισθωτικών συμβολαίων λειτουργίας των μονάδων που θα αναπτυχθούν.

Η ΜΒΔΤ πιστεύει ότι για να κατορθώσει τη μακροπρόθεσμη αύξηση της μετοχικής της αξίας, πρέπει να συνεχίσει να εστιάζει στο χαρτοφυλάκιο υψηλής ποιότητας

ακινήτων στον εμπορικό τομέα, εκμεταλλεζόμενη τόσο τα παρόντα και μελλοντικά σχέδια ανάπτυξης ακινήτων, όσο και την απόκτηση χαρτοφυλακίου ακινήτων που παράγουν εισοδήματα, που θα επιτευχθεί μέσω μιας πιο αποτελεσματικής χρηματοδοτικής δομής. [12]

#### **5.3.4 Δραστηριότητες - Επενδύσεις**

- **Σχεδιασμός & Ανάπτυξη**

Η γη αποτελεί την «πρώτη ύλη» στον κλάδο. Γι' αυτό το λόγο η εταιρία επιλέγει προσεκτικά τις οικοπεδικές εκτάσεις στις οποίες επενδύει, έχοντας αναλύσει διεξοδικά το ευρύτερο εμπορικό, πολεοδομικό, κυκλοφοριακό περιβάλλον και τις νομοθετικές και διοικητικές διατάξεις που το διέπουν. Η απόκτηση οικοπέδων γίνεται σε επιλεγμένα σημεία, όπου πληρούνται όλες οι προϋποθέσεις. Βασική στρατηγική της εταιρίας είναι η συνεχής έρευνα αγοράς για την επιλογή των καλύτερων περιοχών, με γνώμονα τις αγοραστικές τάσεις και τις πολεοδομικές εξελίξεις.

- **Κατασκευή Κτιρίων**

Η σχεδίαση του κτιρίου πραγματοποιείται σε συνεργασία με κορυφαίες ελληνικές και διεθνείς αρχιτεκτονικές εταιρίες. Η ΜΒΔΤ διατηρεί μόνιμη σχέση με μεγάλους υπεργολάβους και διαθέτει συνολικά τουλάχιστον 400 άτομα ανθρώπινο δυναμικό στα τεχνικά συνεργεία. Ο Όμιλος διαθέτει την ικανότητα να εξασφαλίζει γρήγορα και εύκολα όλο το ανθρώπινο δυναμικό απαραίτητο για την ολοκλήρωση ενός έργου. Κατόπιν της ολοκλήρωσης των κατασκευαστικών έργων και των έργων υποδομής που έλαβαν χώρα σε σχέση με του Ολυμπιακούς Αγώνες Αθήνα 2004, υπάρχει πλούσια προσφορά έμπειρων τεχνικών ομάδων στην Ελλάδα. Αυτό επιτρέπει αφενός την ταχεία παράδοση των έργων και αφετέρου την επίτευξη οικονομικών κλίμακας.

- **Πώληση ή Εκμίσθωση**

Στα αρχικά στάδια σχεδίασης του κτιρίου, η εταιρία μέσω του τμήματος πωλήσεων, εντοπίζει ενδιαφερόμενους ενοικιαστές ή επενδυτές. Η εταιρία στοχεύει με την έναρξη των εργασιών ανέγερσης, το κτίριο να έχει δεσμευτεί στο σύνολό του ή σε ένα μεγάλο βαθμό σε εταιρίες-πελάτες. Αν η εταιρία δε θελήσει να κρατήσει το κτίριο στο χαρτοφυλάκιο ακινήτων της, τότε διαπραγματεύεται την πώλησή του σε πιθανούς

επενδυτές ακίνητης περιουσίας. Στην αντίθετη περίπτωση, η ΜΒΔΤ μπορεί να επιλέξει να κρατήσει τη χρήση και την κυριότητα του κτιρίου. Βασική προϋπόθεση η τοποθεσία και η προοπτική της ευρύτερης περιοχής. Στην παρούσα φάση, η ΜΒΔΤ επιζητεί τη διακράτηση μεγάλου μεγέθους ακινήτων τα οποία βρίσκονται σε εξαιρετες τοποθεσίες με εμπορική ζήτηση, στρατηγική που ο Όμιλος θεωρεί ότι είναι χαμηλής επικινδυνότητας. Στην περίπτωση αυτή συχνά χρησιμοποιείται η μέθοδος του sale & lease-back, που επιτρέπει στην εταιρία την ενίσχυση της κερδοφορίας της με την πώληση του ακινήτου καθώς και την πρόσβαση στην αναγκαία ρευστότητα για τη χρηματοδότηση των έργων της.

- **Διαχείριση Εγκαταστάσεων**

Η ΜΒΔΤ αναλαμβάνει την συνολική “after sale” διαχείριση των εγκαταστάσεων με σκοπό τη διατήρηση του κτιρίου τόσο από άποψη αισθητικής, λειτουργικότητας και μελλοντικής εμπορικής αξίας, όσο και για τη διατήρηση της ισχυρής εικόνας του εμπορικού σήματος της ΜΒΔΤ. Η προσέγγιση αυτή αποτελεί ουσιώδες συστατικό της πελατοκεντρικής φιλοσοφίας που έχει η εταιρεία [13].

### 5.3.5 Έργα

- **Sale & Leaseback**

Η «Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική», έχει προχωρήσει σε συμβάσεις πώλησης και επανεκμίσθωσης για 9 ακίνητα, συνολικής εκμισθώσιμης επιφάνειας άνω των 40.000 τ.μ. Πρόκειται για την μεγαλύτερη κατηγορία ενεργητικού της ΜΒΔΤ, η οποία συνεισέφερε 14 εκατ. Ευρώ στα έσοδα από ενοίκια το 2004 και 128 εκατ. Ευρώ στις πωλήσεις του ομίλου. (βλ. Πίνακα 5.1)

Η σύμβαση πώλησης και επανεκμίσθωσης αποτελεί συναλλαγή κατά την οποία ο όμιλος πωλεί σε ελληνική εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης ένα ακίνητο ή τμήμα του, το οποίο εν συνεχεία αποτελεί αντικείμενο ενοικίασης (συνήθως με βάση όρους θεσμικών) για καθορισμένη χρονική περίοδο, συνήθως 12 – 15 ετών. Η ΜΒΔΤ εν συνεχεία συνάπτει συναφή σύμβαση υπομίσθωσης με ενοικιαστή, συνήθως για περίοδο αντίστοιχη με την περίοδο ενοικίασης. Το ενοίκιο που εισπράττεται από τον ενοικιαστή χρησιμοποιείται για την αποπληρωμή της τοκοχρεολυτικής δόσης προς

την εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης. Στο τέλος της σύμβασης ενοικίασης η ΜΒΔΤ έχει το δικαίωμα να επαναγοράσει το ακίνητο, συνήθως στην ονομαστική αξία.

Οι συμβάσεις πώλησης και επανεκμίσθωσης επιτρέπουν στην ΜΒΔΤ να μεταφέρει την ιδιοκτησία του ακινήτου ενώ διατηρεί το δικαίωμα να χρησιμοποιήσει ή να υπενοικιάσει το ακίνητο. Η ΜΒΔΤ διατηρεί το δικαίωμα προαίρεσης επί των ακινήτων, έτσι ώστε με την λήξη της μίσθωσης το ακίνητο να επανακάμπτει στον Όμιλο, συνήθως έναντι ονομαστικού αντιτίμου.

Το 2002 τροποποιήθηκε η ελληνική φορολογική νομοθεσία έτσι ώστε οι συναλλαγές πώλησης και επανεκμίσθωσης να μην υπόκεινται σε φόρο μεταβίβασης 11 %. Η ρύθμιση αυτή είχε σαν αποτέλεσμα η ΜΒΔΤ να συνάψει σημαντικό αριθμό συμβάσεων πώλησης και επανεκμίσθωσης, δεδομένου του μεγέθους και των προβεβλημένων θέσεων των κτιρίων της.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 5.1 Έργα Sales & Leaseback

Διεύθυνση Ακινήτου	Περιγραφή	Πελάτες	Εμβαδόν μ <sup>2</sup>	Θέσεις Στάθ/σης	Αξία Συμβολαίων	Διάρκεια Συμβολαίων
<a href="#">Λεωφ. Κηφισίας 66 &amp; Σώρου</a>	Καταστήματα, γραφεία & αποθήκες	Telecom Italia Mobile (TIM)	8.207	223	80.000.000	2004-2018
<a href="#">Λεωφ. Κηφισίας 95-97 &amp; Αττικής Οδού</a>	Καταστήματα, γραφεία & αποθήκες	Cosmote Mobile Telecom	6.610	1.037	50.500.000	2004-2017
<a href="#">Οδός Πούλιου 6</a>	Καταστήματα, γραφεία και αποθήκες	Α.Σ.Ε.Π.	6.590	192	27.900.000	2003-2015
<a href="#">Λεωφ. Κηφισίας 24 &amp; Οδός Αιγιαλείας</a>	Γραφεία & αποθήκες	Τράπεζα Marfin	3.019	227	20.900.000	2002-2014
<a href="#">Λεωφόρος Κηφισίας 221 &amp; Οδός Πλαστήρα</a>	Καταστήματα, γραφεία & αποθήκες	Microsoft	2.571	128	15.000.000	2004-2016
<a href="#">Λεωφόρος Κηφισίας 1-3 &amp; Λεωφ. Αλεξάνδρας</a>	Γραφεία & καταστήματα	Υπουργείο Εσωτερικών και ΠΕ.ΧΩ.ΔΕ.	1.992	64	9.000.000	2003-2015
<a href="#">Λεωφ. Συγγρού 174</a>	Γραφεία	Bestend Publishing	1.945	37	5.300.000	2003-2015
<a href="#">Λεωφ. Κηφισίας 340</a>	Γραφεία	ΜΒΔΤ Α.Ε.	1.098	155	4.000.000	2003-2013
<a href="#">Λεωφ. Κηφισίας 109-111 &amp; Σίνα</a>	Καταστήματα & αποθήκες	OTENET	735		4.000.000	2003-2013
<a href="#">Δέλτα Φαλήρου - Κτιριακό Συγκρότημα II</a>	Retail	Media Saturn S.A., Village Roadshow, Γιαννέλος	14.573	738	49.000.000	2006-2019
<a href="#">Λεωφόρος Κηφισίας 49</a>	Retail	Media Markt, Γιαννέλος	8.478	506	20.000.000	2005-2017 & 2005-2021

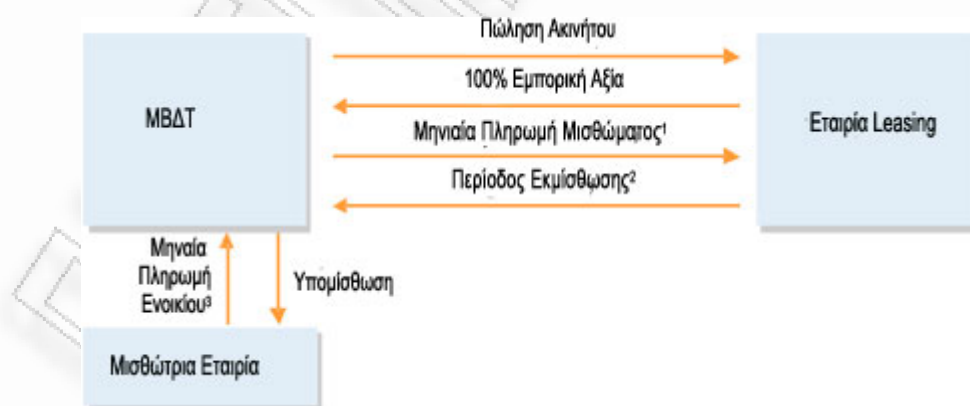
Πηγή: [www.babisbovos.gr](http://www.babisbovos.gr)

Συνοπτικά, τα οφέλη για την ΜΒΔΤ από τις συναλλαγές πώλησης και επανεκμίσθωσης είναι τα ακόλουθα:

- Η ΜΒΔΤ λαμβάνει προσχωρώντας στη σύμβαση πώλησης και επανεκμίσθωσης, το 100% της αγοραίας αξίας των ακινήτων της, για τα χρόνια τα οποία καλύπτονται από αυτή
- Η ΜΒΔΤ δύναται να επαναγοράσει τα ακίνητα μετά την λήξη της μίσθωσης, συνήθως στην ονομαστική αξία
- Ο φόρος μεταβίβασης (με συντελεστή επί του παρόντος 11%) δεν είναι καταβλητέος από τον αγοραστή / εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης
- Δεν επιβάλλεται εταιρικός φόρος εισοδήματος (επί του παρόντος με συντελεστή 32%), αρχής γενομένης από το 2004, σε τυχόν κέρδη της ΜΒΔΤ που προέρχονται από την αρχική πώληση προς τον αγοραστή / εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης, υπό την προϋπόθεση ότι το κέρδος ή η ωφέλεια θα εγγραφεί στα ειδικά αφορολόγητα αποθεματικά. Τα αποθεματικά αυτά φορολογούνται κατά την διανομή ή την κεφαλαιοποίησή τους.

Το κάτωθι διάγραμμα απεικονίζει την διαδικασία πώλησης και επανεκμίσθωσης:

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.5**  
**Διαδικασία πώλησης και επανεκμίσθωσης**



<sup>1</sup>Συνήθως στην περιοχή του EURIBOR + 250 μονάδες βάσης (2,5%)

<sup>2</sup>Συνήθως συναφείς με την σύμβαση ενοικίασης

<sup>3</sup>Οι ετήσιες αναπροσαρμογές είναι ο ελληνικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή + (100-200 μονάδες βάσης)

- **Οριζόντιες Ιδιοκτησίες**

Οι οριζόντιες ιδιοκτησίες βασίζονται σε μεμονωμένους ορόφους, ή τμήματα αυτών, που ανήκουν απευθείας στην «Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική», εντός κτιρίων ανεγερθέντων από τον όμιλο, που αντιστοιχούν σε ποσοστό ιδιοκτησίας του οικοπέδου και σε θέσεις στάθμευσης αυτοκινήτων.

Προ του 2001 η «Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική» θα πωλούσε τα ακίνητα που κατασκεύασε σε τρίτους επενδυτές, διακρατώντας μόνον μέρος της οριζόντιας ιδιοκτησίας. Αυτό έχει πλέον αλλάξει, δεδομένων των εξελίξεων στην χρηματοδότηση του ομίλου αλλά και της ωρίμανσης της Ελληνικής αγοράς ακινήτων γραφείων. Η «Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική» κατασκευάζει πλέον έργα μεγάλης κλίμακας χρηματοδοτούμενα με την μέθοδο της πώλησης και επανεκμίσθωσης, εξασφαλίζοντας συμβόλαια ενοικίασης δεκαετούς τουλάχιστον διάρκειας με ενοικιαστές άριστης πιστοληπτικής διαβάθμισης.

Η μακροπρόθεσμη στρατηγική του Ομίλου δεν επικεντρώνεται σε αυτή την ομάδα στοιχείων ενεργητικού. Το 87 % του ενεργητικού που περιλαμβάνεται στην κατηγορία οριζοντίου ιδιοκτησίας βρίσκεται σε μεγάλα γραφειακά συγκροτήματα που βρίσκονται στην Λεωφόρο Κηφισίας. Η Λεωφόρος Κηφισίας αποτελεί κεντρική αρτηρία των Αθηνών, είναι δε λεωφόρος γραφείων και καταστημάτων πρώτης κατηγορίας, η οποία συνδέει το κέντρο των Αθηνών με τα Βόρεια προάστια.

Το 2004 υπήρξε μόνον μία προσθήκη στα ακίνητα οριζοντίου ιδιοκτησίας μας, συγκεκριμένα ένα κατάστημα και θέσεις στάθμευσης στη Λεωφόρο Κηφισίας 14, σε έναν κτίριο γραφείων 2.316 τετραγωνικών μέτρων που ολοκληρώθηκε από την «Μπάμπης Βωβός Διεθνής Τεχνική» μέσα στη χρονιά και πωλήθηκε σε ιδιώτες επενδυτές. Η συγκεκριμένη κατηγορία ακινήτων προσπόρισε έσοδα ύψους 3 εκατ. Ευρώ σε ενοίκια το 2004, ενώ ο συντελεστής κενών (συντελεστής διαθεσιμότητας) κυμάνθηκε στο 1,0 % επί του συνόλου των διαθέσιμων χώρων. [14]

**ΠΙΝΑΚΑΣ 5.2**  
**Οριζόντιες Ιδιοκτησίες**

Διεύθυνση Ιδιοκτησίας	Περιγραφή	Μισθωτές	Επιφάνεια τ.μ.	Θέσεις Στάθμευσης
<b>Λεωφ. Κηφισίας 10 – 12</b>	Γραφεία και Αποθηκευτικοί χώροι	Antenna 1, Intestra Spot	3.184	136
<b>Λεωφ. Κηφισίας 32</b>	Γραφεία και Αποθηκευτικοί χώροι	Coca Cola και Vodafone	2.038	-
<b>Λεωφ. Κηφισίας 64</b>	Αποθηκευτικοί χώροι, καταστήματα	Vodafone, Stet Hellas, Scoplife	749	47
<b>Μαυρομιχάλη και Απόλλωνος, Νέα Ερυθραία</b>	Residential	Ιδιώτες	716	-
<b>Λεωφ. Κηφισίας 60</b>	Γραφεία και Αποθηκευτικοί χώροι	Coca Cola, Consolidated Contractors Company	616	-
<b>Λεωφ. Κηφισίας 56</b>	Αποθηκευτικοί χώροι	Microsoft, Vodafone, Opel	550	89
<b>Λεωφ. Βασιλίσσης Σοφίας 4</b>	Residential	Ιδιώτες	469	-
<b>Λεωφ. Κηφισίας 44</b>	Καταστήματα, Αποθηκευτικοί χώροι	Cosmote and Siemens	443	16
<b>Οδός Πρεμετής 3</b>	Καταστήματα, Αποθηκευτικοί χώροι	Sun Microsystem, Flash και Ζωγραφάκης	141	22
<b>Λεωφ. Κηφισίας 14</b>	Κατάστημα	Κενό	108	18
<b>Λεωφ. Κηφισίας 62</b>	Καταστήματα	Coca Cola, Ασπίς, Opel και Cosmote	50	69
<b>Λεωφ. Κηφισίας 340</b>	Κατάστημα	Κενό	28	155
<b>Λεωφ. Κηφισίας 24 και Οδός Αιγιαλείας</b>	Στάθμευση αυτοκινήτων	Coca Cola, Marfin Bank και BP	-	244
<b>Ακαδημίας και Χαριλάου Τρικούπη</b>	Στάθμευση αυτοκινήτων	Ιδιώτες	-	17
<b>Λεωφ. Κηφισίας 7</b>	Στάθμευση αυτοκινήτων	Γενική Γραμματεία Αθλητισμού		1
<b>Πόρος</b>	Ξενοδοχείο		3.800	-
<b>Σύνολον</b>			<b>9.091</b>	<b>659</b>

Πηγή: [www.babisvovos.gr](http://www.babisvovos.gr)



- Έργα υπό κατασκευή

**ΠΙΝΑΚΑΣ 5.3**  
**Έργα υπό κατασκευή**

Διεύθυνση Ακινήτου	Περιγραφή	Εμβαδόν Οικοπέδου τ.μ.	Εμβαδόν κτιρίου τ.μ.	Προσδοκώμενη Ολοκλήρωση
<u>Λεωφ. Κηφισίας</u> <u>109-111 &amp; Σίνα</u>	Καταστήματα αποθήκες	& 3.000	3.062	2008
<u>Πόρος - Γαλατάς</u>	Ξενοδοχιακές Μονάδες	88.000	22.000	2008
<u>Σούνιο</u> <u>Πουνταζέζα</u>	- Ξενοδοχιακές Μονάδες	62.144	12.000	2009
<u>Πάτμου 9-13</u> <u>Αγράφων</u>	& Μικτής Χρήσης	3.827	3.830	2007
<u>Οδός</u> <u>Γυμναστηρίου</u>	Εβρισκόμενο Νέα Ερυθραία	στη 10.867	8.000	2008
<u>Λεωφόρος</u> <u>Αθηνών 108-110</u>	Γραφειακά Συγκροτήματα	8.000	23.700	2007
<u>Λεωφόρος</u> <u>Συγγρού 340</u>	Retail	6.000	14.000	2008
<u>Αγίας Άννης</u> <u>Αγίου</u> <u>Πολυκάρπου</u>	& Εμπορικό Κέντρο	43.216	70.000	2009

Πηγή: [www.babisvovos.gr](http://www.babisvovos.gr)

## 5.4 Reds A.E.

### 5.4.1 Γενικά

Η REDS A.E. - μέλος του Ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ - είναι μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες ανάπτυξης ακινήτων στην Ελλάδα.

Αναλαμβάνει έργα μεσαίας και μεγάλης κλίμακας όπως Εμπορικά, Ψυχαγωγικά, Εκθεσιακά και Συνεδριακά Κέντρα, Επαγγελματικούς χώρους, έργα Μεικτής Χρήσης αλλά και Οικιστικά έργα. Η εταιρεία δραστηριοποιείται στην Ελλάδα και τη Ρουμανία ενώ παράλληλα σχεδιάζει τη διεύρυνση των δραστηριοτήτων της και σε άλλες αγορές της ευρύτερης περιοχής των Βαλκανίων.

Η στρατηγική της Εταιρείας όσον αφορά στη δημιουργία αξίας βασίζεται στον εντοπισμό και την απόκτηση μεγάλων ακινήτων σε ελκυστικές τιμές και τη συνεργασία με καθιερωμένους κι εξειδικευμένους επαγγελματίες της ανάπτυξης ακινήτων για την υλοποίηση έργων υψηλής ποιότητας [15].

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1918 με την επωνυμία «Α. ΚΑΜΠΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΟΙΝΟΠΟΙΗΤΙΚΗ, ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ, ΕΜΠΟΡΙΚΗ, ΚΤΗΜΑΤΙΚΗ & ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ». Η επωνυμία της Εταιρείας, με βάση απόφαση της Β' Επαναληπτικής Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της Εταιρείας της 30.07.2001, άλλαξε σε «Α. ΚΑΜΠΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ» με τον διακριτικό τίτλο «Α. ΚΑΜΠΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.». Η τροποποίηση της επωνυμίας εγκρίθηκε με την με αρ. πρωτ. Κ2-11443/17-8-2001 απόφαση του Υπ. Ανάπτυξης.

Στην Α' Επαναληπτική Γενική Συνέλευση των μετόχων της 20ης Φεβρουαρίου 2003 τροποποιήθηκε εκ νέου η επωνυμία της Εταιρείας η οποία διαμορφώθηκε ως εξής:  
Επωνυμία: «REDS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΚΑΙ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ» Διακριτικός τίτλος: «REDS A.E.».

Η έδρα της Εταιρείας βρισκόταν αρχικά στο δήμο Παλλήνης Αττικής. Με απόφαση της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης της 24.06.1998 ως έδρα της Εταιρείας ορίστηκε ο δήμος Χαλανδρίου Αττικής ενώ με απόφαση της Τακτικής Γενικής Συνέλευσης της

30.06.1999, η έδρα της Εταιρείας μεταφέρθηκε στο δήμο Αμαρουσίου, Ακακιών 39 και Μονεμβασίας 25. [16]

#### **5.4.2 Ο Όμιλος Ελληνική Τεχνοδομική ΤΕΒ**

Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ (ΕΛΤΕΒ) είναι μία από τις μεγαλύτερες και ισχυρότερες εταιρείες συμμετοχών στην Ελλάδα. Για περισσότερο από μία δεκαετία ο Όμιλος έχει παραδώσει έργα σταθμούς τόσο για τον ιδιωτικό όσο και για το δημόσιο τομέα, στους εξής στρατηγικούς τομείς:

Κατασκευές, Παραχωρήσεις, Ενέργεια από Ανανεώσιμες Πηγές (ΑΠΕ) & Περιβάλλον και Ανάπτυξη Ακινήτων. Όλες οι θυγατρικές του Ομίλου αποτελούν είτε ηγέτες είτε σημαντικούς "παίκτες" στους τομείς τους.

Κατασκευές: Η ΑΚΤΩΡ Α.Ε. και οι θυγατρικές της εταιρείες αναλαμβάνουν όλες τις κατασκευαστικές δραστηριότητες του Ομίλου. Η εταιρεία έχει ηγετική παρουσία στην ελληνική αγορά, μία θέση την οποία διατηρεί επί σειρά ετών. Αναφορικά με τις δραστηριότητές του στο εξωτερικό, ο Όμιλος αποτελεί σημαντικό "περιφερειακό παίκτη" στα Βαλκάνια και τη Μέση Ανατολή. Η ΕΛΤΕΒ κατέχει το 100% του μετοχικού κεφαλαίου της ΑΚΤΩΡ Α.Ε.

Παραχωρήσεις: Ο Όμιλος έχει ηγετική θέση μεταξύ των εγχώριων ανταγωνιστών σε συγχρηματοδοτούμενα έργα-σταθμούς όπως η Αττική Οδός και η Γέφυρα Ρίου-Αντιρρίου. Εκτός από τη συμμετοχή στην κατασκευή τους, ο Όμιλος κατέχει σημαντικό αριθμό μετοχών στις αντίστοιχες εταιρείες λειτουργίας αποκομίζοντας, με αυτόν τον τρόπο, αξιοσημείωτη εμπειρία στη διαχείριση έργων τέτοιου τύπου. Η ΕΛΤΕΒ κατέχει, επίσης, σημαντικό αριθμό μετοχών στις κοινοπραξίες, οι οποίες έχουν αναλάβει την κατασκευή της υποθαλάσσιας σήραγγας στη Θεσσαλονίκη, και τους αυτοκινητοδρόμους Κορίνθου- Τρίπολης- Καλαμάτας, Μαλιακού και Ελευσίνας - Κορίνθου- Πάτρας- Πύργου- Τσακώνας. Επιπλέον, ο Όμιλος συμμετέχει σε κοινοπραξίες που υποβάλλουν προσφορές για την ανάληψη έργων Παραχώρησης ή Συμπράξεων Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα.

Ενέργεια από Ανανεώσιμες Πηγές & Περιβάλλον: Ο Όμιλος κατέχει δεσπόζουσα θέση σε Ελλάδα και Κύπρο σε θέματα ανακύκλωσης απορριμμάτων, κατασκευής και λειτουργίας ΧΥΤΑ, αλλά και επεξεργασίας επικίνδυνων αποβλήτων. Με την εξαγορά

της γερμανικής εταιρείας HERHOF από τη θυγατρική εταιρεία ΗΛΕΚΤΩΡ Α.Ε., η ΕΛΤΕΒ έχει πρόσβαση σε παγκοσμίως μοναδική τεχνολογία ανακύκλωσης αστικών και εμπορικών αποβλήτων. Ως αποτέλεσμα η ΗΛΕΚΤΩΡ Α.Ε. έχει αναδειχθεί σε ισχυρό διεθνή παίκτη ενός ιδιαίτερα δυναμικού τομέα.

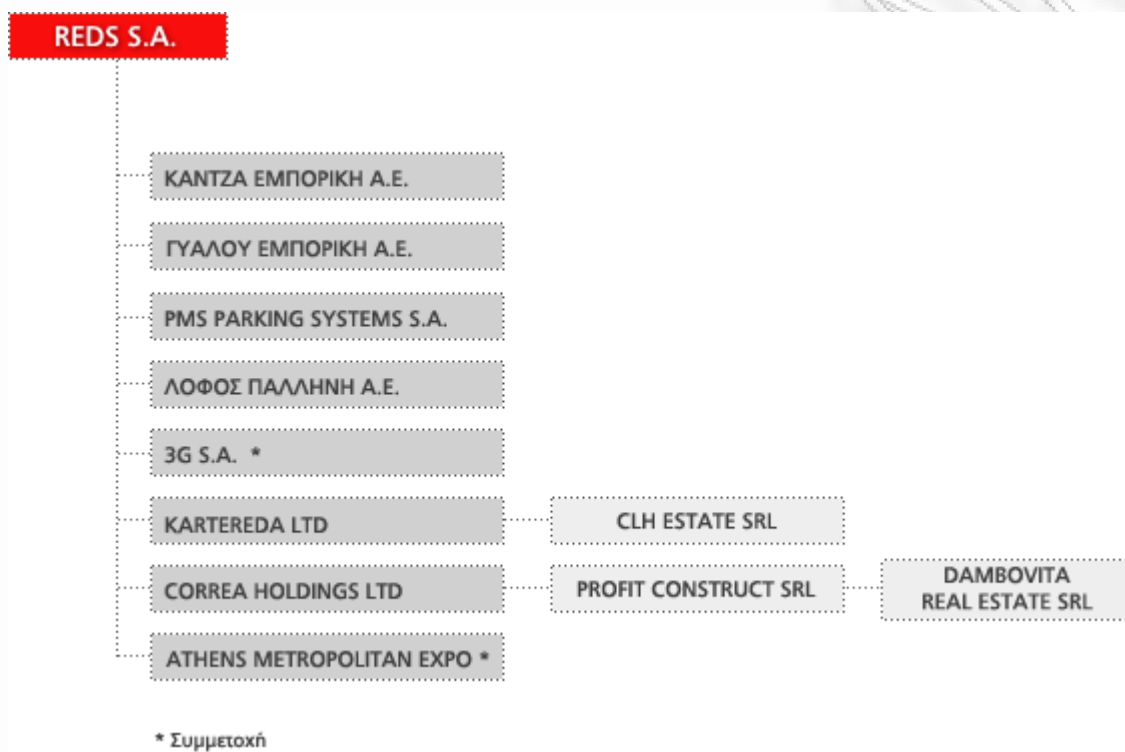
**Ανάπτυξη Ακινήτων:** Η REDS αναλαμβάνει την υλοποίηση αλλά και την ολοκληρωμένη ανάπτυξη έργων. Εκτός από την εκτέλεση και τη διαχείριση των έργων, η REDS προσφέρει εξειδικευμένες συμβουλευτικές υπηρεσίες στην ανάπτυξη ακινήτων. Δραστηριοποιείται στην Ελλάδα και τη Ρουμανία στοχεύοντας κυρίως σε εμπορικά και ψυχαγωγικά κέντρα, οικιστικά συγκροτήματα, επαγγελματικούς χώρους και έργα μεικτής χρήσης.

Λοιπές δραστηριότητες: Το καζίνο στην Πάρνηθα και τα μεταλλεία στη Χαλκιδική αποτελούν παραδείγματα άλλων δραστηριοτήτων που έχει αναλάβει ο Όμιλος ΕΛΤΕΒ [17].

Πιο συγκεκριμένα, η διάρθρωση του ομίλου παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα (διάγραμμα 5.6).

## ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.6

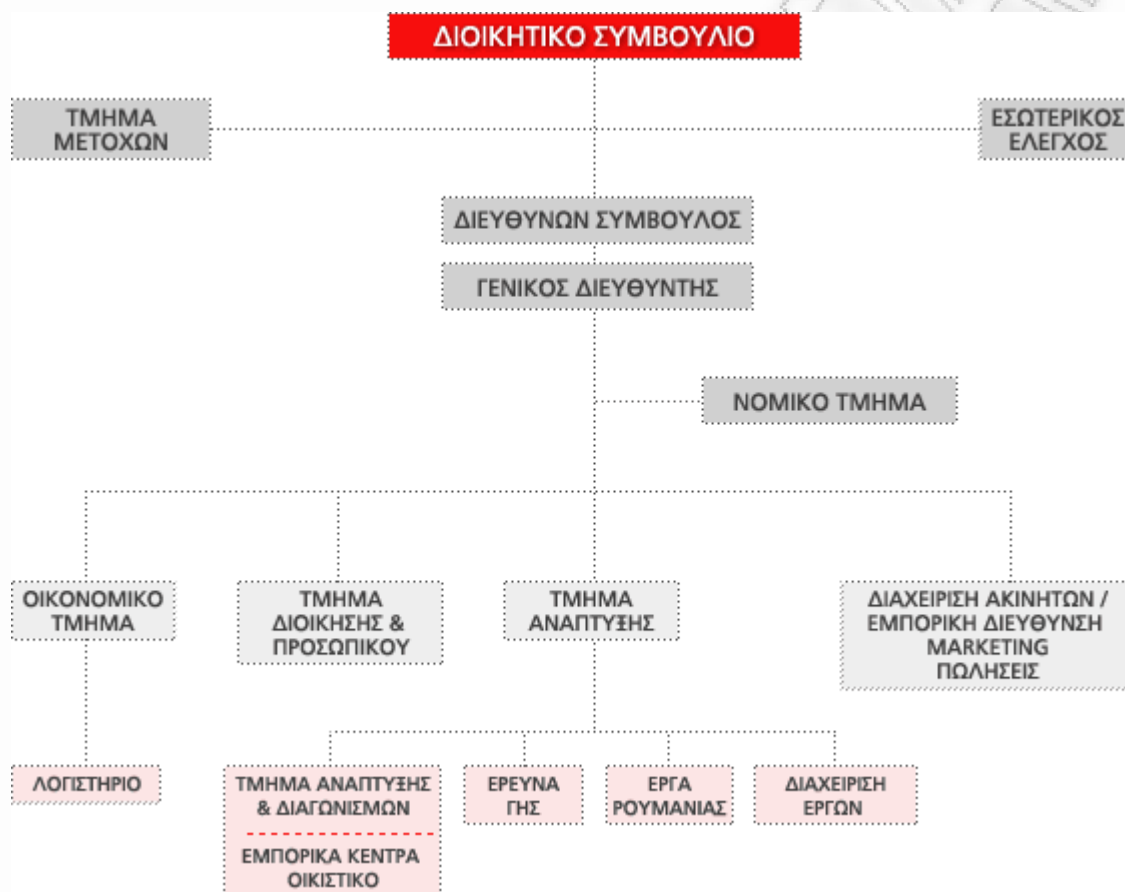
### ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΟΜΙΛΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ REDS A.E



Πηγή: [www.reds.gr](http://www.reds.gr)

Επιπλέον, το οργανόγραμμα του ομίλου παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα (διάγραμμα 5.5).

**ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.5**  
**ΟΡΓΑΝΟΓΡΑΜΜΑ ΟΜΙΛΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ REDS A.E**



Πηγή: [www.reds.gr](http://www.reds.gr)

### 5.4.3 Ιστορικό Ομίλου ΤΕΒ

Η διαδικασία συγκρότησης του Ομίλου ξεκίνησε το 1998 και ολοκληρώθηκε τον Ιούλιο του 2002 με την απορρόφηση των κατασκευαστικών κλάδων των εταιριών: ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. και ΤΕΒ Α.Ε. από την ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε. και στη συνέχεια τη συγχώνευση των ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. και ΤΕΒ Α.Ε. Με την ολοκλήρωση αυτής της διαδικασίας προέκυψαν η μητρική εταιρία του Ομίλου,

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. (εταιρεία συμμετοχών) και η νέα ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε. (κατασκευαστική εταιρεία).

Το Δεκέμβριο του 2005 πραγματοποιήθηκε η εξαγωγή της ΑΚΤΩΡ από το ΧΑΑ και η απόκτηση του 100% του μετοχικού της κεφαλαίου από την ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. Παράλληλα, η ΑΚΤΩΡ μεταβίβασε σε αυτή όλες τις μη κατασκευαστικές της δραστηριότητες συμπεριλαμβανομένων και των συμμετοχών της σε έργα παραχώρησης και διατηρώντας το κατασκευαστικό αντικείμενο και τις συναφείς με αυτό δραστηριότητες (Μεταλλεία, Λατομεία).

- **Ορόσημα στην πορεία του Ομίλου:**

**1949:** Ίδρυση της εταιρείας ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΒΟΛΟΥ (ΤΕΒ) Α.Ε. με κύριο τομέα δραστηριοποίησης τα Δημόσια Έργα

**1955:** Ίδρυση της εταιρείας ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. με κύριο τομέα δραστηριοποίησης τα Ιδιωτικά έργα

**1970:** Ίδρυση της εταιρείας ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε. με κύριο τομέα δραστηριοποίησης τα Δημόσια Έργα

**1996:** Υπογραφή σύμβασης για το έργο παραχώρησης ΑΤΤΙΚΗ ΟΔΟΣ

**1996:** Υπογραφή σύμβασης για το έργο παραχώρησης ΓΕΦΥΡΑ

**1998:** Στρατηγική συνεργασία μεταξύ των εταιρειών ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. και ΤΕΒ Α.Ε. με ανταλλαγή μετόχων

**1999:** Στρατηγική συνεργασία μεταξύ των ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε., ΤΕΒ Α.Ε. και ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε. με ανταλλαγή μετοχών

**2001:** Εξαγορές θυγατρικών κατασκευαστικών εταιρειών ΤΟΜΗ, ΚΑΣΤΩΡ, ΤΡΙΓΩΝΟ

**2002:** Απόσχιση των κατασκευαστικών κλάδων των ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. και ΤΕΒ Α.Ε. και απορρόφησή τους από την ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε. καθώς και απορρόφηση της ΤΕΒ Α.Ε. από την ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε. δημιουργούν

την μητρική εταιρεία του Ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε. η οποία είναι εταιρεία συμμετοχών

**2002:** Απορρόφηση των εταιριών ΤΕΧΝΟ και REDS από την Α. ΚΑΜΠΑΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε. με τη δημιουργία της νέας REDS, Ανώνυμη Εταιρία Ανάπτυξης Ακινήτων και Υπηρεσιών, η οποία αποτελεί τον επενδυτικό βραχίονα του Ομίλου στο χώρο της ανάπτυξης ακινήτων

**2002:** Απόκτηση ποσοστού στο Καζίνο της Πάρνηθας

**2002-2004:** Εκτέλεση πλήθους έργων για τους Ολυμπιακούς αγώνες στην Αθήνα

**2004:** Απόκτηση ποσοστού στα Μεταλλεία Κασσάνδρας Χαλκιδικής

**2005:** Εξαγωγή ΑΚΤΩΡ από το Χ.Α.Α. και απόκτηση του 100% από την ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ Α.Ε.

**2005:** Εξαγορά εταιρείας HERHOF GmbH στη Γερμανία με τεχνογνωσία στον τομέα του περιβάλλοντος

**2006:** Ανάληψη έργου Blue City στο Ομάν

**2007:** Έναρξη διαδικασιών για την απορρόφηση της κατασκευαστικής εταιρείας ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ από τον Όμιλο ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ. [18]

#### **5.4.4 Έργα**

Η εταιρεία αναλαμβάνει όλα τα στάδια της διαδικασίας ανάπτυξης για τα δικά της έργα αλλά και για εκείνα των θυγατρικών της εταιρειών. Οι τομείς ανάπτυξης ακινήτων στους οποίους δραστηριοποιείται η εταιρεία περιλαμβάνουν:

- Εμπορικά και Ψυχαγωγικά Κέντρα
- Επιχειρηματικά Πάρκα
- Οικιστικά



- Μεικτής Χρήσης
- Χώροι Γραφείων / Επαγγελματικοί Χώροι
- Εκθεσιακά και Συνεδριακά Κέντρα

Αναλυτικά:

- **Εμπορικό πάρκο Γυαλού**

Η REDS αναπτύσσει το εμπορικό πάρκο Γυαλού στην περιοχή "Γυαλού" στα Σπάτα της Ανατολικής Αττικής.

Το εμπορικό πάρκο Γυαλού βρίσκεται 15 χλμ. από το κέντρο της Αθήνας. Ο πληθυσμός στην περιοχή της 'ακτίνας επιρροής' ανέρχεται σε 1.6 εκατομμύρια κατοίκους, με χρόνο πρόσβασης που δεν ξεπερνά τα 30 λεπτά. Πρόκειται για το μεγαλύτερο εμπορικό πάρκο στην Ελλάδα.

Τα εμπορικά πάρκα συχνά στερούνται "ατμόσφαιρας". Το εμπορικό πάρκο Γυαλού έχει σαν στόχο να παρέχει μία διαφορετική, πιο φιλόξενη εμπειρία στον επισκέπτη του.

Στις εγκαταστάσεις του θα περιλαμβάνονται μία υπεραγορά, καταστήματα ιδιοκατασκευών, παιχνιδιών, επίπλων και ηλεκτρικών συσκευών ενώ θα βρίσκεται δίπλα από το εκπαιδευτικό χωριό McArthur Glenn (Designer Outlet) σε τμήμα γης που πωλήθηκε στην McArthur Glenn από την REDS).

Το 2007 υπογράφηκε προσύμφωνο με την Henderson Global Investors Limited για την πώληση του Γυαλού, το οποίο θα αναπτύξει η REDS.

- **Κέντρο Ελευσίνα**

Αυτό το κέντρο, το οποίο βρίσκεται στα δυτικά προάστια της Αθήνας, στην Ελευσίνα, δε θα εξυπηρετεί μόνο την σχετικά υποβαθμισμένη τοπική αγορά, αλλά θα καλύπτει τις ανάγκες της ευρύτερης περιοχής λόγω της εξαιρετικής πρόσβασης σε αυτό μέσω των Αυτοκινητοδρόμων της Εθνικής και της Αττικής Οδού.

Το εμπορικό κέντρο θα αποτελείται τόσο από μεγάλες και μικρές εμπορικές μονάδες, όσο και από καφετέριες και εστιατόρια.

- **Escape Center**

Το Escape Center βρίσκεται στο Ίλιον, στη Βορειοδυτική Αττική, δίπλα στο υπεραγορά Carrefour. Από την εποχή που άνοιξε τις πόρτες του στο κοινό, το Νοέμβριο του 2003, φιλοξενεί κατά μέσο όρο 3,5 εκατομμύρια επισκέπτες ετησίως.

Το Κέντρο περιλαμβάνει ένα πολυκινηματογράφο Ster Cinemas με 8 αίθουσες, συμπεριλαμβανομένου και ενός θερινού κινηματογράφου, μία αίθουσα μπόουλινγκ 16 διαδρόμων και ένα μεγάλο κατάστημα παιχνιδιών.

Στις υπόλοιπες χρήσεις του συγκαταλέγονται εστιατόρια γρήγορης εστίασης, μπαρ-εστιατόρια, καφετέριες, εμπορικά καταστήματα και ένα υπαίθριο Λούνα Παρκ, για τη διασκέδαση μικρών και μεγάλων.

Η πλειοψηφία των μισθωτών του κέντρου κατέχουν ηγετική θέση στον κλάδο τους. Το Escape Center αναδείχθηκε ανάμεσα στα κορυφαία της τελικής κατάταξης στα Βραβεία σχεδιασμού της ICSC το 2005.

Το 2007, το Escape Center πωλήθηκε στη Henderson Global Investors Limited.

- **Veso Mare**

Το Veso Mare είναι ένα από τα πρώτα εμπορικά και ψυχαγωγικά κέντρα της Ελλάδας. Η Πάτρα, δεν είχε ποτέ βιώσει μία παρόμοια πολυσυλλεκτική εμπορική και ψυχαγωγική εμπειρία. Επίσης, η συνεισφορά του στην αναβάθμιση του περιβάλλοντός του, μέσω του πρωτοποριακού του σχεδιασμού αποτελεί ένα σημαντικό παράγοντα επιτυχίας για το Veso Mare.

Το Κέντρο αποτελείται από έναν κινηματογράφο Ster Century Cinemas 8 αιθουσών, μία αίθουσα μπόουλινγκ 16 διαδρόμων - μία από τις μεγαλύτερες και πιο εκλεπτυσμένες αίθουσες της χώρας- εστιατόρια, καφετέριες, ένα μεγάλο κατάστημα παιχνιδιών και άλλες χρήσεις.

Το Veso Mare προσελκύει πάνω από 2,5 εκατομμύρια επισκέπτες κάθε χρόνο, γεγονός που ισοδυναμεί με το δεκαπλάσιο του πληθυσμού της Πάτρας.

Το Veso Mare έχει βραβευθεί από το ICSC (Διεθνές Συμβούλιο Εμπορικών Κέντρων) για τον πρωτοποριακό του σχεδιασμό και την κατασκευή του, ενώ παράλληλα έχει διακριθεί στα Leisure Property Awards ως ένα από τα καλύτερα μικρά εμπορικά κέντρα.

Το 2007, το Veso Mare πωλήθηκε στην Henderson Global Investors Limited.

- **Cambas**

Το καλοκαίρι του 2005, υπογράφηκε, με την εταιρία LA SOCIETE GENERALE IMMOBILLIERE ESPAGNE (LSGIE), συμφωνία για την πώληση του 100% των μετοχών της εταιρίας «KANTZA ΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε.», θυγατρικής της REDS Α.Ε., με τελικό αντάλλαγμα 70.000.000€.

Η σύμβαση τελεί υπό προϋποθέσεις και η μεταβίβαση αναμένεται να ολοκληρωθεί έως το τέλος του 2009.

Η συμμετοχή του συγκεκριμένου επενδυτή στην αξιοποίηση του ακινήτου θα δημιουργήσει τις καλύτερες προϋποθέσεις υλοποίησης του σχεδίου ανάπτυξης και θα περιορίσει σημαντικά τον επενδυτικό κίνδυνο.

Το εν λόγω ακίνητο, με έκταση 318.000m<sup>2</sup> στην Κάντζα Παλλήνης, έχει επιλεγθεί για την ανάπτυξη του μεγαλύτερου εμπορικού και ψυχαγωγικού κέντρου της Ελλάδας.

- **Ακαδημία Πλάτωνος**

Το εν λόγω έργο θα υλοποιηθεί στην Ακαδημία Πλάτωνος, στο Ιστορικό Κέντρο της Αθήνας, πολύ κοντά στη νέα τοποθεσία του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Σε αυτή την ταχύτατα αναπτυσσόμενη περιοχή της Αθήνας, πρόκειται να κατασκευαστεί ένας σύγχρονος χώρος γραφείων υψηλής ποιότητας.

Τα γραφεία στην Ακαδημία Πλάτωνος, αποτελούν μέρος ενός πλαισίου ανάπτυξης ακινήτων που θα δώσει νέες διαστάσεις και παλμό στην επαγγελματική αλλά και αστική ζωή της Αθήνας.

Το έργο περιλαμβάνει κτίρια γραφείων υψηλών προδιαγραφών, που απουσίαζαν ως τώρα από την επαγγελματική ζωή της πρωτεύουσας, με σύγχρονες υποδομές σχεδιασμένες σύμφωνα με τις απαιτήσεις για χώρους γραφείων Α' κατηγορίας.

- **Πανεπιστήμιο Αθηνών**

Το έργο αφορά στη διαχείριση της αποκατάστασης, αναπαλαίωσης και εκμίσθωσης πέντε κτιρίων στο κέντρο της πόλης που ανήκουν στο Πανεπιστήμιο Αθηνών. Η REDS λειτουργεί ως πάροχος υπηρεσιών στην εταιρεία "Διεθνής Αλκή Α.Ε." - μία εταιρεία του Ομίλου Ελληνική Τεχνοδομική ΤΕΒ- στην οποία ανατέθηκε το έργο έπειτα από διαγωνισμό.

Η ολοκλήρωση των εργασιών σε αυτά τα ιστορικά νεοκλασικά κτίρια απαιτούσε λεπτομερείς και εκλεπτυσμένες παρεμβάσεις.

Η REDS προσέγγισε το έργο με επίγνωση της ανάγκης να λειτουργήσουν τα κτίρια αυτά ως σύγχρονα γραφεία και ως χώροι εμπορικής χρήσης, χωρίς να θίγεται η πολιτισμική τους σπουδαιότητα.

Το αποτέλεσμα είναι χώροι γραφείων "τελευταίας τεχνολογίας" που βελτιώνουν την εικόνα του αστικού τοπίου και δίνουν νέα πνοή σε αυτά τα κτίρια που αποτελούν μέρος της πολιτιστικής κληρονομιάς της Αθήνας.

- **Λόφος Edison**

Ο Λόφος Edison είναι ένα οικιστικό συγκρότημα στο δήμο Παλλήνης της Αττικής. Αρχικά χρησιμοποιήθηκε ως Δημοσιογραφικό Χωριό κατά τη διάρκεια των Ολυμπιακών Αγώνων της Αθήνας το 2004. Μετά τους Αγώνες απομακρύνθηκαν οι προσωρινές εσωτερικές εγκαταστάσεις και αντικαταστάθηκαν με μόνιμες κατασκευές και εγκαταστάσεις υψηλών προδιαγραφών και ποιότητας.

Τα 80.000 m<sup>2</sup> πρασίνου και κοινοχρήστων χώρων, η εκπληκτική θέα του Αττικού τοπίου και ο υψηλής αισθητικής σχεδιασμός καθιστούν το Λόφο Edison ένα πρωτοποριακό έργο που έχει θέσει νέα πρότυπα για τα οικιστικά συγκροτήματα.

Ο Λόφος Edison αποτελεί την πραγματοποίηση ενός οράματος, για δημιουργία κατοικιών που απευθύνονται σε Αθηναίους που επιθυμούν να αναβαθμίσουν την

ποιότητα ζωής τους, χωρίς να χρειάζεται να θυσιάσουν την εύκολη πρόσβαση στο κέντρο της πόλης, την ύπαιθρο ή την παραλία. Όλες οι κατοικίες στο Λόφο Edison έχουν πωληθεί και κατοικούνται.

Η υψηλή αναλογία πρασίνου, η εγγύτητα στα μέσα συγκοινωνίας, ο σχεδιασμός και οι εγκαταστάσεις του, συνέβαλαν στη διάκριση του έργου με την κατάκτηση μιας από τις τρεις καλύτερες θέσεις των βραβείων MIPIM 2006.

- **Athens Metropolitan Expo**

Το φθινόπωρο του 2007 η REDS ανακοίνωσε τη συμμετοχή της με 11,7% στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας 'Athens Metropolitan Expo A.E.' για την ανάπτυξη και λειτουργία, μέσω συμφωνίας εκχώρησης, ενός νέου Εκθεσιακού και Συνεδριακού Κέντρου, υψηλών προδιαγραφών, στον Διεθνή Αερολιμένα Αθηνών.

Το Athens Metropolitan Expo πρόκειται να αποτελέσει το μεγαλύτερο Εκθεσιακό και Συνεδριακό Κέντρο της πρωτεύουσας.

- **Έργο λίμνης BANEASA Ρουμανία**

Το έργο στη Λίμνη Baneasa στο Βουκουρέστι αποτελείται από 73 πολυτελή παραλίμνια διαμερίσματα. Το συγκρότημα περιλαμβάνει κατοικίες από 70 m<sup>2</sup> έως και οροφωδιαμερίσματα. Όλες οι κατοικίες διαθέτουν θέσεις πάρκινγκ, ευρύχωρους αποθηκευτικούς χώρους και υψηλής ποιότητας εντοιχισμένα έπιπλα και οικιακό εξοπλισμό.

Η REDS στοχεύει στη δημιουργία νέων προτύπων όσον αφορά στα οικιστικά συγκροτήματα στα Βαλκάνια.

Το οικόπεδο βρίσκεται σε γραφική τοποθεσία της λίμνης με εξαιρετική θέα στη Λίμνη Baneasa και θα στεγάσει ιδιοκτήτες κατοικιών μέσης και ανώτερης τάξης από τη Ρουμανία και το εξωτερικό [19].

## 5.5 PASAL DEVELOPMENT A.E.

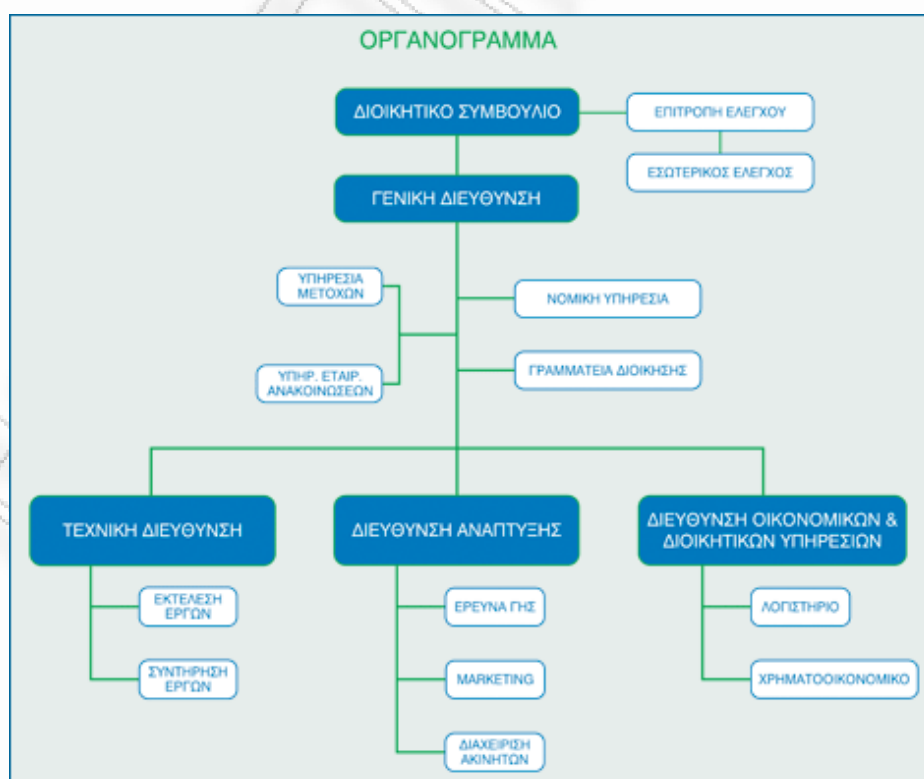
### 5.5.1 Γενικά

Η εταιρεία αναπτύξεως ακινήτων PASAL DEVELOPMENT SA δραστηριοποιείται 18 χρόνια στον τομέα των ακινήτων. Το 2007 πραγματοποιήθηκε η εισαγωγή της στην αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η έδρα της εταιρείας βρίσκεται στη λεωφόρο Κηφισίας 111 και Δαβάκη, Αμπελόκηποι.

Λαμβάνοντας υπόψη την συνεχή εξέλιξη και τις διαφαινόμενες θετικές προοπτικές της αγοράς ακινήτων, η εταιρεία έχει ως στόχο να διαδραματίσει πρωταγωνιστικό ρόλο στην ελληνική αγορά ακινήτων, καθώς και την παραγωγή διαχρονικού προϊόντος προς μεγιστοποίηση του οφέλους της εταιρείας και των εταίρων. [20]  
Παρακάτω παρουσιάζεται το οργανόγραμμα της Pasal Development SA.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5.8

#### ΟΡΓΑΝΟΓΡΑΜΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ PASAL DEVELOPMENT SA.



Πηγή: [www.pasal.gr](http://www.pasal.gr)

### 5.5.2 Ιστορική Πορεία

**1991** Ίδρυση της PASAL Development από τον κ. Σωτήρη Θεοδωρίδη με αντικείμενο δραστηριότητας την αξιοποίηση & εκμετάλλευση ακινήτων και την επωνυμία ΒΕΡΣΑ ΑΕΒΕ.

**1999** Εξαγορά του 51% της Εταιρείας Μεταλλουργείων Λαυρίου, μέσω της οποίας αποκτήθηκε η κυριότητα έκτασης 39 στρεμμάτων στην θέση Παλαιά Σφαγεία στο Λαύριο.

**2001** Συγχώνευση με απορρόφηση από την S.T. Holdings ΑΕΒΤΕ και μετονομασία σε ST Holdings ΑΕ.

Αγορά του 50% οικοπέδου επί των οδών Φιλικής Εταιρίας, Ιωλκού, Παναγούλη και Σινιόσογλου για την ανάπτυξη του κτιριακού συγκροτήματος που στέγασε την οργανωτική επιτροπή των Ολυμπιακών Αγώνων «ΑΘΗΝΑ 2004».

Ανάθεση της ανάπτυξης και διαχείρισης του συγκροτήματος στην κατά 50% θυγατρική εταιρεία ΚΑΜΙΝΟΣ, μέσω αντιπαροχής του 70% του ακινήτου.

**2003** Αλλαγή της Επωνυμίας της εταιρείας σε «Όμιλος Επιχειρήσεων Θεοδωρίδη Α.Ε.».

Αγορά οικοπέδου έκτασης 9 στρεμμάτων στην οδό Πειραιώς 180 στον Ταύρο με σκοπό την ανάπτυξη εμπορικού κέντρου.

Εξαγορά του 97% της εταιρείας Best Lant, για την απόκτηση ισογείου καταστήματος με βοηθητικούς χώρους στην Λ. Κηφισίας 42 στο Μαρούσι.

**2004** Αγορά από ιδιώτες οικοπέδου παρακειμένου στο ακίνητο της Πειραιώς 180, αυξάνοντας την προς ανάπτυξη έκταση στα 9,5 στρέμματα.

**2005 Φεβρουάριος:** Αγορά οικοπέδου 0,9 στρεμμάτων επί της Λ. Κηφισίας 69 στο Μαρούσι με σκοπό την ανάπτυξη κτιρίου καταστημάτων – γραφείων.

**Μάρτιος:** Αγορά από ιδιώτες, οικοπέδων παρακειμένων στο ακίνητο της Πειραιώς 180 και περαιτέρω αύξηση της προς ανάπτυξη έκτασης στα 10,6 στρέμματα.

**Μάιος:** Έναρξη εργασιών κατασκευής εμπορικού κέντρου συνολικής επιφάνειας 60.000 τμ με 900 θέσεις στάθμευσης στο οικόπεδο επί της οδού Πειραιώς 180 με προγραμματισμένη έναρξη λειτουργίας περί τα τέλη του 2008.

**Σεπτέμβριος:** πώληση του 70% του κτιριακού συγκροτήματος στην Ν. Ιωνία στην Eurobank Properties ΑΕΕΑΠ.

**Δεκέμβριος:** Αγορά οικοπέδου έκτασης 55 στρεμμάτων από την Ναυπηγεία Ελευσίνας ΑΕ, επί του οποίου κατασκευάζεται ήδη κέντρο logistics επιφάνειας 33.000 τμ.

**2006 Μάρτιος:** Αγορά 3 όμορων οικοπέδων συνολικής έκτασης 9,1 στρεμμάτων επί της οδού Γεωργικής Σχολής στην Πυλαία Θεσσαλονίκης.

**Απρίλιος:** Αγορά από την εταιρεία EGO Hellas, οικοπέδου έκτασης 11 στρεμμάτων στο 28ο χλμ της Λεωφόρου Βάρης Κορωπίου στο Κορωπί, επί του οποίου ήδη αναπτύσσεται χώρος εμπορικών και λοιπών χρήσεων.

**Ιούλιος:** Πώληση του υπόλοιπου 30% του συγκροτήματος της Ν. Ιωνίας στην Eurobank Properties ΑΕΕΑΠ.

**Σεπτέμβριος:** Μετονομασία της εταιρείας σε «PASAL Development ΑΕ.»

Αγορά οικοπέδου με κτίσμα επί της Λ. Θηβών 247 στη Νίκαια από την εταιρεία ΟΡΦΕΥΣ ΒΕΪΝΟΓΛΟΥ Α.Ε. και ομόρου οικοπέδου δημιουργώντας ιδιοκτησία συνολικής έκτασης 2,5 στρεμμάτων όπου ήδη αναπτύσσονται χώροι εμπορικών χρήσεων.

Αγορά οικοπέδου 5,5 στρεμμάτων με κτίσμα στο 6ο χλμ της οδού Θεσσαλονίκης Ωραιοκάστρου, στην συμβολή της με την Εγνατία Οδό με σκοπό την ανάπτυξη χώρων εμπορικών χρήσεων.

**Οκτώβριος:** Υπογραφή σύμβασης μίσθωσης, διάρκειας 26 ετών για την ανακατασκευή και εκμετάλλευση νεοκλασικού διατηρητέου κτιρίου ιδιοκτησίας ΤΕΑΠΕΥΑΠ, συνολικής ωφέλιμης επιφάνειας 885 m<sup>2</sup>, επί της οδού Νεοφύτου Δούκα 7 στο Κολωνάκι, το οποίο προορίζεται για χρήση καταστημάτων – γραφείων.



**Δεκέμβριος:** Πώληση του συνόλου της συμμετοχής της PASAL Development στο μετοχικό κεφάλαιο της SATO A.E., με στόχο την δημιουργία ανεξάρτητου εταιρικού σχήματος και την ενίσχυση των διαθέσιμων κεφαλαίων για την ανάπτυξη ακινήτων.

**2007 Απρίλιος:** Ολοκλήρωση εργασιών Α' φάσης ανάπτυξης και έναρξη λειτουργίας του ακινήτου στο 9<sup>ο</sup> χλμ της Λ. Βάρης – Κορωπίου στο Κορωπί, όπου στεγάζεται κατάστημα της αλυσίδας ENTOS.

**Μάιος:** Ολοκλήρωση εργασιών Α' φάσης ανάπτυξης του ακινήτου στην της Λ. Θηβών 247 – 249 στην Νίκαια, στο οποίο λειτουργεί κατάστημα της αλυσίδας ENTOS.

Συγχώνευση με απορρόφηση της θυγατρικής εταιρίας BEST LANT ΑΕ.

**Ιούλιος:** Έγκριση της αίτησης της εταιρίας για την εισαγωγή των μετοχών της στην Κατηγορία "Μεσαίας και Μικρής Κεφαλαιοποίησης" της Αγοράς Αξιών του Χ.Α

Υπογραφή οριστικού συμβολαίου για την απόκτηση ακινήτου 10,8 στρεμμάτων στον Βοτανικό (περιοχή Ελαιώνα) αντί € 8,03 εκατ. μετά από πλειοδοτικό διαγωνισμό που διενήργησε η Εθνική Κεφαλαίου ΑΕ. [21]

### **5.5.3 Στρατηγική Ανάπτυξης**

Σκοπός της Pasal Development, είναι η ανεξάρτητη και χωρίς δεσμεύσεις δραστηριοποίηση στον κλάδο της ανάπτυξης & εκμετάλλευσης ακινήτων με στόχο να αποφέρει μακροχρόνια οφέλη στους μετόχους της και τους άλλους «εταίρους» (stakeholders).

Η εταιρεία επικεντρώνεται σε περιοχές και σε κατηγορίες ακινήτων, για τις οποίες υπάρχει αφενός ζήτηση και αφ' ετέρου η κατάλληλη τεχνογνωσία, ώστε να διασφαλίζεται σε όσο το δυνατόν μεγαλύτερο βαθμό η καλή αξιοποίηση της κάθε επένδυσης. Πολιτική της εταιρείας είναι οι επενδύσεις σε ακίνητα που προορίζονται για εμπορική χρήση (καταστήματα, big box & εμπορικά κέντρα), κέντρα αποθήκευσης και διανομής (logistics), κτίρια γραφείων, και σε ακίνητα για οικιστική χρήση δευτερεύουσας κατοικίας.

Οι κύριοι άξονες της στρατηγικής της εταιρείας είναι:

- Ανάπτυξη και εκμετάλλευση ακινήτων τρίτων, όπως ιδρυμάτων, ασφαλιστικών ταμείων και άλλων μη κερδοσκοπικών οργανισμών.
- Έμφαση στην σωστή χρηματοοικονομική διάρθρωση της εταιρείας, για την αντιμετώπιση έλλειψης ρευστότητας (η οποία αποτελεί πρωταρχικό παράγοντα κινδύνου σε εταιρείες ανάπτυξης ακινήτων).
- Επικέντρωση στην ανάπτυξη ακινήτων χωρίς δραστηριοποίηση στον κατασκευαστικό τομέα.
- Ανάπτυξη & εκμετάλλευση (μίσθωση ή πώληση) ακινήτων στο σύνολο της ελληνικής επικράτειας, με έμφαση σε Αθήνα, Θεσσαλονίκη και σε μεγάλα αστικά κέντρα της περιφέρειας.
- Ανάπτυξη των ακινήτων είτε από την ίδια την εταιρεία είτε μέσω κατάλληλων κοινοπρακτικών σχημάτων με εταιρείες παρόμοιου σκοπού για εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας συνεπεία συνεργιών.
- Επιδίωξη μακροχρόνιων συνεργασιών με εξειδικευμένους οίκους αναπτύξεως ακινήτων στην Ελλάδα και το εξωτερικό με σκοπό την σύναψη στρατηγικών συνεργασιών και την απόκτηση εξειδικευμένης τεχνογνωσίας αλλά και την από κοινού συμμετοχή σε μεγάλης κλίμακας αναπτύξεις του ιδιωτικού και δημοσίου τομέα.
- Στελέχωση της εταιρείας από ευέλικτη ομάδα έμπειρων επαγγελματιών του χώρου των ακινήτων, κατάλληλα πλαισιωμένα κατά περίπτωση από έγκριτους εξειδικευμένους εξωτερικούς συνεργάτες [22].

#### **5.5.4 Οργάνωση & Δραστηριότητα**

Ο σκοπός της PASAL Development είναι η ανάπτυξη και εκμετάλλευση ακινήτων στην Ελλάδα και το Εξωτερικό και για την υλοποίηση του η εταιρεία μπορεί:

- Να μετέχει σε άλλες επιχειρήσεις οποιουδήποτε εταιρικού τύπου, που εδρεύουν είτε στην Ελλάδα είτε στο εξωτερικό,

- Να ανεγείρει κάθε είδους οικοδομές για λογαριασμό της, ή με το σύστημα της αντιπαροχής ή για λογαριασμό τρίτων και να τις μεταπωλεί ή να τις εκμεταλλεύεται,
- Να αποκτά, να εκποιεί, να εκμισθώνει, να μισθώνει, να ανοικοδομεί και να ανακατασκευάζει ακίνητα, είτε στην Ελλάδα είτε στο εξωτερικό, συμμετέχοντας και σε Δημοσίους ή Ιδιωτικούς πλειστηριασμούς,
- Να αναθέτει την εκτέλεση έργων και την εκπόνηση μελετών σε τρίτους,
- Να παρέχει υπηρεσίες συμβούλου και διαχειριστή ανάπτυξης και εκμετάλλευσης ακινήτων. [23]

### 5.5.5 Χαρτοφυλάκιο ακινήτων

Παρακάτω παρουσιάζεται το χαρτοφυλάκιο ακινήτων της εταιρείας.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 5.4**  
**Χαρτοφυλάκιο ακινήτων**

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	ΕΜΒΑΔΟΝ ΟΙΚΟΠΕΔΩΝ τ.μ.	ΕΜΒΑΔΟΝ ΚΤΙΣΜΑΤΩΝ τ.μ.	ΜΙΚΤΗ ΕΚΜΙΣΘΩΣΙΜΗ ΕΠΙΦΑΝΕΙΑ τ.μ.
<u>ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ</u>	27.223	22.743	20.414
<u>ΑΚΙΝΗΤΑ ΥΠΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗ</u>	70.234	100.201	61.485
<u>ΟΙΚΟΠΕΔΑ</u>	62.059	N/A	N/A
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>159.516</b>	<b>122.944</b>	<b>81.899</b>

Πηγή: [www.pasal.gr](http://www.pasal.gr)

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Ετήσιο Δελτίο Χρήσεως 2000, LAMDA Development A.E., Μάιος 2001, σελ. 22.
2. Ετήσιο Δελτίο Χρήσεως 2001, LAMDA Development A.E., Μάιος 2002, σελ. 6.
3. Απολογισμός Χρήσεως 2002, LAMDA Development A.E., Μάιος 2003, σελ. 15-19.
4. Απολογισμός Χρήσεως 2003, LAMDA Development A.E., Μάιος 2004, σελ. 2-3.
5. Απολογισμός Χρήσεως 2004, LAMDA Development A.E., Μάιος 2005, σελ. 5.
6. Απολογισμός Χρήσεως 2005, LAMDA Development A.E., Μάιος 2006, σελ. 2.
7. Απολογισμός Χρήσεως 2006, LAMDA Development A.E., Μάιος 2007, σελ. 7.
8. Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας LAMDA Development A.E., εταιρικές ανακοινώσεις, [www.lamda-development.net](http://www.lamda-development.net).
9. Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας LAMDA Development A.E., [www.lamda-development.net](http://www.lamda-development.net).
10. Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας LAMDA Development A.E., [www.lamda-development.net](http://www.lamda-development.net).
11. Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας Μπάμπης Βωβός-Διεθνής Τεχνική Α.Ε., [www.babisvovos.gr](http://www.babisvovos.gr).
12. Ετήσιο Δελτίο Χρήσεως 2005, Μπάμπης Βωβός-Διεθνής Τεχνική Α.Ε., Μάιος 2006, σελ. 13-15.
13. Ετήσιο Δελτίο Χρήσεως 2006, Μπάμπης Βωβός-Διεθνής Τεχνική Α.Ε., Μάιος 2007, σελ. 6-7.
14. Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας Μπάμπης Βωβός-Διεθνής Τεχνική Α.Ε., [www.babisvovos.gr](http://www.babisvovos.gr).
15. Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας R.E.D.S. A.E., [www.reds.gr](http://www.reds.gr).
16. Ετήσιο Δελτίο Χρήσεως 2005, R.E.D.S. A.E., Ιούνιος 2006, σελ. 10.
17. Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας Ελληνική Τεχνοδομική ΤΕΒ, [www.etae.com](http://www.etae.com).
18. Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας Ελληνική Τεχνοδομική ΤΕΒ, [www.etae.com](http://www.etae.com).
19. Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας R.E.D.S. A.E., [www.reds.gr](http://www.reds.gr).
20. Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας Pasal Development S.A., [www.pasal.gr](http://www.pasal.gr).
21. Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας Pasal Development S.A., [www.pasal.gr](http://www.pasal.gr).

22. Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας Pasal Development S.A., [www.pasal.gr](http://www.pasal.gr).

23. Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας Pasal Development S.A., [www.pasal.gr](http://www.pasal.gr).

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

#### 6.1. Εισαγωγή

Η ανάλυση λογιστικών καταστάσεων αποτελεί το πρώτο στάδιο του στρατηγικού προσδιορισμού μίας εταιρείας ή ενός οργανισμού, επειδή τα συμπεράσματά της αντιπροσωπεύουν σημαντικό κομμάτι της ανάλυσης του εξωτερικού και εσωτερικού περιβάλλοντος (SWOT analysis), προσφέροντας μία εικόνα για τη συνολική οικονομική κατάσταση και καταδεικνύοντας πιθανούς προβληματικούς τομείς της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης και λειτουργίας του οργανισμού. [1]

Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις, δηλαδή ο ισολογισμός και η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως (αλλά και ο πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων, το προσάρτημα και η κατάσταση ταμειακών ροών), να αποτελούν την πλέον σημαντική πηγή πληροφόρησης που έχει στη διάθεσή του κάποιος εξωτερικός αναλυτής για να διερευνήσει τη χρηματοοικονομική κατάσταση μιας εταιρείας. Εκεί εμφανίζονται τα περιουσιακά στοιχεία, οι πηγές προέλευσης των κεφαλαίων της, καθώς και τα οικονομικά αποτελέσματα από τις δραστηριότητές της. [2]

Η ανάλυση λογιστικών καταστάσεων προϋποθέτει την προσεχτική επιλογή στοιχείων από τις καταστάσεις αυτές και με τη χρησιμοποίηση διαφόρων εργαλείων, όπως αριθμοδείκτες και πίνακες κίνησης κεφαλαίων, επιδιώκει τη μελέτη ορισμένων βασικών μεταβλητών μιας εταιρείας, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται [3]:

- Η αποδοτικότητα
- Το περιθώριο κέρδους
- Η κυκλοφοριακή ταχύτητα
- Η αποτελεσματικότητα στη διαχείριση των αποθεμάτων και των πιστώσεων
- Η ρευστότητα
- Η δανειακή επιβάρυνση
- Το περιθώριο ασφάλειας
- Η σύνθεση των ενεργητικών στοιχείων

- Η χρηματοδοτική διάρθρωση.

Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων είναι πολύ χρήσιμη, έχει ωστόσο δύο βασικούς περιορισμούς, οι οποίοι είναι:

- Η θεώρηση ότι τα συμπεράσματα της ανάλυσης μπορούν μόνο τους να αποτελέσουν τη βάση για μελλοντικές αποφάσεις. Στην πράξη, ωστόσο, δεν θα πρέπει να αποτελούν την κατάληξη, αλλά να δημιουργούν τους προβληματισμούς ως προς την κατεύθυνση της έρευνας σε μεγαλύτερο βάθος.
- Η μη συμβατότητα των μεθόδων που χρησιμοποιούνται για τη σύνταξη των λογιστικών καταστάσεων σε διαφορετικές εταιρείες του ίδιου κλάδου. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η σύγκριση του ίδιου στοιχείου διαφορετικών εταιρειών του ίδιου κλάδου να μην οδηγεί πάντα σε ακριβή συμπεράσματα.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να γίνει αναφορά στην πρόσφατη επιβολή της χρήσης Διεθνών Λογιστικών Πρότυπων στις λογιστικές καταστάσεις των εταιρειών (αφορά κυρίως τις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες), η οποία άσκησε επίδραση και στην παρούσα εργασία, καθώς οι λογιστικές καταστάσεις του 2003 έχουν συνταχθεί με βάση το Ελληνικό Λογιστικό Πρότυπο, ενώ οι καταστάσεις των ετών 2004 έως 2007 έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα ΔΛΠ.

Η εφαρμογή των ΔΛΠ στοχεύει στην καθιέρωση ομοιόμορφων και υψηλής ποιότητας κανόνων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές, στην αύξηση της αποτελεσματικότητάς τους και στη μείωση του κόστους κεφαλαίων. Σύμφωνα με τις βασικές αρχές των ΔΛΠ, δίνεται η δυνατότητα εγγραφής της εύλογης / αγοραίας αξίας των παγίων στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, πραγματοποιείται η κατηγοριοποίηση των ακινήτων ως ιδιοχρησιμοποιούμενα, επενδυτικά και ως απόθεμα, ενώ ενισχύεται η διενέργεια των εκτιμήσεων από ανεξάρτητους εκτιμητές.

Ταυτόχρονα, εφόσον επιλεγεί η εγγραφή της αξίας των ακινήτων σε αγοραίες αξίες, η εταιρεία δε θα μπορεί να επανέλθει στις λογιστικές αξίες σε επόμενο έτος. Στην πλειονότητα των περιπτώσεων επίσης, θα χρησιμοποιείται η συγκριτική μέθοδος και

η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης, ενώ η μέθοδος του απαξιωμένου κόστους αντικατάστασης μπορεί να χρησιμοποιείται σε εξαιρετικές μόνο περιπτώσεις.

Τα ΔΛΠ, καθώς και οι επιμέρους κανονισμοί διεθνών ή εθνικών επαγγελματικών οργανισμών ελεγκτών και εκτιμητών σήμερα, συγκλίνουν ως προς τον ορισμό της αξίας και των κατά περίπτωση κατάλληλων μεθοδολογιών εκτίμησης, ωστόσο υπάρχουν ακόμα προβλήματα αποσαφήνισης ορισμένων τεχνικών θεμάτων. Από τα 41 Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, τρία έχουν στενή σχέση σχετικά με την εμπλοκή και την εργασία του εκτιμητή ακινήτων (ΔΛΠ 16: Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις, ΔΛΠ 17: Μισθώσεις, ΔΛΠ 40: Επενδύσεις σε ακίνητα προς εκμετάλλευση). Σύμφωνα, ωστόσο, με παράγοντες του κλάδου, η πλειονότητα των εκτιμητικών εκθέσεων που ετοιμάζονται σήμερα στην Ελλάδα για λόγους ΔΛΠ, δεν ανταποκρίνεται ή αποκλίνει σε κάποιο βαθμό από τα κριτήρια που τίθενται από τις προαναφερθείσες βασικές αρχές.

Η εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών (ΔΛΠ) απαιτεί κατάλληλη προετοιμασία, ενημέρωση και συνεργασία όλων των εμπλεκόμενων φορέων και επαγγελματιών που προσφέρουν τις υπηρεσίες τους, όπως των ιδιοκτητών, των εκτιμητών και των ελεγκτών, καθώς και η καθιέρωση κοινών υποδειγμάτων εκτιμητικών εκθέσεων. Επιπλέον ιδιαίτερη σημασία πρέπει να δοθεί στη θεσμική οριοθέτηση του επαγγέλματος του εκτιμητή ακινήτων, που θα βασίζεται σε ορισμένους κανόνες και τρόπους ελέγχου της εμπειρίας, της γνώσης και της ικανότητας του.

Σε κάθε περίπτωση η επιτυχής ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων μιας εταιρείας προϋποθέτει ειδική γνώση του κλάδου της οικονομίας, στον οποίο αυτή δραστηριοποιείται. Όσο καλύτερα ο αναλυτής γνωρίζει το σχετικό κλάδο, τόσο ασφαλέστερα είναι τα συμπεράσματα, τα οποία εξάγονται. Με τη σειρά της, η ανάλυση του κλάδου προϋποθέτει τη θεώρηση και γνώση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, δηλαδή της εγχώριας και της διεθνούς οικονομίας.

Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων μεθοδεύεται καλύτερα όταν το συνολικό έργο αναλύεται στις ακόλουθες επιμέρους διαδοχικές φάσεις:



- Στατιστική ανάλυση
- Κριτική διερεύνηση δεικτών
- Κριτική διερεύνηση πινάκων κίνησης κεφαλαίων
- Εξαγωγή συμπερασμάτων.

### 6.1.1 Στατιστική Ανάλυση

Η στατιστική ανάλυση περιλαμβάνει τα ακόλουθα βήματα [4]:

- Τον καθορισμό του αριθμού των χρήσεων που θα συμπεριληφθούν στην ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων. Προκειμένου να έχουμε μια αντιπροσωπευτική εικόνα της εξέλιξης των διαφόρων μεγεθών, η ανάλυση θα πρέπει να ακολουθεί το υπόδειγμα των κυκλικών διακυμάνσεων της οικονομίας.
- Τη λογιστική τυποποίηση των ισολογισμών σε περιπτώσεις έλλειψης σχετικών κανόνων ώστε να εξασφαλίζεται η ομοιόμορφη κατάστρωσή τους.
- Τη λογιστική τυποποίηση των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσεως σε ανάλογες με τις προαναφερθείσες καταστάσεις.
- Την εμφάνιση των καταστάσεων των ισολογισμών με την κάθετη μορφή και στη συνέχεια την παράθεση του ενός ισολογισμού δίπλα στον άλλο με πρώτο από αριστερά τον ισολογισμό της παλαιότερης χρήσεως. Με τον τρόπο αυτό διευκολύνεται η σύγκριση των ισολογισμών διαδοχικών χρήσεων και είναι ευκολότερος για τον αναλυτή ο εντοπισμός των παραγόντων που άλλαξαν τη χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας. Επίσης, με την παράθεση διαδοχικών καταστάσεων γίνεται πιο εύκολος ο εντοπισμός πιθανών τάσεων.
- Την ανάλυση κοινού μεγέθους που αποκαλύπτει την τάση των ποσοστών που προκύπτουν αν κάθε στοιχείο του ενεργητικού εκφραστεί ως ποσοστό του ενεργητικού και κάθε στοιχείο του παθητικού ως ποσοστό του συνόλου του παθητικού. Από την ανάλυση κοινού μεγέθους λαμβάνονται επίσης πληροφορίες για την κατανομή των περιουσιακών στοιχείων (π.χ. σχέση ή αναλογία πάγιου και κυκλοφορούντος ενεργητικού) και των πόρων χρηματοδότησης.
- Την ανάλυση δεικτών τάσης, η οποία εκφράζει τα στοιχεία των διαδοχικών ισολογισμών ως ποσοστό των αντίστοιχων στοιχείων του αρχικού

ισολογισμού, ο οποίος εκλαμβάνεται ως ισολογισμός βάσης. Με τον τρόπο αυτό ο αναλυτής διαπιστώνει την εξέλιξη των λογαριασμών και αποκτάει αίσθηση της σπουδαιότητας των αλλαγών και του ρυθμού με τον οποίο αυτές συντελέστηκαν μέσα στην εξεταζόμενη περίοδο.

- Την εμφάνιση των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσεως με την κάθετη μορφή και στη συνέχεια με την παράθεση της μίας κατάστασης δίπλα στην άλλη.
- Την ανάλυση κοινού μεγέθους εκφράζοντας κάθε στοιχείο της κατάστασης ως ποσοστό των πωλήσεων. Αυτό δίνει τη δυνατότητα με μία ματιά να φανεί πώς κατανέμεται κάθε ευρώ πωλήσεων σε επιμέρους κόστη, έξοδα και κέρδη.
- Την ανάλυση δεικτών εκφράζοντας τα στοιχεία των διαδοχικών καταστάσεων ως ποσοστό της αρχικής, η οποία εκλαμβάνεται ως κατάσταση βάσης.
- Τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών της εξεταζόμενης εταιρείας. Οι αριθμοδείκτες είναι κλάσματα με αριθμητή ένα κονδύλιο του ισολογισμού ή της κατάστασης των αποτελεσμάτων χρήσης και παρονομαστή ένα άλλο και αποτελούν το κυριότερο εργαλείο της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων.
- Την ανεύρεση, για την ίδια περίοδο, των αριθμοδεικτών και των πινάκων κίνησης κεφαλαίων των κυριότερων ανταγωνιστών, που είναι εταιρείες που μοιάζουν όσο το δυνατόν περισσότερο με την υπό εξέταση εταιρεία.
- Την ανεύρεση, για την ίδια περίοδο, των μέσων δεικτών και των πινάκων κίνησης κεφαλαίων του κλάδου στον οποίο ανήκει η εξεταζόμενη εταιρεία. Ο κλάδος πρέπει να ορίζεται ως ένα σύνολο εταιρειών, οι οποίες έχουν κοινά χαρακτηριστικά με την εταιρεία που αναλύεται (ίδια προϊόντα, ίδιο μέγεθος κ.λ.π.).
- Τη γραφική απεικόνιση της εξέλιξης των αριθμοδεικτών της εταιρείας, των ανταγωνιστών και του κλάδου. Όπως και την απεικόνιση της εξέλιξης κάθε άλλου στοιχείου, η οποία κρίνεται απαραίτητη, όπως πωλήσεων, κόστους, πάγιου ενεργητικού κ.λ.π.

### **6.1.2 Κριτική Διερεύνηση Αριθμοδεικτών**

Όπως έχει αναφερθεί, αριθμοδείκτης είναι η σχέση ενός κονδυλίου του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης προς ένα άλλο και εκφράζεται μαθηματικά με τη μορφή κλάσματος. Οι κυριότεροι και οι περισσότερο

χρησιμοποιούμενοι στη χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων μπορούν να καταταγούν στις εξής κατηγορίες:

- Αριθμοδείκτες ρευστότητας. Χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης της εταιρείας και της ικανότητάς της να ανταποκριθεί στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της.
- Αριθμοδείκτες δραστηριότητας. Χρησιμοποιούνται προκειμένου να μετρηθεί ο βαθμός αποτελεσματικότητας της εταιρείας στη χρησιμοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων.
- Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας. Χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της αποδοτικότητας της εταιρείας, δηλαδή της ικανότητάς της να πραγματοποιεί κέρδη.
- Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας. Χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της μακροχρόνιας ικανότητας της εταιρείας να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της, και του βαθμού προστασίας που απολαμβάνουν οι πιστωτές της.
- Αριθμοδείκτες παγιοποίησης περιουσίας. Με αυτούς υπολογίζεται το πάγιο ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού και το μέγεθος κατά το οποίο το πάγιο ενεργητικό διαφέρει από το κυκλοφορούν.
- Αριθμοδείκτες χρηματοδότησης ενεργητικού. Ελέγχουν το βαθμό επίτευξης της αρχής ότι το πάγιο ενεργητικό και οι μακροχρόνιες τοποθετήσεις εκτός της εταιρείας πρέπει να χρηματοδοτούνται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.
- Αριθμοδείκτες επενδύσεων. Συσχετίζουν τον αριθμό των μετοχών της εταιρείας και τη χρηματιστηριακή τους τιμή με τα κέρδη, τα μερίσματα και τα άλλα περιουσιακά στοιχεία της.

### 6.1.2.1 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

- Τρέχουσα ρευστότητα (φορές).

*Τρέχουσα ρευστότητα = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις*

- Άμεση ρευστότητα (φορές). Δεν συνυπολογίζονται στον αριθμητή τα αποθέματα, ως το δυσκολότερα ρευστοποιήσιμο στοιχείο του ενεργητικού.

### 6.1.2.2 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

- Συνολική Κυκλοφοριακή Ταχύτητα (φορές). Προσδιορίζει τον αριθμό των κύκλων περιστροφής που πραγματοποιούν τα κεφάλαια που επενδύθηκαν σε ενεργητικά στοιχεία, σε μια χρήση.

*Συνολική Κυκλοφοριακή Ταχύτητα = Καθαρές Πωλήσεις / Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού*

- Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Πάγιου Ενεργητικού (φορές). Δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των παγίων στοιχείων σε σχέση με τις πωλήσεις.

*Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Πάγιου Ενεργητικού = Καθαρές Πωλήσεις / Πάγιο Ενεργητικό*

- Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Κυκλοφορούντος Ενεργητικού (φορές). Εκφράζει το βαθμό χρησιμοποίησης του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού για την πραγματοποίηση πωλήσεων.

*Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Κυκλοφορούντος Ενεργητικού = Καθαρές Πωλήσεις / Κυκλοφορούν Ενεργητικό*

- Ταχύτητα Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (φορές). Δείχνει πόσες φορές μέσα στη χρήση ανανεώθηκαν οι ληφθείσες από την εταιρεία πιστώσεις.

*Ταχύτητα Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων = Κόστος Πωληθέντων / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις*

- Μέση διάρκεια παραμονής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στην εταιρεία (ημέρες).

*Μέση διάρκεια παραμονής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στην εταιρεία =  $(365 * \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}) / \text{Κόστος Πωληθέντων}$*

- Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων (φορές). Εκφράζει τη συχνότητα ανανέωσης των αποθεμάτων σε μια χρήση.

*Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων =  $\text{Καθαρές Πωλήσεις} / \text{Αποθέματα}$*

- Μέσος όρος παραμονής αποθεμάτων στις αποθήκες (ημέρες).

*Μέσος όρος παραμονής αποθεμάτων στις αποθήκες =  $365 / \text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων}$*

- Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων (φορές). Δείχνει πόσες φορές εισπράττονται οι απαιτήσεις κατά τη διάρκεια μιας χρήσης.

*Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων =  $\text{Καθαρές Πωλήσεις} / \text{Πελάτες}$*

- Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων (ημέρες). Υπολογίζει τη χρονική περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων της εταιρείας.

*Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων =  $(365 * \text{Πελάτες} / \text{Καθαρές Πωλήσεις})$*

- Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Διαθεσίμων (φορές). Εκφράζει τη συχνότητα ανανέωσης των διαθεσίμων σε μια χρήση.

*Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Διαθεσίμων =  $\text{Καθαρές Πωλήσεις} / \text{Διαθέσιμα}$*

### **6.1.2.3 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας**

- Συνολική Αποδοτικότητα (%). Μετρά την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης και των επί μέρους τμημάτων αυτής και αποτελεί ένα είδος αξιολόγησης και ελέγχου της διοίκησης.

*Γενική Αποδοτικότητα =  $\text{Συνολικά Κέρδη} / \text{Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού}$*

- Καθαρό Περιθώριο Κέρδους (%). Παρουσιάζει το κέρδος που προέρχεται από τις λειτουργικές δραστηριότητες.

*Καθαρό Περιθώριο Κέρδους = Καθαρά Κέρδη / Καθαρές Πωλήσεις*

- Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (%). Απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο πραγματοποιείται ο στόχος δημιουργίας ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος.

*Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων = Καθαρά Κέρδη Χρήσης / Ίδια Κεφάλαια*

#### 6.1.2.4 Αριθμοδείκτες Διάρθρωσης Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας

- Ίδια προς συνολικά κεφάλαια (%).

*Ίδια προς συνολικά κεφάλαια = Ίδια Κεφάλαια / Συνολικά Κεφάλαια*

- Ξένα προς συνολικά κεφάλαια (%).

*Ξένα προς συνολικά κεφάλαια = Ξένα Κεφάλαια / Συνολικά Κεφάλαια*

- Ίδια προς ξένα κεφάλαια (%). Υπολογίζει το βαθμό δανειακής επιβάρυνσης της εταιρείας και την ασφάλεια που παρέχει η εταιρεία στους δανειστές της. Αν είναι μεγαλύτερος της μονάδας, οι φορείς της εταιρείας συμμετέχουν σε αυτή με περισσότερα κεφάλαια από τους πιστωτές της.

*Ίδια προς ξένα κεφάλαια = Ίδια Κεφάλαια / Ξένα Κεφάλαια*

- Ξένα μακροπρόθεσμα προς απασχοληθέντα κεφάλαια (%).

*Ξένα μακροπρόθεσμα προς απασχοληθέντα κεφάλαια = Ξένα μακροπρόθεσμα / Απασχοληθέντα κεφάλαια*

- Κάλυψη Τόκων (φορές). Παρέχει ένδειξη του βαθμού ασφάλειας των δανειστών.

*Κάλυψης Τόκων = Συνολικά Κέρδη / Χρηματοπιστωτικά Έξοδα*

- Κάλυψης Μερισμάτων (φορές)

*Κάλυψης Μερισμάτων = Καθαρά Κέρδη / Μερίσματα*

#### **6.1.2.5 Αριθμοδείκτες Παγιοποίησης Περιουσίας**

- Πάγιο Ενεργητικό προς Κυκλοφορούν Ενεργητικό (φορές)

*Πάγιο Ενεργητικό προς Κυκλοφορούν Ενεργητικό = Πάγιο Ενεργητικό / Κυκλοφορούν Ενεργητικό*

- Πάγιο Ενεργητικό προς Σύνολο Ενεργητικού (φορές)

*Πάγιο Ενεργητικό προς Σύνολο Ενεργητικού = Πάγιο Ενεργητικό / Σύνολο Ενεργητικού*

#### **6.1.2.6 Αριθμοδείκτες Χρηματοδότησης Ενεργητικού**

- Χρηματοδότηση Πάγιου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας (φορές).

*Χρηματοδότηση Πάγιου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας = απασχοληθέντα Κεφάλαια / Πάγιο Ενεργητικό*

- Χρηματοδότηση Πάγιου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια (φορές).

*Χρηματοδότηση Πάγιου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια = Ίδια Κεφάλαια / Πάγιο Ενεργητικό*

- Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας (%).

*Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας = Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης / Κυκλοφορούν Ενεργητικό*

### 6.1.2.7 Αριθμοδείκτες Επενδύσεων

- Τιμή προς Κέρδη ανά μετοχή (φορές). Υψηλός δείκτης τιμής προς κέρδη σημαίνει ότι η αγορά αξιολογεί την εταιρεία θετικά.

*Τιμή προς Κέρδη ανά μετοχή = Τρέχουσα Τιμή Μετοχής / Κέρδη ανά Μετοχή*

- Μερισματικής Απόδοσης (%).

*Μερισματική Απόδοση = Μέρισμα ανά Μετοχή προηγούμενης χρήσης / Τρέχουσα Τιμή Μετοχής*

- Τιμής προς λογιστική αξία (φορές). Αν ο αριθμοδείκτης αυτός έχει τιμή μικρότερη από τη μονάδα, η εταιρεία πρέπει να αναζητήσει τα αίτια για τη χαμηλή αποτίμηση της μετοχής στην αγορά.

*Τιμής προς λογιστική αξία = Τρέχουσα Τιμή Μετοχής / Λογιστική Αξία Μετοχής*

Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι αριθμοδείκτες δεν έχουν χρησιμότητα ως απόλυτοι αριθμοί, αλλά μόνο ως μέσα σύγκρισης. Επειδή όμως στη χρηματοοικονομική λειτουργία δεν υπάρχουν σταθερά πρότυπα σύγκρισης, οι αριθμοδείκτες πρέπει να συγκριθούν με όσο το δυνατόν περισσότερα πρότυπα για περιοριστεί η πιθανότητα εξαγωγής λανθασμένων συμπερασμάτων. Συνεπώς προτείνεται κατά την ανάλυση των αριθμοδεικτών να λαμβάνονται υπόψη τα ακόλουθα πρότυπα:

- Προγενέστεροι αριθμοδείκτες της ίδιας εταιρείας. Εξετάζεται, με άλλα λόγια, η εξέλιξη των δεικτών στην εξεταζόμενη χρονική περίοδο. Η εξέταση αυτή δίνει τη δυνατότητα στον αναλυτή να διαπιστώσει αν η χρηματοοικονομική κατάσταση της εταιρείας βελτιώνεται διαχρονικά ή όχι.
- Αντίστοιχοι αριθμοδείκτες των ανταγωνιστριών εταιρειών για την ίδια χρονική περίοδο.
- Μέσοι αριθμοδείκτες του κλάδου στον οποίο λειτουργεί η εταιρεία για την ίδια χρονική περίοδο.

Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί, ότι η διαμόρφωση των δεικτών επηρεάζεται τόσο από τους αντικειμενικούς σκοπούς της διοίκησης, όσο και από τις γενικότερες οικονομικές, συναλλακτικές και λοιπές συνθήκες που επικρατούν.



Κατά συνέπεια, η μελέτη αυτών των παραγόντων κρίνεται αναγκαία για την εξαγωγή ασφαλέστερων συμπερασμάτων.

### 6.1.3 Κριτική Διερεύνηση Πινάκων Κίνησης Κεφαλαίων

Ο ισολογισμός παρέχει μια στατική εικόνα της χρηματοδοτικής διάρθρωσης της εταιρείας. Εντούτοις τα διάφορα ενεργητικά στοιχεία μεταβάλλονται σύμφωνα με την πορεία των εργασιών της εταιρείας και το ύψος της χρηματοδότησης από κάθε πηγή υφίσταται αντίστοιχες μεταβολές [5].

Η σύγκριση των ισολογισμών έναρξης και λήξεως με τη μέθοδο των διαδοχικών ισολογισμών παρέχει μια παραστατική εικόνα των μεταβολών που συντελέστηκαν στα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού κατά τη διάρκεια της δεδομένης περιόδου ανάλυσης. Η σύγκριση αυτή επιτρέπει την κατάρτιση του πίνακα κίνησης κεφαλαίων, από τον οποίο προκύπτουν:

- Τα κεφάλαια που απαιτήθηκαν μέσα σε δεδομένη χρονική στιγμή, είτε για αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού, είτε για μείωση των υποχρεώσεων της εταιρείας, και
- Οι αντίστοιχες πηγές κεφαλαίων, οι οποίες αποτελούνται είτε από αύξηση των επενδυμένων στην εταιρεία ίδιων ή ξένων κεφαλαίων, είτε από μείωση των ενεργητικών στοιχείων της.

Ως εκ τούτου, ο παραπάνω πίνακας βασίζεται στην ισότητα:

$$\begin{aligned} \text{Αύξηση στοιχείων ενεργητικού} + \text{μείωση στοιχείων παθητικού} = \\ \text{Αύξηση στοιχείων παθητικού} + \text{μείωση στοιχείων ενεργητικού.} \end{aligned}$$

Θα πρέπει να υπογραμμιστεί ότι:

- Από τον πίνακα κίνησης κεφαλαίων προκύπτουν μόνο οι καθαρές μεταβολές, οι οποίες συντελέστηκαν στην περιουσιακή διάρθρωση της εταιρείας, και όχι κάθε μεταβολή της, και ότι
- Ο πίνακας κίνησης κεφαλαίων είναι ιδιαίτερης σημασίας όταν καλύπτει μια περίοδο ανάπτυξης της εταιρείας, καθώς απεικονίζει την ανάπτυξη που συντελέστηκε και τον τρόπο χρηματοδότησής της.

Τα στοιχεία του πίνακα πρέπει να εκφράζονται ως ποσοστό του γενικού συνόλου του πίνακα (οι χρήσεις στο σύνολο των χρήσεων και οι πηγές στο σύνολο των πηγών), έτσι ώστε να υπάρχει ένα μέτρο της βαρύτητας κάθε στοιχείου, το οποίο εμφανίζεται στον πίνακα. Για την εξαγωγή συμπερασμάτων, οι πίνακες κίνησης κεφαλαίων της εξεταζόμενης εταιρείας συγκρίνονται με τους αντίστοιχους πίνακες των κυριότερων ανταγωνιστών και του κλάδου συνολικά.

#### **6.1.4 Εξαγωγή Συμπερασμάτων**

Η εξαγωγή συμπερασμάτων είναι το επόμενο βήμα των προηγούμενων κριτικών διερευνήσεων και προϋποθέτει:

- Συνδυασμό λογικών και χρηματοοικονομικών γνώσεων. Η μονομερής επικράτηση μίας μόνο από τις απόψεις αυτές οδηγεί σε ανεπαρκή και λανθασμένα συμπεράσματα.
- Γνώση της αλληλουχίας μεταξύ λογιστικής, οικονομικού λογισμού και οικονομικής των επιχειρήσεων. Ο οικονομικός λογισμός αποτελείται από τη λογιστική, την κοστολόγηση, τη στατιστική και τον προγραμματισμό. Εξάλλου είναι υποσύνολο της οικονομικής των επιχειρήσεων.
- Γνώση του κλάδου της επιχείρησης. Όσο καλύτερα γνωρίζει ο αναλυτής το σχετικό κλάδο οικονομίας, τόσο περισσότερο αποκαλυπτικές γίνονται οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις που αναλύονται και τόσο ακριβέστερη γίνεται η κατανόηση της πραγματικότητας.
- Γνώση της διεθνούς και εγχώριας οικονομίας. Η διεθνής οικονομία επηρεάζει την εγχώρια, η οποία με τη σειρά της επηρεάζει τον κλάδο, μέσα στον οποίο λειτουργεί η εξεταζόμενη επιχείρηση [6].

## 6.2 Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων Εταιρειών

Στη συγκεκριμένη ενότητα θα πραγματοποιηθεί ανάλυση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου real estate, υποκλάδου ανάπτυξης ακινήτων, χρησιμοποιώντας ως βασικό εργαλείο τις πωλήσεις και τα οικονομικά στοιχεία, τους αριθμοδείκτες και τους πίνακες κίνησης κεφαλαίων (πηγές χρηματοδότησης και χρήσεις κεφαλαίων), οι οποίοι παραθέτονται σε παράρτημα (πίνακες 1-32). Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί, ότι, για λόγους ορθότερης ανάλυσης και σύγκρισης των εταιρειών, χρησιμοποιούνται μόνο τα στοιχεία των μητρικών τους και όχι τα ενοποιημένα στοιχεία ολόκληρου του ομίλου. Επίσης, θα πρέπει να τονιστεί, ότι τα οικονομικά στοιχεία του έτους 2003 έχουν συνταχθεί σύμφωνα με το ελληνικό λογιστικό πρότυπο, ενώ οι λογιστικές καταστάσεις των ετών 2004 έως 2007 έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Επισημαίνεται επίσης, ότι λόγω των έντονων αυξομειώσεων στο κύκλο εργασιών των εξεταζόμενων εταιρειών που παρουσιάζονται στους πίνακες του παραρτήματος, οι πίνακες των χρηματοοικονομικών δεικτών λαμβάνουν σε ορισμένες περιπτώσεις ακραίες τιμές.

### 6.2.1. LAMDA Development A.E.

Οι πίνακες 1 έως 6 του Παραρτήματος εμφανίζουν τις λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας κατά την περίοδο της μελέτης, σύμφωνα με τους κανόνες της στατιστικής ανάλυσης. Σημειώνεται ότι στην παρούσα εργασία χρησιμοποιούνται οι λογιστικές καταστάσεις όπως δημοσιεύονται στην ιστοσελίδα της εταιρείας στο διαδίκτυο. Από τους πίνακες - ισολογισμοί, καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως, οι σημαντικότεροι αριθμοδείκτες, καθώς και οι πίνακες κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας - , οι οποίοι παρατίθενται στο Παράρτημα, προκύπτει ότι πραγματοποιήθηκαν σημαντικές μεταβολές στα στοιχεία της εταιρείας LAMDA Development A.E.

Από τη μελέτη των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης, μπορεί να εξαχθεί ότι οι συνολικές πωλήσεις αυξήθηκαν σημαντικά την εξεταζόμενη περίοδο. Η χρήση 2005 ήταν αυτή με τις μεγαλύτερες πωλήσεις, όπου και πραγματοποιήθηκε αλματώδης αύξηση των πωλήσεων, ενώ η χρήση 2003 αυτή με τις χαμηλότερες πωλήσεις. Το 2005 σημειώνεται ότι ξεκίνησε η λειτουργία του εμπορικού κέντρου The Mall Athens. Το 2006 και το 2007 η αύξηση των πωλήσεων ήταν μικρότερη από τα επίπεδα του 2005, εντούτοις αρκετά υψηλή.

Από την ανάλυση κοινού μεγέθους προκύπτει ότι ο συνολικός κύκλος εργασιών της εταιρείας ενισχύθηκε σε καθοριστικό βαθμό από τις επενδύσεις της σε θυγατρικές εταιρείες.

Όσον αφορά στα μικτά αποτελέσματα, τα μεγαλύτερα ως απόλυτοι αριθμοί πραγματοποιήθηκαν τη χρήση 2006 ενώ τα μικρότερα τη χρήση 2004. Το 2006 σημειώνεται ότι η αλματώδης αύξηση των μικτών αποτελεσμάτων οφείλεται κατά κύριο λόγο στο γεγονός ότι πραγματοποιήθηκαν σημαντικά έσοδα από συμμετοχές σε συνδεδεμένες εταιρείες (LAMDA Olympia Village A.E.). Όσον αφορά στα καθαρά αποτελέσματα προ φόρων ισχύουν τα ίδια με τα παραπάνω, με τη μεγαλύτερη αύξηση τη χρήση 2006 και τη μικρότερη τη χρήση 2004.

Από τη μελέτη των Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσης με βάση τις αναλύσεις κοινού μεγέθους και δεικτών τάσης εξάγεται, εκτός από τα παραπάνω, και το ακόλουθο: Τα έξοδα που σχετίζονται με αμοιβές προσωπικού ως ποσοστό των πωλήσεων κυμαίνονται σε υψηλά επίπεδα, ιδιαιτέρως τη χρήση 2003, ενώ στις ακόλουθες χρήσεις παρουσίασαν κάμψη.

Από τη μελέτη των Ισολογισμών σε κάθετη μορφή συμπεραίνεται ότι τα σύνολα ενεργητικού και παθητικού κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου παρουσίασαν διακυμάνσεις. Φαίνεται ότι η χρήση 2007 ήταν αυτή με τις υψηλότερες τιμές, ενώ η χρήση 2004 αυτή με τις χαμηλότερες τιμές. Εξάλλου, τη χρήση 2007 πραγματοποιήθηκε η σημαντικότερη αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού. Συγκεκριμένα αυξήθηκαν κατά 125% σε σχέση με το 2003.

Όσον αφορά στα στοιχεία του ενεργητικού, κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου, το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελεί το 13,9% (μέσος όρος πενταετίας) του συνολικού ενεργητικού, ενώ το μη κυκλοφορούν ενεργητικό το 86% (μέσος όρος πενταετίας). Αναλυτικότερα, το σημαντικότερο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού τις χρήσεις 2003 και 2006 αποτελεί ο λογαριασμός «διαθέσιμα», σε αντίθεση με το 2007, στο οποίο ο λογαριασμός «πελάτες και λοιπές απαιτήσεις» αποτελεί το μεγαλύτερο μέρος του.

Από τη μελέτη των Ισολογισμών με βάση τις αναλύσεις κοινού μεγέθους και δεικτών τάσεις, εξάγονται τα ακόλουθα: Οι επενδύσεις σε ακίνητα μεταβάλλονται σημαντικά ως ποσοστό του γενικού συνόλου του ενεργητικού κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, αλλά και ως απόλυτες τιμές παρουσιάζουν μεγάλες αυξήσεις, με μεγαλύτερη αύξηση το 2004. Από την άλλη πλευρά, τα ενσώματα πάγια ως απόλυτες τιμές μειώνονται καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, με χαμηλότερη τιμή να παρατηρείται το 2007, ενώ η μεγαλύτερη μείωση παρατηρείται το 2004, κατά 39,56% σε σχέση με το 2003. Οι απαιτήσεις ως απόλυτες τιμές αυξάνονται προοδευτικά, ενώ το 2006 και το 2007 η αύξηση είναι αλματώδης σε σχέση με το 2003. Τέλος, τα διαθέσιμα παρουσιάζουν σημαντικές διακυμάνσεις, με προοδευτικές μειώσεις, αν και το 2006 εμφανίζουν υψηλή τιμή, για να ξαναμειωθούν ωστόσο το 2007.

Όσον αφορά στα στοιχεία του παθητικού, παρατηρείται ότι καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου τα ίδια κεφάλαια είναι πολύ μεγαλύτερα από το σύνολο των υποχρεώσεων. Συγκεκριμένα τα ίδια κεφάλαια κυμαίνονται σε ποσοστό 77% (μέσος όρος πενταετίας) του γενικού συνόλου του παθητικού, ενώ οι συνολικές υποχρεώσεις παρουσιάζουν μέσο όρο 23% για την εξεταζόμενη πενταετία. Το μετοχικό κεφάλαιο παρουσιάζει ελαφριές διακυμάνσεις, με μεγαλύτερη απόλυτη τιμή το 2004, ενώ τα «υπόλοιπα αποθεματικά» στις χρήσεις των ετών 2003 έως 2005 δεν διαφοροποιούνται. Το 2006 εντούτοις αυξάνονται και κατ' απόλυτη τιμή και ως ποσοστό του συνολικού παθητικού. Τέλος, σημειώνεται ότι οι τραπεζικές

βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις παρουσιάζουν διαφοροποιήσεις. Αναλυτικότερα, η χρήση 2005 παρουσιάζει την υψηλότερη τιμή για τις πρώτες, ενώ η χρήση 2007 παρουσιάζει την πιο ψηλή απόλυτη τιμή για τις δεύτερες.

### **6.2.2 Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.**

Οι πίνακες 9 έως 14 του Παραρτήματος εμφανίζουν τις λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας κατά την περίοδο της μελέτης, σύμφωνα με τους κανόνες της στατιστικής ανάλυσης. Σημειώνεται ότι στην παρούσα εργασία χρησιμοποιούνται οι λογιστικές καταστάσεις όπως δημοσιεύονται στην ιστοσελίδα της εταιρείας στο διαδίκτυο. Από τους πίνακες - ισολογισμοί, καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως, οι σημαντικότεροι αριθμοδείκτες, καθώς και οι πίνακες κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας - , οι οποίοι παρατίθενται στο Παράρτημα, προκύπτει ότι πραγματοποιήθηκαν σημαντικές μεταβολές στα στοιχεία της εταιρείας Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.

Από τη μελέτη των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης, μπορεί να εξαχθεί ότι οι συνολικές πωλήσεις παρουσίασαν σημαντικές διακυμάνσεις την εξεταζόμενη περίοδο. Η χρήση 2003 ήταν αυτή με τις μεγαλύτερες πωλήσεις, ενώ η χρήση 2005 αυτή με τις χαμηλότερες πωλήσεις. Το 2006 και το 2007 οι πωλήσεις ακολούθησαν πάλι ανοδική πορεία. Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί, ότι οι λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας παρουσιάζουν τα μεγαλύτερα ποσά του κλάδου σε απόλυτους αριθμούς και ως εκ τούτου ο όγκος των πωλήσεων είναι πολύ μεγάλος, ανεξαρτήτως των διακυμάνσεων.

Από την ανάλυση κοινού μεγέθους προκύπτει ότι ο συνολικός κύκλος εργασιών της εταιρείας ενισχύθηκε σε καθοριστικό βαθμό από τις επενδύσεις της σε ακίνητα και σε θυγατρικές εταιρείες.

Όσον αφορά στα μικτά αποτελέσματα, τα μεγαλύτερα ως απόλυτοι αριθμοί πραγματοποιήθηκαν τη χρήση 2004 ενώ τα μικρότερα τη χρήση 2006. Το 2004 σημειώνεται ότι η αλματώδης αύξηση των μικτών αποτελεσμάτων οφείλεται κατά κύριο λόγο στο γεγονός ότι πραγματοποιήθηκαν σημαντικά έσοδα από μεταβολές εύλογης αξίας επενδύσεων σε ακίνητα. Όσον αφορά στα καθαρά αποτελέσματα προ φόρων ισχύουν τα ίδια με τα παραπάνω, με τη μεγαλύτερη αύξηση τη χρήση 2004 και τη μικρότερη τη χρήση 2005.

Από τη μελέτη των Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσης με βάση τις αναλύσεις κοινού μεγέθους και δεικτών τάσης εξάγεται ότι τα έξοδα που σχετίζονται με αμοιβές προσωπικού ως ποσοστό των πωλήσεων κυμαίνονται σε υψηλά επίπεδα, ιδιαίτερα τη χρήση 2005, ενώ στις ακόλουθες χρήσεις παρουσίασαν κάμψη (μέσος όρος πενταετίας 11,74%). Επίσης, το κόστος πωληθέντων (έργων) για την εξεταζόμενη περίοδο αποτελεί το 66,25% (μέσος όρος πενταετίας).

Από τη μελέτη των Ισολογισμών σε κάθετη μορφή συμπεραίνεται ότι τα σύνολα ενεργητικού και παθητικού κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου τριπλασιάστηκαν. Φαίνεται ότι η χρήση 2007 ήταν αυτή κατά την οποία το ενεργητικό και το παθητικό έλαβαν τις υψηλότερες τιμές, ενώ η χρήση 2003 αυτή με τις χαμηλότερες τιμές. Εξάλλου, τη χρήση 2007 πραγματοποιήθηκε η σημαντικότερη αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού. Συγκεκριμένα αυξήθηκαν κατά 321% σε σχέση με το 2003.

Όσον αφορά στα στοιχεία του ενεργητικού, κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου, το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελεί το 22,93% (μέσος όρος πενταετίας) του συνολικού ενεργητικού, ενώ το μη κυκλοφορούν ενεργητικό το 69,12% (μέσος όρος πενταετίας). Το 2003 το κυκλοφορούν ενεργητικό είχε την υψηλότερη τιμή της πενταετίας, ενώ στις επόμενες χρήσεις (2004 έως 2007) μειώθηκε προοδευτικά.

Από τη μελέτη των Ισολογισμών με βάση τις αναλύσεις κοινού μεγέθους και δεικτών τάσεις, εξάγονται τα ακόλουθα: Οι επενδύσεις σε ακίνητα καθώς και οι επενδύσεις σε θυγατρικές εταιρείες μεταβάλλονται σημαντικά ως ποσοστό του γενικού συνόλου του ενεργητικού κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, αλλά και ως απόλυτες τιμές παρουσιάζουν μεγάλες αυξήσεις, με μεγαλύτερη αύξηση το 2005. Από την άλλη πλευρά, τα ενσώματα πάγια ως απόλυτες τιμές μειώνονται καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, με χαμηλότερη τιμή να παρατηρείται το 2007, ενώ η μεγαλύτερη μείωση παρατηρείται το 2004 σε σχέση με το 2003. Τέλος, τα διαθέσιμα παρουσιάζουν προοδευτικές μειώσεις, και το 2006 και 2007 κυμαίνονται σε μηδενικά επίπεδα.

Όσον αφορά στα στοιχεία του παθητικού, παρατηρείται ότι καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου τα ίδια κεφάλαια είναι μικρότερα από το σύνολο των υποχρεώσεων. Συγκεκριμένα τα ίδια κεφάλαια κυμαίνονται σε ποσοστό 39,12% (μέσος όρος πενταετίας) του γενικού συνόλου του παθητικού, ενώ οι συνολικές

υποχρεώσεις παρουσιάζουν μέσο όρο 59,57% για την εξεταζόμενη πενταετία. Το μετοχικό κεφάλαιο παρουσιάζει μεγαλύτερη απόλυτη τιμή το 2003 ενώ το 2004 μειώνεται κατά 21% σε σχέση με τη χρήση του προηγούμενου έτους και τις υπόλοιπες χρήσεις παραμένει σταθερά αμετάβλητο. Τα «λοιπά αποθεματικά» στις χρήσεις των ετών 2004 έως 2007 δεν διαφοροποιούνται, αντίθετα η χρήση 2003 παρουσιάζει το μεγαλύτερο ποσό και κατ' απόλυτη τιμή και ως ποσοστό του συνολικού παθητικού. Τέλος, σημειώνεται ότι οι τραπεζικές βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις παρουσιάζουν ιδιαίτερη αύξηση. Αναλυτικότερα, η χρήση 2006 παρουσιάζει την υψηλότερη τιμή για τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, ενώ η χρήση 2007 παρουσιάζει την πιο ψηλή απόλυτη τιμή για τις μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις. Σε σύγκριση με τη χρήση 2003, τα μακροπρόθεσμα δάνεια έχουν πολλαπλασιαστεί.

### **6.2.3 R.E.D.S. Real Estate Development and Services**

Οι πίνακες 17 έως 22 του Παραρτήματος εμφανίζουν τις λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας κατά την περίοδο της μελέτης, σύμφωνα με τους κανόνες της στατιστικής ανάλυσης. Σημειώνεται ότι στην παρούσα εργασία χρησιμοποιούνται οι λογιστικές καταστάσεις όπως δημοσιεύονται στην ιστοσελίδα της εταιρείας στο διαδίκτυο. Από τους πίνακες - ισολογισμοί, καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως, οι σημαντικότεροι αριθμοδείκτες, καθώς και οι πίνακες κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας - , οι οποίοι παρατίθενται στο Παράρτημα, προκύπτει ότι πραγματοποιήθηκαν σημαντικές μεταβολές στα στοιχεία της εταιρείας R.E.D.S. Real Estate Development and Services.

Από τη μελέτη των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης, μπορεί να εξαχθεί ότι οι συνολικές πωλήσεις παρουσίασαν διακυμάνσεις την εξεταζόμενη περίοδο. Η χρήση 2007 ήταν αυτή με τις μεγαλύτερες πωλήσεις, ενώ η χρήση 2005 αυτή με τις χαμηλότερες πωλήσεις. Ως απόλυτοι αριθμοί οι πωλήσεις παρουσίασαν μεγάλη αύξηση το έτος 2007. Συγκεκριμένα, αυξήθηκαν κατά 120,4% σε σχέση με τις πωλήσεις του 2003. Αντίθετα, τις χρήσεις 2004 έως 2006 παρατηρήθηκε κάμψη στις πωλήσεις της εταιρείας.

Όσον αφορά στα μικτά αποτελέσματα, τα μεγαλύτερα ως απόλυτοι αριθμοί πραγματοποιήθηκαν τη χρήση 2007 ενώ τα μικρότερα τη χρήση 2005. Αξιοσημείωτη είναι η αύξηση των μικτών αποτελεσμάτων τη χρήση 2007. Όσον αφορά στα καθαρά



αποτελέσματα προ φόρων ισχύουν τα ίδια με τα παραπάνω, με τη μεγαλύτερη αύξηση τη χρήση 2007, ενώ το 2005 πραγματοποιήθηκε η μεγαλύτερη μείωση σε σχέση με το 2003.

Από τη μελέτη των Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσης με βάση τις αναλύσεις κοινού μεγέθους και δεικτών τάσης εξάγονται τα ακόλουθα:

- Το κόστος πωληθέντων (έργων) για την εξεταζόμενη περίοδο αποτελεί το 71,5% των πωλήσεων (μέσος όρος πενταετίας). Το μικρότερο ποσοστό παρατηρείται το 2007, με 55%.
- Τα μικτά αποτελέσματα αποτελούν το 17,67% των συνολικών πωλήσεων (μέσος όρος πενταετίας). Το μεγαλύτερο ποσοστό παρατηρείται το έτος 2006.
- Όσον αφορά στα κέρδη προ φόρων, κυμάνθηκαν σε ποσοστό 15,37% των πωλήσεων (μέσος όρος πενταετίας), με μεγαλύτερο ποσοστό τη χρήση 2006. Αντίθετα, η χρήση 2005 έκλεισε με ζημιές.
- Τα έξοδα που σχετίζονται με αμοιβές προσωπικού ως ποσοστό των πωλήσεων κυμαίνονται σε υψηλά επίπεδα, ιδιαίτερα τη χρήση 2007, στην οποία σχεδόν τριπλασιάστηκαν σε σχέση με το 2003.

Από τη μελέτη των Ισολογισμών σε κάθετη μορφή συμπεραίνεται ότι τα σύνολα ενεργητικού και παθητικού κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου παρουσίασαν διακυμάνσεις, όχι ωστόσο αξιόλογες. Φαίνεται ότι η χρήση 2006 ήταν αυτή με τις υψηλότερες τιμές, ενώ η χρήση 2003 αυτή με τις χαμηλότερες τιμές. Εξάλλου, τη χρήση 2006 πραγματοποιήθηκε η σημαντικότερη αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού. Συγκεκριμένα αυξήθηκαν κατά 28% σε σχέση με το 2003.

Όσον αφορά στα στοιχεία του ενεργητικού, κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου, το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελεί το 68,5 έως 90,3% του συνολικού ενεργητικού (μέσος όρος πενταετίας 83,77%), ενώ το μη κυκλοφορούν ενεργητικό το 15,85% (μέσος όρος πενταετίας). Όσον αφορά στο πάγιο ενεργητικό, το μεγαλύτερο ποσοστό παρατηρείται το έτος 2003, ενώ η μεγαλύτερη συμμετοχή στο συνολικό ενεργητικό για το κυκλοφορούν ενεργητικό παρατηρείται το έτος 2007 (ποσοστό 31,53%).

Καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου το σημαντικότερο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού αποτελούν τα «αποθέματα» και οι «πελάτες», ενώ το 2007 το σημαντικότερο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού αποτελεί ο λογαριασμός «διαθέσιμα». Όσον αφορά στο πάγιο ενεργητικό, οι επενδύσεις σε ακίνητα και σε θυγατρικές, οι οποίες αυξάνονται σε απόλυτες τιμές καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, αποτελούν το μεγαλύτερο ποσοστό του: μέσος όρος πενταετίας 32,56% οι επενδύσεις σε ακίνητα και 42,26% οι επενδύσεις σε θυγατρικές.

Από τη μελέτη των Ισολογισμών με βάση τις αναλύσεις κοινού μεγέθους και δεικτών τάσεις, εξάγονται τα ακόλουθα: Οι επενδύσεις σε ακίνητα μεταβάλλονται σημαντικά ως ποσοστό του γενικού συνόλου του ενεργητικού κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, αλλά και ως απόλυτες τιμές παρουσιάζουν μεγάλες αυξήσεις, με μεγαλύτερη αύξηση το 2006. Από την άλλη πλευρά, τα ενσώματα πάγια ως απόλυτες τιμές μειώνονται καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, με χαμηλότερη τιμή να παρατηρείται το 2006, ενώ το 2007 αυξάνονται ελαφρώς. Οι απαιτήσεις ως απόλυτες τιμές μειώνονται από το 2004 έως το 2007, ενώ το 2004 η αύξηση είναι αλματώδης σε σχέση με το 2003. Τέλος, τα διαθέσιμα παρουσιάζουν σημαντικές αυξήσεις, με αποκορύφωμα το 2007, όπου εμφανίζουν ιδιαίτερα υψηλή τιμή σε σύγκριση με τις προηγούμενες χρήσεις.

Όσον αφορά στα στοιχεία του παθητικού, παρατηρείται ότι καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου τα ίδια κεφάλαια είναι μεγαλύτερα από το σύνολο των υποχρεώσεων. Συγκεκριμένα τα ίδια κεφάλαια κυμαίνονται σε ποσοστό 63,6% (μέσος όρος πενταετίας) του γενικού συνόλου του παθητικού, ενώ οι συνολικές υποχρεώσεις παρουσιάζουν μέσο όρο 35,5% για την εξεταζόμενη πενταετία. Το μετοχικό κεφάλαιο παρουσιάζει ελαφριές διακυμάνσεις, με μεγαλύτερη απόλυτη τιμή το 2004. Το επόμενο έτος μειώνεται και το 2006 και 2007 παραμένει αμετάβλητο. Επίσης, τα «λοιπά αποθεματικά» στις χρήσεις των ετών 2003 έως 2007 διαφοροποιούνται, καθώς κυμαίνονται από 0,86 έως 8,59% ως ποσοστό του συνολικού παθητικού. Τέλος, σημειώνεται ότι οι τραπεζικές βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι μηδενικές.

#### 6.2.4 PASAL DEVELOPMENT A.E.

Οι πίνακες 25 έως 30 του Παραρτήματος εμφανίζουν τις λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας κατά την περίοδο της μελέτης, σύμφωνα με τους κανόνες της στατιστικής ανάλυσης. Σημειώνεται ότι στην παρούσα εργασία χρησιμοποιούνται οι λογιστικές καταστάσεις όπως δημοσιεύονται στην ιστοσελίδα της εταιρείας στο διαδίκτυο. Από τους πίνακες - ισολογισμοί, καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως, οι σημαντικότεροι αριθμοδείκτες, καθώς και οι πίνακες κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας - , οι οποίοι παρατίθενται στο Παράρτημα, προκύπτει ότι πραγματοποιήθηκαν σημαντικές μεταβολές στα στοιχεία της εταιρείας PASAL Development S.A.

Από τη μελέτη των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης με κάθετη μορφή, μπορεί να εξαχθεί ότι οι συνολικές πωλήσεις παρουσίασαν διακυμάνσεις την εξεταζόμενη περίοδο. Η χρήση 2007 ήταν αυτή με τις μεγαλύτερες συνολικές πωλήσεις, όπου και πραγματοποιήθηκε αλματώδης αύξηση των πωλήσεων, ενώ η χρήση 2005 αυτή με τις χαμηλότερες πωλήσεις σε απόλυτους αριθμούς και τη μεγαλύτερη κάμψη σε σχέση με το 2003.

Όσον αφορά στα μικτά αποτελέσματα, τα μεγαλύτερα ως απόλυτοι αριθμοί πραγματοποιήθηκαν τη χρήση 2006 ενώ τα μικρότερα τη χρήση 2004. Το 2006 σημειώνεται ότι η αλματώδης αύξηση των μικτών αποτελεσμάτων οφείλεται κατά κύριο λόγο στο γεγονός ότι πραγματοποιήθηκαν σημαντικά έσοδα από μεταβολές εύλογης αξίας επενδύσεων σε ακίνητα. Όσον αφορά στα καθαρά αποτελέσματα προ φόρων ισχύουν τα ίδια με τα παραπάνω, με τη μεγαλύτερη αύξηση να πραγματοποιείται τη χρήση 2006 αλλά και τη μεγαλύτερη τιμή σε απόλυτους αριθμούς.

Από τη μελέτη των Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσης με βάση τις αναλύσεις κοινού μεγέθους και δεικτών τάσης εξάγονται τα ακόλουθα:

- Το κόστος πωληθέντων (έργων) για την εξεταζόμενη περίοδο αποτελεί το 50,45% των πωλήσεων (μέσος όρος τριετίας 2003 έως 2005). Ωστόσο τις χρήσεις 2006 και 2007 το ποσοστό μηδενίζεται.
- Τα μικτά αποτελέσματα σε απόλυτους αριθμούς παρουσιάζουν το μεγαλύτερο ποσοστό των συνολικών πωλήσεων το έτος 2006, όπου έχουν και τη μεγαλύτερη αύξηση σε σχέση με το 2003.

- Όσον αφορά στα κέρδη προ φόρων, ισχύουν τα ίδια με τα παραπάνω.
- Τα έξοδα που σχετίζονται με αμοιβές προσωπικού ως ποσοστό των πωλήσεων κυμαίνονται σε υψηλά επίπεδα τη χρήση 2007, ενώ ο μέσος όρος πενταετίας είναι 30,5%.

Από τη μελέτη των Ισολογισμών σε κάθετη μορφή συμπεραίνεται ότι τα σύνολα ενεργητικού και παθητικού κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου παρουσίασαν μεγάλη αύξηση. Φαίνεται ότι η χρήση 2007 ήταν αυτή με τις υψηλότερες τιμές, ενώ η χρήση 2003 αυτή με τις χαμηλότερες τιμές. Εξάλλου, τη χρήση 2007 πραγματοποιήθηκε η σημαντικότερη αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού. Συγκεκριμένα τριπλασιάστηκαν σε σχέση με το 2003.

Όσον αφορά στα στοιχεία του ενεργητικού, κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου, το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελεί το 9% (μέσος όρος πενταετίας) του συνολικού ενεργητικού, ενώ το μη κυκλοφορούν ενεργητικό το 91% (μέσος όρος πενταετίας). Αναλυτικότερα, το σημαντικότερο μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού τις χρήσεις 2006 και 2007 αποτελεί ο λογαριασμός «διαθέσιμα».

Από τη μελέτη των Ισολογισμών με βάση τις αναλύσεις κοινού μεγέθους και δεικτών τάσεις, εξάγονται τα ακόλουθα: Οι επενδύσεις σε ακίνητα δεν μεταβάλλονται σημαντικά ως ποσοστό του γενικού συνόλου του ενεργητικού κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, αλλά κυμαίνονται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα. Ως απόλυτες τιμές παρουσιάζουν αυξήσεις, με μεγαλύτερη αύξηση το 2006. Από την άλλη πλευρά, τα ενσώματα πάγια, αν και κυμαίνονται σε χαμηλές τιμές, ως απόλυτες τιμές αυξάνονται καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, με υψηλότερη τιμή να παρατηρείται το 2007 σε σχέση με το 2003. Οι απαιτήσεις ως απόλυτες τιμές αυξάνονται, ενώ το 2007 η αύξηση είναι η μεγαλύτερη σε σχέση με το 2003. Τέλος, τα διαθέσιμα παρουσιάζουν σημαντικές διακυμάνσεις, με πολύ μικρά ποσοστά στις τρεις πρώτες χρήσεις της εξεταζόμενης περιόδου, αλλά με αρκετά μεγάλες αυξήσεις τις χρήσεις 2006 και 2007.

Όσον αφορά στα στοιχεία του παθητικού, παρατηρείται ότι καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου τα ίδια κεφάλαια είναι μεγαλύτερα από το σύνολο των υποχρεώσεων, με εξαίρεση τη χρήση 2006, όπου οι συνολικές υποχρεώσεις αποτελούν ποσοστό 51,69%, ενώ τα ίδια κεφάλαια 48,31%. Αναλυτικότερα, τα ίδια κεφάλαια κυμαίνονται σε ποσοστό 54,75% (μέσος όρος πενταετίας) του γενικού

συνόλου του παθητικού, ενώ οι συνολικές υποχρεώσεις παρουσιάζουν μέσο όρο 45,25% για την εξεταζόμενη πενταετία. Το μετοχικό κεφάλαιο παρουσιάζει ελαφριές διακυμάνσεις, με μεγαλύτερη απόλυτη τιμή το 2007 και μικρότερη το 2006. Επίσης, τα «λοιπά αποθεματικά» παρουσιάζουν διαφοροποιήσεις, με μέσο όρο πενταετίας 11,11%. Αξιοσημείωτο είναι ότι το 2007 αυξάνονται και κατ' απόλυτη τιμή και ως ποσοστό του συνολικού παθητικού. Τέλος, σημειώνεται ότι οι τραπεζικές βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις παρουσιάζουν διαφοροποιήσεις. Αναλυτικότερα, ο μέσος όρος πενταετίας για τις μακροπρόθεσμες τραπεζικές υποχρεώσεις είναι 20,59% στο σύνολο των υποχρεώσεων, ενώ ο μέσος όρος πενταετίας για τα βραχυπρόθεσμα δάνεια είναι 5,50%.

## 6.3 Κριτική Διερεύνηση Αριθμοδεικτών

### 6.3.1 LAMDA Development A.E.

Η συνολική αποδοτικότητα της εταιρείας LAMDA Development A.E. παρουσιάζει συνεχή βελτίωση κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 έως 2006, γεγονός το οποίο διαφαίνεται από την αύξηση του αντίστοιχου αριθμοδείκτη, με μεγαλύτερη τιμή το 2006, χρήση στην οποία η τιμή του αριθμοδείκτη πολλαπλασιάστηκε σε σχέση με το 2003. Ανάλογη εξέλιξη κατά την εξεταζόμενη περίοδο παρουσιάζει και ο δείκτης ιδίων κεφαλαίων, λαμβάνοντας τη μεγαλύτερη τιμή του το 2006. Ωστόσο, το 2007 οι παραπάνω δείκτες είναι αρνητικοί. Σημειώνεται ότι η συνολική αποδοτικότητα μπορεί να αναλυθεί σε περιθώριο κέρδους και συνολική κυκλοφοριακή ταχύτητα. Επομένως, υπάρχει και εναλλακτικός τρόπος υπολογισμού της, ως γινόμενο του δείκτη του περιθωρίου κέρδους και του δείκτη της συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας [7]. Στη συγκεκριμένη περίπτωση, η βελτίωση της ικανότητας της εταιρείας να πραγματοποιεί κέρδη, οφείλεται εν μέρει στην αύξηση του περιθωρίου κέρδους, ενώ η συνολική κυκλοφοριακή ταχύτητα είναι χαμηλότερη από τις μέσες τιμές των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου. Αναλυτικότερα, όσον αφορά στο μικτό και καθαρό περιθώριο κέρδους οι μεγαλύτερες τιμές τους παρατηρούνται τη χρήση 2006, ενώ το 2007 είναι αρνητικές (βλ. πίνακα 7).

Όσον αφορά στο δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας των παγίων, θα πρέπει να αναφερθεί ότι βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα σε σχέση με τις μέσες τιμές των εισηγμένων εταιρειών. Το συγκεκριμένο γεγονός θα μπορούσε να υποδεικνύει υπερεπένδυση της εταιρείας σε πάγια στοιχεία ενεργητικού. Ίδια περίπου εικόνα παρουσιάζει και ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντος ενεργητικού, ο οποίος αν και είναι υψηλότερος από το δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων, κινείται σε χαμηλά επίπεδα σε σχέση με τις μέσες τιμές των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου, υποδηλώνοντας κάποιου είδους υπερεπένδυση κεφαλαίων σε στοιχεία ενεργητικού. [8]

Αντίθετα, ο δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων παρουσιάζεται μηδενικός κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, ενώ οι τιμές του κλάδου κυμαίνονται σε επίπεδα από 0,71 φορές το 2006 έως 7,53 φορές το 2003. Επιπλέον, η μέση διάρκεια επένδυσης σε αποθέματα εμφανίζεται μηδενική, ενώ οι μέσες τιμές των εισηγμένων εταιρειών κυμαίνονται σε υψηλά επίπεδα (με μεγαλύτερη τιμή τη χρήση

2006 και μικρότερη το 2004). Το συγκεκριμένο γεγονός οφείλεται στο ότι η επιχείρηση κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου φαίνεται να διατηρεί μηδενικό ποσοστό αποθεμάτων.

Όσον αφορά στην κυκλοφοριακή ταχύτητα εισπράξεως απαιτήσεων, η LAMDA Development A.E. παρουσιάζει ελαφριά κάμψη σε σύγκριση με το έτος 2003, ενώ βρίσκεται σε ελαφρώς χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις μέσες τιμές των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου. Το συγκεκριμένο γεγονός θα μπορούσε να υποδεικνύει το μεγαλύτερο χρόνο δεσμεύσεως των κεφαλαίων της εταιρείας και τη θέση της από άποψη χορηγούμενων πιστώσεων. Διαφορετική, ωστόσο, εικόνα παρουσιάζει ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας διαθεσίμων, ο οποίος κινείται σε ίδια περίπου επίπεδα σε σχέση με τις μέσες τιμές των εισηγμένων εταιρειών, με εξαίρεση το 2003, στη χρήση του οποίου η τιμή του κλάδου κυμαίνεται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα.

Από την άλλη πλευρά, η LAMDA Development A.E. παρουσιάζει ικανοποιητική εικόνα όσον αφορά στη ρευστότητά της και τη δυνατότητά της να πληρώνει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Συγκεκριμένα η τρέχουσα και η άμεση ρευστότητα παρουσιάζουν αύξηση κατά την εξεταζόμενη περίοδο, με εξαίρεση τα έτη 2004 και 2005, και κινούνται σε επίπεδα αρκετά πιο υψηλά σε σχέση με το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου. Σημειώνεται ότι οι τιμές του δείκτη τρέχουσας ρευστότητας δεν διαφοροποιούνται από αυτές του δείκτη άμεσης ρευστότητας, δεδομένου ότι ο λογαριασμός «αποθέματα» αντιπροσωπεύει καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο ένα μηδενικό ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω.

Οι αριθμοδείκτες δανειακής επιβάρυνσης παρουσιάζονται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών. Συγκεκριμένα, τα κεφάλαια προέρχονται κυρίως από βραχυπρόθεσμα δάνεια, με εξαίρεση το 2007, όπου οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις και δη τα δάνεια λαμβάνουν ιδιαίτερα υψηλή τιμή σε σχέση με τα απασχοληθέντα κεφάλαια. Επιπλέον, σε σύγκριση με τις τιμές του κλάδου, η εταιρεία φαίνεται να παρουσιάζει ικανοποιητική ικανότητα στην κάλυψη τόκων των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της, λαμβάνοντας μέγιστη τιμή τη χρήση 2007.

Αναφορικά με τους αριθμοδείκτες παγιοποίησης περιουσίας, η τιμή του δείκτη καθαρό πάγιο προς κυκλοφορούν ενεργητικό κυμαίνεται την υπό εξέταση περίοδο

μεταξύ 3,42% και 21,85%. Αυτό δείχνει ότι η LAMDA Development A.E. βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σύγκριση με τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών, με εξαίρεση το 2007. Η τιμή του δείκτη καθαρό πάγιο προς συνολικό ενεργητικό αυξάνεται τις τρεις πρώτες χρήσεις, ενώ το 2006 μειώνεται. Παρόλα αυτά βρίσκεται ελαφρώς υψηλότερα από τη μέση τιμή του κλάδου.

Στη LAMDA Development A.E. η χρηματοδότηση του παγίου ενεργητικού πραγματοποιείται από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Η τιμή τις πρώτες τρεις χρήσεις μειώνεται, ενώ το 2006 αυξάνεται. Ωστόσο, θα πρέπει να τονιστεί ότι σε καμία χρήση δεν εμφανίζεται ο δείκτης μικρότερος της μονάδας (μέσος όρος πενταετίας 1,17 φορές). Επιπλέον, σύμφωνα με το δείκτη ίδια κεφάλαια προς πάγιο ενεργητικό, τα ίδια κεφάλαια είναι μεγαλύτερα των επενδύσεων σε πάγια καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Επομένως, για τη χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων της επιχείρησης έχουν χρησιμοποιηθεί, σε μεγαλύτερο ποσοστό, ίδια κεφάλαια παρά ξένα.

Τέλος, η LAMDA Development A.E. παρουσιάζει θετικές τιμές του δείκτη χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας, με εξαίρεση τα έτη 2004 και 2005, στα οποία παρουσιάζει αρνητική τιμή. Επομένως, η εταιρεία φαίνεται να ικανοποιεί εν μέρει μια βασική αρχή χρηματοδότησης (με εξαίρεση τις χρήσεις 2004 και 2005), η οποία ορίζει ότι όταν μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρείας συμπεριφέρεται από χρηματοοικονομικής άποψης ως πάγιο (στη συγκεκριμένη περίπτωση τα διαθέσιμα της εταιρείας παρουσιάζουν χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα), θα πρέπει να χρηματοδοτείται από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.



### 6.3.2 Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.

Η συνολική αποδοτικότητα της εταιρείας Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε. παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 έως 2007, γεγονός το οποίο διαφαίνεται από την πορεία του αντίστοιχου αριθμοδείκτη, με εξαιρετικά μεγαλύτερη τιμή το 2004, χρήση στην οποία πραγματοποιήθηκε η μεγαλύτερη αύξηση σε σχέση με το 2003. Ανάλογη εξέλιξη κατά την εξεταζόμενη περίοδο παρουσιάζει και ο δείκτης ιδίων κεφαλαίων, λαμβάνοντας τη μεγαλύτερη τιμή του το 2004. Ωστόσο, το 2005 παρατηρείται μείωση, ενώ το 2006 και οι δύο παραπάνω δείκτες λαμβάνουν αρνητικές τιμές. Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, ο οποίος απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα της εταιρείας, κινείται σε σαφώς υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου τα έτη 2003 έως 2005 (βλ. πίνακα 15).

Παρόμοια εικόνα παρουσιάζουν και οι δείκτες περιθωρίου κέρδους (μικτού και καθαρού περιθωρίου κέρδους), αντανakλώντας αντίστοιχα την εντυπωσιακή αύξηση των συνολικών και καθαρών κερδών της εταιρείας ως ποσοστό των καθαρών πωλήσεων της το έτος 2004, αλλά και σε σχέση με τη μέση τιμή του κλάδου, ενώ τα επόμενα έτη η τιμή του δείκτη μειώνεται.

Όσον αφορά στο δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας των παγίων, θα πρέπει να αναφερθεί ότι παρουσιάζει διακυμάνσεις και σε σχέση με το 2003, αλλά και σε σχέση με τις μέσες τιμές των εισηγμένων εταιρειών. Παρόμοια σχετικά εικόνα παρουσιάζει και ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντος ενεργητικού, ο οποίος αν και είναι υψηλότερος από το δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων, κινείται σε ελαφρώς χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις μέσες τιμές των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου, υποδηλώνοντας κάποιου είδους υπερεπένδυση κεφαλαίων σε στοιχεία ενεργητικού. [9]

Η εταιρεία Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε. παρουσιάζει εξίσου σημαντικές διακυμάνσεις όσον αφορά στην κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων, καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, γεγονός το οποίο διαφαίνεται από τις τιμές του δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων. Η μεγαλύτερη τιμή παρουσιάζεται το 2004, ενώ η ελάχιστη το 2003. Ο κλάδος, από την άλλη πλευρά, παρουσιάζει διαχρονικά μείωση, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι γενικά παρουσιάζει κάποια αδυναμία όσον αφορά στην πολιτική των αποθεμάτων την οποία ακολουθεί, διότι

πιθανότητα ο μέσος όρος των επιχειρήσεων που τον απαρτίζουν διατηρεί μεγαλύτερο ποσό αποθεμάτων (υπεραποθεματοποίηση), από όσο απαιτείται για την ομαλή και ασφαλή λειτουργία του.

Σύμφωνα με τους δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων και μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων, η Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε. βρίσκεται σε ελαφρώς λιγότερη ευνοϊκή θέση από άποψη χορηγούμενων πιστώσεων σε σχέση με τις υπόλοιπες εισηγμένες του κλάδου. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζει κάπως μεγαλύτερο χρόνο δεσμεύσεως των κεφαλαίων της, γεγονός το οποίο θα μπορούσε να σημαίνει μεγαλύτερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες. Ίδια περίπου εικόνα παρουσιάζει και ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας διαθεσίμων, ο οποίος λαμβάνει την υψηλότερη τιμή του το 2003, ενώ στις επόμενες χρήσεις κυμαίνεται στα επίπεδα του κλάδου.

Από την άλλη πλευρά, η εταιρεία παρουσιάζει διακυμάνσεις όσον αφορά στη ρευστότητά της και τη δυνατότητά της να πληρώνει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Συγκεκριμένα η τρέχουσα και η άμεση ρευστότητα παρουσιάζουν αύξηση το 2004, ενώ στις επόμενες χρήσεις παρουσιάζουν ελαφριά μείωση, με μέσο όρο πενταετίας για τη μεν τρέχουσα ρευστότητα 1,08 φορές, και για την άμεση ρευστότητα 0,89 φορές. Η ρευστότητα της εταιρείας, όπως διαφαίνεται από τους δείκτες τρέχουσας και άμεσης ρευστότητας, κυμαίνεται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις μέσες τιμές των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου (μέσος όρος πενταετίας 1,76 και 1,61 φορές αντίστοιχα). Επομένως, θα μπορούσε να εξαχθεί, ότι η Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε. διατηρεί ελάχιστα ρευστά διαθέσιμα για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της, το οποίο εν μέρει θεωρείται επακόλουθο του χαμηλότερου βαθμού χρηματοδότησεως της εταιρείας από βραχυπρόθεσμα δάνεια.

Οι δείκτες δανειακής επιβάρυνσης παρουσιάζονται σε υψηλότερα επίπεδα από τις μέσες τιμές των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου. Πιο συγκεκριμένα, η εταιρεία αντλεί το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων της με δανεισμό και κυρίως μακροπρόθεσμο, γεγονός το οποίο διαφαίνεται από τις υψηλές τιμές του δείκτη ξένα μακροπρόθεσμα προς απασχοληθέντα κεφάλαια. Επιπλέον, σε σύγκριση με τις τιμές του κλάδου, η εταιρεία φαίνεται να παρουσιάζει τις ίδιες τιμές όσον αφορά στην ικανότητα κάλυψης τόκων των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της, λαμβάνοντας μέγιστη τιμή τη χρήση 2007.

Σύμφωνα με τους δείκτες παγιοποίησης, η εταιρεία παρουσιάζει χαμηλό βαθμό παγιοποίησης σε σχέση με τις μέσες τιμές των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου, με εξαίρεση τις χρήσεις 2006 και 2007. Η τιμή του δείκτη καθαρό πάγιο προς κυκλοφορούν ενεργητικό κυμαίνεται την υπό εξέταση περίοδο μεταξύ 0,2% και 6,6%. Η τιμή του δείκτη καθαρό πάγιο προς συνολικό ενεργητικό αυξάνεται καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο, αν και βρίσκεται σε χαμηλότερα επίπεδα από τις μέσες τιμές του κλάδου, με εξαίρεση το 2006. Επομένως, η επιχείρηση χαρακτηρίζεται ως εντάσεως πάγιας περιουσίας, καθώς τα πάγια στοιχεία ενεργητικού ξεπερνούν σε αριθμό τα κυκλοφορούντα.

Ο δείκτης απασχοληθέντα κεφάλαια προς πάγιο ενεργητικό παρουσιάζεται καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου μεγαλύτερος της μονάδας. Επομένως, ισχύει η βασική αρχή χρηματοδότησης, σύμφωνα με την οποία το πάγιο ενεργητικό μιας εταιρείας, θα πρέπει να χρηματοδοτείται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Αναφορικά με τον δείκτη ίδια κεφάλαια προς πάγιο ενεργητικό, παρατηρείται μείωση των τιμών διαχρονικά, υποδεικνύοντας το γεγονός ότι για τη χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων του ενεργητικού έχουν χρησιμοποιηθεί πέρα από ίδια κεφάλαια και ξένα. Τέλος, ο δείκτης χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού με μακροπρόθεσμα κεφάλαια παρουσιάζει αρνητικές τιμές τις χρήσεις 2005 έως 2007. Επομένως, η εταιρεία δεν φαίνεται να ικανοποιεί τη βασική αρχή χρηματοδότησης (με εξαίρεση τις χρήσεις 2003 και 2004), η οποία ορίζει ότι όταν μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρείας συμπεριφέρεται από χρηματοοικονομικής άποψης ως πάγιο, θα πρέπει να χρηματοδοτείται από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

### 6.3.3 R.E.D.S. A.E. Real Estate Development and Services

Η συνολική αποδοτικότητα της εταιρείας R.E.D.S. δεν παρουσιάζεται σε ιδιαίτερα καλή κατάσταση, μάλιστα τις χρήσεις 2004 και 2005 είναι αρνητική και κινείται σε αρκετά χαμηλά επίπεδα σε σχέση με τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου, με εξαίρεση το 2007, στο οποίο η τιμή του δείκτη αφενός λαμβάνει τη μεγαλύτερη αύξηση σε σχέση με το 2003, και αφετέρου παρουσιάζεται αισθητά υψηλότερος σε σχέση με τη μέση τιμή του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών (βλ. πίνακα 23).

Παρόμοια εικόνα παρουσιάζει και ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, ο οποίος είναι αρκετά χαμηλός, παρουσιάζοντας μάλιστα τις χρήσεις 2004 και 2005 αρνητικές τιμές (με εξαίρεση το 2007, στη χρήση του οποίου η τιμή του δείκτη λαμβάνει τη μεγαλύτερη αύξηση σε σχέση με το 2003, αλλά και είναι αρκετά υψηλότερος σε σχέση με τη μέση τιμή του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου). Οι χαμηλές αυτές τιμές του δείκτη θα μπορούσαν να υποδεικνύουν ότι η εταιρεία εμφανίζει αδυναμία σε κάποιο τομέα της, όπως ανεπαρκή διοίκηση, χαμηλή παραγωγικότητα, υπερεπένδυση κεφαλαίων τα οποία δεν απασχολούνται πλήρως παραγωγικά ή και γενικότερα δυσμενείς οικονομικές συνθήκες [10].

Ανάλογη περίπου εικόνα παρουσιάζουν και οι δείκτες περιθωρίου κέρδους (μικτού και καθαρού περιθωρίου κέρδους), οι οποίοι αν και κινούνται σε υψηλά επίπεδα καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, το έτος 2005 παρουσιάζονται αισθητά χαμηλότεροι σε σχέση με τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου, και μάλιστα λαμβάνουν αρνητικές τιμές (πίνακας 23). Ωστόσο τα έτη 2006 και 2007 οι τιμές λαμβάνουν σαφώς ψηλές τιμές σε σχέση με το 2003.

Η συνολική κυκλοφοριακή ταχύτητα της εταιρείας κυμαίνεται σε ικανοποιητικά επίπεδα, παρόλο που δεν αυξάνεται διαχρονικά, αλλά παρουσιάζει μικρές διακυμάνσεις - καθώς είναι σχετικά υψηλότερη σε σχέση με τις τιμές που παρουσιάζουν οι υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου. Επομένως, διαχρονικά η R.E.D.S. χρησιμοποιεί μάλλον εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία για την πραγματοποίηση των πωλήσεών της.

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίου ενεργητικού παρουσιάζεται μικρότερος της μονάδας καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου (όπως και όλος ο κλάδος), γεγονός το οποίο σημαίνει ότι η εταιρεία - αλλά και ο κλάδος - χρησιμοποιεί

σε μικρότερο βαθμό τα πάγια περιουσιακά της στοιχεία σε σχέση με τις πωλήσεις της. Επομένως, παρουσιάζει κάποιου είδους υπερεπένδυση κεφαλαίων σε πάγια στοιχεία ενεργητικού, το οποίο όπως παρατηρείται, χαρακτηρίζει όλες τις εισηγμένες εταιρείες του κλάδου ανάπτυξης ακινήτων. Ωστόσο, αξίζει να σημειωθεί ότι, η R.E.D.S., βρίσκεται μάλλον σε ευνοϊκή θέση σε σύγκριση με την πλειοψηφία του κλάδου.

Αντίθετα, η τιμή του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντος ενεργητικού παρουσιάζεται μεγαλύτερη της μονάδας τις χρήσεις 2003, 2004 και 2007, γεγονός το οποίο πρακτικά σημαίνει ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί σε μεγαλύτερο βαθμό τα κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις τις οποίες πραγματοποιεί.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων μολονότι κυμαίνεται σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών, παρουσιάζει διαχρονικά μείωση στις τιμές, γεγονός το οποίο θα μπορούσε να υποδεικνύει κάποιου είδους υπεραποθεματοποίηση. Η παραπάνω μείωση διαφαίνεται και από το χρόνο παραμονής των αποθεμάτων στην εταιρεία.

Παρόμοια εικόνα εμφανίζει και η κυκλοφοριακή ταχύτητα εισπράξεως απαιτήσεων, η οποία κυμαίνεται σε σχετικά υψηλότερα επίπεδα από τον κλάδο, αλλά παρουσιάζει μείωση διαχρονικά, υποδεικνύοντας το μεγαλύτερο χρόνο δεσμεύσεως των κεφαλαίων της εταιρείας και τη μεγαλύτερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες [9]. Εξάιρεση παρουσιάζει το έτος 2007, στη χρήση του οποίου ο δείκτης λαμβάνει την υψηλότερη τιμή του. Επιπλέον, η κυκλοφοριακή ταχύτητα διαθεσίμων κυμαίνεται σε υψηλότερα επίπεδα από τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου, αλλά διαχρονικά μειώνεται.

Οι δείκτες ρευστότητας (τρέχουσα και άμεση ρευστότητα), από το έτος 2003 έως το 2006, παρουσιάζονται μικρότεροι της μονάδας με εξαίρεση τη χρήση 2007, κινούνται με άλλα λόγια σε χαμηλά σχετικά επίπεδα καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Επομένως, η R.E.D.S. παρουσιάζει κάποια αδυναμία σχετικά με την εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της και μόνο το 2007 η εταιρεία βρίσκεται σε ευνοϊκή θέση από πλευράς εξόφλησης των τρεχουσών υποχρεώσεών της.

Οι αριθμοδείκτες δανειακής επιβάρυνσης παρουσιάζονται σε ελαφρώς χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου. Συγκεκριμένα, τα κεφάλαια προέρχονται κυρίως από βραχυπρόθεσμα δάνεια, με εξαίρεση το 2007, όπου οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις λαμβάνουν υψηλή τιμή σε σχέση με τα απασχοληθέντα κεφάλαια. Ο δείκτης κάλυψης τόκων παρουσιάζεται από το έτος 2004 στα ίδια επίπεδα με τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών. Το 2003, ωστόσο, ο δείκτης κυμαίνεται σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα, το οποίο δείχνει πως όσο χαμηλότερος είναι ο συγκεκριμένος δείκτης, τόσο μεγαλύτερος είναι ο δανεισμός της εταιρείας[11].

Σύμφωνα με τους δείκτες παγιοποίησης περιουσίας, η εταιρεία R.E.D.S. παρουσιάζει υψηλό βαθμό παγιοποίησης, ο οποίος όμως μειώνεται διαχρονικά. Επομένως, χαρακτηρίζεται ως εντάσεως πάγιας περιουσίας, καθώς τα πάγια στοιχεία ενεργητικού ξεπερνούν σε αριθμό τα κυκλοφορούντα.

Σύμφωνα με τις αρχές σωστής χρηματοδότησης, στην εταιρεία R.E.D.S. το πάγιο ενεργητικό χρηματοδοτείται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας, μιας και ο δείκτης απασχοληθέντα κεφάλαια προς πάγιο ενεργητικό παρουσιάζεται καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου μεγαλύτερος της μονάδας. Ωστόσο, ο δείκτης ίδια κεφάλαια προς πάγιο ενεργητικό παρουσιάζεται μικρότερος της μονάδας καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου με εξαίρεση το 2007, υποδηλώνοντας ότι για τη χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων του ενεργητικού έχουν χρησιμοποιηθεί πέρα από ίδια κεφάλαια και ξένα. Τέλος, η εταιρεία παρουσιάζει αρνητικές τιμές του δείκτη χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού με μακροπρόθεσμα κεφάλαια καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Συνεπώς, η εταιρεία δεν φαίνεται να ικανοποιεί τη βασική αρχή χρηματοδότησης (με εξαίρεση το 2007), η οποία ορίζει ότι όταν μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρείας συμπεριφέρεται από χρηματοοικονομικής άποψης ως πάγιο, θα πρέπει να χρηματοδοτείται από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας [12].

#### 6.3.4 PASAL DEVELOPMENT S.A.

Η συνολική αποδοτικότητα της εταιρείας PASAL DEVELOPMENT S.A. παρουσιάζει συνεχή βελτίωση κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 έως 2006, γεγονός το οποίο διαφαίνεται από την αύξηση του αντίστοιχου αριθμοδείκτη, με μεγαλύτερη τιμή το 2006, χρήση στην οποία η τιμή του αριθμοδείκτη διπλασιάστηκε σε σχέση με το 2003. Ανάλογη εξέλιξη κατά την εξεταζόμενη περίοδο παρουσιάζει και ο δείκτης ιδίων κεφαλαίων, λαμβάνοντας τη μεγαλύτερη τιμή του το 2006. Ωστόσο, το 2007 οι παραπάνω δείκτες παρουσιάζουν ελαφριά μείωση.

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, ο οποίος απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα της εταιρείας, κινείται σε σαφώς υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου τα έτη 2003 έως 2006 (βλ. πίνακα 31). Η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας PASAL αυξάνεται διαχρονικά με εξαίρεση το έτος 2007, αλλά σε γενικές γραμμές, παρουσιάζεται σε πολύ υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις υπόλοιπες εισηγμένες εταιρείες του κλάδου. Το συγκεκριμένο γεγονός αποδεικνύει την ικανότητα της εταιρείας να πραγματοποιεί σχετικά μεγάλες πωλήσεις με μικρό ύψος κεφαλαίων. Βέβαια, όσο μεγαλύτερος είναι ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης, τόσο λιγότερο ευνοϊκή είναι η θέση της εταιρείας από πλευράς ασφαλείας γιατί λειτουργεί βασισμένη κυρίως στα ξένα κεφάλαια [13].

Παρόμοια εικόνα παρουσιάζουν και οι δείκτες περιθωρίου κέρδους (μικτού και καθαρού περιθωρίου κέρδους), αντανακλώντας αντίστοιχα την εντυπωσιακή αύξηση των συνολικών και καθαρών κερδών της εταιρείας ως ποσοστό των καθαρών πωλήσεών της, αλλά και σε σχέση με τη μέση τιμή του κλάδου, ενώ τη χρήση 2007 η τιμή του δείκτη μειώνεται, αλλά εξακολουθεί να παραμένει σε υψηλό επίπεδο.

Οι τιμές του δείκτη συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας κυμαίνονται σε χαμηλότερα επίπεδα από τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου (πίνακας 31). Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίου ενεργητικού παρουσιάζεται μικρότερος της μονάδας καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι η εταιρεία χρησιμοποιεί σε μικρότερο βαθμό τα πάγια περιουσιακά της στοιχεία σε σχέση με τις πωλήσεις της. Συνεπώς, παρουσιάζει κάποιου είδους υπερεπένδυση κεφαλαίων σε πάγια στοιχεία ενεργητικού. Αντίθετα, ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντος ενεργητικού παρουσιάζεται μεγαλύτερος της μονάδας τις χρήσεις 2003 και 2004, γεγονός το οποίο υποδεικνύει ότι η εταιρεία

χρησιμοποιεί σε μεγαλύτερο βαθμό τα κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις της. Τις επόμενες, ωστόσο, χρήσεις ο δείκτης μειώνεται, υποδηλώνοντας κάποιου είδους υπερεπένδυση κεφαλαίων σε στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού. [14]

Η εταιρεία PASAL παρουσιάζει μηδενική τιμή στο δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων, καθώς ο λογαριασμός «αποθέματα» εμφανίζεται μηδενικός στις οικονομικές της καταστάσεις. Σύμφωνα με τους δείκτες κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων και μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων, η εταιρεία βρίσκεται στα ίδια περίπου επίπεδα από άποψη χορηγούμενων πιστώσεων σε σχέση με τις υπόλοιπες εισηγμένες του κλάδου, με τιμές μεγαλύτερες από αυτές του κλάδου τα έτη 2003 έως 2005 και χαμηλότερες τα επόμενα δύο έτη. Ίδια περίπου εικόνα παρουσιάζει και ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας διαθεσίμων, ο οποίος λαμβάνει εξαιρετικά υψηλή τιμή το 2003, ενώ στις επόμενες χρήσεις μειώνεται και κυμαίνεται σε χαμηλότερα επίπεδα από τον κλάδο.

Οι δείκτες ρευστότητας (τρέχουσα και άμεση ρευστότητα) της εταιρείας κινούνται σε χαμηλά σχετικά επίπεδα καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Επομένως, η εταιρεία παρουσιάζει κάποια αδυναμία σχετικά με την εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Σημειώνεται ότι οι τιμές του δείκτη τρέχουσας ρευστότητας δεν διαφοροποιούνται από αυτές του δείκτη άμεσης ρευστότητας, δεδομένου ότι ο λογαριασμός «αποθέματα» αντιπροσωπεύει καθ' όλη την εξεταζόμενη περίοδο ένα μηδενικό ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω.

Οι δείκτες δανειακής επιβάρυνσης κυμαίνονται σε σχετικά υψηλά επίπεδα, υποδεικνύοντας το γεγονός ότι η εταιρεία PASAL αντλεί το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων της με δανεισμό, αλλά κυρίως βραχυπρόθεσμο. Ο δείκτης κάλυψης τόκων παρουσιάζεται από το έτος 2004 στα ίδια επίπεδα με τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών. Το 2003, ωστόσο, ο δείκτης κυμαίνεται σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα, το οποίο δείχνει πως όσο χαμηλότερος είναι ο συγκεκριμένος δείκτης, τόσο μεγαλύτερος είναι ο δανεισμός της εταιρείας και ο κίνδυνος ο οποίος αντιμετωπίζει [15].

Σύμφωνα με τους δείκτες παγιοποίησης περιουσίας, η εταιρεία PASAL παρουσιάζει υψηλό βαθμό παγιοποίησης σε σχέση με τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών, εξαιρώντας το έτος 2006. Επομένως, χαρακτηρίζεται ως



εντάσεως πάγιας περιουσίας, καθώς το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων της εταιρείας επενδύεται σε πάγια στοιχεία ενεργητικού, τα οποία ξεπερνούν σε αριθμό τα κυκλοφορούντα. [16]

Το πάγιο ενεργητικό χρηματοδοτείται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, καθώς όλα τα έτη ο δείκτης απασχοληθέντα κεφάλαια προς πάγιο ενεργητικό είναι μεγαλύτερος της μονάδας. Επιπλέον, ο δείκτης ίδια κεφάλαια προς πάγιο ενεργητικό παρουσιάζεται μικρότερος της μονάδας καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, υποδηλώνοντας το γεγονός ότι για τη χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων του ενεργητικού έχουν χρησιμοποιηθεί πέρα από ίδια κεφάλαια και ξένα. Τέλος, η εταιρεία παρουσιάζει αρνητικές τιμές του δείκτη χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού με μακροπρόθεσμα κεφάλαια τις χρήσεις 2003 έως 2005. Συνεπώς, η εταιρεία δεν φαίνεται να ικανοποιεί τη βασική αρχή χρηματοδότησης (με εξαίρεση τα έτη 2006 και 2007), η οποία ορίζει ότι όταν μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού της εταιρείας συμπεριφέρεται από χρηματοοικονομικής άποψης ως πάγιο, θα πρέπει να χρηματοδοτείται από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

#### 6.4 Κριτική Διερεύνηση Πινάκων Κίνησης Κεφαλαίων

Στη συγκεκριμένη ενότητα θα πραγματοποιηθεί ανάλυση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου real estate – ανάπτυξης ακινήτων, μέσω της κριτικής διερεύνησης των πινάκων κίνησης κεφαλαίων τους, οι οποίοι παραθέτονται σε παράρτημα (πίνακες 8, 16, 24, 32).

Πιο συγκεκριμένα, θα μελετηθούν οι πηγές και οι χρήσεις κεφαλαίων της εκάστοτε εταιρείας και στη συνέχεια θα εξαχθούν συμπεράσματα μέσω συγκρίσεων των πινάκων κίνησης κεφαλαίων των εταιρειών μεταξύ τους αλλά και του κλάδου γενικότερα (βλ. παράρτημα 5, πίνακας 34). Σημειώνεται ότι στην προκειμένη περίπτωση στον κλάδο λαμβάνονται υπόψη τα στοιχεία μόνο των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιρειών. Επίσης, θα πρέπει να τονιστεί, ότι οι πίνακες κίνησης κεφαλαίων του έτους 2003 έχουν συνταχθεί σύμφωνα με το ελληνικό λογιστικό πρότυπο, ενώ οι πίνακες κίνησης κεφαλαίων των ετών 2004 έως 2007 έχουν συνταχθεί σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.

#### 6.4.1 LAMDA Development A.E.

Από τη μελέτη των πινάκων κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας LAMDA Development A.E. εξάγεται ότι τα έτη 2004 έως 2007 η χρήση κεφαλαίων αφορούσε την αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού, ενώ το 2003 η χρήση κεφαλαίων αφορούσε μείωση στοιχείων παθητικού.

Ειδικότερα, παρατηρούνται τα ακόλουθα: σύμφωνα με τον πίνακα κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας LAMDA Development A.E. (πίνακας 8), το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων της εταιρείας κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 έως 2007 προέρχεται κυρίως από αυξήσεις των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, με ποσοστό συμμετοχής στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης 45,10%. Επιπλέον, καθώς φαίνεται, βασική πολιτική της διοίκησης της εταιρείας είναι η άντληση πόρων μέσω αύξησης των υποχρεώσεων σε θυγατρικές επιχειρήσεις.

Παράλληλα, σημαντική πηγή χρηματοδότησης αποτελούν και οι ρευστοποιήσεις σε κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού (με ποσοστό συμμετοχής 31,83%), κυρίως αποθεμάτων και διαθεσίμων. Επιπλέον, βασικοί πόροι για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων της εταιρείας αντλούνται από αυξήσεις των ιδίων κεφαλαίων (με ποσοστό συμμετοχής 28,54%), οι οποίες οφείλονται κυρίως σε αυξήσεις αποθεματικών και όχι μετοχικού κεφαλαίου.

Από την άλλη πλευρά, οι ρευστοποιήσεις κυκλοφορούντων στοιχείων ενεργητικού και οι αυξήσεις βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, αποτελούν πηγές χρηματοδότησης δευτερεύουσας σημασίας, καθώς παρουσιάζουν κάπως χαμηλότερα ποσοστά συμμετοχής (23,80% και 8,65% αντίστοιχα).

Ωστόσο, αξίζει να αναφερθεί το γεγονός, ότι η LAMDA Development A.E. δεν παρουσιάζει ουσιαστική διαφοροποίηση ως προς την εξεύρεση και άντληση κεφαλαίων της, σε σχέση με το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου real estate - ανάπτυξης ακινήτων (πίνακας 34). Συγκεκριμένα, οι εισηγμένες εταιρείες του κλάδου χρηματοδοτούνται κυρίως από αυξήσεις μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, ρευστοποιήσεις μη κυκλοφορούντων στοιχείων ενεργητικού και αυξήσεις ιδίων κεφαλαίων.

Η εταιρεία LAMDA Development A.E. χρησιμοποιεί τα παραπάνω κεφάλαια κυρίως για την πραγματοποίηση επενδύσεων σε μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού, με

ποσοστό συμμετοχής στο σύνολο των κεφαλαίων χρήσεων 26,55%. Επιπλέον, ένα βασικό ποσοστό των κεφαλαίων της (12,45%), χρησιμοποιείται για τη μείωση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, ενώ σημαντικός είναι και ο περιορισμός των ιδίων κεφαλαίων (28,54%). Εξάλλου, η χρηματοδότηση επενδύσεων σε κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού με ποσοστό συμμετοχής στο σύνολο των κεφαλαίων χρήσεων 23,80% μάλλον δεν πρέπει να θεωρείται ήσσονος σημασίας. Τέλος, η χρησιμοποίηση κεφαλαίων για τη μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου παρουσιάζει ποσοστό συμμετοχής στο σύνολο των κεφαλαίων χρήσεων 8,65%.

Επομένως, σύμφωνα με τα παραπάνω, βασικός σκοπός της διοίκησης της LAMDA Development A.E. είναι η πραγματοποίηση επενδύσεων σε μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού, κυρίως σε λογαριασμούς συμμετοχών θυγατρικών εταιρειών. Επιπλέον, πολιτική της εταιρείας αποτελεί και ο περιορισμός των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της κυρίως μέσω εξόφλησης μακροπρόθεσμων δανείων της.

Συμπερασματικά, σε σχέση με το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου real estate - ανάπτυξης ακινήτων, εξάγεται ότι η LAMDA Development A.E. δεν παρουσιάζει κάποια διαφοροποίηση ως προς τη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της (πίνακας 34). Πιο συγκεκριμένα, η LAMDA Development A.E. θέτει ως μία από τις βασικές προτεραιότητές της την εξόφληση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της, γεγονός το οποίο έρχεται σε πλήρη συμφωνία με το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών, οι οποίες στρέφουν το ενδιαφέρον τους στην ίδια κατεύθυνση.

#### 6.4.2 Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.

Από τη μελέτη των πινάκων κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας Μπάμπης Βωβός εξάγεται ότι τα έτη 2004 έως 2007 η χρήση κεφαλαίων αφορούσε περισσότερο την αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού, ενώ το 2003 η χρήση κεφαλαίων αφορούσε μείωση στοιχείων παθητικού.

Ειδικότερα, παρατηρούνται τα ακόλουθα: σύμφωνα με τον πίνακα κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας Μπάμπης Βωβός (πίνακας 16), το μεγαλύτερο ποσοστό των κεφαλαίων της κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 έως 2007 προέρχεται από ρευστοποιήσεις παγίων στοιχείων ενεργητικού με ποσοστό συμμετοχής στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης 41,64%. Οι συγκεκριμένες ρευστοποιήσεις αφορούν κυρίως επενδύσεις σε ακίνητα ( με ποσοστό συμμετοχής στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης 38,55%). Παράλληλα, εξίσου σημαντικό μέρος κεφαλαίων αντλεί η εταιρεία μέσω σύναψης μακροπρόθεσμων δανείων (ποσοστό 19,72%).

Επιπλέον, αξίζει να αναφερθεί ότι σε μικρότερο βαθμό η εταιρεία στηρίζει τη χρηματοδότηση της στη ρευστοποίηση κυκλοφορούντων στοιχείων ενεργητικού με ποσοστό συμμετοχής στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης μόλις 9,84%. Ενώ, ακόμα πιο περιορισμένα είναι τα κεφάλαια τα οποία αντλούνται από αυξήσεις ιδίων κεφαλαίων (8,6%), με αύξηση των αποθεματικών, καθώς και από τη σύναψη βραχυπρόθεσμων δανείων (3,3%).

Επομένως, από τα παραπάνω εξάγεται ότι η διοίκηση της εταιρείας ακολουθεί ως βασική πολιτική χρηματοδότησης τη ρευστοποίηση παγίων στοιχείων ενεργητικού και τη σύναψη μακροπρόθεσμων δανείων. Επιπλέον, το τελευταίο έρχεται σε συμφωνία με τη γενικότερη πολιτική των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου, οι οποίες αντλούν κεφάλαια κυρίως από μακροπρόθεσμα και όχι τόσο από βραχυπρόθεσμα δάνεια (πίνακας 34).

Η εταιρεία Μ.Β.Δ.Τ. χρησιμοποιεί τα παραπάνω κεφάλαια κυρίως για τη μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της (με ποσοστό συμμετοχής στο σύνολο των κεφαλαίων χρήσεων 19,72%). Παράλληλα, παρατηρείται ότι τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας χρηματοδοτούνται κατά σημαντικό βαθμό (20,69%) κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.

Παράλληλα, εξίσου μείζονος σημασίας αποτελούν οι επενδύσεις σε μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού, καθώς και η μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρείας. Επομένως, η Μ.Β.Δ.Τ., η οποία χαρακτηρίζεται ως εντάσεως πάγιας περιουσίας, σύμφωνα με την ανάλυση των αριθμοδεικτών, προβαίνει σε σημαντικό ποσοστό επενδύσεων σε πάγια στοιχεία ενεργητικού, και λιγότερο σε κυκλοφορούντα, κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.

Συμπερασματικά, η εταιρεία Μ.Β.Δ.Τ. σε σχέση με το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών ακολουθεί την ίδια πολιτική ως προς τη χορήγηση κεφαλαίων για την εξόφληση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεών της (πίνακας 34). Περαιτέρω, δεν διαφοροποιείται στο γεγονός ότι πραγματοποιεί σημαντικές επενδύσεις περισσότερο σε πάγια και λιγότερο σε κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού, ακριβώς όπως ο μέσος όρος των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου, ο οποίος χαρακτηρίζεται από επενδύσεις σε μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού.

### 6.4.3 R.E.D.S. A.E. Real Estate Development and Services

Από τη μελέτη των πινάκων κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας R.E.D.S. εξάγεται ότι καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου η χρήση κεφαλαίων αφορούσε περισσότερο την αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού, και λιγότερο τη μείωση στοιχείων παθητικού.

Ειδικότερα, παρατηρούνται τα ακόλουθα: Η εταιρεία R.E.D.S., σύμφωνα με τον πίνακα κίνησης κεφαλαίων (πίνακας 24), αντλεί σημαντικά κεφάλαια από τον σχετικά υψηλό βαθμό ρευστοποίησης μη κυκλοφορούντων στοιχείων ενεργητικού και επενδύσεων σε θυγατρικές επιχειρήσεις κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 έως 2007. Πιο συγκεκριμένα, το ποσοστό συμμετοχής των μη κυκλοφορούντων στοιχείων ενεργητικού και των επενδύσεων σε θυγατρικές επιχειρήσεις στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης είναι 34,23% και 23,08% αντίστοιχα.

Επιπλέον, σημαντικά κεφάλαια αντλεί και με την αύξηση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων (ποσοστό συμμετοχής 11,12% στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης κατά την χρονική περίοδο 2003 έως 2007), πολιτική την οποία ακολουθεί από το 2002. Παράλληλα, η εταιρεία χρηματοδοτείται και με αύξηση ιδίων κεφαλαίων (ποσοστό συμμετοχής 35,79% στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης). Βέβαια, σημαντικό είναι ότι η συγκεκριμένη αύξηση αφορά σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, και λιγότερο σε αύξηση αποθεματικών.

Ωστόσο, δευτερεύουσας σημασίας θεωρούνται οι χρηματοδοτήσεις κεφαλαίων από κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού, καθώς και από αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Επομένως, η εταιρεία R.E.D.S. δεν παρουσιάζει διαφοροποίηση ως προς την πολιτική χρηματοδοτήσεων που ακολουθεί σε σχέση με το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου real estate - ανάπτυξης ακινήτων (πίνακας 34). Η μοναδική διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι η εταιρεία εκμεταλλεύεται τον σχετικά υψηλό βαθμό αποθεμάτων που παρουσιάζει, χρηματοδοτώντας ένα σημαντικό μέρος των επενδύσεών της.

Βασική επιδίωξη της διοίκησης της εταιρείας κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο αποτελεί η χρηματοδότηση για τη μείωση των ιδίων κεφαλαίων, καθώς και η μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της (ποσοστά συμμετοχής των λογαριασμών στο σύνολο των κεφαλαίων χρήσεων 30,68% και 10,71% αντίστοιχα). Επιπλέον, σημαντικό μέρος κεφαλαίων διοχετεύεται, ειδικά τα τελευταία χρόνια, στην

πραγματοποίηση επενδύσεων σε μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού και κυρίως επενδύσεων σε θυγατρικές επιχειρήσεις (ποσοστό συμμετοχής στο σύνολο των κεφαλαίων χρήσεων 44,04% και 20,65% αντίστοιχα).

Ωστόσο, σε μικρότερο βαθμό διατίθενται κεφάλαια για επενδύσεις σε κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού και για τη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (ποσοστά συμμετοχής 6,09% και 8,48% αντίστοιχα). Επομένως, η εταιρεία R.E.D.S. δεν παρουσιάζει σημαντική διαφοροποίηση ως προς την πολιτική διάθεσης κεφαλαίων την οποία ακολουθεί σε σχέση με το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου real estate - ανάπτυξης ακινήτων (πίνακας 34). Η μόνη διαφορά έγκειται στο γεγονός, ότι το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών χαρακτηρίζεται από τη χρησιμοποίηση κεφαλαίων για την πληρωμή κυρίως των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, ενώ η R.E.D.S. θέτει ως βασική προτεραιότητα τη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της.



#### 6.4.4 PASAL DEVELOPMENT S.A.

Από τη μελέτη των πινάκων κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας PASAL DEVELOPMENT S.A. εξάγεται ότι τα έτη 2003 έως 2007 η χρήση κεφαλαίων αφορούσε σε ποσοστά τόσο την αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού, όσο και τη μείωση στοιχείων παθητικού, με εξαίρεση το 2005, στο οποίο η χρήση κεφαλαίων αφορούσε καθαρά την αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού.

Ειδικότερα, παρατηρούνται τα ακόλουθα: σύμφωνα με τον πίνακα κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας PASAL (πίνακας 32), το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων της κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 έως 2007, προέρχεται από ρευστοποιήσεις παγίων στοιχείων ενεργητικού με ποσοστό συμμετοχής 40,25% στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης. Οι συγκεκριμένες ρευστοποιήσεις αφορούν κατά κύριο λόγο σε επενδύσεις ακινήτων. Ωστόσο, κεφάλαια προέρχονται και από ενσώματα πάγια, αν και το ποσοστό συμμετοχής είναι 3,86% στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης.

Αξίζει να σημειωθεί το γεγονός, ότι σημαντικά κεφάλαια αντλούνται και μέσω αυξήσεων των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων (ποσοστό συμμετοχής 19,25% στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης). Ωστόσο, οι συγκεκριμένες αυξήσεις οφείλονται κυρίως στη σύναψη μακροπρόθεσμων δανείων. Παράλληλα, χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι η εταιρεία προβαίνει σε μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων της, προκειμένου να αντλήσει κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών της ενεργειών, με ποσοστό 26,38%. Δευτερεύουσας σημασίας αποτελεί η άντληση κεφαλαίων από ρευστοποιήσεις κυκλοφορούντων στοιχείων ενεργητικού με ποσοστό συμμετοχής 9,75% στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης.

Από τα παραπάνω εξάγεται ότι η εταιρεία PASAL δεν παρουσιάζει σημαντική διαφοροποίηση ως προς την πολιτική των πηγών χρηματοδότησης σε σχέση με το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου real estate - ανάπτυξης ακινήτων (πίνακας 34).

Βασική επιδίωξη της διοίκησης της εταιρείας κατά τη χρονική περίοδο 2003 έως 2007 αποτελεί η χρηματοδότηση για τον περιορισμό των ιδίων κεφαλαίων της (ποσοστό συμμετοχής 24,92% στο σύνολο των κεφαλαίων χρήσεων). Επιπλέον, η PASAL διοχετεύει ένα σημαντικό ποσοστό κεφαλαίων (15,41% στο σύνολο των κεφαλαίων χρήσεων) για τη μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεών της. Ωστόσο, αξίζει να

σημειωθεί ότι η συγκεκριμένη μείωση αφορά κυρίως την πληρωμή των μακροπρόθεσμων τραπεζικών δανείων.

Παράλληλα, στους στόχους της διοίκησης της εταιρείας συγκαταλέγεται και η πραγματοποίηση επενδύσεων σε μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού (ποσοστό συμμετοχής 41,86% στο σύνολο των κεφαλαίων χρήσεων). Δευτερεύουσας σημασίας αποτελούν η διοχέτευση κεφαλαίων για τη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, αλλά και για την πραγματοποίηση επενδύσεων σε κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού.

Συμπερασματικά, εξάγεται ότι η εταιρεία PASAL δεν παρουσιάζει σημαντική διαφοροποίηση ως προς την πολιτική διάθεσης και χρήση κεφαλαίων την οποία ακολουθεί σε σχέση με το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου της ανάπτυξης ακινήτων (πίνακας 34).

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Thomas L. Wheelen, David J. Hunger, Strategic Management and Business Policy, Prentice Hall, 9<sup>th</sup> edition, 2004, σελ: 342.
2. Νικήτας Α. Νιάρχος, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 1999, 5<sup>η</sup> έκδοση, σελ: 20.
3. Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2003, σελ: 102.
4. Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2003, σελ: 103 - 105.
5. Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2003, σελ: 126.
6. Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2003, σελ: 108.
7. Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, σελ: 109.
8. Νικήτας Α. Νιάρχος, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, 5<sup>η</sup> έκδοση, σελ: 128.
9. Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, σελ: 109.
10. Νικήτας Α. Νιάρχος, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, 5<sup>η</sup> έκδοση, σελ: 128.
11. Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, σελ: 111.
12. Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, σελ: 123.
13. Νικήτας Α. Νιάρχος, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, 5<sup>η</sup> έκδοση, σελ: 128.
14. Νικήτας Α. Νιάρχος, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, 5<sup>η</sup> έκδοση, σελ: 72.
15. Νικήτας Α. Νιάρχος, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, 5<sup>η</sup> έκδοση, σελ: 174.
16. Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, σελ: 123.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΕΞΑΓΩΓΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ

#### 7.1 Γενικά

Στη συγκεκριμένη ενότητα θα εξαχθούν συμπεράσματα τα οποία προκύπτουν από την ανάλυση λογιστικών καταστάσεων των εισηγμένων εταιριών του κλάδου της ανάπτυξης ακινήτων. Βασικός σκοπός της ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων είναι η αποτύπωση της παρούσας χρηματοοικονομικής κατάστασης κάθε εταιρείας, μέσω της κριτικής διερεύνησης των αριθμοδεικτών και των πινάκων κίνησης κεφαλαίων των εταιριών. Ωστόσο, εξίσου σημαντικές με την ανάλυση λογιστικών καταστάσεων αποτελούν οι αναλύσεις της διεθνούς και εγχώριας οικονομίας, καθώς και του κλάδου στον οποίο ανήκουν οι εξεταζόμενες εταιρείες.

Επομένως, στην παρούσα ενότητα περιλαμβάνονται συμπεράσματα τα οποία προκύπτουν τόσο από την ανάλυση της διεθνούς, της εγχώριας οικονομίας και του κλάδου γενικότερα, όσο και από την κριτική διερεύνηση των αριθμοδεικτών και των πινάκων κίνησης κεφαλαίων των εταιριών. Επιπλέον, στο τέλος του συγκεκριμένου κεφαλαίου θα παρουσιαστούν προτάσεις περαιτέρω έρευνας για κάθε επίδοξο μελλοντικό αναλυτή.

## 7.2 Συμπεράσματα

### 7.2.1 Διεθνείς Οικονομικές Εξελίξεις

Η παγκόσμια οικονομία κατά την πενταετία 2003 έως 2007 παρουσίασε σε γενικά πλαίσια ευνοϊκή πορεία. Πιο συγκεκριμένα, ο ρυθμός ανόδου του Παγκόσμιου Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος υπερέβη τα τελευταία τέσσερα συναπτά έτη το μέσο όρο των τελευταίων δεκαετιών. Το έτος 2003 αυξήθηκε σε 4,1%, γεγονός το οποίο, ήταν ιδιαίτερα εμφανής στις Η.Π.Α., στην Ιαπωνία, στη Λατινική Αμερική, στις περισσότερες από τις αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας, στη Ρωσία και τις χώρες της Κοινοπολιτείας Ανεξαρτήτων Κρατών. Η παγκόσμια οικονομία παρουσίασε σημαντική ανάκαμψη το έτος 2004, ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου Α.Ε.Π ανήλθε σε 5,3%, ενώ το έτος 2005 συνέχισε να παρουσιάζει θετική πορεία, παρά το γεγονός ότι σημειώθηκε μείωση του ρυθμού ανόδου του παγκόσμιου Α.Ε.Π (4,8%), κυρίως λόγω αυξήσεων των διεθνών τιμών των καυσίμων. Η παγκόσμια οικονομία εξακολούθησε να αναπτύσσεται με υψηλό ρυθμό το 2006 (5% έναντι 4,4% το 2005). Ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των οικονομικών εξελίξεων υπήρξαν η υψηλότερη του αναμενόμενου επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του Α.Ε.Π. στη ζώνη του ευρώ και η συγκράτηση του επιπέδου του πληθωρισμού στις προηγμένες οικονομίες. Το 2007 κύριο χαρακτηριστικό των οικονομικών εξελίξεων αποτέλεσε η διεθνής χρηματοπιστωτική αναταραχή και η άνοδος των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων στις διεθνείς αγορές. Αποτέλεσμα των φαινομένων αυτών, τα οποία εκδηλώθηκαν το δεύτερο εξάμηνο του έτους ήταν η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς, ιδίως τους τελευταίους μήνες του 2007.

Ο παγκόσμιος πληθωρισμός μετρούμενος με βάση τη μεταβολή του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή τη χρονική περίοδο 2003 - 2007 παρουσίασε σχετικά ομαλές μεταβολές. Αναλυτικότερα, το 2003 ο ρυθμός ανόδου του πληθωρισμού στις προηγμένες οικονομίες αυξήθηκε 1,8%, έναντι 1,5% το 2002, ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες μειώθηκε κατά 0,1% και ανήλθε σε 6,6%, παραμένοντας σχετικά υψηλός. Περαιτέρω αύξηση παρουσίασε το 2004 στις προηγμένες οικονομίες, αλλά αντίθετη ήταν η πορεία του στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες. Το έτος 2005 ο πληθωρισμός σημείωσε ελάχιστη μόνο επιτάχυνση στις προηγμένες οικονομίες, κυρίως λόγω του περιορισμού των μισθολογικών αυξήσεων και τις πτωτικής πίεσης που ασκούσαν στις τιμές η παγκοσμιοποίηση των αγορών προϊόντων και υπηρεσιών. Ο πληθωρισμός στη ζώνη

του ευρώ παρουσίασε έντονη μεταβλητότητα το 2006, αντανακλώντας κυρίως τις εξελίξεις στις τιμές του πετρελαίου και διαμορφώθηκε σε 2,2% σε μέσα ετήσια επίπεδα, όσο και το 2005. Το 2007 η συνεχιζόμενη αύξηση της τιμής του πετρελαίου και των τιμών των τροφίμων και βασικών εμπορευμάτων επέδρασε στην επιτάχυνση του πληθωρισμού σε διεθνές επίπεδο.

Όσον αφορά το ποσοστό ανεργίας σε γενικά πλαίσια σημειώθηκε ελαφριά μείωση κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 – 2007, τόσο στις Η.Π.Α, Ευρωπαϊκή Ένωση των 15 κρατών – μελών, Ιαπωνία και στη ζώνη του ευρώ. Αντίθετη εικόνα παρουσίασε η Γερμανία, η οποία σημείωσε αύξηση του ποσοστού ανεργίας σε 8,4% το 2006 από 8,2% το 2002.

Το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης την περίοδο 2003 - 2007 παρουσίασε σταδιακά μείωση, με αποτέλεσμα το 2007 να κυμαίνεται σε αρκετά χαμηλά επίπεδα. Το 2003 στις Η.Π.Α. εκτιμήθηκε ότι το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης αυξήθηκε στο -4,6% του Α.Ε.Π. από -3,4% το 2002. Το έτος 2004 η δημοσιονομική πολιτική στις κυριότερες προηγμένες οικονομίες είχε περισσότερο ουδέτερο χαρακτήρα, ύστερα από την έντονη επεκτατική πολιτική στα τρία προηγούμενα έτη. Ωστόσο, το έτος 2005, η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής υπήρξε λίγο περιοριστική στις επτά μεγαλύτερες προηγμένες οικονομίες ως σύνολο. Το 2006 το δημοσιονομικό έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης στις μεγαλύτερες προηγμένες οικονομίες ως σύνολο υποχώρησε περαιτέρω το 2006 ως ποσοστό του Α.Ε.Π. (στο -2,7% από -3,5% το 2005), παρέμεινε, ωστόσο, αρκετά υψηλό. Η δημοσιονομική προσαρμογή συνεχίστηκε σε πολλές οικονομίες το 2007, βοηθούμενη όμως σημαντικά από τις ευνοϊκές κυκλικές συνθήκες και από έκτακτα έσοδα.

Γενικά, τα βασικά επιτόκια των Κεντρικών Τραπεζών σημείωσαν πτωτική πορεία κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο, με εξαίρεση το 2005. Πιο συγκεκριμένα, το έτος 2005, η νομισματική πολιτική έλαβε μία λιγότερο χαλαρή κατεύθυνση στις κυριότερες προηγμένες οικονομίες. Στις Η.Π.Α το βασικό επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας αυξήθηκε οκτώ φορές. Στη ζώνη του ευρώ η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, αφού διατήρησε τα επιτόκια της αμετάβλητα από τον Ιούνιο του 2003 μέχρι και το Νοέμβριο του 2005, αποφάσισε την 1<sup>η</sup> Δεκεμβρίου την αύξηση του βασικού της επιτοκίου κατά 25 μονάδες βάσης και επιπλέον κατά 25 μονάδες βάσης το Μάρτιο 2006, το οποίο διαμορφώθηκε σε 2,5%. Το 2006 η νομισματική πολιτική των κυριότερων προηγμένων οικονομιών βρέθηκε αντιμέτωπη με διαφορετικές προκλήσεις, ενώ το 2007, όσον αφορά στις εξελίξεις στη ζώνη του ευρώ, αυξήθηκαν

εκ νέου τα βασικά επιτόκια δύο φορές, κατά 50 μονάδες βάσης συνολικά, έπειτα από απόφαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

### **7.2.2 Εξελίξεις στην Ελληνική Οικονομία**

Στην ελληνική οικονομία, κατά την πενταετία 2003 - 2007, παρουσιάστηκαν αυξομειώσεις του ρυθμού ανόδου του Α.Ε.Π., γεγονός το οποίο οφειλόταν σε αρκετούς παράγοντες. Αναλυτικότερα, το 2003 ο ρυθμός ανόδου του Α.Ε.Π. διαμορφώθηκε σε 4,8% έναντι 3,8% το 2002, ο οποίος ήταν υψηλότερος μεταξύ των 15 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Επιπλέον, στη διαμόρφωση υψηλού ρυθμού ανόδου του Α.Ε.Π. συνετέλεσαν η διατήρηση χαλαρών νομισματικών συνθηκών, η σταδιακή βελτίωση του διεθνούς περιβάλλοντος και οι εισροές κοινοτικών πόρων. Ωστόσο, το έτος 2004, ο μέσος ρυθμός ανόδου του Α.Ε.Π. άρχισε να επιβραδύνεται και το 2005 μειώθηκε αισθητά. Όμως παρ' όλα αυτά, η επίδοση της ελληνικής οικονομίας κρίθηκε ικανοποιητική. Στη διατήρηση του Α.Ε.Π. σε ικανοποιητικά επίπεδα συνέβαλαν οι ευνοϊκές νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες, οι οποίες επέτρεψαν την περαιτέρω χρηματοδότηση της δαπάνης των νοικοκυριών, καθώς και το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον. Η ελληνική οικονομία το 2006 εξακολούθησε να αναπτύσσεται με υψηλό ρυθμό, ο οποίος έφτασε το 4,3%, έναντι 3,7% το 2005. Στην επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης συνέβαλε κυρίως η εγχώρια ζήτηση. Το 2007 το Α.Ε.Π. αυξήθηκε κατά 4,0%, έναντι 4,2% το 2006. Συνεπώς, ο ρυθμός ανόδου του Α.Ε.Π. υπερέβη τον αντίστοιχο ρυθμό της ζώνης του ευρώ (2,6%) και η ελληνική οικονομία παρέμεινε μία από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες οικονομίες της Ε.Ε.

Οι μεταβολές του πληθωρισμού στην Ελλάδα με βάση τον Εναρμονισμένο Δείκτη Τιμών του Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ), αν και ανοδικές, κυρίως τα πρώτα χρόνια της εξεταζόμενης περιόδου ήταν ομαλές σχετικά με το γενικότερο αρνητικό οικονομικό κλίμα που επικρατούσε. Το έτος 2003 ο μέσος ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού υποχώρησε, γεγονός το οποίο οφειλόταν στην ανατίμηση του ευρώ που συγκράτησε τον εισαγόμενο πληθωρισμό, καθώς και στην επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας. Εντούτοις, το έτος 2005 παρουσίασε αύξηση η οποία οφειλόταν κυρίως σε εξωγενείς παράγοντες. Το 2006 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στην Ελλάδα υποχώρησε ελαφρά στο 3,3% από 3,5% το 2005, βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ).

Τέλος, το 2007 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) υποχώρησε στο 3,0% από 3,3% το 2006.

Η συνολική απασχόληση παρουσίασε αύξηση καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, ενώ το ποσοστό ανεργίας κινήθηκε σε χαμηλά σχετικά επίπεδα. Η άνοδος της απασχόλησης προήλθε κυρίως από την ενίσχυση της μισθωτής απασχόλησης και από κλάδους του τομέα των υπηρεσιών (π.χ. εμπόριο, ξενοδοχεία και εστιατόρια κ.λπ.). Συνοπτικά, από την επισκόπηση της ελληνικής αγοράς εργασίας προκύπτει ότι παραμένουν σημαντικές προκλήσεις, όπως είναι το χαμηλό ποσοστό απασχόλησης και η υψηλή ανεργία, ιδιαίτερα των νέων και των γυναικών. Τα προβλήματα αυτά υποδηλώνουν την ανάγκη να εφαρμοστούν πολιτικές τόνωσης της επιχειρηματικότητας και μέτρα μείωσης της διαρθρωτικής ανεργίας μέσω της έγκαιρης παρέμβασης σε φθίνοντες κλάδους της ελληνικής οικονομίας.

Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του Α.Ε.Π. επιδεινώνεται συνεχώς κατά τη χρονική περίοδο 2003 – 2007. Το 2004, παρά τον ιδιαίτερα υψηλό ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης διευρύνθηκε ακόμα περισσότερο. Ωστόσο, το 2005 καταβλήθηκε ιδιαίτερη προσπάθεια για τη μείωση του, καθώς και για να ανταποκριθεί η Ελλάδα στις υποχρεώσεις που έχει αναλάβει προς την Ευρωπαϊκή Ένωση. Όσον αφορά τις δανειακές ανάγκες της κεντρικής κυβέρνησης παρουσίασαν μείωση το έτος 2005. Ενώ, ανάλογη εικόνα παρουσίασε και ο λόγος του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το Α.Ε.Π., το οποίο οφειλόταν στην περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, καθώς και στη συνδυασμένη επίδραση του υψηλού ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης και των χαμηλών επιτοκίων. Το 2006 η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής παρέμεινε περιοριστική. Το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού το 2006 μειώθηκε από -6,2% του Α.Ε.Π. το 2005 σε -3,8% του Α.Ε.Π., ενώ το 2007 το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού σε δημοσιονομική βάση αυξήθηκε σε 10.521 εκατ. ευρώ ή -4,6%.

Οι νομισματικές εξελίξεις στην Ελλάδα κατά τη χρονική περίοδο 2003 έως 2007 χαρακτηρίζονταν από εναλλασσόμενες αυξομειώσεις του M3, το οποίο αποτελεί την ελληνική συνιστώσα του νομισματικού μεγέθους M3 της ζώνης του ευρώ. Τα τραπεζικά επιτόκια κινήθηκαν πτωτικά, γεγονός στο οποίο συνέβαλαν αφενός οι συνθήκες ανταγωνισμού μεταξύ των πιστωτικών ιδρυμάτων και αφετέρου η μείωση των βασικών επιτοκίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας. Από την άλλη πλευρά, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα, αν και τα πρώτα



χρόνια της εξεταζόμενης περιόδου παρουσίαζε μείωση, από το 2004 σημείωσε αξιόλογη επιτάχυνση.

### 7.2.3 Ανάλυση Κλάδου

Το παρόν κεφάλαιο ολοκληρώνει την εξέταση των χαρακτηριστικών του κλάδου της κτηματαγοράς και ακίνητης περιουσίας στην Ελλάδα.

Η ισορροπία της αγοράς ακινήτων σε χώρες όπως η Ελλάδα επηρεάζεται θετικά από την οικονομική και πολιτική σταθερότητα της χώρας, ενώ σε χώρες όπου υπάρχει αβεβαιότητα οι τιμές είναι περισσότερο ευμετάβλητες και εμπεριέχουν μεγαλύτερο ποσοστό κινδύνου. Η μελλοντική πορεία της κτηματαγοράς εξαρτάται από την εξέλιξη της οικονομίας, την αλλαγή του φορολογικού πλαισίου που διέπει τα ακίνητα, την ολοκλήρωση του Εθνικού Κτηματολογίου, την συνεπή εφαρμογή χωροταξικών κανόνων, καθώς και την δραστηριοποίηση θεσμικών και άλλων μεγάλων επενδυτών στον χώρο.

Οι παρεχόμενες υπηρεσίες στον κλάδο της ακίνητης περιουσίας έχουν διαφοροποιηθεί και διευρυνθεί τα τελευταία έτη και σταδιακά παρατηρείται εξειδίκευση των φορέων σε συγκεκριμένες κατηγορίες υπηρεσιών. Στην παρούσα φάση, στην εγχώρια αγορά ακινήτων υφίστανται ακόμα μεγάλα περιθώρια ανάπτυξης και διεύρυνσης της αγοράς, καθώς οι επενδύσεις που πραγματοποιούνται υστερούν σε σχέση με τις δυνατότητες που υπάρχουν. Η δραστηριοποίηση εταιρειών επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία, έχει ήδη επιδράσει θετικά στην διεύρυνση της αγοράς λόγω προσέλκυσης επενδυτών και κεφαλαίων. Επίσης, ενισχυτικός παράγοντας θεωρείται και η κινητοποίηση φορέων του Δημοσίου (και κυρίως της Κ.Ε.Δ. και της εταιρείας Ολυμπιακά Ακίνητα Α.Ε.) προς την κατεύθυνση της συστηματικής αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας του δημοσίου και των συνδεδεμένων φορέων (ασφαλιστικά ταμεία κ.ά.), με στόχο την ενίσχυση των δημοσίων εσόδων.

Η ελληνική αγορά παρουσιάζει αρκετές ευκαιρίες για την ανάπτυξη σύγχρονων και μεγάλων έργων (συγκριτικά με άλλες ευρωπαϊκές χώρες), οι οποίες όμως, λόγω μίας σειράς προβλημάτων δεν έχουν αξιοποιηθεί. Προβλήματα θεσμικά, νομοθετικά και φορολογικά δημιουργούν συνθήκες ασθενούς προσέλκυσης επιχειρηματικών κεφαλαίων κυρίως ξένων επενδυτών. Ειδικότερα, οι διαδικασίες που αναφέρονται

στα πολεοδομικά ζητήματα, χαρακτηρίζονται από ασάφειες, καθυστερήσεις και γραφειοκρατία, με αποτέλεσμα ο επενδυτικός κίνδυνος να αυξάνεται, γεγονός που δεν ευνοεί την υλοποίηση μεγάλων αναπτυξιακών σχεδίων. Επιπλέον πολύπλοκος χαρακτηρίζεται και ο χωροταξικός σχεδιασμός της χώρας. Ο μη σαφής καθορισμός χρήσεων γης σε εκτός σχεδίου περιοχές, η έλλειψη πλήρους και ακριβούς καταγραφής ιδιοκτησιακού καθεστώτος (Κτηματολόγιο), ο κατακερματισμός των ιδιοκτησιών και η αδυναμία υλοποίησης προγραμμάτων οργανωμένης δόμησης, καθιστούν δυσχερή την ανάπτυξη μεγάλων έργων.

Αναφορικά με το φορολογικό καθεστώς, τα βασικότερα προβλήματα αφορούν την ύπαρξη πολλών φόρων στα ακίνητα. Η εφαρμογή του Φ.Π.Α. στα νεόδμητα ακίνητα από την 1/1/2006 προκάλεσε, όπως αναμενόταν, αρχικά ορισμένες «παρενέργειες» στην αγορά ακινήτων (ιδίως κατοικιών), ταυτόχρονα όμως αναμένεται να οδηγήσει σε εξορθολογισμό (ως ένα βαθμό) της αγοράς, με τη σύγκλιση των πραγματικών και αντικειμενικών αξιών. Περαιτέρω, στη χώρα μας η αγορά ακινήτων χαρακτηρίζεται από συνθήκες έλλειψης συστηματικής πληροφόρησης λόγω της ανεπάρκειας (ή και ανυπαρξίας) στατιστικής πληροφόρησης σχετικά με τις αγοραπωλησίες και εκμισθώσεις ακινήτων.

Η εγχώρια κτηματαγορά έχει ως κύριο χαρακτηριστικό τη διάρθρωση της ιδιοκτησίας. Σύμφωνα με υπάρχουσες μελέτες εκτιμάται, ότι ο δημόσιος τομέας κατέχει ιδιαίτερα υψηλό ποσοστό της συνολικής εγχώριας ακίνητης περιουσίας και χαρακτηρίζεται από υψηλό ποσοστό συγκέντρωσης. Ορισμένοι από τους ιδιοκτήτες ακίνητης περιουσίας του ευρύτερου δημόσιου τομέα είναι οι ασφαλιστικοί φορείς, οι δημόσιες επιχειρήσεις (Κ.Ε.Δ., Ο.Σ.Ε. κ.λ.π.), η Τοπική Αυτοδιοίκηση και η Εκκλησία. Πάντως εκτιμάται ότι, έως σήμερα δεν έχει πραγματοποιηθεί αποτελεσματική αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας του ευρύτερου δημόσιου τομέα, ανάλογη του μεγέθους και της εμπορικής της αξίας. Αξίζει να αναφερθεί πάντως ότι από το προηγούμενο έτος έχουν ήδη σημειωθεί κάποιες σημαντικές συνεργασίες δημοσίου και ιδιωτικού τομέα οι οποίες και αναμένεται να εντατικοποιηθούν στο άμεσο μέλλον.

Η εγχώρια αγορά των ακινήτων αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα της ελληνικής Οικονομίας. Σύμφωνα με παράγοντες του κλάδου η κατοχή ακινήτων αποσπά το μεγαλύτερο μέρος του πλούτου των ελληνικών νοικοκυριών. Οι εξελίξεις στις τιμές πώλησης των ακινήτων μέσω της επίδρασής τους στον ιδιωτικό πλούτο επηρεάζουν τις αποταμιευτικές επιλογές καθώς και την εμπιστοσύνη των νοικοκυριών, που

αποτελούν δύο από τους κυριότερους παράγοντες ώθησης του οικονομικού κύκλου και της ανάπτυξης.

Η άποψη των επιχειρήσεων του κλάδου για την πορεία των τιμών πώλησης κατά το 2008 - 2009 στις διάφορες επιμέρους κατηγορίες ακινήτων, παρουσιάζει διακυμάνσεις αναφορικά με τις τιμές πώλησης των κατοικιών, καθώς αυτές είναι αρκετά διαφοροποιημένες ανάλογα με την κάθε περιοχή. Η πορεία των τιμών για ακίνητα (κυρίως για νεόκτιστα σε περιοχές της Αττικής) εκτιμάται από παράγοντες του κλάδου ότι εμφάνισε μείωση κατά το 2007 λόγω και της υπερπροσφοράς σε συνδυασμό με την ελαφρά άνοδο των επιτοκίων. Η αγορά αξιολογεί ότι οι τιμές πώλησης γραφείων από το 2006 οπότε και διεκόπη η πτωτική πορεία των προηγούμενων ετών, διαμορφώνονται με ρυθμούς που οδηγούν προς ελαφρά αύξηση, κατάσταση η οποία συνεχίστηκε και κατά το 2007. Η υλοποίηση των συγκοινωνιακών έργων οδηγεί σε μια μετακίνηση του ενδιαφέροντος στους νέους οδικούς άξονες μακριά από το κέντρο της πόλης, προσφέροντας στις επιχειρήσεις μεγάλη ποικιλία επιλογών.

Περαιτέρω, με βάσει απόψεις κορυφαίων παραγόντων της αγοράς ακινήτων, όπως αυτές καταγράφηκαν κατά την πρωτογενή έρευνα μεταξύ των επιχειρήσεων του κλάδου, από ορισμένες πλευρές υποστηρίζεται ότι οι τιμές πώλησης των καταστημάτων εμφάνισαν ελαφρά ανοδικές τάσεις το 2007, ενώ σταθεροποίηση (με περιπτώσεις ελαφριάς ανόδου σε συγκεκριμένες περιοχές) εκτιμάται ότι σημειώθηκε στις τιμές πώλησης των οικοπέδων. Αύξηση εκτιμάται ότι σημείωσαν και το 2007 οι τιμές πώλησης των παραθεριστικών κατοικιών σε ολόκληρη την Ελλάδα, ενώ βελτίωση (σε συνδυασμό με την δυναμική ανάπτυξη που προβλέπεται για την περίοδο 2006 - 2008) θεωρείται ότι σημειώθηκε και στις τιμές πώλησης των συγκροτημάτων που συνδυάζουν ψυχαγωγικές και εμπορικές δραστηριότητες στα μεγάλα αστικά κέντρα. Σταθεροποίηση (με περιπτώσεις ελαφριάς ανόδου) αξιολογείται ότι σημείωσαν οι τιμές των βιομηχανικών και αποθηκευτικών χώρων, κυρίως στην Αττική και τη Θεσσαλονίκη, ενώ ανάλογη εκτιμάται ότι ήταν η πορεία των τιμών των ξενοδοχειακών συγκροτημάτων και των πολυκινηματογράφων σε ολόκληρη τη χώρα.

Αναφορικά με τις προοπτικές εξέλιξης των ακινήτων στην Ελλάδα τα προσεχή έτη, σημειώνεται ότι αυτές διαφοροποιούνται ανάλογα με τις επιμέρους κατηγορίες. Όσον αφορά τα εμπορικά ακίνητα (γραφεία / καταστήματα) και τους πολυκινηματογράφους, εκτιμάται ότι οι τιμές πώλησης θα εμφανίσουν σταθεροποιητικές τάσεις τα προσεχή

έτη. Ιδιαίτερη ανάπτυξη εκτιμάται ότι θα γνωρίσουν οι βιομηχανικοί / αποθηκευτικοί χώροι, ο τομέας των logistics και οι τιμές των μεγάλων εμπορικών-ψυχαγωγικών κέντρων στα μεγάλα αστικά κέντρα της Ελλάδας, καθώς υπάρχει ζήτηση για τέτοιους χώρους.

Οι φορείς τους κλάδου προβλέπουν ότι τα προσεχή έτη θα αυξηθεί περαιτέρω η ζήτηση παραθεριστικών κατοικιών, τόσο από Έλληνες όσο και από ξένους επενδυτές, στο οποίο συνέβαλε κυρίως η θετική προβολή της Ελλάδας στο εξωτερικό μετά την επιτυχή τέλεση των Ολυμπιακών Αγώνων. Η αγορά παραθεριστικών κατοικιών ως οργανωμένη οικιστική ανάπτυξη, αποτελεί ευκαιρία και πρόκληση στα δεδομένα της ελληνικής κτηματαγοράς, ωστόσο παραμένει έως σήμερα σε μεγάλο βαθμό αναξιοποίητη. Τα κυριότερα προβλήματα εντοπίζονται στην πλευρά της προσφοράς και ειδικότερα στο θεσμικό πλαίσιο πολεοδομησης καθώς και στην ανεπάρκεια υποδομών πρόσβασης και προστασίας του περιβάλλοντος. Κατά κύριο λόγο, οι εξοχικές κατοικίες αναπτύσσονται σε εκτός σχεδίου περιοχές, με αποτέλεσμα οι σχετικές αναπτύξεις να πραγματοποιούνται συνήθως σε περιορισμένη έκταση, κυρίως δε από μεμονωμένους ιδιοκτήτες, ενώ τα τελευταία έτη σημειώθηκε και διείσδυση οργανωμένων εταιρειών ανάπτυξης ακινήτων.

Σχετικά με το εν γένει επενδυτικό περιβάλλον στην εγχώρια αγορά ακινήτων, αυτό χαρακτηρίζεται συνήθως από τα παρακάτω πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Παράγοντες όπως το γενικότερο σταθερό οικονομικό περιβάλλον, οι σχετικά υψηλές, σε σχέση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες, αποδόσεις των επενδύσεων σε ακίνητα και αλλαγές στο θεσμικό πλαίσιο, κάνουν πιο ελκυστική την Ελληνική αγορά ακινήτων σε ξένες επενδύσεις. Υπάρχουν όμως και παράγοντες που λειτουργούν ανασταλτικά στην επένδυση ξένων κεφαλαίων στην ελληνική αγορά του Real Estate. Αυτοί έχουν να κάνουν με το μικρό μέγεθος της ελληνικής αγοράς, την άνοδο των επιτοκίων / subprimes, την είσοδο νέων χωρών στην Ε.Ε. και τον επακόλουθο ανταγωνισμό στο επίπεδο της προσφοράς και την σταδιακή μείωση των αποδόσεων καθώς σιγά-σιγά η ελληνική αγορά ωριμάζει.

#### **7.2.4 Κριτική Διερεύνηση Αριθμοδεικτών Κλάδου**

Σύμφωνα με τον πίνακα των μέσων τιμών αριθμοδεικτών των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου της ανάπτυξης ακινήτων, ο οποίος παρατίθεται σε παράρτημα, η συνολική αποδοτικότητα αν και παρουσιάζει βελτίωση από το 2003 έως το 2006, το

τελευταίο έτος της εξεταζόμενης περιόδου μειώνεται. Επιπλέον, ίδια εικόνα παρουσιάζει η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, η οποία παρουσιάζει θετικές τιμές, έως το 2006 βελτιώνεται και μετά μειώνεται. Επομένως, οι εταιρείες θα πρέπει να προβούν σε σημαντικές αλλαγές και βελτιώσεις στο μέλλον, προκειμένου να αντιμετωπίσουν όποια προβλήματα και αδυναμίες παρουσιάζουν.

Οι εισηγμένες εταιρείες του κλάδου κατά μέσο όρο παρουσιάζουν χαμηλές τιμές όσον αφορά στο δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων, γεγονός το οποίο πιθανά σημαίνει ότι χρησιμοποιούν σε μικρότερο βαθμό τα πάγια στοιχεία ενεργητικού, σε σχέση με τις πωλήσεις. Επομένως, θα έλεγε κανείς ότι παρουσιάζουν σε κάποιο βαθμό υπερεπένδυση σε πάγια στοιχεία ενεργητικού. Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί ότι διαχρονικά μάλλον δε βελτιώνουν την πολιτική τους, όσον αφορά στα πάγια, γεγονός το οποίο διαφαίνεται από τη συνεχή μείωση του συγκεκριμένου δείκτη. Αντίθετη εικόνα παρουσιάζει ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντος ενεργητικού, ο οποίος παρουσιάζεται υψηλότερος της μονάδας μόνο το πρώτο έτος της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου 2003 - 2007, γεγονός το οποίο σημαίνει ότι από το 2004 και μετά δεν χρησιμοποιούνται σε μεγαλύτερο βαθμό τα κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις.

Η πολιτική των αποθεμάτων, την οποία ακολουθούν οι εισηγμένες εταιρείες του κλάδου, δεν κρίνεται ικανοποιητική, καθώς δεν καθίσταται δυνατή η διατήρηση του ελάχιστου απαραίτητου ποσού αποθεμάτων, αλλά παρόλα αυτά ο δείκτης δεν είναι χαρακτηριστικός του κλάδου. Διαφορετική εικόνα, ωστόσο, παρουσιάζει η κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων, η οποία από το έτος 2003 αυξάνεται συνεχώς, με μόνη εξαίρεση το 2006, στη χρήση του οποίου παρουσιάζει μείωση.

Η ρευστότητα των εταιρειών (άμεση και τρέχουσα) κατά μέσο όρο κυμαίνεται σε ικανοποιητικά επίπεδα, καθώς αυξάνεται κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, με εξαίρεση τα έτη 2004 και 2005, ενώ οι αντίστοιχοι δείκτες είναι μεγαλύτεροι της μονάδας. Ο βαθμός δανειακής επιβάρυνσης των εταιρειών κατά μέσο όρο δεν παρουσιάζεται υψηλός, εκφράζοντας την πολιτική των εταιρειών να αντλούν κεφάλαια όχι μόνο από τον δανεισμό.

Σύμφωνα με τους αριθμοδείκτες παγιοποίησης περιουσίας, οι εισηγμένες εταιρείες του κλάδου χαρακτηρίζονται ως εντάσεως πάγιας περιουσίας καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Η χρηματοδότηση του παγίου ενεργητικού από το έτος 2003 πραγματοποιείται από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας, αλλά σταδιακά

περιορίζεται. Ωστόσο, θα πρέπει να τονιστεί ότι όλες τις χρήσεις ο δείκτης παρουσιάζεται μεγαλύτερος της μονάδας. Επιπλέον, σύμφωνα με το δείκτη ίδια κεφάλαια προς πάγιο ενεργητικό, τα ίδια κεφάλαια είναι ελαφρώς μικρότερα των επενδύσεων σε πάγια καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, με εξαίρεση το 2003. Επομένως, για τη χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων οι εταιρείες κατά μέσο όρο χρησιμοποιούν εκτός από τα ίδια κεφάλαια και ξένα. Τέλος, παρουσιάζουν αρνητικές τιμές του δείκτη χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού με μακροπρόθεσμα κεφάλαια καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, με εξαίρεση το 2007.

### **7.2.5 Κριτική Διερεύνηση Πινάκων Κίνησης Κεφαλαίων**

Βασικότερη πηγή χρηματοδότησης για την πλειοψηφία των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου της ανάπτυξης ακινήτων αποτελεί ο μακροπρόθεσμος δανεισμός με ποσοστό συμμετοχής στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης 25,18%. Επιπλέον, οι εταιρείες αντλούν κεφάλαια από ρευστοποιήσεις σε πάγια στοιχεία ενεργητικού (με ποσοστό συμμετοχής 33,29%). Παράλληλα, βασικοί πόροι για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων των εταιρειών αντλούνται από αυξήσεις των ιδίων κεφαλαίων (με ποσοστό συμμετοχής 20,69%), οι οποίες οφείλονται τόσο σε αυξήσεις αποθεματικών όσο και σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

Οι ρευστοποιήσεις κυκλοφορούντων στοιχείων ενεργητικού και οι αυξήσεις βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων αποτελούν πηγές χρηματοδότησης δευτερεύουσας σημασίας, καθώς παρουσιάζουν χαμηλότερα ποσοστά συμμετοχής (16,43% και 4,41% αντίστοιχα).

Το σύνολο των εισηγμένων εταιρειών κατά μέσο όρο χαρακτηρίζεται από χρηματοδότηση για τη μείωση των ιδίων κεφαλαίων τους (ποσοστό συμμετοχής 26,21% στο σύνολο των κεφαλαίων χρήσεων). Παράλληλα, στους στόχους των εταιρειών συγκαταλέγεται και η πραγματοποίηση επενδύσεων σε μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού (ποσοστό συμμετοχής 37,85% στο σύνολο των κεφαλαίων χρήσεων). Επιπλέον, σημαντικό μέρος κεφαλαίων χορηγείται για τη μείωση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεών τους (14,01% στο σύνολο των κεφαλαίων χρήσεων).

Από την άλλη πλευρά, δευτερεύουσας μάλλον σημασίας αποτελεί για τις εισηγμένες εταιρείες του κλάδου η διοχέτευση κεφαλαίων για τη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους, μέσω της πληρωμής κυρίως των προμηθευτών και των βραχυπρόθεσμων δανείων τους, αλλά και για την πραγματοποίηση επενδύσεων σε κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού (ποσοστά συμμετοχής 8,85% και 13,08% αντίστοιχα).

### 7.3 Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων Εξεταζόμενων Εταιρειών

#### 7.3.1 LAMDA Development A.E.

Από τη μελέτη των λογιστικών καταστάσεων εξάγεται ότι οι συνολικές πωλήσεις αυξήθηκαν σημαντικά την εξεταζόμενη περίοδο. Η χρήση 2005 ήταν αυτή με τις μεγαλύτερες πωλήσεις, όπου και πραγματοποιήθηκε αλματώδης αύξηση των πωλήσεων. Όσον αφορά στα καθαρά αποτελέσματα προ φόρων, τα μεγαλύτερα ως απόλυτοι αριθμοί πραγματοποιήθηκαν τη χρήση 2006 ενώ τα μικρότερα τη χρήση 2004.

Τα σύνολα ενεργητικού και παθητικού κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου παρουσίασαν διακυμάνσεις. Φαίνεται ότι η χρήση 2007 ήταν αυτή με τις υψηλότερες τιμές, ενώ η χρήση 2004 αυτή με τις χαμηλότερες τιμές. Όσον αφορά στα στοιχεία του ενεργητικού, κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου, το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελεί το 13,9% (μέσος όρος πενταετίας) του συνολικού ενεργητικού, ενώ το μη κυκλοφορούν ενεργητικό το 86% (μέσος όρος πενταετίας). Όσον αφορά στα στοιχεία του παθητικού, παρατηρείται ότι καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου τα ίδια κεφάλαια είναι πολύ μεγαλύτερα από το σύνολο των υποχρεώσεων.

Από τη μελέτη των πινάκων κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας LAMDA Development A.E. εξάγεται ότι τα έτη 2004 έως 2007 η χρήση κεφαλαίων αφορούσε την αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού, ενώ το 2003 η χρήση κεφαλαίων αφορούσε μείωση στοιχείων παθητικού. Το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων της εταιρείας κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 έως 2007 προέρχεται κυρίως από αυξήσεις των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Παράλληλα, σημαντική πηγή χρηματοδότησης αποτελούν και οι ρευστοποιήσεις σε κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού, κυρίως αποθεμάτων και διαθεσίμων. Η εταιρεία χρησιμοποιεί τα παραπάνω κεφάλαια κυρίως για την πραγματοποίηση επενδύσεων σε μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού. Επιπλέον, ένα βασικό ποσοστό των κεφαλαίων της χρησιμοποιείται για τη μείωση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, ενώ σημαντικός είναι και ο περιορισμός των ιδίων κεφαλαίων.

Η συνολική αποδοτικότητα της εταιρείας LAMDA Development A.E. παρουσιάζει συνεχή βελτίωση κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 έως 2006, όπως και ο δείκτης ιδίων κεφαλαίων. Ωστόσο, το 2007 οι παραπάνω δείκτες είναι αρνητικοί. Η



εταιρεία παρουσιάζει ικανοποιητική εικόνα όσον αφορά στη ρευστότητά της. Όσον αφορά στο μικτό και καθαρό περιθώριο κέρδους οι μεγαλύτερες τιμές παρατηρούνται τη χρήση 2006, ενώ το 2007 είναι αρνητικές. Οι αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων δείχνουν ότι η χρηματοδότηση του παγίου ενεργητικού πραγματοποιείται από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας, ενώ η παγιοποίηση βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα. Τέλος, η μερισματική απόδοση είναι καλή.

### **7.3.2 Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.**

Από τη μελέτη των λογιστικών καταστάσεων εξάγεται ότι οι συνολικές πωλήσεις παρουσίασαν σημαντικές διακυμάνσεις την εξεταζόμενη περίοδο. Η χρήση 2003 ήταν αυτή με τις μεγαλύτερες πωλήσεις, ενώ η χρήση 2005 αυτή με τις χαμηλότερες πωλήσεις. Το 2006 και το 2007 οι πωλήσεις ακολούθησαν πάλι ανοδική πορεία. Όσον αφορά στα καθαρά αποτελέσματα προ φόρων, τα μεγαλύτερα ως απόλυτοι αριθμοί πραγματοποιήθηκαν τη χρήση 2006 ενώ τα μικρότερα τη χρήση 2004.

Τα σύνολα ενεργητικού και παθητικού κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου τριπλασιάστηκαν. Φαίνεται ότι η χρήση 2007 ήταν αυτή κατά την οποία το ενεργητικό και το παθητικό έλαβαν τις υψηλότερες τιμές, ενώ η χρήση 2003 αυτή με τις χαμηλότερες τιμές. Όσον αφορά στα στοιχεία του ενεργητικού, κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου, το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελεί το 22,93% (μέσος όρος πενταετίας) του συνολικού ενεργητικού, ενώ το μη κυκλοφορούν ενεργητικό το 69,12% (μέσος όρος πενταετίας). Όσον αφορά στα στοιχεία του παθητικού, παρατηρείται ότι καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου τα ίδια κεφάλαια είναι μικρότερα από το σύνολο των υποχρεώσεων.

Από τη μελέτη των πινάκων κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας Μπάμπης Βωβός εξάγεται ότι τα έτη 2004 έως 2007 η χρήση κεφαλαίων αφορούσε περισσότερο την αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού, ενώ το 2003 η χρήση κεφαλαίων αφορούσε μείωση στοιχείων παθητικού. Το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων της εταιρείας κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 έως 2007 προέρχεται κυρίως από ρευστοποιήσεις παγίων στοιχείων ενεργητικού με ποσοστό συμμετοχής στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης 41,64%. Παράλληλα, εξίσου σημαντικό μέρος κεφαλαίων αντλεί η εταιρεία μέσω σύναψης μακροπρόθεσμων δανείων (ποσοστό 19,72%). Η εταιρεία χρησιμοποιεί τα παραπάνω κεφάλαια κυρίως για την

πραγματοποίηση επενδύσεων σε μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού. Επιπλέον, ένα βασικό ποσοστό των κεφαλαίων της χρησιμοποιείται για τη μείωση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, ενώ σημαντικός είναι και ο περιορισμός των ιδίων κεφαλαίων.

Η συνολική αποδοτικότητα της εταιρείας Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε. παρουσιάζει σημαντικές διακυμάνσεις κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 έως 2007. Ανάλογη εξέλιξη κατά την εξεταζόμενη περίοδο παρουσιάζει και ο δείκτης ιδίων κεφαλαίων, λαμβάνοντας τη μεγαλύτερη τιμή του το 2004. Η εταιρεία διατηρεί ελάχιστα ρευστά διαθέσιμα για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της. Όσον αφορά στο μικτό και καθαρό περιθώριο κέρδους οι δείκτες αντανακλούν την εντυπωσιακή αύξηση των συνολικών και καθαρών κερδών της εταιρείας ως ποσοστό των καθαρών πωλήσεων της το έτος 2004, αλλά και σε σχέση με τη μέση τιμή του κλάδου, ενώ τα επόμενα έτη η τιμή του δείκτη μειώνεται. Οι αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων δείχνουν ότι η χρηματοδότηση του παγίου ενεργητικού πραγματοποιείται από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Σύμφωνα με τους δείκτες παγιοποίησης, η εταιρεία παρουσιάζει χαμηλό βαθμό παγιοποίησης σε σχέση με τις μέσες τιμές των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου, με εξαίρεση τις χρήσεις 2006 και 2007. Τέλος, η μερισματική απόδοση είναι καλή.

### **7.3.3 R.E.D.S. A.E. Real Estate Development and Services**

Από τη μελέτη των λογιστικών καταστάσεων εξάγεται ότι οι συνολικές πωλήσεις παρουσίασαν διακυμάνσεις την εξεταζόμενη περίοδο. Η χρήση 2007 ήταν αυτή με τις μεγαλύτερες πωλήσεις, ενώ η χρήση 2005 αυτή με τις χαμηλότερες πωλήσεις. Όσον αφορά στα καθαρά αποτελέσματα προ φόρων, τα μεγαλύτερα ως απόλυτοι αριθμοί πραγματοποιήθηκαν τη χρήση 2007 ενώ τα μικρότερα τη χρήση 2005.

Από τη μελέτη των Ισολογισμών σε κάθετη μορφή συμπεραίνεται ότι τα σύνολα ενεργητικού και παθητικού κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου παρουσίασαν διακυμάνσεις, όχι ωστόσο αξιόλογες. Φαίνεται ότι η χρήση 2006 ήταν αυτή με τις υψηλότερες τιμές, ενώ η χρήση 2003 αυτή με τις χαμηλότερες τιμές. Όσον αφορά στα στοιχεία του ενεργητικού, το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελεί το 68,5 έως 90,3% του συνολικού ενεργητικού (μέσος όρος πενταετίας 83,77%), ενώ το μη κυκλοφορούν ενεργητικό το 15,85% (μέσος όρος πενταετίας). Όσον αφορά στα

στοιχεία του παθητικού, παρατηρείται ότι καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου τα ίδια κεφάλαια είναι μεγαλύτερα από το σύνολο των υποχρεώσεων.

Από τη μελέτη των πινάκων κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας R.E.D.S. εξάγεται ότι καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου η χρήση κεφαλαίων αφορούσε περισσότερο την αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού, και λιγότερο τη μείωση στοιχείων παθητικού. Το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων της εταιρείας κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 έως 2007 προέρχεται κυρίως από αυξήσεις των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Παράλληλα, σημαντική πηγή χρηματοδότησης αποτελούν και οι ρευστοποιήσεις σε κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού, κυρίως αποθεμάτων και διαθεσίμων. Η εταιρεία χρησιμοποιεί τα παραπάνω κεφάλαια κυρίως για την πραγματοποίηση επενδύσεων σε μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού. Επιπλέον, ένα βασικό ποσοστό των κεφαλαίων της χρησιμοποιείται για τη μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, ενώ σημαντικός είναι και ο περιορισμός των ιδίων κεφαλαίων.

Η συνολική αποδοτικότητα της εταιρείας R.E.D.S. δεν παρουσιάζεται σε ιδιαίτερα καλή κατάσταση, μάλιστα τις χρήσεις 2004 και 2005 είναι αρνητική και κινείται σε αρκετά χαμηλά επίπεδα σε σχέση με τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου, με εξαίρεση το 2007, στο οποίο η τιμή του δείκτη αφενός λαμβάνει τη μεγαλύτερη αύξηση σε σχέση με το 2003, και αφετέρου παρουσιάζεται αισθητά υψηλότερος σε σχέση με τη μέση τιμή του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών. Παρόμοια εικόνα παρουσιάζει και ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων. Οι δείκτες ρευστότητας από το έτος 2003 έως το 2006, παρουσιάζονται μικρότεροι της μονάδας με εξαίρεση τη χρήση 2007, κινούνται με άλλα λόγια σε χαμηλά σχετικά επίπεδα καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Ανάλογη περίπτωση εικόνα παρουσιάζουν και οι δείκτες περιθωρίου κέρδους, οι οποίοι αν και κινούνται σε υψηλά επίπεδα καθ' όλη τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, το έτος 2005 παρουσιάζονται αισθητά χαμηλότεροι σε σχέση με τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών του κλάδου, και μάλιστα λαμβάνουν αρνητικές τιμές. Οι αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων δείχνουν ότι η χρηματοδότηση του παγίου ενεργητικού πραγματοποιείται από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Σύμφωνα με τους δείκτες παγιοποίησης περιουσίας, η εταιρεία R.E.D.S. παρουσιάζει υψηλό βαθμό παγιοποίησης, ο οποίος όμως μειώνεται διαχρονικά. Τέλος, ο δείκτης τιμή προς κέρδη ανά μετοχή παρουσιάζει μειώσεις, ενώ η μερισματική απόδοση είναι σχετικά καλή.

#### 7.3.4 PASAL DEVELOPMENT S.A.

Από τη μελέτη των λογιστικών καταστάσεων παρουσίασαν διακυμάνσεις την εξεταζόμενη περίοδο. Η χρήση 2007 ήταν αυτή με τις μεγαλύτερες συνολικές πωλήσεις, όπου και πραγματοποιήθηκε αλματώδης αύξηση των πωλήσεων, ενώ η χρήση 2005 αυτή με τις. Όσον αφορά στα καθαρά αποτελέσματα προ φόρων, τα μεγαλύτερα ως απόλυτοι αριθμοί πραγματοποιήθηκαν τη χρήση 2006 ενώ τα μικρότερα τη χρήση 2004.

Τα σύνολα ενεργητικού και παθητικού κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου παρουσίασαν μεγάλη αύξηση. Φαίνεται ότι η χρήση 2007 ήταν αυτή με τις υψηλότερες τιμές, ενώ η χρήση 2003 αυτή με τις χαμηλότερες τιμές. Όσον αφορά στα στοιχεία του ενεργητικού, κατά τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου, το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελεί το 9% (μέσος όρος πενταετίας) του συνολικού ενεργητικού, ενώ το μη κυκλοφορούν ενεργητικό το 91% (μέσος όρος πενταετίας). Όσον αφορά στα στοιχεία του παθητικού, παρατηρείται ότι καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου τα ίδια κεφάλαια είναι μεγαλύτερα από το σύνολο των υποχρεώσεων, με εξαίρεση τη χρήση 2006, όπου οι συνολικές υποχρεώσεις αποτελούν ποσοστό 51,69%, ενώ τα ίδια κεφάλαια 48,31%.

Από τη μελέτη των πινάκων κίνησης κεφαλαίων της εταιρείας PASAL DEVELOPMENT S.A. εξάγεται ότι τα έτη 2003 έως 2007 η χρήση κεφαλαίων αφορούσε σε ποσοστά τόσο την αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού, όσο και τη μείωση στοιχείων παθητικού, με εξαίρεση το 2005, στο οποίο η χρήση κεφαλαίων αφορούσε καθαρά την αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού. Το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων της εταιρείας κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 έως 2007 προέρχεται από ρευστοποιήσεις παγίων στοιχείων ενεργητικού με ποσοστό συμμετοχής 40,25% στο σύνολο των πηγών χρηματοδότησης και αυξήσεις των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η εταιρεία χρησιμοποιεί τα παραπάνω κεφάλαια κυρίως για την πραγματοποίηση επενδύσεων σε μη κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού. Επιπλέον, ένα βασικό ποσοστό των κεφαλαίων της χρησιμοποιείται για τη μείωση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, ενώ σημαντικός είναι και ο περιορισμός των ιδίων κεφαλαίων.

Η συνολική αποδοτικότητα της εταιρείας PASAL DEVELOPMENT S.A. παρουσιάζει συνεχή βελτίωση κατά την εξεταζόμενη χρονική περίοδο 2003 έως 2006, με μεγαλύτερη τιμή το 2006, χρήση στην οποία η τιμή του αριθμοδείκτη διπλασιάστηκε

σε σχέση με το 2003. Ανάλογη εξέλιξη κατά την εξεταζόμενη περίοδο παρουσιάζει και ο δείκτης ιδίων κεφαλαίων, λαμβάνοντας τη μεγαλύτερη τιμή του το 2006. Ωστόσο, το 2007 οι παραπάνω δείκτες παρουσιάζουν ελαφριά μείωση. Η εταιρεία δεν παρουσιάζει ικανοποιητική εικόνα όσον αφορά στη ρευστότητά της, καθώς οι δείκτες κινούνται σε χαμηλά επίπεδα. Όσον αφορά στο μικτό και καθαρό περιθώριο κέρδους οι δείκτες αντανakλούν αντίστοιχα την εντυπωσιακή αύξηση των συνολικών και καθαρών κερδών της εταιρείας ως ποσοστό των καθαρών πωλήσεών της, αλλά και σε σχέση με τη μέση τιμή του κλάδου, ενώ τη χρήση 2007 η τιμή του δείκτη μειώνεται, αλλά εξακολουθεί να παραμένει σε υψηλό επίπεδο. Οι αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων δείχνουν ότι η χρηματοδότηση του παγίου ενεργητικού πραγματοποιείται από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Σύμφωνα με τους δείκτες παγιοποίησης περιουσίας, η εταιρεία PASAL παρουσιάζει υψηλό βαθμό παγιοποίησης σε σχέση με τις μέσες τιμές του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών, εξαιρώντας το έτος 2006. Τέλος, η μερισματική απόδοση εμφανίζεται σχετικά καλή.

#### 7.4 Προτάσεις Περαιτέρω Έρευνας και Ανάλυσης

Στην παρούσα εργασία πραγματοποιήθηκε ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιρειών του κλάδου real estate – ανάπτυξης ακινήτων, μέσω της κριτικής διερεύνησης των αριθμοδεικτών και των πινάκων κίνησης κεφαλαίων των εταιρειών. Παράλληλα, για πιο αξιόλογα αποτελέσματα, έγινε αναφορά του περιβάλλοντος στο οποίο λειτουργούν οι επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, πραγματοποιήθηκε ανάλυση της οικονομίας (διεθνούς και εγχώριας), καθώς και του κλάδου της ανάπτυξης ακινήτων.

Ωστόσο, όπως είναι ευρέως γνωστό, τα όρια της έρευνας είναι απεριόριστα. Επομένως, κάποια πιθανή πρόταση έρευνας για οποιονδήποτε επίδοξο μελλοντικό αναλυτή θα μπορούσε να αποτελέσει η ανάλυση λογιστικών καταστάσεων στο σύνολο των εταιρειών του κλάδου της ανάπτυξης ακινήτων και όχι μόνο των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. Επιπλέον, στα πλαίσια της κριτικής διερεύνησης των αριθμοδεικτών, αξιόλογα συμπεράσματα θα μπορούσαν να εξαχθούν από τον υπολογισμό και των επενδυτικών αριθμοδεικτών. Ακόμη, προτείνεται βιβλιογραφική ανασκόπηση με αντικείμενο τη διαπίστωση των ιδιαιτεροτήτων της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των εταιρειών του κλάδου real estate και κριτική ανάλυση των στοιχείων των επιμέρους λογαριασμών των λογιστικών καταστάσεών τους, με εξαγωγή συμπερασμάτων και κατευθύνσεων. Περαιτέρω, προτείνεται λεπτομερέστερη ανάλυση μίας μόνο εταιρείας, με βαθύτερη διερεύνηση των λογιστικών της καταστάσεων, των σημειώσεων των ορκωτών λογιστών, των δελτίων τύπου και των εταιρικών πράξεων, σύγκριση με τη μέση επίδοση του κλάδου και σχολιασμός της ακολουθούμενης από τη διοίκηση στρατηγικής. Εξίσου ενδιαφέρουσα πρόταση έρευνας αποτελεί η ανάλυση του ελληνικού κλάδου real estate και σύγκριση από άποψη νομοθετικού πλαισίου, μεγεθών, σημαντικότερων χαρακτηριστικών, παραμέτρων και τάσεων της αγοράς της ανάπτυξης ακινήτων με αντίστοιχους κλάδους χωρών των Βαλκανίων, της Δυτικής Ευρώπης και άλλων ανεπτυγμένων οικονομιών (Η.Π.Α., Ιαπωνία). Τέλος, μελλοντική πρόταση θα μπορούσε να αποτελέσει η εξαγωγή συμπερασμάτων από την ανάλυση των εταιρειών με βάση τη θεωρία του χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής των επιχειρήσεων σε συνδυασμό με την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεών τους.

## ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

### Α. ΒΙΒΛΙΑ

1. Αρτίκης Γεώργιος Π., Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks.
2. Γεωργιάδης Απόστολος, Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα 2000, σελ. 45-52.
3. Καραγιώργος Θεοφάνης, Πετρίδης Ανδρέας, Εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ) σε συνδυασμό με το Γενικό Λογιστικό Σχέδιο (ΓΛΣ), θεωρία και πράξη, εκδ. Γερμανός, Θεσσαλονίκη 2006.
4. Μάζης Παναγιώτης, Η Χρηματοδοτική Μίσθωση, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα 1999, σελ. 48-50.
5. Νιάρχος Νικήτας Α., Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, 5<sup>η</sup> έκδοση.
6. Φίλος Ιωάννης Α., Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, Οδηγός πρώτης εφαρμογής, εκδ. Παμισός, Αθήνα 2003.
7. Wheelen Thomas L., Hunger David J., Strategic Management and Business Policy, Prentice Hall, 9<sup>th</sup> edition, 2004, σελ: 342.

## **B. ΕΚΘΕΣΕΙΣ**

### **B.1 ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΚΘΕΣΕΙΣ**

1. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2003, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων & Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Απρίλιος 2004, 2<sup>η</sup> Εκτύπωση.
2. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2004, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων & Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Απρίλιος 2005.
3. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2005, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων & Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Απρίλιος 2006.
4. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων & Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Απρίλιος 2007.
5. Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων & Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Απρίλιος 2008.
6. Έκθεση, Εξελίξεις και Προοπτικές της Ελληνικής Οικονομίας, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Γενική Διεύθυνση Οικονομικής Πολιτικής, Διεύθυνση Μακροοικονομικής Ανάλυσης και Προβλέψεων, Οκτώβριος 2005, Τεύχος 38, σελ. 14-18.
7. ICAP A.E., Κλαδική Μελέτη Real Estate, Νοέμβριος 2007, σελ: 10.
8. Μηνιαίο Δελτίο, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Δεκέμβριος 2007, σελ: 30.
9. Στρατηγικές Κλαδικές Μελέτες, απόσπασμα από κλαδική μελέτη Hellastat Κλάδος Ανάπτυξης και Εκμετάλλευσης Ακινήτων, Press Release [www.hellastat.gr](http://www.hellastat.gr), Δεκέμβριος 2007.
10. Τράπεζα της Ελλάδος, Στατιστικό Δελτίο Οικονομικής Συγκυρίας, Τεύχος 105, 2007, σελ. 95.



11. Τρέχουσες εξελίξεις και προοπτικές της Ελληνικής και της Διεθνούς Οικονομίας, Υπουργείο Οικονομίας & Οικονομικών, Εξαμηνιαία Έκθεση, Ιούνιος 2003, Τεύχος 36, σελ: 43 - 47, 60.

## **B.2 ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΕΣ ΕΚΘΕΣΕΙΣ**

37. Colliers International, Market Research Department, Southeast Europe Real Estate Review 2006, [www.colliers.com](http://www.colliers.com), σελ. 47-48.
38. Colliers International, Market Research Department, Retail Market Overview, Α' εξάμηνο 2007, σελ. 2.
39. Danos and Associates, C.B. Richard Ellis, Market View, Athens Property View, Γ' τρίμηνο 2007, σελ. 12-14.

## **Γ. ΑΡΘΡΑ**

1. Γεωργιάδης Νικόλαος, Οι μέθοδοι αποτίμησης των εταιριών ακινήτων και των περιουσιακών τους στοιχείων. Η εμπειρία της Ευρώπης, Investment Research and Analysis Journal, Ιανουάριος 2005, σελ. 7-9.
2. Λάμπρου Κωνσταντίνος, «Προς Σοφοκλέους οι πρώτες Επενδυτικές Ακινήτων», Ελευθεροτυπία, <http://www.enet.gr/>, 5 Απριλίου 2003.
3. McDonald Robert, «Χάνουμε το τρένο του real estate?» απόσπασμα από έρευνα, Business File, [www.economia.gr](http://www.economia.gr), Νοέμβριος 2007.
4. «Όλα όσα πρέπει να ξέρετε για το Leasing», Η Καθημερινή, ειδική έκδοση, Μάρτιος 2002.

5. Παναγόπουλος Αθανάσιος, «Τα 20 'Μυστικά' του Ενιαίου Τέλους Ακινήτων», [www.capital.gr](http://www.capital.gr), 17 Δεκεμβρίου 2007.
6. «Πόσο θα κοστίσει το Ενιαίο Τέλος Ακινήτων», Η Καθημερινή, <http://portal.kathimerini.gr>, 9 Ιανουαρίου 2008.
7. Σιωμόπουλος Κωνσταντίνος, «Με δημόσια ακίνητα ζεσταίνουν την αγορά», Το Βήμα Ανάπτυξη, <http://tovima.dolnet.gr/>, 3 Ιουνίου 2007.
8. «'Τρέχουν' για το ενιαίο τέλος ακινήτων», Ημερησία, [www.imerisia.gr](http://www.imerisia.gr)., 3 Μαρτίου 2008.

#### **Δ. ΔΗΜΟΣΙΕΥΣΕΙΣ INTERNET**

1. <http://library.tee.gr/>, Γενικός Οικοδομικός Κανονισμός ΓΟΚ Ν. 1577/1985 όπως τροποποιήθηκε με τον Ν. 2831/9- 13-06-2000 (ΦΕΚ 140<sup>Α</sup>).
2. <http://nomothesia.ependyseis.gr/eu-law/>, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, Γενική Γραμματεία Επενδύσεων και Ανάπτυξης, Νομοθετικό Πλαίσιο Επενδύσεων, Νόμος 3427/2005.
3. <http://www.mnec.gr/>, Χριστοδουλάκης Νικόλαος, Ομιλία στην Ημερίδα: Η νέα πολιτική για την αξιοποίηση των Δημοσίων Ακινήτων, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, 25 Ιουνίου 2003.
4. [www.babisvovos.gr](http://www.babisvovos.gr), Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας Μπάμπης Βωβός-Διεθνής Τεχνική Α.Ε.
5. [www.babisvovos.gr](http://www.babisvovos.gr), Ετήσιο Δελτίο Χρήσεως 2005, Μάιος 2006, σελ. 13-15.
6. [www.babisvovos.gr](http://www.babisvovos.gr), Ετήσιο Δελτίο Χρήσεως 2006, ΜΒΔΤ, Μάιος 2007, σελ. 6-7.
7. [www.etae.com](http://www.etae.com), Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας Ελληνική Τεχνοδομική ΤΕΒ.
8. [www.gsrt.gr](http://www.gsrt.gr), Υπουργείο Ανάπτυξης, Γενική Γραμματεία Έρευνας και Τεχνολογίας, Στατιστικά στοιχεία ΕΤΑ, ΣΤΑΚΟΔ.

9. [www.ktimatologio.gr](http://www.ktimatologio.gr), Κτηματολόγιο Α.Ε.
10. [www.lamda-development.net](http://www.lamda-development.net), Απολογισμός Χρήσεως 2002, Μάιος 2003, σελ.15-19.
11. [www.lamda-development.net](http://www.lamda-development.net), Απολογισμός Χρήσεως 2003, Μάιος 2004, σελ. 2-3.
12. [www.lamda-development.net](http://www.lamda-development.net), Απολογισμός Χρήσεως 2004, Μάιος 2005, σελ. 5.
13. [www.lamda-development.net](http://www.lamda-development.net), Απολογισμός Χρήσεως 2005, Μάιος 2006, σελ. 2.
14. [www.lamda-development.net](http://www.lamda-development.net), Απολογισμός Χρήσεως 2006, Μάιος 2007, σελ.5.
15. [www.lamda-development.net](http://www.lamda-development.net), Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας LAMDA Development Α.Ε.
16. [www.lamda-development.net](http://www.lamda-development.net), Ετήσιο Δελτίο Χρήσεως 2000, Μάιος 2001, σελ. 22.
17. [www.lamda-development.net](http://www.lamda-development.net), Ετήσιο Δελτίο Χρήσεως 2001, Μάιος 2002, σελ. 6.
18. [www.mnec.gr/](http://www.mnec.gr/), Εφημερίδα της Κυβέρνησης.
19. [www.pasal.gr](http://www.pasal.gr), Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας Pasal Development S.A.
20. [www.pomida.gr](http://www.pomida.gr), Πανελλήνιος Ομοσπονδία Ιδιοκτητών Ακινήτων.
21. [www.reds.gr](http://www.reds.gr), Επίσημη ιστοσελίδα της εταιρείας R.E.D.S. Α.Ε.
22. [www.reds.gr](http://www.reds.gr), Ετήσιο Δελτίο Χρήσεως 2005, R.E.D.S. Α.Ε., Ιούνιος 2006, σελ. 10.
23. [www.statistics.gr](http://www.statistics.gr), Γενική Γραμματεία ΕΣΥΕ.
24. [www.whitehouse.gov/omb/budget/fy2007/overview.html](http://www.whitehouse.gov/omb/budget/fy2007/overview.html)

## **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ**

### Παράρτημα 1:

Ισολογισμοί με κάθετη μορφή LAMDA Development A.E.  
Ισολογισμοί με βάση ανάλυση κοινού μεγέθους LAMDA Development A.E.  
Ισολογισμοί με βάση ανάλυση δεικτών LAMDA Development A.E.  
Αποτελέσματα χρήσεως με κάθετη μορφή LAMDA Development A.E.  
Αποτελέσματα χρήσεως με βάση ανάλυση κοινού μεγέθους LAMDA Development A.E.  
Αποτελέσματα χρήσεως με βάση ανάλυση δεικτών LAMDA Development A.E.  
Αριθμοδείκτες LAMDA Development A.E.  
Πίνακας κίνησης κεφαλαίων LAMDA Development A.E.

### Παράρτημα 2:

Ισολογισμοί με κάθετη μορφή Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.  
Ισολογισμοί με βάση ανάλυση κοινού μεγέθους Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.  
Ισολογισμοί με βάση ανάλυση δεικτών Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.  
Αποτελέσματα χρήσεως με κάθετη μορφή Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.  
Αποτελέσματα χρήσεως με βάση ανάλυση κοινού μεγέθους Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.  
Αποτελέσματα χρήσεως με βάση ανάλυση δεικτών Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.  
Αριθμοδείκτες Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.  
Πίνακας κίνησης κεφαλαίων Μπάμπης Βωβός – Διεθνής Τεχνική Α.Ε.

### Παράρτημα 3:

Ισολογισμοί με κάθετη μορφή R.E.D.S. A.E.  
Ισολογισμοί με βάση ανάλυση κοινού μεγέθους R.E.D.S. A.E.  
Ισολογισμοί με βάση ανάλυση δεικτών R.E.D.S. A.E.  
Αποτελέσματα χρήσεως με κάθετη μορφή R.E.D.S. A.E.  
Αποτελέσματα χρήσεως με βάση ανάλυση κοινού μεγέθους R.E.D.S. A.E.  
Αποτελέσματα χρήσεως με βάση ανάλυση δεικτών R.E.D.S. A.E.

Αριθμοδείκτες R.E.D.S. A.E.

Πίνακας κίνησης κεφαλαίων R.E.D.S. A.E.

#### Παράρτημα 4:

Ισολογισμοί με κάθετη μορφή Pasal Development A.E.

Ισολογισμοί με βάση ανάλυση κοινού μεγέθους Pasal Development A.E.

Ισολογισμοί με βάση ανάλυση δεικτών Pasal Development A.E.

Αποτελέσματα χρήσεως με κάθετη μορφή Pasal Development A.E.

Αποτελέσματα χρήσεως με βάση ανάλυση κοινού μεγέθους Pasal Development A.E.

Αποτελέσματα χρήσεως με βάση ανάλυση δεικτών Pasal Development A.E.

Αριθμοδείκτες Pasal Development A.E.

Πίνακας κίνησης κεφαλαίων Pasal Development A.E.

#### Παράρτημα 5:

Αριθμοδείκτες κλάδου real estate – ανάπτυξης ακινήτων

Πίνακες κίνησης κεφαλαίων κλάδου real estate – ανάπτυξης ακινήτων

РАНЕКЪМЪО РЕПАА