

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ  
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ  
ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ  
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ**

**ΠΡΟΒΛΕΨΙΜΟΤΗΤΑ ΣΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ:**

**ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ**

**Η εργασία υποβάλλεται για την μερική κάλυψη των απαιτήσεων με στόχο την  
απόκτηση του ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟΥ ΔΙΠΛΩΜΑΤΟΣ**

**Αναστάσιος Θ. Πεφάνης**

**Επιβλέπων: Αν. Καθηγητής Ν. Πιττής**

**Επιτροπή Αξιολόγησης: Διακογιάννης Γ.**

**Τσαγκαράκης Ν.**

**Αθήνα 2003**

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

|                                     | ΣΕΛΙΔΑ |
|-------------------------------------|--------|
| 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ                         | 3      |
| 2. ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ | 4      |
| 3. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΥΚΛΟΙ               | 5      |
| 4. ΤΟ ΕΘΝΙΚΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ               | 14     |
| 5. ΑΝΕΡΓΙΑ                          | 20     |
| 6. Ο ΤΟΜΕΑΣ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ           | 22     |
| 7. ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ                       | 23     |
| 8. ΤΟ ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ             | 26     |
| 9. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ                       | 30     |
| 10. ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ                  | 31     |
| 11. Ο ΔΗΜΟΣΙΟΣ ΤΟΜΕΑΣ               | 34     |
| 12. ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ                     | 36     |
| 13. ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ            | 42     |
| 14. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ                    | 50     |

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι χρηματιστηριακές αγορές είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με την πραγματική οικονομία, διότι η αποτίμηση των μετοχών γίνεται με βάση την προεξόφληση των διαχρονικών τους ροών, μερίσματα και τιμή πωλήσεως, οι οποίες διαμορφώνονται και από την οικονομική κατάσταση της χώρας.

Τα μακροοικονομικά μεγέθη μιας οικονομίας, μας δίνουν την δυνατότητα να χαρακτηρίσουμε, σε ποία φάση του οικονομικού κύκλου βρίσκεται. Οι ορθολογικοί επενδυτές, μελετώντας αυτά τα μακροοικονομικά μεγέθη, έχουν την δυνατότητα να προβλέψουν την πορεία των μετοχών.

Η προσπάθεια στην παρούσα εργασία, είναι να αναφερθούν μερικοί από τους βασικούς μακροοικονομικούς παράγοντες, όπως οι συντελεστές που αποτελούν το εθνικό εισόδημα ,η ανεργία, ο πληθωρισμός, οι συντελεστές που αποτελούν το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν και η νομισματική πολιτική.

## ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ

Η αγορά μετοχών, είναι μία μορφή επενδύσεως. Οι εταιρείες προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια, εκδίδουν μετοχές και τις διαθέτουν στο επενδυτικό κοινό, το οποίο με την σειρά του προσδοκά μία καλύτερη απόδοση, από την σιγουριά που τους δίνει μία κλασική μορφή επένδυσης όπως είναι αγορά κρατικών ομολόγων, ή ακόμα και μία οποιαδήποτε μορφή κατάθεσης στην τράπεζα. Αυτή η μεγαλύτερη απόδοση είναι η αποζημίωση για το κίνδυνο που λαμβάνουν αγοράζοντας μετοχή.

Η απόδοση των επενδυτών που αγοράζουν μετοχές, προέρχεται από το μέρισμα και την κεφαλαιακή απόδοση. Η τιμή της μετοχής, κατά τη στιγμή της αγοράς, θεωρείται ότι πρέπει να είναι, ίση με την αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων, κατά τη διάρκεια διακρατήσεως της μετοχής, πλέον την τιμή πώλησεως όλα τα ανωτέρω προεξοφλημένα με το επιτόκιο το οποίο αποζημιώνει για το ρίσκο που έχουμε αναλάβει για την συγκεκριμένη μετοχή. Συνεπώς μπορούμε να λάβουμε την εξίσωση:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+R)^t} + \frac{P_n}{(1+R)^n} \quad (1)$$

και  $R$  είναι το αναμενόμενο ποσοστό αποδόσεως. Όπου  $P_0$  είναι η τιμή αγοράς της μετοχής,  $D_t$  είναι το μέρισμα για την περίοδο  $t$  της μετοχής, που λαμβάνεται για κάθε περίοδο από 1 έως  $n$ ,  $P_n$  είναι η προβλεπόμενη τιμή πώλησεως της μετοχής

Είναι προφανές ότι η ανωτέρω εξίσωση, βασίζεται στις προσδοκίες του επενδυτή και όπως γίνεται αντιληπτό η τελική απόδοση είναι καθαρώς υποκειμενική, διότι κάθε επενδυτής, έχει διαφορετικές προσδοκίες αναφορικά με τις μελλοντικές ροές των μετοχών.

Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι η απόδοση μίας μετοχής για μία περίοδο είναι:

$$1 + R = \frac{P_{(t+1)} + D_{(t+1)}}{P_t} \quad (2)$$

## ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΚΥΚΛΟΙ

Όλες οι ορθολογικές επενδυτικές αποφάσεις, περιέχουν κρίσεις σχετικά με τις οικονομικές συνθήκες. Συνεπώς, η αφετηρία για κάθε απόφαση της αγοράς, θα πρέπει να προέρχεται από μια εκτίμηση της οικονομίας, τη θέση της μέσα στον οικονομικό κύκλο και οι προβλέψεις για το μέλλον της οικονομίας.

Οι οικονομικοί κύκλοι μπορούν να μας δείξουν τον χρόνο για την αγορά μετοχών. Η γραμμή παραγωγής η οποία αποτελείται από κεφάλαιο και εργασία, καθορίζει το δυνητικό προϊόν της οικονομίας.

Αποκλείσεις από το δυνητικό προϊόν παραγωγής, σημαίνει ένα άνοιγμα είτε αυτό είναι θετικό, είτε αρνητικό, το οποίο έχει σημαντικές επιπτώσεις για τις οικονομικές αγορές, καθώς, είτε απομακρύνεται από

την ισορροπία, είτε κινείται προς αυτήν, π.χ. ένα σημαντικό αρνητικό άνοιγμα, υπονοεί πτώση των τιμών, επεκτατική νομισματική πολιτική και μία άριστη στιγμή για αγορές μετοχών, ενώ ένα θετικό άνοιγμα, υπονοεί υπερβάλλουσα ζήτηση, πληθωρισμό σφιχτή νομισματική πολιτική και μία μη κατάλληλη στιγμή για αγορά μετοχών.

Κατανοώντας την θέση των μετοχών σε διάφορες φάσεις τού οικονομικού κύκλου, είναι πολύ σημαντικό γεγονός για τη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς επίσης και για τις προσδοκίες που διαμορφώνουν οι επενδυτές για την τιμή τους.

### **Φάση I. Επέκταση στο δυνητικό σημείο.**

Κατά την διάρκεια I, του αναπτυξιακού κύκλου, η οικονομία κινείται από κάτω προς τα πάνω, σε μία μη πληθωριστική αναπτυξιακή τροχιά. Οι τιμές των μετοχών παρουσιάζονται σε σχετικά ελκυστικά επίπεδα κατά την διάρκεια αυτής της φάσεως, λόγω της αβεβαιότητας της πορείας της οικονομίας για συνέχεια της αναπτύξεως, και η φάση αυτή είναι η δεύτερη πιο ελκυστική περίοδος, για αγορά μετοχών.

Η φάση I συχνά χαρακτηρίζεται από μεγάλους ρυθμούς αναπτύξεως συνοδευόμενη από επιχειρηματικές επενδύσεις. Παρατηρείται επίσης αύξηση της ζήτησεως για καταναλωτικά αγαθά, με αποτέλεσμα μία αύξηση των κερδών των επιχειρήσεων.

Σ' αυτήν την περίοδο η νομισματική πολιτική συχνά παραμένει χαλαρή και παρά το γεγονός της αυξήσεως στην ανάπτυξη της οικονομίας, ο πληθωρισμός τείνει να παραμείνει χαμηλός. Πράγματι

στην αρχή της επεκτατικής φάσεως, ο χαμηλός πληθωρισμός οφείλεται στο ότι η οικονομία λειτουργεί κάτω από το δυνητικό σημείο και στους συντελεστές παραγωγής, κεφάλαιο και εργασία. Υπάρχει δηλαδή ανενεργό δυναμικό στους συντελεστές παραγωγής κεφαλαίου και εργασίας.

Η φάση I η οποία χαρακτηρίζεται από την απορρόφηση του ανενεργού δυναμικού, χωρίς πληθωριστικές πιέσεις, αύξηση των κερδών των επιχειρήσεων, χαλαρή νομισματική πολιτική, έχει ως αποτέλεσμα οι χρηματιστηριακές αγορές να έχουν μία ισχυρή παρουσία και οι μετοχές να αρχίσουν να ανεβαίνουν.

### **Φάση II: Ανάπτυξη πάνω από το δυνητικό σημείο.**

Κατά τη φάση αυτή, η ανάπτυξη της οικονομίας, οδηγεί σ' ένα επίπεδο, όπου ο πληθωρισμός αρχίζει να πιέζει. Αντιπληθωριστική πολιτική με αύξηση των επιτοκίων, έχει ως αποτέλεσμα την εξασθένηση στην αγορά των μετοχών.

Στην αρχή αυτής της φάσεως, αναπτύσσεται ένα είδος κόντρας μεταξύ της αναπτύξεως των κερδών και των προσδοκίων για μεγαλύτερο πληθωρισμό και μεγαλύτερα επιτόκια.

Λόγω της αυξήσεως των επιτοκίων που παρατηρείται σ' αυτή την φάση, οι επενδυτές στρέφονται σε άλλες μορφές επενδύσεων, π.χ. ακίνητα, καταθέσεις σε ρέπος, κλπ. αφού οι προσδοκίες για μελλοντικά μερίσματα μειώνονται.

### **Φάση III . Επιστροφή προς το δυνητικό σημείο**

Κατά την φάση αυτή, η ανάπτυξη κινείται από μία κυκλική κορυφή, σ' ένα χαμηλότερο επίπεδο, προάγοντας μία στενότητα του ανοίγματος του προϊόντος. Οι πληθωριστικές πιέσεις εξακολουθούν να υπάρχουν και η νομισματική πολιτική είναι γενικώς περιοριστική. Οι επιχειρήσεις εξακολουθούν να παράγουν σε σημείο όπου πιέζεται προς τα άνω το κόστος παραγωγής. Αυτή η φάση είναι επικίνδυνη για τον οικονομικό κύκλο, καθότι η οικονομική πολιτική στοχεύει να τροποποιήσει την υπερβάλλουσα ανάπτυξη, με αποτέλεσμα να υπερδιορθώνει και να οδηγεί την οικονομία σε ύφεση. Ο συνδυασμός της σφιχτής οικονομικής πολιτικής και του πληθωρισμού, υποδαυλίζουν τις τιμές των μετοχών.

### **Φάση IV: Παραγωγή κάτω από το δυνητικό σημείο.**

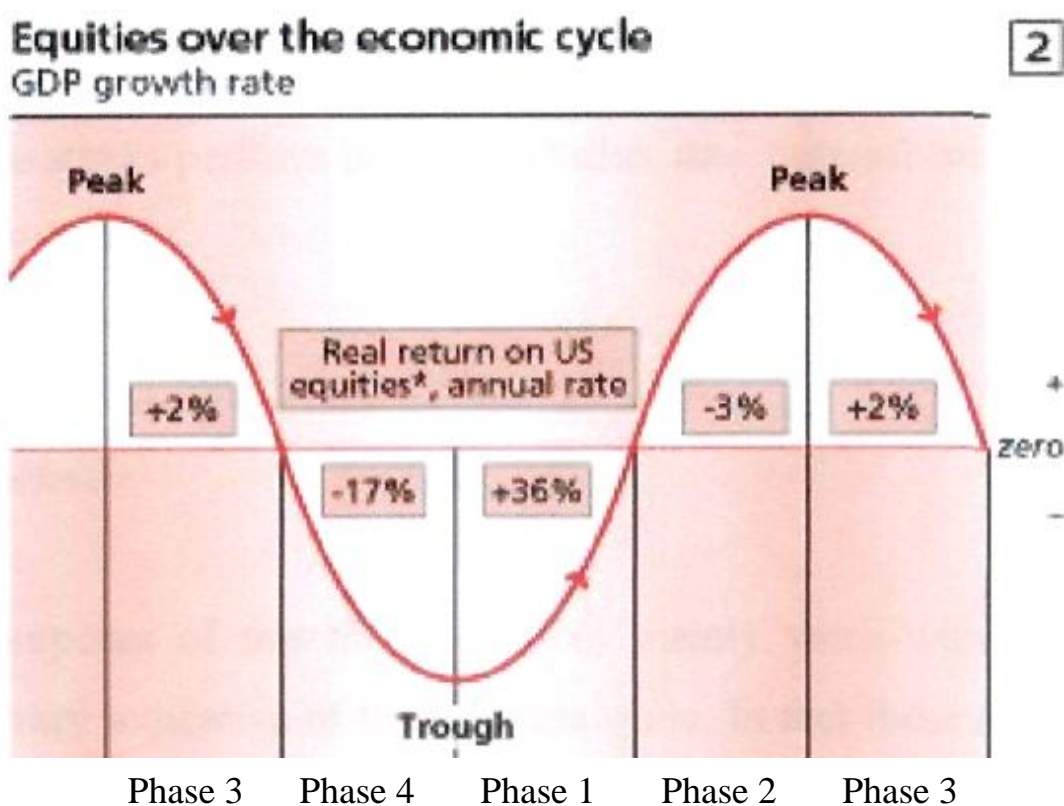
Η φάση αυτή χαρακτηρίζεται από αυξανόμενη πτώση κάτω του δυνητικού επιπέδου παραγωγής, με πληθωριστικές πιέσεις μειούμενες και η νομισματική πολιτική να γίνεται αυξανόμενα χαλαρή.

Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι ισχυρή οικονομική ανάπτυξη συνοδευόμενη με αυξανόμενες πληθωριστικές προσδοκίες, τείνουν στο ξεπούλημα των μετοχών.

Ο Peter Oppenheimer στο άρθρο του σχετικά με την συμπεριφορά των μετοχών για τις Η.Π.Α για τα τελευταία 30 χρόνια κατέληξε στο



συμπέρασμα ότι οι μετοχές πέφτουν πάντα κατά την τετάρτη φάση, καθώς η οικονομία πέφτει αλλά κατά την φάση ένα όταν η οικονομική πολιτική είναι λιγότερο αυστηρή οι μετοχές αυξάνουν με μέσα ετήσια κέρδη 36%. Η φάση ένα διαρκεί μόνο κατά μέσο όρο έξι μήνες και το αρχικό ράλι δίδει μία καλή εξήγηση για τα συνολικά κέρδη των τριών ετών της bull market. Κατά την φάση δύο είχαμε 3% πραγματική ζημία ενώ κατά την φάση τρία υπήρξε 2% πραγματικό κέρδος. Ως φαίνεται στο γράφημα 1 κατωτέρω



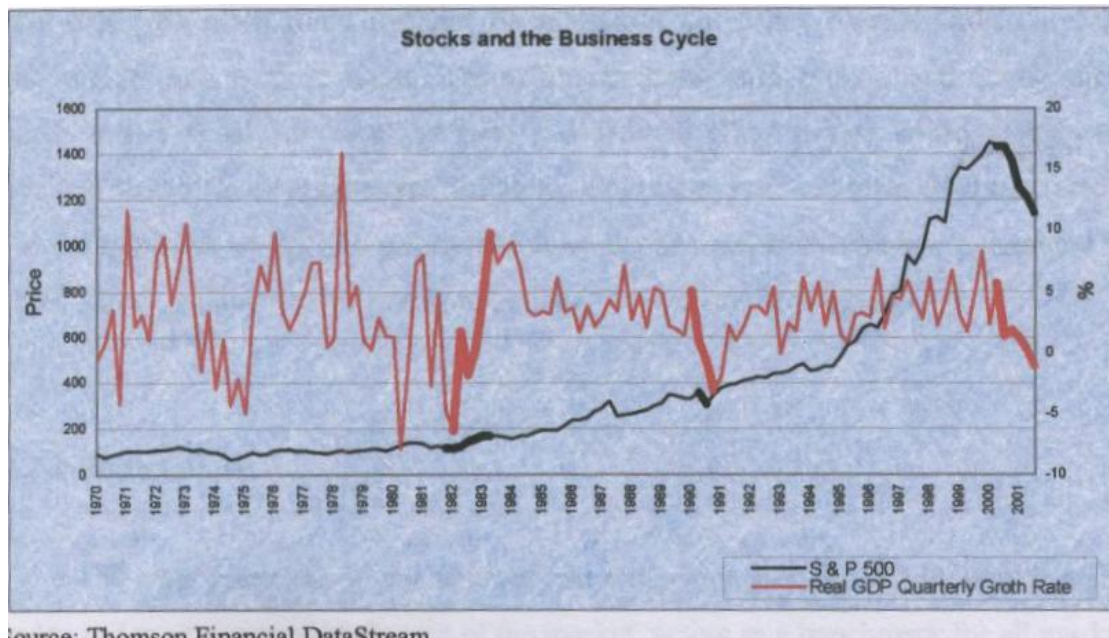
\*Since 1970

Sources : The economist HSBC

**ΓΡΑΦΗΜΑ 1** Αποδόσεις των μετοχών κατά τους οικονομικούς κύκλους. Ποσοστό αύξησης του Μικτού Εγχωρίου προϊόντος

Στο γράφημα 2 απεικονίζεται ο δείκτης S & P 500 και η πραγματική αύξηση του GDP για τις ΗΠΑ με σκοπό να δούμε πως οι μετοχές

παρουσιάζονται πάνω στους οικονομικούς κύκλους. Παρατηρούμε ότι οι μετοχές γενικά ανεβαίνουν γρήγορα όταν υπάρχει άλμα στο ποσοστό αύξησης του GDP και πέφτει απότομα όταν υπάρχει μία πτωτική τάση. Υπάρχουν σημειωμένα μερικά τέτοια σημεία. Ωστόσο λόγω της παρατεινόμενης περιόδου των υψηλών ρυθμών αναπτύξεως από το 1991 έως το 2000 οι κύκλοι των μετοχών δεν είναι τόσο εμφανείς.



Source: Thomson Financial DataStream

## ΓΡΑΦΗΜΑ 2 Μετοχές και οικονομικοί κύκλοι

Η μεγαλύτερη απόδοση των μετοχών επιτυγχάνεται όταν η οικονομία λειτουργεί κάτω από το δυνητικό της σημείο και είναι σε αρνητική τροχιά. Σ' αυτήν την κατάσταση η νομισματική πολιτική είναι συνήθως χαλαρή και τα επιτόκια πέφτουν καθώς επίσης και ο πληθωρισμός. Σ' αυτό το σημείο τα κέρδη των επιχειρήσεων είναι συνήθως πεπιεσμένα αλλά αναμένεται να επανακάμψουν σαν αποτέλεσμα της αναθερμάνσεως της οικονομίας, με μία αρχική αύξηση της ζήτησεως.

Εν κατακλείδι η καλύτερη στιγμή για αγορά μετοχών είναι όταν βρισκόμαστε στο κατώτερο σημείο του οικονομικού κύκλου. Αυτή είναι η κατάλληλη στιγμή για τον επενδυτή που πιστεύει ότι το ποσοστό αποκλίσεως του GDP έχει φθάσει στο κατώτερο σημείο και δεν πρόκειται να κατέβει περαιτέρω, άλλωστε το κύριο χαρακτηριστικό των χρηματιστηριακών αγορών είναι η προεξόφληση του μέλλοντος. Η χειρότερη δε στιγμή για αγορά είναι όταν βρίσκεται στην κορυφή. Ωστόσο, πρακτικά είναι αδύνατο να πει κανείς μετά βεβαιότητας, πιο

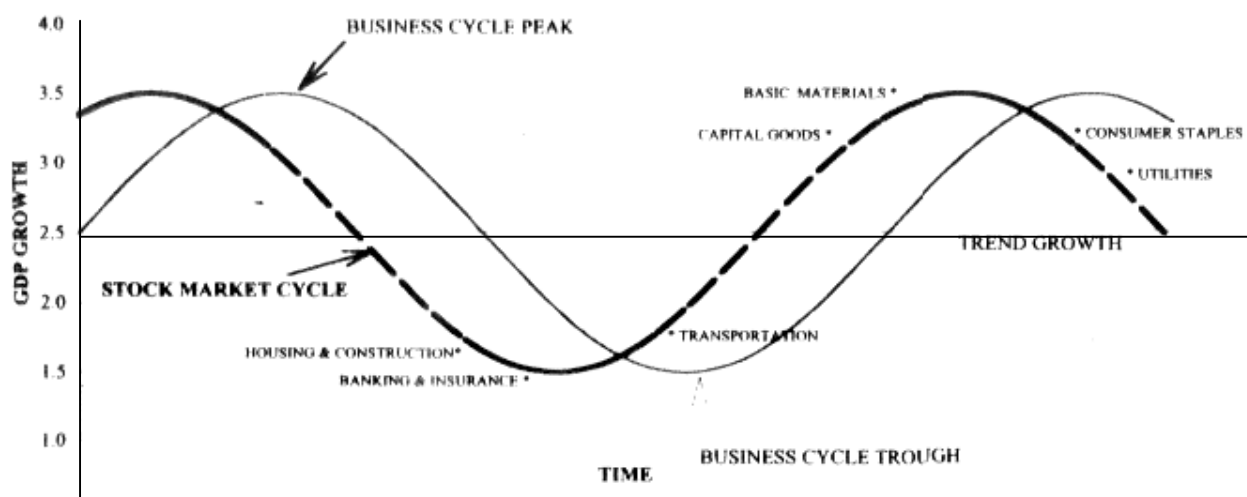
είναι το κατάλληλο σημείο του οικονομικού κύκλου ώστε να αγοράσει μετοχές, καθώς επίσης πιο είναι το κατάλληλο ώστε να πουλήσει τις μετοχές του διότι ενδέχεται να υπάρξει περαιτέρω μεταβολή.

Ανάλογα με το σημείο που βρίσκεται η οικονομία είναι και οι τιμές των μετοχών, καθώς επίσης και τα επιτόκια. Κατά την φάση ανόδου του οικονομικού κύκλου, αρχίζουν να δημιουργούνται πληθωριστικές πιέσεις και παράλληλα ανεβαίνουν και τα επιτόκια. Ως γίνεται αντιληπτό, ανάλογα με την φάση του οικονομικού κύκλου, οι τιμές των μετοχών καθώς επίσης και τα επιτόκια, ακολουθούν μία πορεία. Σύμφωνα με τον Geoffrey Moore και άλλους οικονομολόγους οι οποίοι μελετούν τους οικονομικούς κύκλους, ο κύκλος των επιτοκίων είναι αυτός που ακολουθεί τον χρηματιστηριακό.

Συνεπώς εκτός από τον οικονομικό κύκλο, μπορούμε να πούμε ότι έχουμε τον κύκλο των επιτοκίων και τον κύκλο τον χρηματιστηριακό. Από τους τρεις προαναφερθέντες κύκλους, ο χρηματιστηριακός είναι αυτός που οδηγεί τον οικονομικό ο οποίος οδηγεί τον κύκλο του επιτοκίου. Σύμφωνα με τον Geoffrey Moore η χρηματιστηριακή αγορά ανταποκρίνεται στην οικονομική δραστηριότητα μέσω των κερδών και των επιτοκίων. Καθώς η οικονομική άνοδος φθάνει στο τέλος της, το κόστος παραγωγής αυξάνεται και τα κέρδη πέφτουν. Κατά την ίδια περίοδο τα επιτόκια συνήθως ανεβαίνουν λόγω της αυξημένης ζήτησεως των δανείων, η ακόμα και των πληθωριστικών πιέσεων. Αυτοί οι δυο παράγοντες συντελούν στην μείωση των τιμών των μετοχών, ακόμα και όταν η οικονομική δραστηριότητα συνεχίζει να αυξάνεται, συνεπώς οι αλλαγές στις τιμές των μετοχών προκαλούν αλλαγές στην οικονομία. Στη συνέχεια και όταν η οικονομία αρχίζει να πηγαίνει προς την ύφεση, αρχίζει η πτώση των επιτοκίων, φθηνότερα δάνεια για τις επιχειρήσεις με

σκοπό την δημιουργία επενδύσεων που θα έχει ως αποτέλεσμα την άνοδο της οικονομίας.

Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι η στρατηγική του να γυρίζουμε ένα χαρτοφυλάκιο μετοχών μέσα στο χρόνο, με σκοπό να συγκεντρωθούμε σε ένα ιδιαίτερο τομέα της οικονομίας, ανάλογα με τις προδιαγραφές που υπάρχουν για τον κλάδο είναι πολύ σημαντική απόφαση για τον επενδυτή. Η ανωτέρω στρατηγική δίνει την δυνατότητα να υπάρξουν κέρδη υψηλότερα από ότι ο χρηματιστηριακός δείκτης, έχει όμως υψηλό κόστος. Η σχέση μεταξύ του οικονομικού κύκλου και του χρηματιστηριακού κύκλου και οι περίοδοι όπου διάφορες κατηγορίες των μετοχών όπου συγκριτικά έχουν μεγαλύτερη απόδοση παρουσιάζεται κατωτέρω.



ΓΡΑΦΗΜΑ 3 Sector Rotation and the Business Cycle: Optimal Investment Points

## ΤΟ ΕΘΝΙΚΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ

Το εθνικό εισόδημα είναι από την πλευρά του εισοδήματος ό,τι και το GDP από την πλευρά της παραγωγής . Ειδικότερα μετρά το συγκεντρωθέν εισόδημα των συντελεστών παραγωγής μίας χώρας, είτε αυτοί είναι στο εξωτερικό είτε στο εσωτερικό .

Συγκεκριμένα έχουμε:

$$\text{Εθνικό εισόδημα} = \text{αποζημιώσεις} + \text{εισόδημα επαγγελματιών} + \\ \text{εισόδημα από ενοίκια} + \text{τόκους} + \text{κέρδη} \\ \text{επιχειρήσεων}$$

Οι αποζημιώσεις που είναι μισθοί και εισφορές στα ασφαλιστικά ταμεία είναι το μεγαλύτερο ποσοστό του Ε.Ε. Αυξάνουν και μικραίνουν σύμφωνα με την οικονομική δραστηριότητα, όταν δηλαδή υπάρχει άνοδος του οικονομικού κύκλου, αυξάνονται και όταν υπάρχει μείωση του οικονομικού κύκλου μειώνονται, βέβαια κατά τις περιόδους οικονομικής υφέσεως η μείωση, λόγω των πιέσεων των εργατικών συνδικάτων και του περιορισμού των απολύσεων στο εργατικό που έχει κάθε χώρα, είναι πολύ μικρότερη απ' ό,τι η αύξηση που συμβαίνει κατά τις περιόδους οικονομικής αναπτύξεως, παράλληλα κατά τις περιόδους υφέσεως υπάρχει μία αύξηση της ανεργίας ωστόσο αυξάνονται και τα σχετικά επιδόματα.

Το εισόδημα των ελευθέρων επαγγελματιών συμπεριλαμβανομένων και των αγροτών είναι και αυτά κυκλικά αυξανόμενα κατά την διάρκεια οικονομικής ανόδου και μειούμενα κατά την διάρκεια υφέσεως.

Το εισόδημα από τα ενοίκια το οποίο είναι ένα πολύ μικρό ποσοστό του Ε.Ε. μεταβάλλεται εκτός από την κατάσταση της οικονομίας και από μη οικονομικά φαινόμενα όπως οι σεισμοί.

Το εισόδημα το προερχόμενο από τα επιτόκια επηρεάζεται από τα τρέχοντα επιτόκια και αυξάνεται όταν τα επιτόκια είναι υψηλά. Βέβαια θα πρέπει να γίνει σαφές ότι τα επιτόκια είναι υψηλά σε περιόδους πληθωρισμού και θα πρέπει να λαμβάνεται υπ' όψιν η εξίσωση FISHER με την οποία υπολογίζεται το πραγματικό επιτόκιο όπου συνήθως είναι αρνητικό.

$$I_t = I_n - \Pi_t$$

Τα κέρδη των επιχειρήσεων, είναι και αυτά ευαίσθητα στον οικονομικό κύκλο. Η μέτρηση των κερδών μπορεί να εννοηθεί λέγοντας ότι είναι το εισόδημα των επιχειρήσεων στο εθνικό εισόδημα.

Απ' όλα τα ανωτέρω στοιχεία οι επενδυτές δίδουν την πιο μεγάλη σημασία στα κέρδη των επιχειρήσεων διότι είναι κάτοχοι μετοχών και από την αύξηση των τιμών αναμένουν να κερδίσουν και οι τιμές των μετοχών ανεβαίνουν σε καλά οικονομικά νέα ή προσδοκίες για ύπαρξη κερδών.

Στον κατωτέρω πίνακα παρατίθεται η σχέση μεταξύ των κερδών και της αναπτύξεως του GDP για την περίοδο 1960-1995 στις ΗΠΑ και παρατηρούμε ότι η αύξηση των κερδών περίπου ταιριάζει με την αύξηση του GDP με εξαίρεση την περίοδο 1991-1995 όπου είναι διαφορετική η μονάδα μέτρησης.

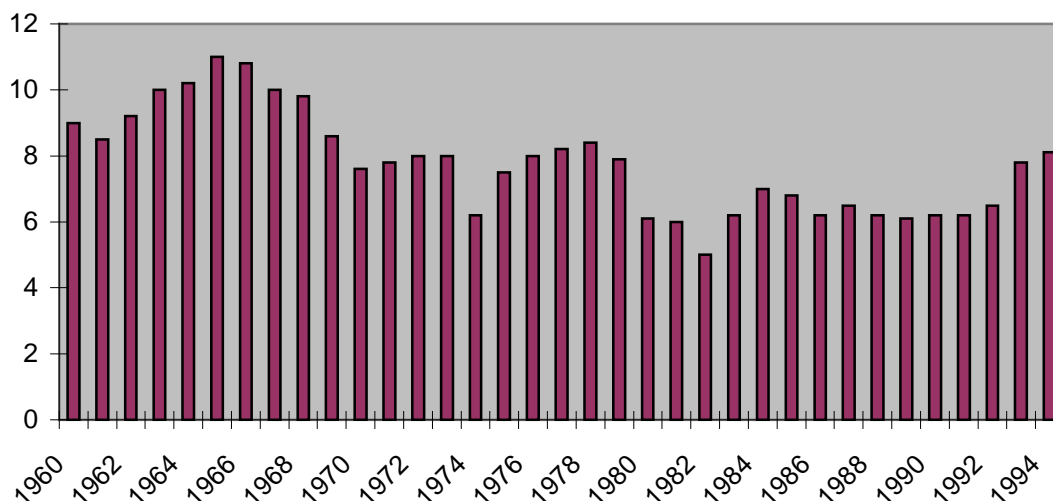
### **Corporate Profits and Economic Growth**

| Period    | Nominal               |                    | Real                  |                    | Corporate Profits as a Percent of GNP |
|-----------|-----------------------|--------------------|-----------------------|--------------------|---------------------------------------|
|           | Average profit growth | Average GNP growth | Average profit growth | Average GNP growth |                                       |
| 1960-1995 | 8.2                   | 7.7                | 3.7                   | 3.2                | 7.8                                   |
| 1976-1995 | 9.3                   | 7.8                | 4.4                   | 2.8                | 6.8                                   |
| 1986-1995 | 6.8                   | 5.6                | 3.6                   | 2.4                | 6.8                                   |
| 1991-1995 | 11.3                  | 4.8                | 8.3                   | 1.9                | 7.1                                   |

ΠΗΓΗ : U.S. Commerce Dept, Bureau of Economic Analysis



### Profits Share of GNP



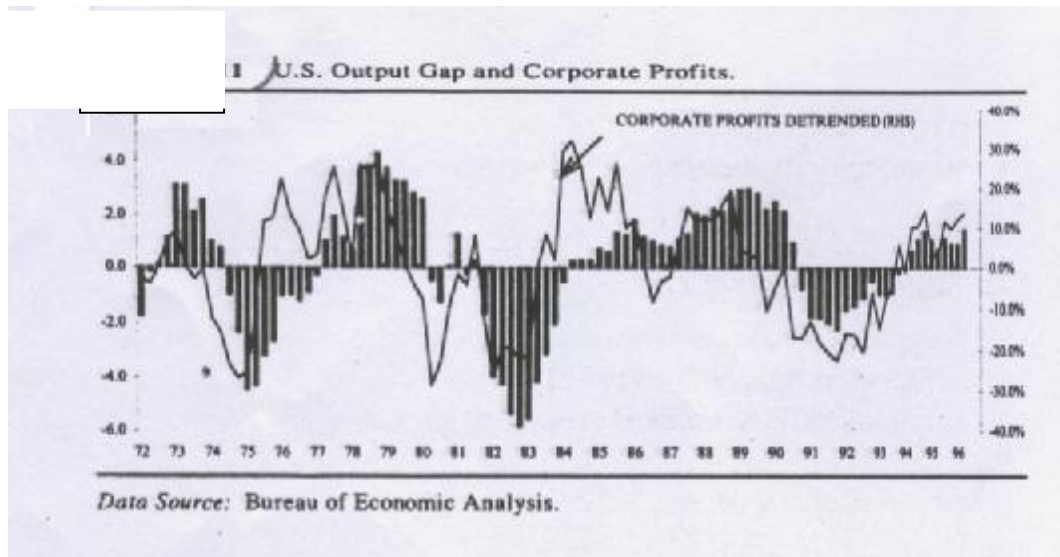
ΠΗΓΗ : Bureau of Economic Analysis  
ΓΡΑΦΗΜΑ 4

Στό γράφημα 4 το μερίδιο των κερδών στο GNP κυμαίνεται για την περίοδο 1960-1994 στις ΗΠΑ. Παρατηρούμε ότι η διακύμανση από 11,2% το 1965 έφτασε στο 4,9 το 1982 πού ήταν έτος υφέσεως.

Κατά τις περιόδους υφέσεως το χαρακτηριστικό είναι η μείωση του ποσοστού των κερδών στο GNP. Οι επιχειρήσεις αντιδρούν στην ύφεση μειώνοντας την παραγωγή τους. Η προσπάθειά τους περιορίζεται από το σταθερό κόστος, και επιθυμούν να διατηρήσουν την παραγωγή τους τουλάχιστον στο επίπεδο του νεκρού σημείου.

Το ποσοστό των κερδών στο GNP τείνει επίσης να μειώνεται κατά τις περιόδους επιταχυνόμενου πληθωρισμού όπως έχει αποδειχθεί στις ΗΠΑ κατά την περίοδο του πολέμου του Βιετνάμ και κατά την περίοδο των δύο πετρελαϊκών κρίσεων κατά την δεκαετία του 1970. Αντιθέτως μία σημειούμενη μείωση του πληθωρισμού θα επιφέρει μία αύξηση του ποσοστού των κερδών στο GNP.

Μεταβολές στο ποσοστό των κερδών στο GNP μπορεί να επιφέρει μία σημαντική μόχλευση στην ανάπτυξη των κερδών. Επί παραδείγματι για τις ΗΠΑ τα κέρδη των επιχειρήσεων αναλογούσαν στο 6,4% του GNP το 1992 και έφτασαν στο 8,1% το 1995. Αυτή η εκρηκτική αύξηση των κερδών κατά αυτή την περίοδο ήταν πολύ υψηλότερη από αυτή που θα είχε συμβεί εάν το ποσοστό των κερδών παρέμενε σταθερό.



Όσο οι παραγωγικοί συντελεστές, κεφάλαιο και εργασία, χρησιμοποιούνται, τόσο η κερδοφορία των επιχειρήσεων αυξάνεται. Όταν περιορίζονται οι παραγωγικοί συντελεστές, τότε αρχίζει να αυξάνεται το οριακό κόστος των επιχειρήσεων. Αυτό φαίνεται καθαρά από το ανωτέρω διάγραμμα, το οποίο δείχνει την σχέση μεταξύ του ανοίγματος του GDP δηλαδή, του πραγματοποιηθέντος προϊόντος από του δυνητικού προϊόντος και τις διακυμάνσεις στα εταιρικά κέρδη. Η σχέση μεταξύ του ανοίγματος του GDP και της αποκλίσεως από τα κέρδη είναι σημαντική.

## Profits and the Business Cycle

| <b>Profit Trough</b> | <b>Percent Decline Peak to Trough</b> | <b>Duration of Decline (Quarters)</b> | <b>Profit Lead at Business Cycle Peak</b> | <b>Percent Rise in Burst Phase of Rebound</b> | <b>Duration of Burst (Quarters)</b> | <b>Profit Lead at Business Cycle Trough</b> |
|----------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|---|---|-------------------------------------|---|
| 1949 IVQ             | -18.0                                 | 4                                     | 0   | 56.5  | 4                                   | 1   |
| 1953 IVQ             | -22.7                                 | 8                                     | 7   | 27.7  | 4                                   | 3   |
| 1958 IQ              | -23.9                                 | 9                                     | 7   | 29.7  | 4                                   | 1   |
| 1961 IQ              | -17.4                                 | 7                                     | 4   | 28.7  | 4                                   | 0   |
| 1970 IVQ             | -21.5                                 | 8                                     | 4   | 34.0  | 5                                   | 0   |
| 1974 IVQ             | -16.7                                 | 7                                     | 3   | 55.6  | 5                                   | 1   |
| 1980 IIQ             | -27.2                                 | 6                                     | 5   | 22.8  | 3                                   | 1   |
| 1982 IQ              | -27.0                                 | 2                                     | 0   | 16.0  | 2                                   | 3   |
| 1990 IIIQ            | -10.8                                 | 1                                     | 0   | 12.3  | 2                                   | 0   |
| Average              | -20.0                                 | 5.8                                   | 3.3                                       | 31.5  | 3.7                                 | 1.1   |

Date Source: Jill Jacobs, "Profits and Labor, the Pendulum at Rest," "Economic Research, Goldman Sachs, June 1996

Η σχέση μεταξύ των κύκλων των εταιρικών κερδών και των οικονομικών κύκλων παρουσιάζεται στο παραπάνω πίνακα όπου κατά μέσο όρο και για το διάστημα των 41 ετών από το 4<sup>ο</sup> τρίμηνο του 1949 έως το 3<sup>ο</sup> τρίμηνο του 1990 τα εταιρικά κέρδη έπεσαν κατά μέσο όρο κατά 20% από την κορυφή του κύκλου μέχρι το κατώτερο σημείο σε 9 επιχειρηματικούς κύκλους και ανέβηκε κατά μέσο όρο κατά 31,5% κατά τις φάσεις ανακάμψεως που ακολούθησαν .

## ΑΝΕΡΓΙΑ

Ένα πρόβλημα το οποίο δημιουργεί υψηλό κοινωνικό κόστος στην οικονομία είναι η ανεργία. Θα πρέπει να γίνει σαφές ότι η ανεργία που υπολογίζεται ως άνεργοι / σύνολο εργατικού δυναμικού δεν μπορεί να υπολογιστεί επακριβώς, διότι εκτός από το επίσημο ποσοστό το οποίο βγαίνει συνήθως, είτε από τις αιτήσεις για τα επιδόματα ανεργίας, είτε από τους εγγεγραμμένους στις καταστάσεις ανέργων είτε, με άλλες εκτιμητικές μεθόδους, υπάρχουν άτομα όπως για παράδειγμα, αυτά που απολύονται από το στράτευμα, είτε τελειώνουν το σχολείο, τα οποία δεν λαμβάνονται υπ' όψιν στον ανωτέρω δείκτη. Σαν συνέπεια αυτού του γεγονότος, κυρίως κατά τις περιόδους οικονομικής υφέσεως, το ποσοστό της ανεργίας υποεκτιμάται.

Ο δείκτης της ανεργίας είναι σημαντικός αναφορικά με τις τιμές των μετοχών. Μία αυξανόμενη ανεργία είναι συνδεδεμένη με μια αδύναμη οικονομία και μία μείωση των επιτοκίων, απεναντίας μία μειούμενη ανεργία είναι συνδεδεμένη με μία αυξανόμενη οικονομία.

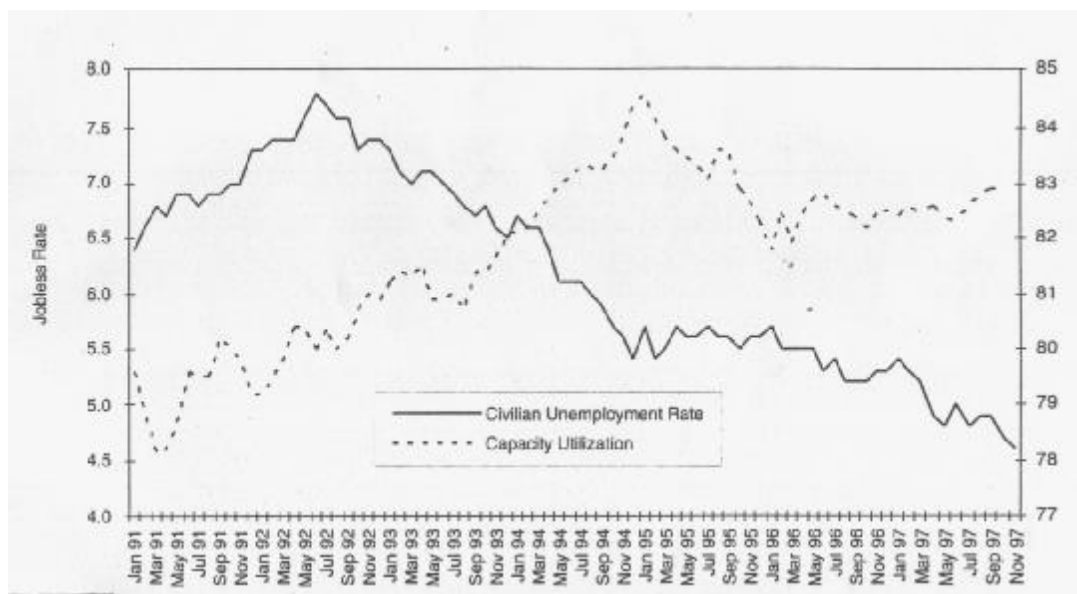
Επειδή η ανεργία επηρεάζει αρνητικά την κατανάλωση, αφού υπάρχει λιγότερο εισόδημα στους καταναλωτές και μειώνεται η ζητούμενη ποσότητα των αγαθών, και κατ' επέκταση το τζίρο των επιχειρήσεων, η αύξηση της ανεργίας θα επιφέρει μείωση των τιμών των μετοχών, παρά το γεγονός ότι η πτώση των επιτοκίων είναι καλό για τις επιχειρήσεις και για την καταπολέμηση της ανεργίας, δεδομένου ότι θα γίνονται

δανεισμοί φθηνότερα, θα γίνονται επενδύσεις και διαδοχικά να μειώνεται η ανεργία.

Θα πρέπει να σημειωθεί και η περίπτωση αύξησης της ανεργίας λόγω αναδιαρθρώσεως της παραγωγής, π.χ. με βελτίωση της τεχνολογίας οι επιχειρήσεις παράγουν προϊόν με λιγότερο εργατικό δυναμικό και συνεπώς μικρότερο κόστος εργασίας. Αυτό εκ' πρώτης όψεως οδηγεί στο συμπέρασμα ότι θα υπάρξουν αυξημένα κέρδη των μετοχών και προσδοκάται αύξηση της τιμής των μετοχών. Ωστόσο επειδή η ανεργία θα μειώσει την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών το παραχθέν προϊόν των επιχειρήσεων το οποίο θα διατεθεί στην αγορά, θα δημιουργήσει υπερβάλλουσα προσφερόμενη ποσότητα και συνεπώς μείωση των τιμών των αγαθών και μείωση των κερδών των επιχειρήσεων. Βέβαια υπάρχει η δυνατότητα στις επιχειρήσεις να αυξήσουν τις εξαγωγές τους, αυτό όμως εμφανίζεται σε συνάρτηση και άλλων παραγόντων, όπως είναι η συναλλαγματική ισοτιμία και η ανταγωνιστικότητα των αγαθών.

Οι φορείς των επιχειρήσεων και οι αγορές επιθυμούν τακτικές μετρήσεις της ανεργίας, καθώς επίσης και την διαρθρωτική της δομή όπως φύλο, ηλικία, μόρφωση, κλπ. διότι αυτή η ανάλυση είναι σημαντική για την οικονομική δραστηριότητα. Έτσι ο δείκτης της ανεργίας θα πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπ' όψιν, ακόμα και όταν άλλοι οικονομικοί δείκτες δείχνουν μία θετικότερη εικόνα της οικονομίας. Οι επενδυτές στην αγορά επιθυμούν όσο το δυνατόν λεπτομερέστερα και τακτικότερα να ενημερώνονται για τα στοιχεία της ανεργίας διότι αντιδρούν πιο καλά στις οικονομικές συνθήκες. Επειδή η ανεργία έχει πολιτικό αντίκτυπο είναι σύνηθες το φαινόμενο να λαμβάνονται μέτρα για την καταπολέμηση της. Έχει παρατηρηθεί ότι οι τιμές των μετοχών

και η αξία του νομίσματος ανεβαίνουν όταν το ποσοστό της ανεργίας μειωθεί.



Στο παραπάνω σχήμα παρατηρούμε το ποσοστό της βιομηχανικής παραγωγής και την ανεργία για τις ΗΠΑ. Το ποσοστό ανεργίας εξακολουθεί να αυξάνεται και κατά το έτος 1992 όπου ήταν έτος ανακάμψεως. Η βιομηχανική παραγωγή έφτασε στο ανώτερο σημείο κατά το 1995, αλλά η οικονομική ανάπτυξη συνεχίστηκε και μετά από αυτό. Εμφανίζεται η αντίθετη σχέση μεταξύ της ανεργίας και του ποσοστού βιομηχανικής παραγωγής.

## Ο ΤΟΜΕΑΣ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ

Είναι αποδεκτό ότι το GDP μετράται ως:

$$\mathbf{GDP = C + I + G + (X - M)}$$

Θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε κάθε ένα από τα μέρη που αποτελούν την ανωτέρω ισότητα.

### Η ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ

Η κατανάλωση αποτελεί το μεγαλύτερο ποσοστό του GDP . Τα καταναλωτικά αγαθά διακρίνονται σε είδη πολυτελείας και πρώτης ανάγκης είναι πολύ ευαίσθητα στον οικονομικό κύκλο. Η κατανάλωση αυξάνεται ταχύτατα κατά τις περιόδους ανόδου, μειώνεται δε σε περιόδους καθόδου. Αυτό βέβαια έχει να κάνει και με την ελαστικότητα ζήτησεως των αγαθών ως προς το εισόδημα. Όσο πιο ελαστική είναι η ζήτηση των αγαθών τόσο πιο μεγάλη είναι η μεταβολή της καταναλώσεως. Έχει παρατηρηθεί ότι η αύξηση της καταναλώσεως σε περιόδους οικονομικής ανόδου, είναι μεγαλύτερη απ' ό,τι η πτώση της σε περιόδους οικονομικής πτώσεως.

Οι λαμβάνοντες μέρος στην αγορά των μετοχών επιθυμούν αύξηση της καταναλώσεως διότι αυτό σημαίνει αύξηση των πωλήσεων των επιχειρήσεων, αύξηση του τζίρου, αύξηση των κερδών και συνεπώς αύξηση των τιμών των μετοχών.

Ο δείκτης τιμών καταναλωτού που είναι οι τιμές για ένα συγκεκριμένο καλάθι αγαθών και η μεταβολή αυτών των τιμών, για ένα διάστημα, μας δείχνει πόσο μεταβάλλεται ο πληθωρισμός. Οι επενδυτές ενδιαφέρονται γι' αυτόν τον δείκτη διότι προδικάζει μεγάλη δραστηριότητα στις αγορές. Οι αυξήσεις του πληθωρισμού, θα έχουν μια αντίδραση τόσο στα επιτόκια,(αύξηση), όσο και στις τιμές των μετοχών και στην αξία του εθνικού νομίσματος,(μείωση).

Οι Chen, Roll και Ross στο άρθρο τους σχετικά με τον επηρεασμό της καταναλώσεως στις τιμές των μετοχών, θεωρούν ότι ένα καλό μοντέλο αξιολογήσεως των τιμών των μετοχών είναι αυτό που εκτιμά τις τιμές σύμφωνα με τις συνδιακυμάνσεις τους με την οριακή χρησιμότητα της καταναλώσεως.

Προσπαθώντας να τυποποιήσουν την άποψη τους ελαβάν την χρονική παλινδρόμηση:

$$E - r = b_c k$$

Όπου  $E-r$  είναι το διάνυσμα των υπερβαλλουσών αποδόσεων,  $k$  είναι το πριμ κινδύνου και  $b_c$  ο συντελεστής των  $\beta$  της καταναλώσεως. Η άποψη της θεωρίας είναι ότι οι καταναλωτές θα προσαρμόσουν την κατανάλωση τους ώστε να καλυφθούν έναντι αλλαγών στους συνδυασμούς.

Σε ισορροπία για τις μετοχές που κινούνται με την κατανάλωση, έχουμε μετοχές με  $b_c > 0$ . Θα είναι λιγότερο μεταβλητές από αυτές με  $b_c < 0$ . Είναι ευνόητο ότι το  $k$  πρέπει να είναι θετικό, επειδή όλοι οι επενδυτές αποφεύγουν το ρίσκο.

Συμπερασματικά και από μετρήσεις που έγιναν για την περίοδο 1959-1984, το ποσοστό των αλλαγών στην κατανάλωση Δεν φαίνεται να είναι σημαντικά σχετιζόμενες με τις τιμές των μετοχών.

Δέν υπάρχει βέβαια στην ανάλυση τους η απόδειξη που να μας δείχνει ότι η κατανάλωση είναι η μοναδική μεταβλητή.

Ο Mads Asprem στο άρθρο του το 1987 σχετικά με τις αλλαγές των τιμών των μετοχών και την μεταβολή της καταναλώσεως για τις πιο ανεπτυγμένες ευρωπαϊκές χώρες εντόπισε ότι ένα μεγάλο πρόβλημα με την κατανάλωση σαν επεξηγηματικός παράγοντας για τις αλλαγές των



τιμών των μετοχών, είναι η σχετική σταθερότητα τής καταναλώσεως στον χρόνο. Κοιτάζοντας τις εισαγωγές μπορεί να μας δώσει μία διαφορετική άποψη για την μελέτη τής καταναλώσεως. Αλλαγές στις εισαγωγές κυρίως προκαλούνται από αλλαγές στην κατανάλωση και στις επενδύσεις. Καθώς αυξάνεται το διεθνές εμπόριο, η κατανάλωση έχει γίνει η ηγετική δύναμη σε πολλές χώρες, ιδιαίτερα δε στις αναπτυσσόμενες όπου οι εισαγωγές καλύπτουν ένα μεγάλο ποσοστό του GDP. Οι αλλαγές στις εισαγωγές μπορούν να γίνουν καλοί εκτιμητές στην πραγματική κατανάλωση. Από παρατηρήσεις βρέθηκε ότι υπάρχει μία σημαντική αρνητική σχέση μεταξύ των εισαγωγών και των τιμών των μετοχών, ιδιαίτερα στην Γαλλία, Γερμανία και H.B. Αυτό υποστηρίζει τη σχέση που βρέθηκε μεταξύ των τιμών μετοχών και καταναλώσεως.

Οι αλλαγές στις τιμές των μετοχών παλινδρομούνται στις αλλαγές των εισαγωγών. Σε παρένθεση είναι η απόλυτη τιμή  $t$

| <b>RET</b> | <b>CONST</b>           | <b>DIMP<br/>t</b>       | <b>DIMP<br/>t-1</b>     | <b>DIMP<br/>t-2</b>     | <b>r-sq</b> | <b>F-st</b> | <b>DW</b>   |
|------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Fra</b> | <b>0,03<br/>(2,28)</b> | <b>-0,32<br/>(1,61)</b> | <b>-0,40<br/>(2,20)</b> | <b>-0,18<br/>(0,77)</b> | <b>0,09</b> | <b>3,14</b> | <b>1,69</b> |
| <b>Ger</b> | <b>0,02<br/>(2,18)</b> | <b>-0,25<br/>(1,33)</b> | <b>-0,51<br/>(2,41)</b> | <b>-0,16<br/>(0,93)</b> | <b>0,07</b> | <b>2,55</b> | <b>1,48</b> |
| <b>Ita</b> | <b>0,03<br/>(0,20)</b> | <b>0,38<br/>(2,16)</b>  | <b>-0,16<br/>(0,79)</b> | <b>-0,36<br/>(1,08)</b> | <b>0,03</b> | <b>1,56</b> | <b>1,46</b> |
| <b>Swi</b> | <b>0,07<br/>(0,81)</b> | <b>0,32<br/>(1,34)</b>  | <b>-0,16<br/>(0,89)</b> | <b>--036<br/>(1,60)</b> | <b>0,04</b> | <b>1,92</b> | <b>1,72</b> |
| <b>UK</b>  | <b>0,04<br/>(2,74)</b> | <b>-0,49<br/>(2,09)</b> | <b>-0,41<br/>(1,87)</b> | <b>-0,47<br/>(2,02)</b> | <b>0,16</b> | <b>5,20</b> | <b>1,64</b> |

Πηγή : M. Aspren , stock prices asset portfolios and macroeconomic variables

Ο παραπάνω πίνακας καταδεικνύει μία σημαντική αρνητική σχέση των τιμών των μετοχών και των εισαγωγών στις αναγραφόμενες χώρες.

## ΤΟ ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ

Η διαφορά εξαγωγές μείον εισαγωγές, που αποκαλείται καθαρές εξαγωγές, είναι πολύ σημαντική τα τελευταία χρόνια ,πολύ πιο σημαντική απ' ό,τι ήταν τα προηγούμενα χρόνια, διότι το διεθνές εμπόριο συνεχώς αυξάνεται με αποτέλεσμα η διαφορά, εξαγωγές μείον εισαγωγές, να λαμβάνει ένα αρκετό ποσοστό του GDP.

Το εμπορικό ισοζύγιο που βγαίνει κάθε μήνα επιτρέπει στους χρήστες του να αναλύουν τις μηνιαίες αλλαγές και κυρίως τη σύστασή του, π.χ χειροτέρευση του εμπορικού ισοζυγίου λόγω αυξήσεως των εισαγωγών ή μείωσης των εξαγωγών, αγοράζουν οι καταναλωτές περισσότερα ξένα προϊόντα ή οι παραγωγοί αγοράζουν κεφαλαιουχικά αγαθά πράγμα που σημαίνει ότι θα βελτιωθεί η παραγωγικότητα και η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας.

Όπως και άλλοι τομείς της οικονομίας οι εισαγωγές και οι εξαγωγές είναι ευαίσθητες στον οικονομικό κύκλο. Καθώς η οικονομία ανεβαίνει (άνοδο του οικονομικού κύκλου), οι εισαγωγές αυξάνονται καθώς οι εγχώριοι καταναλωτές και οι επιχειρήσεις έχουν περισσότερα χρήματα να δαπανούν. Παράλληλα όταν η οικονομία είναι σε ύφεση,(πτώση του οικονομικού κύκλου), η συνολική μείωση της ζητούμενης ποσότητας θα συμπεριλαμβάνει και μείωση των εισαγομένων προϊόντων. Μπορούμε να πούμε δηλαδή ότι η αύξηση των εισαγωγών σημαίνει άνοδο της οικονομίας. Παράλληλα με την άνοδο της οικονομίας η αξία του νομίσματος αυξάνεται, με αποτέλεσμα να γίνονται ακόμα πιο εύκολες οι

εισαγωγές και πιο ακριβές οι εξαγωγές. Όπως προκύπτει από τα ανωτέρω, τις περισσότερες φορές που η οικονομία αυξάνεται το ισοζύγιο πληρωμών χειροτερεύει και είναι ευνόητο ότι αυτό δεν μπορεί να κρατήσει επί μακρόν και θα πρέπει να ληφθούν μέτρα για την βελτίωση του.

Ισχυρή ζήτηση για ξένα προϊόντα θεωρείται επίσης πολλές φορές αρνητική για την οικονομία διότι υπάρχει κίνδυνος να αυξηθεί η ανεργία εάν τα ξένα προϊόντα είναι προτιμητέα έναντι των εγχωρίων. Παράλληλα αρκετοί οικονομολόγοι πιστεύουν ότι η ελεύθερη διακίνηση των αγαθών τείνει να μειώσει το κόστος των καταναλωτικών προϊόντων. Κατά τα μέσα της δεκαετίας του 1990 οι εισαγωγές βοήθησαν να καμφθεί ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ όταν η οικονομία αυξανόταν ταχύτερα από το δυνητικό της επίπεδο (1997).

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι οι επενδυτές προτιμούν ένα ισοζύγιο πληρωμών βελτιωμένο, με μία ισχυρή ζήτηση για εξαγωγές και μία μειωμένη ζήτηση για εισαγωγές. Αυτό σημαίνει ισχυρά κέρδη παραγωγής και παράλληλα ενθάρρυνση για εγχώριες πωλήσεις και εταιρικά κέρδη με αποτέλεσμα αύξηση των τιμών των μετοχών .

Επιπρόσθετα το εμπορικό ισοζύγιο πιθανόν να επηρεάσει τις τιμές των μετοχών από την επίδραση που θα έχει στην εμπιστοσύνη των επενδυτών. Ακόμα μπορεί να σημαίνει την μεταβολή της συναλλαγματικής ισοτιμίας και κατά συνέπεια τις ροές κεφαλαίων προς την χώρα. Βέβαια το τελευταίο έχει να κάνει και με την μεταβολή των επιτοκίων. Ως γνωστό ένα αυξανόμενο έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου μπορεί να οδηγήσει σε προσδοκίες για μείωση της αξίας, του εθνικού νομίσματος το οποίο θα έχει ως συνέπεια, οι ξένοι επενδυτές να έχουν κάποιο χάσιμο. Αμφότερες οι εισαγωγές και οι εξαγωγές είναι ευαίσθητες στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, καθώς το εγχώριο νόμισμα

γίνεται ακριβότερο έναντι των ξένων, οι εισαγωγές θα αυξηθούν και οι εξαγωγές θα μειωθούν επειδή είναι πιο ακριβές έναντι παλαιότερα.

Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της Ελλάδος, η οποία προκειμένου να μειώσει τις εισαγωγές και να αυξήσει τις εξαγωγές στην αρχή της δεκαετίας του 1980, έκανε δύο υποτιμήσεις του εθνικού της νομίσματος, (1982-1985).

Ο Mads Asprem στο άρθρο του αναφέρει ότι υποτιμήσεις του εθνικού νομίσματος βελτιώνουν την ανταγωνιστικότητα των εγχωρίων βιομηχανιών, με αποτέλεσμα να έχουν υψηλότερη κερδοφορία.

Όμως η συναλλαγματική ισοτιμία Δεν αλλάζει χωρίς λόγο. Οι λόγοι που προκαλούν τις αλλαγές της συναλλαγματικής ισοτιμίας θα πρέπει να έχουν ένα ανάλογο αποτέλεσμα στις μετοχές, π.χ. χειροτέρευση της οικονομικής κατάστασεως θα έχει ως αποτέλεσμα και την μείωση των τιμών των μετοχών. Η ανωτέρω θεωρία απεδείχθη από παρατηρήσεις που έγιναν στις χώρες της Ευρώπης.

Κατά τους Roley και Schall, (άρθρο τους 1988), το έλλειμμα του ισοζυγίου πληρωμών μπορεί να επηρεάσει την χρηματιστηριακή αγορά με αρκετούς τρόπους.

Ένα αυξανόμενο έλλειμμα θα έχει ως αποτέλεσμα να μειώσει τις τιμές των μετοχών από την αύξηση των επιτοκίων,(τρέχοντος και προεξοφλητικού), που χρησιμοποιούνται από τους επενδυτές για να κεφαλαιοποιήσουν μελλοντικές ροές. Εάν όμως η οικονομία λειτουργεί κάτω από το δυνητικό της σημείο, αυτό το γεγονός ενδεχομένως να αντισταθμιστεί από την αύξηση του επιπέδου παραγωγής το οποίο θα προέλθει από την ενισχυμένη δημοσιονομική πολιτική.

Αλλαγές στις τιμές των μετοχών παλινδρομούμενες με τις αλλαγές της συναλλαγματικής ισοτιμίας ως προς το USD για την περίοδο 1974-1984

εμφανίζονται στο πίνακα που ακολουθεί. Σε παρένθεση είναι τα απόλυτα t .

| <b>RET</b> | <b>CONST</b>    | <b>DEFFX<br/>t</b> | <b>DEFFX<br/>t-1</b> | <b>DEFFX<br/>t-2</b> | <b>r-sq</b> | <b>F-st</b> | <b>DW</b> |
|------------|-----------------|--------------------|----------------------|----------------------|-------------|-------------|-----------|
| Den        | 0,023<br>(1,69) | -0,96<br>(1,58)    | -0,14<br>(0,27)      | -0,58<br>(1,16)      | 0,08        | 1,11        | 0,82      |
| Fin        | 0,016<br>(1,53) | 0,48<br>(1,62)     | -0,41<br>(0,27)      | -0,51<br>(0,87)      | 0,00        | 0,91        | 0,93      |
| Fra        | 0,034<br>(1,98) | 0,78<br>(1,14)     | 0,66<br>(1,03)       | 0,78<br>(1,20)       | 0,10        | 2,58        | 1,57      |
| Ger        | 0,014<br>(1,74) | -0,01<br>(0,02)    | -0,25<br>(0,85)      | -0,38<br>(1,60)      | 0,00        | 0,70        | 1,27      |
| Ita        | 0,021<br>(1,93) | 0,55<br>(0,95)     | -0,43<br>(0,64)      | 0,71<br>(1,17)       | 0,00        | 0,53        | 1,38      |
| Net        | 0,013<br>(1,26) | -1,24<br>(3,22)    | -0,02<br>(0,07)      | 0,31<br>(0,65)       | 0,07        | 2,06        | 1,73      |
| Nor        | 0,002<br>(0,11) | -0,29<br>(0,44)    | -0,23<br>(0,30)      | -2,14<br>(2,41)      | 0,10        | 2,57        | 1,51      |
| Swe        | 0,025<br>(2,30) | -0,69<br>(1,50)    | -0,78<br>(1,26)      | -0,15<br>(0,43)      | 0,13        | 3,17        | 1,25      |
| Swi        | 0,007<br>(0,74) | -0,37<br>(1,44)    | 0,17<br>(0,82)       | -0,12<br>(0,43)      | 0,00        | 0,65        | 1,60      |
| UK         | 0,027<br>(1,59) | 0,35<br>(1,10)     | -0,52<br>(1,31)      | 0,10<br>(0,29)       | 0,00        | 0,45        | 1,40      |

Πηγή : M. Asprem , Stock prices, asset portfolios and macroeconomic variables

Τα εμπειρικά δεδομένα σχετικά με τη σχέση μεταξύ των αλλαγών στην συνολική ισοτιμία και στις τιμές των μετοχών υποστηρίζουν όχι όμως ισχυρά την αναφερθείσα σχέση. Δανία, Ολλανδία, Νορβηγία, και Σουηδία δείχνουν μία αρνητική σχέση, ωστόσο το t-statistic δεν είναι πολύ ισχυρά.

### ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Οι επενδύσεις είναι ένα μικρό σχετικά ποσοστό του GDP και πολύ ευμετάβλητο. Καθώς η οικονομία αναπτύσσεται τα κέρδη μεγαλώνουν με αποτέλεσμα οι παραγωγοί να πραγματοποιούν επενδύσεις. Όταν όμως η οικονομική δραστηριότητα φθίνει οι επενδύσεις και ιδιαιτέρως σε πάγια πέφτουν. Θα ήταν βέβαια σημαντική παράλειψη να εξετάσουμε τις επενδύσεις μόνες τους, διότι σημαντικό στοιχείο για την πραγματοποίηση επενδύσεων είναι και το ύψος του επιτοκίου. Χαμηλά επιτόκια, σημαίνουν χαμηλό κόστος δανεισμού και κίνητρο για επενδύσεις.

Ένας άλλος παράγοντας για τις επενδύσεις είναι το ύψος των αποθεμάτων. Όταν αυξάνονται οι πωλήσεις αυξάνονται και οι επενδύσεις για την πραγματοποίηση αποθεμάτων.

Βέβαια όλες οι επενδυτικές δραστηριότητες έχουν σχέση και με τις προσδοκίες για την εξέλιξη της οικονομίας και την φάση του οικονομικού κύκλου που βρίσκεται η οικονομία.

Εκ' των ανωτέρω συνάγεται ότι όταν υπάρχει αύξηση του ρυθμού των επενδύσεων, ιδίως για κεφαλαιουχικά αγαθά, αναμένουμε αύξηση και των τιμών των μετοχών.

Οι εταιρείες μπορούν να κάνουν επενδύσεις οι οποίες να βελτιώσουν την παραγωγικότητα τους με σκοπό να τις καταστήσουν πιο ανταγωνιστικές στον κλάδο που δραστηριοποιούνται. Τέτοιου είδους επενδύσεις, είναι αυτές που γίνονται για την έρευνα και την τεχνολογία. Το κόστος χρήματος είναι χαμηλότερο από την απόδοση της επένδυσης. Σε αυτή την περίπτωση οι μετοχές αναμένεται να ανέβουν.

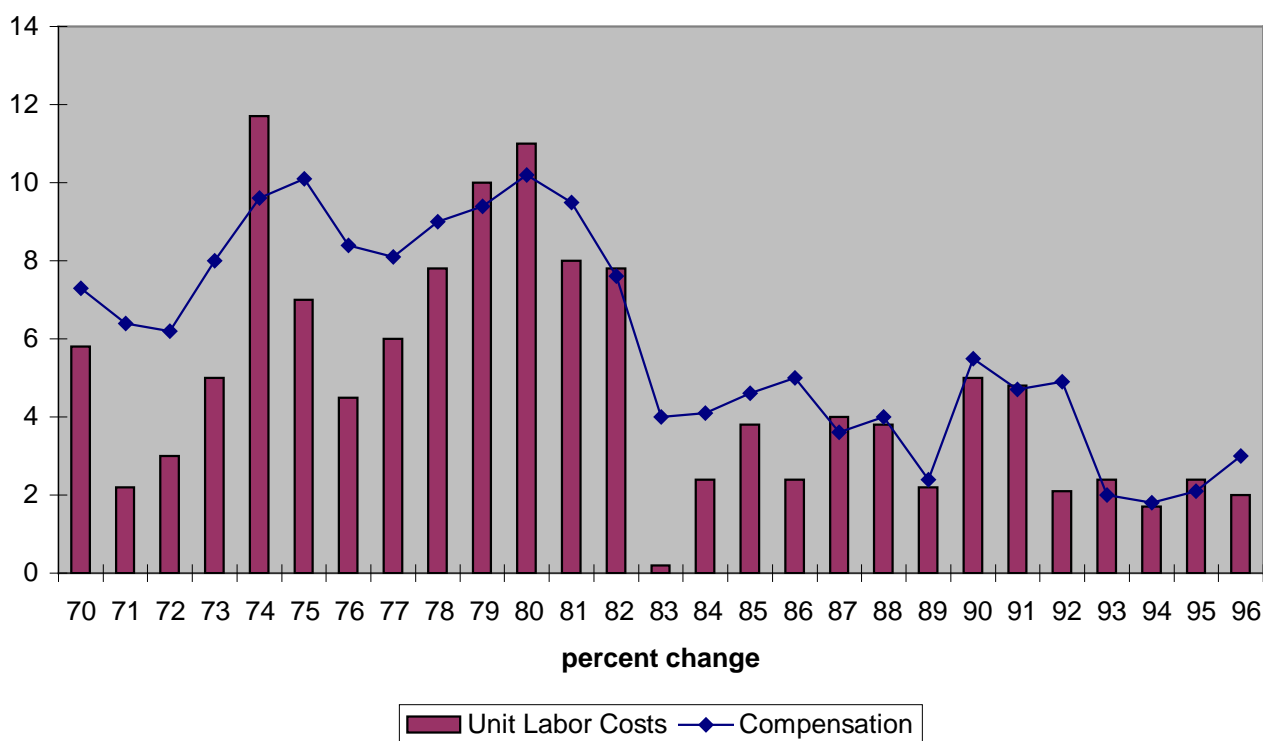
Οι Chen, Roll, Ross, στο άρθρο τους σχετικά με την βιομηχανική παραγωγή και τις τιμές των μετοχών, δήλωσαν ότι η αγορά σχετίζεται στις αλλαγές της βιομηχανικής δραστηριότητας μακροχρονίως. Καθώς οι τιμές των μετοχών περιλαμβάνουν τις χρηματικές ροές για περιόδους, στο μέλλον πιθανότατα μία αλλαγή στις τιμές των μετοχών να προεξοφλεί την μεταβολή της βιομηχανικής παραγωγής.

### **ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ**

Με τον όρο παραγωγικότητα, εννοούμε την σχέση μεταξύ του προϊόντος και του αριθμού των εργατοωρών που απαιτούνται για να παραχθεί το παραπάνω προϊόν. Μολονότι για να παραχθεί αυτό το προϊόν εξαρτάται και από πολλούς άλλους παράγοντες, όπως είναι τα επενδυμένα κεφάλαια, οι αλλαγές στην τεχνολογία, η ικανότητα των διευθυντικών στελεχών πολλάκις αυτοί οι παράγοντες δεν λαμβάνονται υπ' όψιν κατά την μέτρηση της παραγωγικότητας εργασίας.

Η παραγωγικότητα συγκρίνεται με το κόστος εργασίας κόστος εργασίας νοείται ο λόγος της αποζημίωσης προς το προϊόν για μία συγκεκριμένη περίοδο. Το κόστος εργασίας αυξάνεται καθώς αυξάνεται η αποζημίωση χωρίς παράλληλα να αυξάνεται το παραχθέν προϊόν.

Συνεπώς είναι πολύ σημαντικό το νόημα της παραγωγικότητας στην σχέση μισθών και τιμών. Καθώς αυξάνεται η παραγωγικότητα, οι μισθοί μπορούν να αυξηθούν χωρίς να ασκούν πίεση στο κόστος εργασίας και ιδιαίτερα στον πληθωρισμό. Κατά την διάρκεια υφέσεως η παραγωγικότητα μειώνεται καθώς οι παραγωγοί δυσκολεύονται να απολύσουν εργάτες λόγω των πιέσεων που ασκούν τα εργατικά συνδικάτα.



ΠΗΓΗ : Data from the Bureau of Labor Statistics.

Στον ανωτέρω διάγραμμα παρουσιάζεται η σχέση μεταξύ του λόγου της αποζημιώσεως ανά ώρα προς το προϊόν ανά ώρα ,ο οποίος ονομάζεται μονάδα κόστους εργασίας, και της αποζημιώσεως.

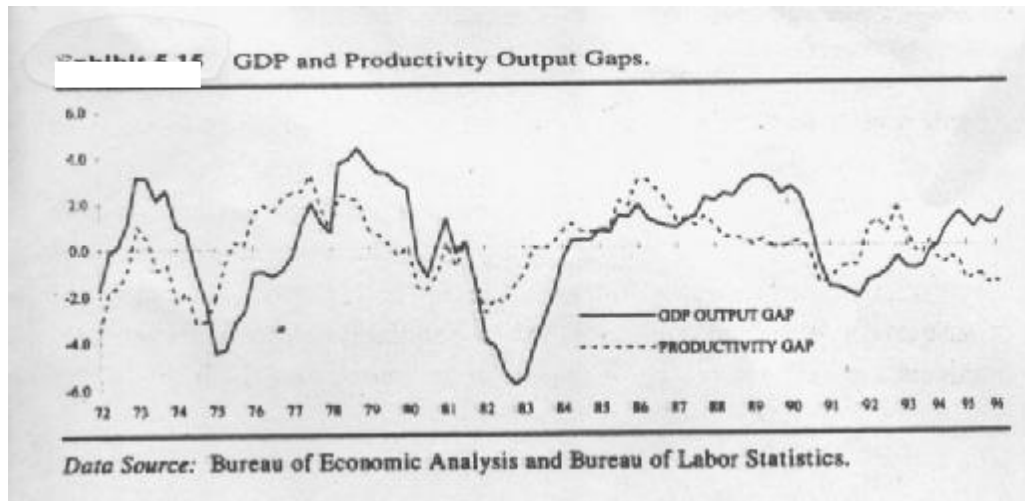
Η διαφορά είναι τα κέρδη παραγωγικότητας. Παρατηρούμε ότι κατά τις περιόδους υφέσεως η παραγωγικότητα φθίνει.



Είναι σημαντικό να αντιληφθώ κανείς την ομαλή κυκλική συμπεριφορά της παραγωγικότητας. Η παραγωγικότητα πέφτει όταν η οικονομία βρίσκεται σε πτώση, φάση III και IV του οικονομικού κύκλου και οι επιχειρήσεις αργούν να μειώσουν το προσωπικό τους ενώ υπάρχει μείωση της παραγωγής. Απεναντίας όταν η οικονομία αρχίζει να ανακάμπτει, φάση I και II του οικονομικού κύκλου, η παραγωγικότητα αυξάνει επειδή οι επιχειρήσεις παράγουν περισσότερο προϊόν χωρίς να προσλάβουν νέους υπαλλήλους. Πιο συγκεκριμένα η παραγωγικότητα φτάνει στην κορυφή και στο χαμηλότερο σημείο πριν από το εισόδημα. Η πτώση στην παραγωγικότητα κατά το τέλος της φάσεως ανόδου του οικονομικού κύκλου αντιστοιχεί σε μία μείωση των κερδών των επιχειρήσεων διότι μεταφράζεται σε μία αύξηση του κόστους εργασίας.

Η αύξηση της παραγωγικότητας είναι πολλή σημαντική τόσο στην αύξηση του πραγματικού GDP, όσο και στην αύξηση των κερδών των επιχειρήσεων.

Ως δεικνύεται κατωτέρω, από το 1972 έως τα μέσα του 1996 η τάση για την αύξηση της παραγωγικότητας ήταν περίπου 1.25%. Αποκλίσεις γύρω από αυτή την τάση είναι σημαντικές. Αποκλίσεις από τον οριζόντιο άξονα δείχνουν αποκλίσεις από την τάση του GDP και της αύξησης της παραγωγικότητας. Γενικά μπορούμε να πούμε ότι η παραγωγικότητα αυξάνεται παραπάνω από την τάση της όταν το χάσμα του προϊόντος είναι θετικό, ενώ κάτω από την τάση όταν είναι αρνητικό.



ΠΗΓΗ: Bureau of economic analysis and bureau of labor statistics.

Στις ΗΠΑ, υπάρχει ο δείκτης κόστους εργασίας, ο οποίος δημοσιεύεται κάθε τρίμηνο και μετρά την αλλαγή στην συνολική αποζημίωση εργασίας που συμπεριλαμβάνονται αλλαγές σε μισθούς και δώρα, για όλες τις επιχειρήσεις, ιδιωτικές και δημόσιες. Περιλαμβάνει αποζημιώσεις, ασφαλιστικό, συνταξιοδοτικά προγράμματα και ότι άλλο έξοδο που αφορά τους εργαζομένους.

Οι χρηματιστηριακές αγορές αντιδρούν στις αλλαγές του ανωτέρω δείκτη όπως ακριβώς και στους άλλους δείκτες του πληθωρισμού, προτιμούν δηλαδή να είναι χαμηλός.

## Ο ΔΗΜΟΣΙΟΣ ΤΟΜΕΑΣ

Οι δαπάνες της κυβερνήσεως είναι ξεχωριστές από τους άλλους τομείς της οικονομίας. Οι καταναλωτικές δαπάνες και οι επενδυτικές αποφάσεις εξαρτώνται από άλλους οικονομικούς παράγοντες όπως το εισόδημα και τα επιτόκια. Οι δημόσιες δαπάνες είναι εξαρτώμενες από την δημοσιονομική πολιτική, η οποία εκφράζεται από την κυβερνητική απόφαση να τις αυξήσει ή να τις μειώσει. Η κυβέρνηση ενδεχομένως να αποφασίσει να αυξήσει τις δαπάνες συνήθως σε περιόδους υφέσεως ενώ συνήθως γίνεται το αντίθετο σε περιόδους πληθωρισμού. Αλλά αυτό είναι αποκλειστικά θέμα πολιτικής αποφάσεως και δεν υπάρχει κανένας μηχανισμός ο οποίος να αυξάνει ή μειώνει τις δαπάνες αυτόματα. Η δημοσιονομική πολιτική επιδρά στην οικονομική ανάπτυξη διότι μέσω του πολλαπλασιαστή οι αυξήσεις στις δημόσιες δαπάνες θα οδηγήσουν την οικονομία σε μία αύξηση του εισοδήματος και μετέπειτα σε αύξηση της καταναλώσεως, γεγονός που σημαίνει ότι αναμένουμε αύξηση των τιμών των μετοχών. Ωστόσο για να μην υπάρξει σύγχυση θα πρέπει να εξετασθεί ο τρόπος με τον οποίο αυξάνονται οι δημόσιες δαπάνες, π.χ. μία αύξηση των μισθών των δημοσίων υπαλλήλων μειώνει την παραγωγικότητα της οικονομίας και παράλληλα δημιουργεί πληθωριστικές πιέσεις, μία αύξηση των δαπανών για αγορά εξοπλισμού έχει ακριβώς το αντίθετο αποτέλεσμα από το προαναφερθέν συμπέρασμα, διότι για να υπάρξει αυτή η δαπάνη πρέπει να εξευρεθούν χρήματα είτε με την αύξηση της φορολογίας, είτε με την περικοπή άλλων δαπανών που θα βοηθούσαν την οικονομία για να ανάκαμψη.

Ένα μέσο με το οποίο ο δημόσιος τομέας ασκεί δημοσιονομική πολιτική είναι οι φόροι. Η αύξηση των φόρων έχει αρνητική επίδραση στις τιμές των μετοχών καθότι μειώνεται το διαθέσιμο εισόδημα και συνεπώς μειώνεται η κατανάλωση και ο τζίρος των επιχειρήσεων, όμως περιοριστική πολιτική ασκείται σε περιόδους πληθωρισμού.

Αν πάλι οι δημόσιες δαπάνες συντελούν στην βελτίωση της παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας της οικονομίας π.χ. βελτίωση δρόμων πράγμα που σημαίνει μείωση του κόστους μεταφορών αναμένουμε βελτίωση της οικονομίας και συνεπώς αύξηση της τιμής των μετοχών .

Συμπερασματικά θα πρέπει να είμαστε πολύ προσεκτικοί αναφορικά με τις δημόσιες δαπάνες και την σχέση τους με τις τιμές των μετοχών στο σημείο εάν θα βοηθήσουν την ανάπτυξη της οικονομίας η θα την περιορίσουν λόγω της δαπάνης αυτών σε μη παραγωγικά αγαθά.

## **ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ**

Σε γενικές γραμμές με το όρο πληθωρισμό νοούμε την αύξηση της τιμής των αγαθών. Ειδικότερα μπορεί να μετρηθεί, εάν θεωρήσουμε ένα καλάθι αγαθών το οποίο αξίζει ένα ποσό τότε με το ίδιο ποσό παίρνουμε λιγότερα αγαθά. Είναι κοινώς αποδεκτό ότι ο πληθωρισμός είναι αρνητικό σημείο για την οικονομία διότι η αύξηση των τιμών των αγαθών μειώνει την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών. Ιδιαίτερα οι καταναλωτές με σταθερό εισόδημα βλάπτονται πολύ περισσότερο απ' ότι άλλοι οι οποίοι έχουν την δυνατότητα να αναπροσαρμόζουν τις τιμές των υπηρεσιών τους ανάλογα. Σημειωτέον, ότι κατά τις περιόδους

πληθωρισμού παρά το γεγονός ότι τα επιτόκια είναι υψηλά, σύμφωνα με την εξίσωση FISHER, συνήθως η πραγματική απόδοση πολλών ειδών επενδύσεων είναι αρνητική π.χ. οι περισσότερες καταθέσεις. Είναι χαρακτηριστικό ότι ο πληθωρισμός επιδρά αρνητικά στις τιμές των μετοχών, διότι τώρα οι επενδυτές έχουν λιγότερα πραγματικό χρήμα για την αγορά των μετοχών και πέφτει η ζήτηση αυτών. Παράλληλα οι επενδυτές βλέποντας τις τιμές των μετοχών να ανεβαίνουν αναμένουν μείωση των τιμών των μετοχών λόγω μείωσης της ζήτησεως των αγαθών και πτώσεως του τζίρου και λόγω των υψηλών επιτοκίων που υπάρχουν στις περιόδους πληθωρισμού.

Στο άρθρο τους οι Burmeister, Roll, Ross, χωρίζουν τον πληθωρισμό σε αναμενόμενο και μη. Ο μη αναμενόμενος πληθωρισμός υπολογίζεται στην αρχή κάθε περιόδου από εμπειρικά δεδομένα, το ύψος των επιτοκίων και άλλες οικονομικές μεταβλητές που επηρεάζουν τον πληθωρισμό. Ο μη αναμενόμενος πληθωρισμός υπολογίζεται στο τέλος κάθε μήνα και είναι η ακίνητα έχουν όφελος από τον πληθωρισμό διαφορά μεταξύ πραγματοποιηθέντος πληθωρισμού και αναμενόμενου.

Επειδή ο πληθωρισμός έχει αρνητική σχέση με τις περισσότερες μετοχές μία αύξηση του πληθωρισμού προκαλεί αρνητική τάση στις αποδόσεις, ενώ αντιθέτου φοράς αποτέλεσμα έχει μία μείωση αυτού. Επειδή ο πληθωρισμός κατατρώγει τα εισοδήματα, η αύξηση αυτού θα μειώσει κυρίως την κατανάλωση για τα αγαθά πολυτελείας επειδή είναι πιο ευαίσθητα στις αυξήσεις των τιμών, με αποτέλεσμα μείωση των κερδών των αντιστοίχων βιομηχανιών και επιχειρήσεων και μείωση των τιμών των μετοχών.

Απεναντίας, βιομηχανίες που η ζήτηση των αγαθών τους επηρεάζεται λιγότερο από τον πληθωρισμό είναι εκείνες που πωλούν τα αναγκαία. Τέλος οι εταιρείες που είναι holdings με πολλά ακίνητα έχουν κέρδη από τον πληθωρισμό.

Οι Chen, Roll, Ross, αναγράφουν ότι ο μη αναμενόμενος πληθωρισμός καθορίζεται ως:

$$UI(t) = I(t) - E\{I(t) / t-1\}$$

Όπου  $I(t)$  είναι η πραγματοποιηθείσα μηνιαίως λογαριθμική πρώτη διαφορά του δείκτη τιμών καταναλωτού για την περίοδο  $t$  μείον του αναμενόμενου πληθωρισμού. Παράλληλα μία άλλη μεταβλητή, η οποία μπορεί να επηρεάσει, είναι οι αλλαγές που πραγματοποιούνται στον αναμενόμενο πληθωρισμό:

$$DEI(t) = E[I(t+1)/t] - E[I(t) / t-1]$$

Εξετάζοντας το θέμα προσεχτικά ο  $DEI(t)$  δεν σημαίνει ότι είναι μηδέν υπό την προϋπόθεση ότι ο προβλεπόμενος πληθωρισμός ακολουθεί ένα δεδομένο πρόγραμμα, αυτή η μεταβλητή μπορεί να χαρακτηριστεί σαν μία σχέση που περιλαμβάνει πληροφορίες που δεν περιλαμβάνονται στον μη αναμενόμενο πληθωρισμό. Αυτό θα συνέβαινε όταν οι προσδοκίες πληθωρισμού επηρεάζονται από οικονομικούς παράγοντες άλλους από περασμένα προβλεπόμενα λάθη.

Ο Fama και ο Schwert στο άρθρο τους το 1977 έδειξαν ότι οι τιμές των μετοχών ανταποκρίνονται αρνητικώς στον πληθωρισμό (τρέχοντα και παρελθόντος έτους )

Ο Fama στο άρθρο του το 1981 εξέτασε τη σχέση μεταξύ πληθωρισμού και αποδόσεων των μετοχών. Ξεκίνησε ελέγχοντας την σχέση μεταξύ του πληθωρισμού και της πραγματικής δραστηριότητας, όπου τό μοντέλο του προϋποθέτει ότι είναι σημαντική όσο αφορά για τις αποδόσεις των μετοχών. Η θεωρητική βάση της μελέτης του είναι ένας ορθολογικών προσδοκιών συνδυασμός της θεωρίας ζήτησεως του χρήματος και της ποσοτικής θεωρίας του χρήματος. Από τα εμπειρικά δεδομένα που είχε μέχρι το 1980 κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η σχέση μεταξύ του πληθωρισμού και αποδόσεων των μετοχών είναι αρνητική και ότι κάτω από συνθήκες σταθερής νομισματικής πολιτικής όποιες προσδοκίες σχετικά με την μελλοντική ανάπτυξη της οικονομίας θα αυξήσει την ζήτηση χρήματος και θα επιφέρει μία μείωση στον πληθωρισμό.

Ένα σημαντικό σημείο που πρέπει να αναφερθεί επειδή φαίνεται να επηρεάζει τον πληθωρισμό είναι η τιμή του πετρελαίου. Ιδιαίτερα στις αναπτυγμένες χώρες το πετρέλαιο είναι ένα σημαντικό αγαθό για την οικονομία τους. Αλλαγή λοιπόν στην τιμή του πετρελαίου μπορεί να σημάνει αλλαγές στις τιμές άλλων αγαθών όπου η παραγωγή τους βασίζεται στο πετρέλαιο, με συνέπεια να μεταβάλλεται το κόστος παραγωγής.

Παρά το γεγονός ότι η οικονομική θεωρία μας λέει ότι οι τιμές των αγαθών προσδιορίζονται από την προσφορά και ζήτηση, στο πετρέλαιο λόγω του γεγονότος ότι η ζήτηση είναι σχετικά ανελαστική ,καθότι δεν

μπορεί κανείς εύκολα να αλλάξει την τεχνολογία της παραγωγής αγαθών και να χρησιμοποιήσει άλλες πηγές ενεργείας από την μία στιγμή στην άλλη, αλλά και λόγω του OPEC παίζει ένα σημαντικότερο ρόλο από την ζήτηση στην διαμόρφωση της τιμής του πετρελαίου. Αλλαγές στις τιμές του πετρελαίου μπορούν να επηρεάσουν την φορά του πληθωρισμού ιδιαίτερα εάν αυτή η αύξηση είναι για μακρύ διάστημα και απότομη. Χαρακτηριστικές είναι οι περιόδους 1973 και 1979 όπου ο πληθωρισμός στις χώρες της Ευρώπης ανέβηκε πολύ όταν ξέσπασαν οι δύο πετρελαϊκές κρίσεις. Μία βραχυχρόνια αύξηση όμως της τιμής δεν φαίνεται να επηρεάσει το επίπεδο του πληθωρισμού, αλλά βραχυχρονίως τις σχετικές τιμές.

Οι χρηματιστηριακές αγορές ενδεχομένως να μην αντιδράσουν σε μία μικρή μεταβολή της τιμής του πετρελαίου, ωστόσο είναι σίγουρο ότι εάν η μεταβολή είναι μεγάλη τότε μία αύξηση της τιμής θα οδηγήσει σε πτώση των τιμών των μετοχών, ενώ μία μείωση σε αύξηση. Στις ΗΠΑ υπάρχει ο δείκτης τιμών παραγωγού, ο οποίος για τελειωμένα προϊόντα, θεωρείται η μέτρηση του πληθωρισμού του παραγωγού.

Οι λαμβάνοντες μέρος στη χρηματιστηριακή αγορά δίδουν μεγάλη σημασία όταν ο δείκτης αυτός δημοσιεύεται. Σίγουρα προτιμούν να δουν χαμηλό ποσοστό πληθωρισμού. Παρακολουθώντας το δείκτη για τα τελειωμένα αγαθά υπολογίζεται το ποσοστό πληθωρισμού.

Ωστόσο υπάρχουν και ορισμένες μελέτες οι οποίες διατυπώνουν αντίθετη άποψη σχετικά με την σχέση των τιμών των μετοχών και του πληθωρισμού (Geske και Roll 1983, Modigliani και Cohn 1979). Η επιχειρηματολογία, ότι οι τιμές των μετοχών έχουν θετική σχέση με τον πληθωρισμό στηρίζεται στο ό,τι οι αποδόσεις είναι μία κάλυψη έναντι



του πληθωρισμού καθώς αντιπροσωπεύουν αξιώσεις σε πραγματικά στοιχεία.

| <b>RET</b> | <b>CONS</b>      | <b>DM1(-1)</b>  | <b>BOND</b>     | <b>INF(-2)</b>   | <b>r-sq</b> | <b>F-st</b> | <b>DW</b> |
|------------|------------------|-----------------|-----------------|------------------|-------------|-------------|-----------|
| <b>Den</b> | -0,024<br>(0,61) | 0,925<br>(1,54) | 0,004<br>(1,43) | -1,079<br>(1,26) | 0,048       | 2,12        | 0,96      |
| <b>Fin</b> | 0,075<br>(5,43)  | 0,216<br>(1,94) | 0,006<br>(3,03) | -2,52<br>(4,28)  | 0,216       | 7,06        | 1,64      |
| <b>Fra</b> | 0,043            | 0,225           | 0,003           | -3,19            | 0,027       | 1,61        | 1,49      |

|            |                  |                 |                   |                  |       |      |      |
|------------|------------------|-----------------|-------------------|------------------|-------|------|------|
|            | (1,32)           | (0,71)          | (0,76)            | (1,90)           |       |      |      |
| <b>Ger</b> | 0,069<br>(1,94)  | 0,189<br>(1,16) | -0,006<br>(1,17)  | -1,67<br>(1,35)  | 0,063 | 2,48 | 1,46 |
| <b>Ita</b> | -0,027<br>(0,72) | 0,280<br>(1,34) | 0,002<br>(0,53)   | -3,364<br>(0,30) | 0,00  | 0,74 | 1,43 |
| <b>Net</b> | 0,145<br>(3,32)  | 0,087<br>(0,65) | -0,010<br>(2,03)  | -3,19<br>(3,26)  | 0,15  | 4,91 | 1,64 |
| <b>Nor</b> | -0,002<br>(0,05) | 0,336<br>(2,15) | 0,005<br>(1,30)   | -1,706<br>(1,77) | 0,054 | 2,26 | 1,46 |
| <b>Swi</b> | 0,124<br>(2,82)  | 0,372<br>(2,55) | -0,027<br>( 2,72) | 0,905<br>(0,93)  | 0,196 | 6,37 | 1,82 |
| <b>UK</b>  | 0,085<br>(1,25)  | 0,516<br>(1,29) | 0,008<br>(1,15)   | 0,578<br>(0,71)  | 0,00  | 0,86 | 1,50 |

Πηγή M.Asprem, Stock prices, asset portfolios and macroeconomic variables.

Στον ανωτέρω πίνακα οι αλλαγές στις τιμές των μετοχών παλινδρομούνται στις τρεις 'νομισματικές' μεταβλητές ,επίπεδο τιμών INF(-2) ,προσφορά χρήματος (DM1) και το επιτόκιο (BOND). Σε παρένθεση είναι οι απόλυτες τιμές του t-statistic.

## **ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ**

Η νομισματική πολιτική πραγματοποιείται είτε ελέγχοντας την ποσότητα χρήματος είτε με τα επιτόκια. Η ρευστότητα και σταθερότητα των χρηματιστηριακών αγορών είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με την νομισματική πολιτική .

Η κεντρική τράπεζα ελέγχει την ρευστότητα πάνω στις εμπορικές τράπεζες με την πολιτική των δεσμεύσεων. Αυτό όμως τα τελευταία χρόνια έχει περιορισθεί στο ελάχιστο, διότι τα χαμηλά επιτόκια δεν επιτρέπουν την ύπαρξη ρεζερβών αφού με αυτό τον τρόπο ανεβάζουν το κόστος των τραπεζών και παράλληλα λόγω της υπάρξεως των αμοιβαίων κεφαλαίων. Η πολιτική της ανοικτής αγοράς είναι ένα εργαλείο της κεντρικής τράπεζας, το οποίο μπορεί να εφαρμοσθεί ανά πάσα στιγμή και παράλληλα να δώσει ένα μήνυμα στην αγορά. Εάν π.χ. η οικονομική πολιτική της χώρας είναι τέτοια που η κεντρική τράπεζα αποφασίζει να αυξήσει την ρευστότητα, με κάποια πιθανότητα να υπάρξουν πληθωριστικές πιέσεις , είναι ένα μήνυμα στην αγορά ότι πάμε για ανάπτυξη και ότι βρισκόμαστε σε πρωτική φάση του οικονομικού κύκλου.

Ένα άλλο μέσο με το οποίο η κεντρική τράπεζα εφαρμόζει την πολιτική της κυβερνήσεως είναι τα επιτόκια. Μπορεί και αυτό να εφαρμοσθεί ανά πάσα στιγμή αλλά η μεταβολή των επιτοκίων δεν μπορεί να γίνεται με την ίδια συχνότητα όσο η πολιτική της ανοικτής αγοράς. Παράλληλα δίδεται ένα μήνυμα στις χρηματιστηριακές αγορές. Εάν εφαρμόζουμε σφικτή νομισματική πολιτική με υψηλά επιτόκια αναμένουμε αύξηση του κόστους των επιχειρήσεων μείωση του τζίρου λόγω αύξησης των τιμών μείωση των τιμών των μετοχών, παράλληλα οι επενδυτές θα στραφούν σε άλλη μορφή επένδυσης όπως είναι οι καταθέσεις που δεν υπάρχει ρίσκο. Επιπροσθέτως από την εξίσωση (2) προκύπτει ότι η ΚΠΑ μίας

επένδυσης σε μετοχές έναντι της ευκολότερης και σιγουρότερης κατάθεσης είναι :

$$NPV = \frac{\frac{P_{t+1} + D_{t+1}}{1 + R}}{P_t}$$

Όπου R είναι το τρέχον επιτόκιο ,εκ των ανωτέρω προκύπτει ότι όσο μεγαλύτερο είναι το επιτόκιο, τόσο μικρότερη είναι η απόδοση μίας επένδυσης σε μετοχές.

Ο Mads Asprem αναφέρει ότι τα επιτόκια είναι το βασικό εργαλείο στην θεμελιώδη εκτίμηση. Συνεπώς περιμένουμε μία αρνητική σχέση μεταξύ των επιτοκίων και στις τιμές των μετοχών. Το κόστος ευκαιρίας για τους επενδυτές αναφέρεται από τα βραχυχρόνια επιτόκια. Παράλληλα έχουμε την δυνατότητα να παρατηρήσουμε την σχέση μεταξύ των αποδόσεων και των μακροχρονίων επιτοκίων , αυτό όμως μας οδηγεί σε αδύνατα συμπεράσματα λόγω της μικρότερης μεταβλητότητας των μακροχρονίων επιτοκίων. εμπειρικά δεδομένα στις χώρες της ευρωπαϊκής ενώσεως αποδεικνύουν την αρνητική σχέση των επιτοκίων με τις τιμές των μετοχών.

| <b>RET</b> | <b>CONST</b>     | <b>BOND<br/>t</b> | <b>BOND<br/>t-1</b> | <b>BOND<br/>t-2</b> | <b>r-sq</b> | <b>F-st</b> | <b>DW</b> |
|------------|------------------|-------------------|---------------------|---------------------|-------------|-------------|-----------|
| <b>Den</b> | -0,015<br>(0,40) | -0,019<br>(2,21)  | -0,002<br>(0,14)    | 0,24<br>(2,01)      | 0,10        | 3,42        | 1,07      |
| <b>Fin</b> | 0,024            | 0,002             | 0,002               | 0,002               | 0,04        | 1,97        | 1,50      |

|            |                 |                  |                  |                  |      |       |      |
|------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------|-------|------|
|            | (2,30)          | (1,04)           | (1,16)           | (0,90)           |      |       |      |
| <b>Fra</b> | 0,033<br>(0,98) | -0,017<br>(0,61) | -0,023<br>(0,60) | 0,039<br>(1,99)  | 0,05 | 2,15  | 1,68 |
| <b>Ger</b> | 0,062<br>(1,79) | -0,027<br>(1,71) | -0,006<br>(0,26) | 0,026<br>(1,79)  | 0,12 | 4,04  | 1,53 |
| <b>Ita</b> | 0,013<br>(0,44) | -0,007<br>(0,33) | -0,023<br>(0,65) | 0,033<br>(1,45)  | 0,04 | 1,80  | 1,48 |
| <b>Net</b> | 0,078<br>(1,58) | -0,030<br>(1,62) | -0,033<br>(1,10) | 0,055<br>(3,09)  | 0,21 | 6,95  | 1,82 |
| <b>Nor</b> | 0,025<br>(0,63) | -0,003<br>(0,43) | 0,001<br>(0,31)  | 0,006<br>(1,87)  | 0,00 | 0,50  | 1,50 |
| <b>Swe</b> | 0,072<br>(1,74) | -0,053<br>(1,45) | 0,121<br>(2,18)  | -0,057<br>(1,84) | 0,10 | 3,43  | 1,45 |
| <b>Swi</b> | 0,100<br>(2,42) | -0,038<br>(1,56) | -0,035<br>(0,91) | 0,054<br>(2,58)  | 0,22 | 7,01  | 1,94 |
| <b>UK</b>  | 0,048<br>(0,92) | -0,084<br>(5,08) | 0,070<br>(2,70)  | 0,012<br>(0,78)  | 0,40 | 15,72 | 1,68 |

ΠΗΓΗ : M Asprem, Stock prices asset portfolios and macroeconomic variables.

Στον ανωτέρω πίνακα αποδεικνύεται ότι οι αλλαγές στις τιμές των μετοχών και των επιτοκίων συνδέονται αντίθετα. Τα αποτελέσματα είναι πολύ ενδεικτικά για Γερμανία ,Ολλανδία, Ελβετία και Η.Β. Υπάρχει μία μικρότερη αλλά σημαντική σχέση στην Σουηδία. Το αποτέλεσμα για την Δανία είναι δύσκολο να ερμηνευθεί λόγω του χαμηλού DW.

Αλλαγές στην προσφορά χρήματος μπορεί να επηρεάσει τις τιμές των μετοχών μέσω των αλλαγών στις προσδοκίες για τον πληθωρισμό. Οι Homa και Jaffee το 1971 και οι Hamburger και Kochin το 1972 έδειξαν

ότι αύξηση στην ποσότητα του χρήματος είχε σαν αποτέλεσμα στην αύξηση των τιμών των μετοχών, ενώ το αντίθετο ακριβώς έδειξαν ο Rozeff το 1974 και οι Davidson και Froyen το 1982.

Στον πίνακα που ακολουθεί, παρουσιάζεται η σχέση μεταξύ της προσφοράς χρήματος και των τιμών των μετοχών. Η νομισματική βάση  $M_0$  φαίνεται γενικά να έχει μία αρνητική σχέση στις τιμές των μετοχών στο MB. Για την Ολλανδία ωστόσο το αποτέλεσμα είναι σημαντικό καθώς υπάρχει μία δυνατή θετική σχέση.

| <b>RET</b>  | <b>DM<sub>0</sub></b> | <b>r-sq</b> | <b>F-st</b> | <b>DW</b> | <b>DM<sub>1</sub></b> | <b>r-sq</b> | <b>F-st</b> | <b>DW</b> | <b>DM<sub>2</sub></b> | <b>r-sq</b> | <b>F-st</b> | <b>DW</b> |
|-------------|-----------------------|-------------|-------------|-----------|-----------------------|-------------|-------------|-----------|-----------------------|-------------|-------------|-----------|
| <b>Fra</b>  | -0,66                 | 0,00        | 1,10        | 1,54      | -0,30                 | 0,00        | 0,61        | 1,47      | -0,85                 | 0,00        | 0,86b       | 1,49      |
| <b>Ger</b>  | -0,45                 | 0,01        | 1,27        | 1,39      | 1,08                  | 0,12        | 4,04b       | 1,54      | 1,13                  | 0,10        | 0,54b       | 1,32      |
| <b>Ita</b>  | -0,82                 | 0,01        | 0,75        | 1,49      | 0,56                  | 0,00        | 1,06        | 1,41      | 0,31                  | 0,00        | 0,85        | 1,40      |
| <b>Net</b>  | 1,07                  | 0,17        | 5,60b       | 1,72      | 0,38                  | 0,19        | 6,08b       | 1,56      | -1,89                 | 0,25        | 8,31b       | 1,60      |
| <b>Swi</b>  | 0,24                  | 0,03        | 1,75        | 1,57      | 0,86                  | 0,13        | 4,30b       | 1,71      | 0,79                  | 0,00        | 1,17        | 1,69      |
| <b>U.K.</b> | -0,70                 | 0,05        | 2,26b       | 1,38      | 1,58                  | 0,07        | 2,62b       | 1,49      | -1,22                 | 0,03        | 1,62b       | 1,34      |

ΠΗΓΗ: M. Asprem, Stock prices, asset portfolios and macroeconomic variables.

Σημείωση:  $b$  δείχνει ότι ένας συντελεστής είναι σημαντικός σε επίπεδο 95%

Οι Burmeister, Roll, Ross, προσπαθώντας να τυποποιήσουν τους μακροοικονομικούς παράγοντες, που επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών και ξεκινώντας από το APT model, κατέληξαν στη σχέση:

$$r_i(t) - TB(t) = b_{i1} [P_1 + f_1(t)] + \dots + b_{ik} [P_k + f_k(t)] + e_i(t)$$

όπου  $f_1(t)$ ,  $f_2(t)$ , ...,  $f_k(t)$  είναι οι παράγοντες κινδύνου που μπορούν να υπολογισθούν χρησιμοποιώντας στατιστικές τεχνικές.

Η οικονομική θεωρία και η γνώση των χρηματιστηριακών αγορών, μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να χαρακτηρίσουν και τους παράγοντες κινδύνου, οι οποίοι μπορούν να μετρηθούν από τα διαθέσιμα μακροοικονομικά και χρηματιστηριακά δεδομένα.

Το πλεονέκτημα αυτής της προσέγγισης, είναι ότι μας δίνει ένα σύνολο παραγόντων, οι οποίοι παραδέχονται μία οικονομική ερμηνεία σε έκθεση κινδύνου  $b_{ij}$  και των premiums  $P_{is}$ , μπορούμε δε, παράλληλα να χρησιμοποιήσουμε οικονομικά δεδομένα και αποδόσεις μετοχών.

Η επιλογή των μακροοικονομικών παραγόντων είναι δύσκολη ή πρακτικά επιθυμούν παράγοντες οι οποίοι είναι εύκολο να ερμηνευθούν. Έχουν οικονομική μέσα στο χρόνο και εξηγούν όσο το δυνατόν περισσότερο τη μεταβολή στις αποδόσεις των μετοχών.

Κατόπιν έρευνας κατέληξαν σε ένα σύνολο πέντε παραγόντων που ικανοποιούν αυτά τα κριτήρια, είναι οι εξής:

$f_1(t)$  Κίνδυνος εμπιστοσύνης: Κίνδυνος εμπιστοσύνης είναι οι μη αναμενόμενες αλλαγές στη θέληση των επενδυτών να αναλάβουν τη σχεδίαση επένδυσης. Μετράται και η διαφορά μεταξύ της απόδοσης των εταιρικών ομολόγων και της απόδοσης των ΤΒ. Σημειωτέον, ότι μακροχρονίως αυτή η διαφορά είναι στο μηδέν.

$f_2(t)$  Κίνδυνος χρονικού ορίζοντος: Ο κίνδυνος αυτός είναι οι μη προλαμβανόμενες αλλαγές στις επιθυμίες των επενδυτών για πληρωμές. Μετράται ως η διαφορά μεταξύ της αποδόσεως για 20 έτη, κυβερνητικά ομόλογα και 30 ημερών Treasury bills. Μια θετική σχέση του χρονικού  $f_2 > 0$  σημαίνει ότι η τιμή των μακροχρονίων ομολόγων έχει ανέλθει σχετικά, με ύψος της τιμής των ομολόγων 30 ημερών. Αυτό είναι ένα σήμα για τους επενδυτές που απαιτούν λιγότερη αποζημίωση για την διακράτηση επενδύσεων, με σχετικά μακροχρόνιες πληρωμές. Οι τιμές των μετοχών οι οποίες θετικά σχετίζονται με τον κίνδυνο του χρονικού ορίζοντα  $b_{i2} > 0$  θα ανέλθουν σε κατάλληλη μείωση των επιτοκίων.

$f_3(t)$  Κίνδυνος πληθωρισμού: Ο κίνδυνος πληθωρισμού είναι ένας συνδυασμός των μη αναμενόμενων συστατικών των μακροχρονίων και



βραχυχρόνιων ποσοστών πληθωρισμού. Ο αναμενόμενος πληθωρισμός υπολογίζεται στην αρχή κάθε περιόδου από διαθέσιμες πληροφορίες, ιστορικά δεδομένα και άλλες οικονομικές μεταβλητές οι οποίες επηρεάζουν τον πληθωρισμό. Ο μη αναμενόμενος πληθωρισμός, είναι η διαφορά μεταξύ του πραγματοποιηθέντος και του αναμενόμενου. Επειδή οι μετοχές έχουν μία αρνητική σχέση με τον πληθωρισμό, ( $b_{i3} < 0$ ), μία αύξηση αυτών, ( $f_3 > 0$ ), προκαλεί μείωση των αποδόσεων.

$f_4(t)$  Business cycle risk: Το ρίσκο αυτό είναι οι μη αναμενόμενες αλλαγές στο επίπεδο της πραγματικής επιχειρηματικής δραστηριότητας. Η αναμενόμενη αξία του δείκτη της επιχειρηματικής δραστηριότητας, υπολογίζεται στην αρχή και το τέλος κάθε μήνα, χρησιμοποιώντας τις διαθέσιμες πληροφορίες για εκείνη την περίοδο. Συνεπώς, το ρίσκο του οικονομικού κύκλου, υπολογίζεται ως η διαφορά, μεταξύ της τέλους του μηνός αξίας και της αρχής του μηνός. Μία αύξηση των οικονομικών κύκλων, δείχνει ότι η αναμενόμενη άνοδος της οικονομίας έχει αυξηθεί. Κάτω από αυτές τις συνθήκες επιχειρήσεις που έχουν μεγάλη σχέση με τους οικονομικούς κύκλους ο παράγοντας αυτός έχει μεγαλύτερη αξία από άλλες με μικρότερη σχέση με τους οικονομικούς κύκλους.

$f_5(t)$  Market timing risk: Υπολογίζεται στο τμήμα αυτό της S&P 500 συνολικής αποδόσεως, το οποίο δεν εξηγείται από τους τέσσερις προαναφερόμενους μακροοικονομικούς παράγοντες. Εάν ο κίνδυνος στους τέσσερις προαναφερόμενους μακροοικονομικούς παράγοντες είναι μηδέν, δηλαδή  $b_{i1} = \dots = b_{i4} = 0$  τότε έχουμε ότι market timing risk θα ήταν αναλογικά στην S&P 500 συνολική απόδοση. Κάτω από την παραπάνω υπόθεση, η έκθεση της

μετοχής στο market timing risk θα ήταν ίσος προς τον beta του CAMP. Σχεδόν όλες οι μετοχές έχουν θετική έκθεση στο market timing risk, δηλ.  $[(b_{i5})_0]$  και συνεπώς θετικές market timing εκπλήξεις  $f_5 > 0$  αύξαναν τις αποδόσεις.

## **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Οι Chen, Roll, Ross, στην εργασία τους αναφέρουν ένα σύνολο μεταβλητών οι οποίες συστηματικά επηρεάζουν τις μετοχές,

λαμβάνοντας υπ' όψιν τις ορθολογικές προσδοκίες καταλήγουν σε ένα σύνολο μακροοικονομικών συντελεστών οι οποίοι επηρεάζουν τον συστηματικό κίνδυνο των μετοχών. Οι πλέον σημαντικοί είναι η βιομηχανική παραγωγή, οι αλλαγές στο πριμ κινδύνου οι μεταβολές στην καμπύλη επιτοκίων και οι αλλαγές του πληθωρισμού αναμενόμενου και μη, ιδιαίτερα σε περιόδους όπου αυτές οι μεταβλητές είναι πολύ ευμετάβλητες. Παρατηρούν βέβαια ότι αυτές οι μεταβλητές δεν είναι οι μοναδικές αλλά αυτές είναι οι πλέον ουσιώδεις. Παράλληλα εξέτασαν την επίδραση της καταναλώσεως στις τιμές των μετοχών αλλά δεν βρήκαν σημαντική επίδραση ,επίσης σημαντική επίδραση δεν βρήκαν στις μεταβολές της τιμής του πετρελαίου.

Το συμπέρασμα τους είναι ότι οι τιμές των μετοχών είναι εκτεθειμένες σε οικονομικά νέα ,τα οποία τιμολογούνται σύμφωνα με την έκθεσή τους και αυτά τα νέα μπορούν να θεωρηθούν σαν καινοτομίες στις μεταβλητές και των οποίων η ταυτότητα μπορεί να συμπληρωθεί με μία απλή οικονομική θεωρία.

Ο Mads Asprem στο συμπέρασμα του καταλήγει ότι είναι παράλογο να πιστεύουμε ότι μόνο ένας παράγων είναι αρκετός για να εξηγήσει τις κινήσεις των τιμών των μετοχών. Τα περισσότερα μοντέλα συστήνουν ότι περισσότεροι παράμετροι είναι σπουδαίοι για την τιμολόγηση των μετοχών. Ωστόσο παρατηρεί ότι η επεξηγηματική δύναμη κάθε εξισώσεως αυξάνει σημαντικά συγκρινόμενη όταν οι τιμές των μετοχών παλινδρομούνται με ξεχωριστές μεταβλητές.

Κατά την γνώμη μας είναι μέγα σφάλμα να εξετάζουμε ξεχωριστά μόνο του κάθε ένα από τους μακροοικονομικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών. Επί παραδείγματι ο υψηλός

πληθωρισμός συνοδεύεται και από υψηλά επιτόκια και παράλληλα μια μείωση της αξίας του νομίσματος.

Ο στόχος καταπολεμήσεως του πληθωρισμού θα συνιστούσε μία δέσμη οικονομικών μέτρων πού θα είχαν σαν κύριο μέλημα τους τόσο την δημοσιονομική πολιτική (μείωση δημοσίων δαπανών ,μείωση του ανοίγματος του ισοζυγίου πληρωμών κλπ), όσο και νομισματική, (μείωση της ποσότητας του κυκλοφορούντος χρήματος).

Εκ πρώτης όψεως φαίνεται ότι λόγω της περιοριστικής οικονομικής πολιτικής θα πρέπει να έχουμε μία τάση για μείωση των τιμών των μετοχών και παράλληλα λόγω της σταδιακής μειώσεως του πληθωρισμού και των επιτοκίων θα έχουμε μία τάση για αύξηση των τιμών των μετοχών. Το π'ως θα αντιδράση η αγορά και το πως θα μεταβάλλονται οι τιμές των μετοχών είναι παρακινδυνευμένο να το πη κανείς μετά βεβαιότητας. Το σίγουρο είναι ότι κύριος παράγων στίς επενδυτικές αποφάσεις του κοινού είναι οι προσδοκίες για την πορεία της οικονομίας σ' οποιοδήποτε σημείο βρίσκεται στην πορεία της για την επίτευξη του στόχου. Οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται επίσης από το σύνολο της οικονομικής δραστηριότητας ,μία αύξηση του προϊόντος θα έχη συνήθως ως αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών των μετοχών, ενώ μία ύφεση το αντίθετο αποτέλεσμα.

Μετά το 2002 για τις χώρες μέλη της ευρωπαϊκής ενώσεως η νομισματική πολιτική ουσιαστικά επιβάλλεται τόσο όσον αφορά τα επιτόκια όσο και την ποσότητα χρήματος, δεδομένου ότι υπάρχει πλέον ενιαίο νόμισμα. Οι περιφερειακές κεντρικές τράπεζες Δεν μπορούν να εφαρμόσουν δική τους νομισματική πολιτική μεταβάλλοντας π.χ. τα επιτόκια διότι μία αύξηση αυτών θα αύξανε το κόστος χρηματοδοτήσεως των επιχειρήσεων με αποτέλεσμα να μην είναι ανταγωνιστικές προς τις άλλες στο εξωτερικό, παράλληλα πολλές επιχειρήσεις θα στρέφονταν σε

τράπεζες του εξωτερικού να δανεισθούν φθηνότερα. Η αύξηση των επιτοκίων θα είχε σαν συνέπεια να καταδείξει στο εξωτερικό ότι η χώρα βρίσκεται σε αδυναμία, έχει αυξήσει δηλαδή το risk premium, με αποτέλεσμα να κινδυνεύει να δανεισθεί υψηλά και να μην μπορέσει να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της.

Κάτι ανάλογο θα συνέβαινε και με την πολιτική της ανοικτής αγοράς. Για να δώσει ένα κίνητρο και να βρει ανταπόκριση στην πολιτική που θέλει να εφαρμόσει, π.χ να περιορίσει το κυκλοφορούν χρήμα, πρέπει ουσιαστικά να αυξήσει τα επιτόκια των τίτλων, πράγμα που σημαίνει ότι ουσιαστικά δανείζεται με υψηλότερα από τα τρέχοντα επιτόκια.

Όπως έχει γίνει αντιληπτό οι μακροοικονομικοί παράγοντες αναμφίβολα επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών και ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να προβλέψει την πορεία των μετοχών μελετώντας αυτούς τους παράγοντες. Δεν μπορεί ωστόσο να είναι απόλυτα γία τον σωστό χρόνο επενδύσεως διότι πάντα υπάρχει πιθανότητα είτε να πέσει έξω στις προσδοκίες του όσο αφορά τις εξελίξεις τις οικονομίες, είτε να μην μπορεί να ποσοτικοποιήσει τις μεταβλητές που θα χρησιμοποιήσει στο μοντέλο του ,είτε ακόμα να υπάρξει μία καλύτερη χρονική στιγμή στο μέλλον.

## Βιβλιογραφία

1. Taylor Gregory Jon, “Business Cycle”, John Wiley & Sons, Inc, New York
2. Evelina M. Tainer “Using economic indicators to improve investment analysis” John Wiley & Sons Inc. New York
3. Mads Asprem “Stock prices, asset portfolios and macroeconomic variables in European countries” September 1987
4. E. Burmaister, R.Roll, S. Ross “A Practitioner’s guide to arbitrage pricing theory” 1998
5. Nai-Fu Chen, Richard Roll, Stephen Ross “Economic forces and the Stock market”
6. A.Antoniou, I Carrett, R Priestley “Macroeconomic variables as common pervasive risk factors and the empirical content of the arbitrage pricing theory”, Journal of empirical finance 5, 1998
7. R.Priestley “The arbitrage pricing theory, macroeconomic and financial factors, and expectations generating processes” Journal of banking and finance 20 (1996)
8. E.Fama “Stock returns, real activity, inflation, and money”
9. Elton /Gruber “Modern portfolio theory and investment analysis”
10. A.Tzermiadianos “Real Time Investment Strategies” Univ. Piraeus