



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ
ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
Master in Science (Msc) in Financial Analysis

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΤΖΑΝΟΥ ΧΡ. ΠΕΤΡΟΥ

ΜΕ ΘΕΜΑ:

**«ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΑΙ ΟΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ
ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ»**

ΥΠΕΥΘΥΝΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΔΙΑΚΟΓΙΑΝΝΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2004

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ:

ΤΖΑΝΟΣ ΠΕΤΡΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΣΤΟΥ

ΕΠΑΓΓΕΛΜΑ:

ΟΙΚΟΝΟΜΟΛΟΓΟΣ - ΥΠΑΛΛΗΛΟΣ ΥΠΟΥΡΓΕΙΟΥ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ

ΤΙΤΛΟΣ ΜΕΛΕΤΗΣ:

**«ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ & ΟΙ ΑΠΟΛΟΣΕΙΣ ΤΩΝ
ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ»**

ΠΤΥΧΙΟΥΧΟΣ:

1) ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟΥ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟΥ ΙΔΡΥΜΑΤΟΣ

ΠΕΙΡΑΙΑ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

2) ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ & ΧΡΗΜΑΤΟΛΟΓΙΚΗ

ΔΙΟΙΚΗΣΗ

**ΔΙΠΛΩΜΑ ΓΙΑ ΤΟ ΟΠΟΙΟ ΕΚΠΟΝΕΙΤΑΙ Η ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ
ΕΡΓΑΣΙΑ:
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΓΙΑ ΤΟ ΟΠΟΙΟ ΕΚΠΟΝΕΙΤΑΙ Η
ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ
ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

ΕΤΟΣ ΥΠΟΒΟΛΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ: 2004.

ΑΦΙΕΡΩΣΕΙΣ

Η διπλωματική μου εργασία αφιερώνεται με πολύ αγάπη στην οικογένειά μου, καθώς και στη μνήμη του παππού μου τον οποίο έχασα πρόσφατα.

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Αντικειμενικός σκοπός της εργασίας μου είναι να διαπιστώσω εάν η διαδικασία υπολογισμού των αποδόσεων των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είναι πολυπαραγοντική, στα πλαίσια ενός υποδείγματος αποτίμησης αξιόγραφων σε συνθήκες ισορροπίας, καθώς και εάν τελικά οι αποδόσεις των τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών επηρεάζονται από τις μεταβολές μακροοικονομικών μεγεθών της Ελληνικής Οικονομίας. Τα στοιχεία των μακροοικονομικών παραγόντων που συγκέντρωσα αναφέρονται σε μία αρκετά μεγάλη περίοδο, από το 1992 έως και το 2003 (τελευταία δωδεκαετία), περίοδος η οποία χαρακτηρίζεται από έντονες αλλαγές και διακυμάνσεις της Ελληνικής Οικονομίας & Κεφαλαιαγοράς. Χαρακτηριστικά θα αναφέρω τη Συνθήκη του Μάαστριχ, την Συνθήκη της Κοπεγχάγης και την εφαρμογή δημοσιονομικής & νομισματικής πολιτικής από τη χώρα μας προσαρμοσμένης στα κριτήριά της, την είσοδο της χώρας μας στην Ευρωπαϊκή Οικονομική & Νομισματική Ζώνη με την υιοθέτηση από τις χώρες της Ευρωπαϊκή Ένωσης του κοινού νομίσματος (ΕΥΡΩ), την εκτίναξη του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σε τιμή ρεκόρ για την Ελληνική Χρηματαγορά (6.484,38 μονάδες τον Σεπτέμβριο του 1999) και την απότομη πτώση του (1.500 μονάδες τον Μάρτιο του 2003) κ.λ.π.

Οι περιορισμοί της διπλωματικής μου εργασίας αναφέρονται στη χρησιμοποίηση μακροοικονομικών δεδομένων της Ελληνικής οικονομίας για την τελευταία δωδεκαετία (1992-2003), καθώς και στη χρησιμοποίηση υποδείγματος αποτίμησης αξιόγραφων σε συνθήκες ισορροπίας της οικονομίας. Τα δεδομένα που χρησιμοποίησα είναι ετήσια, οι πηγές άντλησης των δεδομένων μου είναι από την DataStream, βάση δεδομένων του Πανεπιστημίου Πειραιά καθώς και η Εθνική Στατιστική Υπηρεσία. Μελέτησα διεξοδικά την πορεία της Ελληνικής οικονομίας για την περίοδο 1992-2003 και προσπάθησα να βγάλω χρήσιμα συμπεράσματα για τη μελέτη μου από τη συμπεριφορά

της, όλα τα μακροοικονομικά μεγέθη της Ελληνικής οικονομίας, την μεταβολή των εθνικών λογαριασμών, το Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, την πορεία του Ελληνικού χρηματιστηρίου και τις μεταβολές του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Χρησιμοποίησα το στατιστικό-οικονομετρικό πρόγραμμα “Economic Views” για να αξιολογήσω το κατά πόσο η διαδικασία υπολογισμού των αποδόσεων των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είναι πολυπαραγοντική, στα πλαίσια ενός υποδείγματος αποτίμησης αξιόγραφων σε συνθήκες ισορροπίας καθώς και εάν οι αποδόσεις των μετοχών επηρεάζονται στατιστικά σημαντικά από μακροοικονομικούς παράγοντες της Ελληνικής οικονομίας. Ανέλυσα γραμμικά μονοπαραγοντικά και πολυπαραγοντικά υποδείγματα αποτίμησης. Μελέτησα θεωρητικές και εμπειρικές προσεγγίσεις επάνω στο θέμα της μελέτης μου, διακεκριμένων χρηματοοικονομολόγων, όπως χαρακτηριστικά θα μπορούσα να αναφέρω τους κάτωθι:

- a) 1977: Roll “A critique of the asset pricing theory’s tests. Part I: On past and potential testability of the theory”.
- b) 1982: Shanken “The arbitrage pricing theory, is it testable?»
- c) 1984: Dhrymes, Friend, Gultekin “A critical reexamination of the empirical evidence on the arbitrage pricing theory”.
- d) 1986: Shanken, “Multivariate proxies and asset pricing relations”.
- e) 1986: Chen, Roll, Ross “Economic forces and the stock market”.
- f) 1996: Κεβόρκ «Ο αριθμός των παραγόντων του γραμμικού υποδείγματος διαμορφώσεως των αποδόσεων μετοχών στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών».
- g) 1997: Diacogiannis, Diamandis “Multi-factor risk-return relationships”.

Τελικά ως συμπέρασμα προκύπτει ότι η διαδικασία υπολογισμού των αποδόσεων των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είναι πολυπαραγοντική, στα πλαίσια ενός υποδείγματος αποτίμησης αξιόγραφων σε συνθήκες ισορροπίας καθώς και ότι οι αποδόσεις των μετοχών επηρεάζονται στατιστικά σημαντικά από μακροοικονομικούς παράγοντες της οικονομίας. Η μεθοδολογία που ακολούθησα και τα συμπεράσματα τα οποία εξήγαγα αναφέρονται αναλυτικά στα επόμενα κεφάλαια της διπλωματικής μου εργασίας.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	ΣΕΛΙΔΕΣ
ΠΡΟΛΟΓΟΣ	5
ΠΙΝΑΚΕΣ	16
ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΙ	17
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο	20
<u>ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ & ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ</u>	
<u>ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ –</u>	
<u>ΔΙΕΘΝΗΣ & ΕΓΧΩΡΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΑ,</u>	
<u>ΚΡΙΤΙΚΗ</u>	
1.1) ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ ΚΑΙ	20
ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	
1.2) ΘΕΩΡΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	28
ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ	

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο	33
<u>ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ</u>	
<u>ΜΕΓΕΘΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ, Η</u>	
<u>ΜΕΤΡΗΣΗ ΚΑΙ Η ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ</u>	
<u>ΤΟΥΣ</u>	
2.1) ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ	33
ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ	
ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ	
2.2) Η ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ	36
ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ	
ΜΕΓΕΘΩΝ, ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ	
ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΠΟΥ	
ΑΝΑΦΕΡΟΝΤΑΙ ΣΕ ΑΥΤΑ ΚΑΙ	
ΣΧΕΣΕΙΣ ΜΕΤΑΞΥ ΤΟΥΣ	
2.2.1) Μέτρηση της οικονομικής	36
δραστηριότητας - Α.Ε.Π. - Εθνικοί	
Λογαριασμοί	
2.2.1.1) Μέθοδος τελικής δαπάνης	36
2.2.1.2) Μέθοδος εισοδημάτων	37
2.2.1.3) Μέθοδος προστιθέμενης αξίας	37
2.2.2) Βασικές ταυτότητες των εθνικών	38
λογαριασμών	
2.2.2.1) Κρατικός Προϋπολογισμός και	39
τα δημοσιονομικά μεγέθη	

2.2.2.2) Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών	39
2.2.2.3) Δίδυμα ελλείμματα	40
2.2.2.4) Δείκτες τιμών	40
2.2.3) Μέτρηση της ανεργίας και της απασχόλησης, σχέση μεταξύ ανεργίας και προϊόντος	41
2.3) Η ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο	43
<u>ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ & ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ</u>	
3.1) ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ, ΤΟ ΠΑΡΟΝ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ	43
3.1.1) ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΝΟΜΙΣΜΑΤΟΣ (ΕΥΡΩ) ΣΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΤΟΜΕΑ	43
3.1.2) ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΑΠΟ ΕΞΩΓΕΝΕΙΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	44

3.1.3) ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΜΕΤΑ ΤΙΣ ΕΚΛΟΓΕΣ	48
3.1.4) Η ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΗΜΕΡΑ ΚΑΙ ΑΥΡΙΟ	49
3.1.5) Η ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ	50
3.1.6) ΤΑ ΜΕΓΑΛΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ	51
3.1.7) Η ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΛΙΣΗ ΑΠΑΙΤΕΙ ΤΑΧΥΡΥΘΜΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ	52
3.1.8) ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ & ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ	53
3.1.9) ΤΟ ΕΛΛΕΙΜΜΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ	54
3.1.10) Ο ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ	56
3.1.11) Η ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	57
3.1.12) ΤΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	59
3.2) ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ	61

3.2.1) ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ	61
3.2.2) ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ	62
3.2.3) ΠΑΡΕΜΒΑΣΗ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΠΟΙΗΣΗΣ	64
3.2.4) Η ΠΡΟΚΛΗΣΗ ΤΗΣ Ο.Ν.Ε.	66
3.2.5) ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ	69
3.2.6) ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ & ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	75
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο	78
<u>ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ</u> <u>ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ – ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</u> <u>ΤΙΜΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΣ</u> <u>ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ</u>	
4.1) ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ, ΚΑΘΡΕΠΤΗΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ	79
4.2) ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΜΑΚΡΟΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ	84

4.3) ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ	87
4.4) ΤΑ ΣΥΝ ΚΑΙ ΤΑ ΠΛΗΝ ΤΟΥ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ 2004	90
4.5) ΚΙΝΔΥΝΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΙΣΟΡΡΟΠΙΑΣ ΠΡΟΒΛΕΠΕΙ ΤΟ ΕCOFIN	92
4.6) Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΩΓΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ	94
4.7) Ο ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ	100
4.8) ΜΕΤΡΑ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ	101
4.9) ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	103
4.10) ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΗΣ ΧΑΜΗΛΗΣ ΑΠΟΡΡΟΦΗΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΝΔΥΛΙΩΝ	106
4.11) ΣΤΟ 26,4% ΤΟΥ Α.Ε.Π. Η ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΤΟ 2003	107
4.12) ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΤΑΜΕΙΑΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΟΣ	108

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο	109
<u>ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</u>	
<u>ΤΗΣ EUROSTAT, ΒΑΣΗ</u>	
<u>ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ</u>	
5.1 ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ	109
ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ EUROSTAT ΓΙΑ	
ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	
5.2) ΒΑΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ	116
ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ	
ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ	
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6ο	124
<u>ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ</u>	
<u>ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ – ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ</u>	
<u>ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ & ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ -</u>	
<u>ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ &</u>	
<u>ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ</u>	
6.1) ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ	124
6.2) ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	136
6.2.1) ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	138
ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ	
6.2.2) ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΜΕΛΕΤΗΣ	139

ΕΠΙΛΟΓΟΣ	141
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	142
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	143
ΠΗΓΕΣ ΜΕΛΕΤΗΣ	144

ΠΙΝΑΚΕΣ

- α ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ EUROSTAT ΓΙΑ ΤΗΝ
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ
- α ΒΑΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ
ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

ΣΥΜΒΟΛΙΣΜΟΙ

Για την απλούστευση στη χρήση των μακροοικονομικών μεγεθών στην εργασία μου, χρησιμοποίησα τους κάτωθι συμβολισμούς:

1	Παραγωγή	OUTPUT
2	Διαθέσιμο εισόδημα καθαρό	DI
3	Τελική καταναλωτική δαπάνη	CE
4	Καθαρή αποταμίευση	SAV
5	Καθαρή χορήγηση δανείων (+)	LB
6	Δαπάνες Γενικής Κυβέρνησης	GGE
7	Έσοδα Γενικής Κυβέρνησης	GGR
8	Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας	CEE
9	Ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα / μικτό εισόδημα	GOS
10	Φόροι επί της παραγωγής και των εισαγωγών	TPI
11	Επιδοτήσεις επί των προϊόντων	SUB
12	Φόροι επί των προϊόντων	TP
13	Ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου	GFCF
14	ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΪΟΝ σε αγοραίες τιμές	GDP
15	ΚΑΘΑΡΟ ΕΘΝΙΚΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ σε αγοραίες τιμές	NNI
16	ΚΑΘΑΡΟ ΕΘΝΙΚΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ	NND
17	Τελική καταναλωτική δαπάνη	FCE
18	ΚΑΘΑΡΗ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗ	NS
19	ΚΑΘΑΡΗ ΛΗΨΗ (-) ΔΑΝΕΙΩΝ	LENBOR
20	ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ	OCCUP
21	Ισοζύγιο εξαγωγών - εισαγωγών	EIB

	α) Εισαγωγές	IMPO
	β) Εξαγωγές	EXPO
22	Τελική καταναλωτική δαπάνη νοικοκυριών (εθνική έννοια)	TFCN
23	Τελική καταναλωτική δαπάνη νοικοκυριών (εγχώρια έννοια)	TFCEN
24	Δείκτης τιμών καταναλωτή	DTK
25	Δείκτης τιμών κατηγοριών έργων ή παραγωγού	DTTEP
26	Δείκτης τιμών ή κόστους υλικών	DTY
27	Δείκτης τιμών αμοιβής ή κόστους εργασίας	DTKE
28	Δείκτης Αξίας Λιανικών Πωλήσεων	DALP
29	Μέσοι ετήσιοι δείκτες τιμών εκρών στη γεωργία-κτηνοτροφία (χωρίς επιδοτήσεις)	DTEKG
30	Μέσοι ετήσιοι δείκτες τιμών εισροών στη γεωργία-κτηνοτροφία	DTEG
31	Γ.Δ.Χ.Α.Α.	GIASE
	Μεταβολή Γ.Δ.Χ.Α.Α. %	METAB
32	FTSE/ASE-20	ASE20
33	FTSE/ASE-MID-40	ASEM40
34	FTSE/ASE-SMALL-CAP-80	ASESC80
35	FTSE/ASE-140	ASE140
36	MSCI-GREECE-INDEX	MSCI
37	Ανεργία %	UNEMPL
38	Πληθωρισμός %	PLITH

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Πολλοί και σημαντικοί επιστήμονες έχουν ασχοληθεί με ένα μεγάλο πεδίο έρευνας της χρηματοοικονομικής επιστήμης, «ποιοι και πόσοι είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών στο χρηματιστήριο». Μερικοί επέκτειναν την έρευνά τους και εξέτασαν εάν υπάρχουν παρατηρήσιμοι μακροοικονομικοί παράγοντες που να καθορίζουν τις αποδόσεων των μετοχών και εάν υπάρχουν ποιοι είναι αυτοί. Στη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν πολυάριθμες εμπειρικές έρευνες, αρκετές από τις οποίες επηρέασαν τη συλλογιστική μου στα πλαίσια της εργασίας μου, με σκοπό να διερευνήσουν την αξιοπιστία των εναλλακτικών θεωρήσεων για τη διαμόρφωση των τιμών των αξιόγραφων (αποδόσεων) στις αγορές κεφαλαίου. Αξιοσημείωτο όμως παραμένει το γεγονός ότι οι περισσότερες δεν ασχολούνται και δεν αναφέρονται σε δεδομένα από μικρές και λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, ώστε να εντοπιστούν οι ομοιότητες και οι διαφορές τους με τις ανεπτυγμένες, στο θέμα των συστηματικών μεταβλητών που επιδρούν στη διαμόρφωση των αποδόσεων.

Το 1997 οι καθηγητές Διακογιάννης Γεώργιος και Διαμάντης Παναγιώτης, εξέτασαν εάν η διαδικασία υπολογισμού των αποδόσεων στο Ελληνικό Χρηματιστήριο είναι πολυπαραγοντική, δηλαδή εξέτασαν έμμεσα την αξιοπιστία ενός μονοπαραγοντικού υποδείγματος αποτίμησης αξιόγραφων σε συνθήκες ισορροπίας. Κατάφεραν να αναπτύξουν ένα νέο θεωρητικό πολυπαραγοντικό υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων (ΥΑΚΣ ή CAPM) σε συνθήκες ισορροπίας εξισορροπητικής αγοραπωλησίας, το οποίο στηρίζεται σε παρατηρήσιμους μακροοικονομικούς παράγοντες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ & ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ – ΔΙΕΘΝΗΣ & ΕΓΧΩΡΙΑ ΕΜΠΕΙΡΙΑ, ΚΡΙΤΙΚΗ

1.1) ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ ΚΑΙ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων είναι μία ακριβής γραμμική σχέση ισορροπίας μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης ενός αξιόγραφου και του συστηματικού κινδύνου ως προς το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Το υπόδειγμα προσδιορίζει το ύψος του συστηματικού κινδύνου ως τη συνδιακύμανση μεταξύ της απόδοσης του αξιόγραφου (ή χαρτοφυλακίου) και της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς υπολογιζόμενη σε σχέση με τον συνολικό κίνδυνο της αγοράς. Το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων εκφράζεται μαθηματικά με τον πιο κάτω μαθηματικό τύπο:

$$E(R_i) = R_f + \{E(R_m) - R_f\} * \beta_{im} \quad (1)$$

Όπου: $E(R_i)$ η αναμενόμενη απόδοση του αξιόγραφου i , R_f η απόδοση του αξιόγραφου χωρίς κίνδυνο, $E(R_m)$ η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς και $\beta_{im} = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m)$, ο συντελεστής βήτα του αξιόγραφου i , $\text{Cov}(R_i, R_m)$ η συνδιακύμανση μεταξύ των αποδόσεων του αξιόγραφου i και χαρτοφυλακίου της αγοράς, $\text{Var}(R_m)$ η διακύμανση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ο Merton (1973) προέκτεινε το υπόδειγμα της εξίσωσης (1) εισάγοντας ορίζοντα πολλών περιόδων και συμπεριλαμβάνοντας και άλλους συστηματικούς παράγοντες κινδύνου οι

οποίοι θα πρέπει να αποτιμώνται στην αγορά. Έτσι προέκυψε το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων πολλαπλών βήτα (multi-beta CAPM).

$$E(R_i) = R_f + \{E(R_m) - R_f\} * \beta_{im} + \{E(R_{\Pi 1}) - R_f\} * \beta_{i\Pi 1} + \{E(R_{\Pi 2}) - R_f\} * \beta_{i\Pi 2} + \dots + \{E(R_{\Pi v}) - R_f\} * \beta_{i\Pi v} \quad (2)$$

Στην εξίσωση (2) οι όροι $E(R_{\Pi i})$, όπου $i=1,2,3,\dots,v$, συμβολίζουν τις αναμενόμενες αποδόσεις χαρτοφυλακίων που έχουν την ιδιότητα να αντισταθμίζουν αντίστοιχους κινδύνους για τον επενδυτή και που επηρεάζουν την αναμενόμενη απόδοση του αξιόγραφου i . Οι νέοι συντελεστές βήτα της εξίσωσης (2) εκφράζουν την ευαισθησία της απόδοσης του αξιόγραφου i ως προς τις μεταβολές της απόδοσης του χαρτοφυλακίου που αντισταθμίζει τους αντίστοιχους κινδύνους. Η προέκταση όμως αυτή του υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων από τον ερευνητή Merton δεν προσδιορίζει θεωρητικά ή εμπειρικά τις πηγές συστηματικών κινδύνων, ούτε τον τρόπο σχηματισμού των αντισταθμιστικών (hedging) χαρτοφυλακίων.

Μια εναλλακτική πρόταση σχετικά με το υπόδειγμα ισορροπίας και την συνάρτηση υπολογισμού των αποδόσεων διατυπώθηκε από τον Ross (1976,1977). Ο Ross υπέθεσε μια πολυμεταβλητή γραμμική συνάρτηση υπολογισμού των στοχαστικών αποδόσεων των αξιόγραφων (ή χαρτοφυλακίων), που περιγράφεται στην εξίσωση:

$$R_i = \alpha_i + \beta_{i1} * \Pi_1 + \beta_{i2} * \Pi_2 + \dots + \beta_{ij} * \Pi_j + \varepsilon_i \quad (3)$$

όπου: Π_j ο κοινός παράγοντας j που επηρεάζει τις αποδόσεις των αξιόγραφων με $j = 1, 2, 3, \dots, J$ και J είναι πολύ μικρότερο του n , με n ο αριθμός των μετοχών που συμπεριλαμβάνονται στην ανάλυση. Οι παράγοντες αυτοί προσδιορίζονται από τις

ιστορικές αποδόσεις, με τη βοήθεια μιας οικονομετρικής μεθόδου που ονομάζεται ανάλυση παραγόντων (factor analysis). Η κύρια συμβολή της εργασίας του Ross είναι ο καθορισμός των αποδόσεων των αξιόγραφων της αγοράς κεφαλαίου σε συνθήκες ισορροπίας εξισορροπητικής αγοραπωλησίας ανεξάρτητα από την ύπαρξη μιας συνάρτησης χρησιμότητας εξαρτάται μόνο από τον κίνδυνο και την απόδοση των αξιόγραφων.

Η θεωρία αποτίμησης εξισορροπητικής αγοραπωλησίας σε καθεστώς ισορροπίας καταλήγει σε μία γραμμική σχέση των αναμενόμενων αποδόσεων ως προς τους συντελεστές βήτα που αντιστοιχούν στους κοινούς παράγοντες (Π_j), όπως φαίνεται και από την εξίσωση (4):

$$E(R_i) \cong \lambda_0 + \lambda_1 * \beta_{i1} + \lambda_2 * \beta_{i2} + \dots + \lambda_j * \beta_{ij} \quad (4)$$

όπου: λ_0 η αναμενόμενη απόδοση του αξιόγραφου μηδενικού κινδύνου, $\lambda_j = [E(R_{\Pi_j}) - R_0]$, $E(R_{\Pi_j})$ η αναμενόμενη απόδοση ενός χαρτοφυλακίου με συστηματικό κίνδυνο ίσον με ένα στον παράγοντα j και μηδέν στους υπολοίπους $j-1$ παράγοντες και β_{ij} ο συντελεστής ευαισθησίας της απόδοσης του αξιόγραφου i ως προς τις μεταβολές της απόδοσης του παράγοντα j .

Η θεωρία αυτή έχει το πλεονέκτημα ότι δεν απαιτείται η χρήση του χαρτοφυλακίου της αγοράς (market portfolio) για τον εμπειρικό της έλεγχο. Από την άλλη πλευρά όμως υπάρχει το μειονέκτημα ότι δεν προσδιορίζεται ούτε η οικονομική σημασία των παραγόντων ούτε το επίπεδο του πριμ κινδύνου που αντιστοιχεί στους παράγοντες αυτούς. Απλώς αναμένεται ορισμένοι από τους παράγοντες να είναι στατιστικά σημαντικοί.

Πολλές εναλλακτικές προτάσεις έχουν διατυπωθεί από διάφορους ερευνητές για την αντιμετώπιση των εγγενών προβλημάτων που παρουσιάζουν τα δύο βασικά, υποδείγματα, το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων και το Υπόδειγμα Αποτίμησης Εξισορροπητικής Αγοραπωλησίας, οι οποίες είναι: Shanken (1982, 1985, 1987), Sharpe (1982, 1984), Chen-Roll-Ross (1986), Ehrhardt (1987), Kim-Wu (1987), Burmeister-McElroy (1988), Dhrymes-Friend-Gultekin (1984), Diacogiannis (1986), Diacogiannis-Prasad-Glezakos-Merikas (1996), Diacogiannis-Diamandis (1997).

Ως κριτήριο επιλογής των εναλλακτικών προτάσεων επελέγη η συνάφειά τους ως προς την εξέταση μακροοικονομικών μεταβλητών ως πηγών συστηματικού κινδύνου.

Οι Roll και Ross (1980) επεσήμαναν τη σπουδαιότητα της θεωρητικής και εμπειρικής ανάλυσης που έχει ως στόχο της τον προσδιορισμό των παραγόντων που καθορίζουν τις αποδόσεις των μετοχών και συνέστησαν τον διαχωρισμό της ερευνητικής αυτής προσπάθειας από εναλλακτικά υποδείγματα τιμών ισορροπίας. Στα πλαίσια αυτής της συλλογιστικής οι Chen, Roll και Ross (1986) επέλεξαν τέσσερις οικονομικές μεταβλητές οι οποίες επηρεάζουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης και την αξία αυτών των ροών στους επενδυτές. Σύμφωνα με τους ανωτέρω επενδυτές οι μη αναμενόμενες μεταβολές των ακόλουθων μεταβλητών, θεωρητικά θα πρέπει να προσδιορίζουν τις αποδόσεις των αξιόγραφων (μετοχών): Πληθωρισμός, Πριμ χρονικής διάρκειας επιτοκίων, Πριμ κινδύνου των επιτοκίων και Βιομηχανική παραγωγή. Οι Chen, Roll και Ross υπέθεσαν ότι οι αποδόσεις των μετοχών καθορίζονται συναρτησιακά από μία πολυπαραγοντική σχέση:

$$R_i = \alpha_i + \sum_{j=1}^4 b_{ij} \times \Pi_j + e_i \quad (5)$$

από την οποία εκτιμώνται οι οριακοί συντελεστές επίδρασης των μακροοικονομικών μεταβλητών στις αποδόσεις των αξιόγραφων (οι Chen, Roll και Ross χρησιμοποιούν χαρτοφυλάκια από μετοχές βασισμένα στο βήτα των αξιόγραφων), με μηνιαίες χρονικές σειρές. Ακολούθως εκτίμησαν με διαστρωματικά δεδομένα την αποτίμηση της αγοράς για τους τέσσερις αυτούς παράγοντες κινδύνου με βάση τη σχέση ισορροπίας:

$$\overline{R}_i \cong \overline{R}_f + \sum_{j=1}^4 b_{ij} I_{ij} \quad (6)$$

Οι ανωτέρω ερευνητές βρήκαν ότι όλες οι μακροοικονομικές μεταβλητές έχουν στατιστικά σημαντική αποτίμηση στην αγορά κεφαλαίου ως παράγοντες συστηματικού κινδύνου. Η έρευνά τους διαφέρει μεθοδολογικά από το αρχικό υπόδειγμα της θεωρίας Αποτίμησης Εξισορροπητικής Αγοραπωλησίας του Ross στο ότι οι παράγοντες δεν είναι ενδογενείς αλλά προκαθορίζονται στη βάση μιας θεωρητικής ανάλυσης. Το πλεονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι ότι προσδίδει οικονομική υπόσταση στους παράγοντες που επιδρούν στον καθορισμό των αποδόσεων των αξιόγραφων. Το μειονέκτημά της είναι ότι αποκλείει άλλες μεταβλητές και άλλους παράγοντες που είναι δυνατό να έχουν προσδιοριστικό ρόλο στην αποτίμηση των αξιόγραφων επίσης.

Η μελέτη των Kim και Wu (1987) ακολουθεί διαφορετική μεθοδολογία από αυτήν των Chen, Roll και Ross. Διατηρεί τη βασική υπόθεση του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων για την κατανομή των αποδόσεων των αξιόγραφων. Αντικαθιστά όμως τη συνάρτηση:

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it} \quad (7)$$

όπου: R_{it} και R_{mt} ex-post αποδόσεις αξιόγραφων και του χαρτοφυλακίου της αγοράς αντίστοιχα. Η ανωτέρω σχέση είναι γνωστή και ως Υπόδειγμα της Αγοράς. Στη του υπέθεσαν την πιο κάτω πολυπαραγοντική γραμμική συνάρτηση:

$$R_i = E(R_i) + b_{i1}p_1 + b_{i2}p_2 + \dots + b_{ij}p_j + e_i \quad (8)$$

όπου: p_j ανεξάρτητοι παράγοντες σε απόκλιση από τον μέσο. Η σχέση αυτή εξ υποθέσεως ισχύει όχι μόνο για τις αποδόσεις εκάστου αξιόγραφου αλλά και για κάθε χαρτοφυλάκιο συμπεριλαμβανομένου και εκείνου της Αγοράς (όπου υποθέτουμε ότι το χαρτοφυλάκιο της αγοράς είναι καλώς διαφοροποιούμενο):

$$R_m = E(R_m) + b_{m1}p_1 + b_{m2}p_2 + \dots + b_{mj}p_j \quad (9)$$

Όταν οι μεταβλητές R_i και R_m από τις συναρτήσεις (8) και (9) αντικατασταθούν στην (1) προκύπτει η κατωτέρω συνάρτηση ισορροπίας:

$$E(R_i) \cong R_f + d_1 b_{i1} + d_2 b_{i2} + \dots + d_j b_{ij} \quad (10)$$

$$\text{όπου: } d_j = \frac{[E(R_m) - R_f]}{\text{Var}(R_m)} \text{Var}(p_j) \sum w_i b_{ij} \quad (11)$$

και w_i είναι το ποσοστό με το οποίο συμμετέχει το αξιόγραφο i στο χαρτοφυλάκιο της Αγοράς. Με τη μέθοδο αυτή οι Kim και Wu εισαγάγουν στα πλαίσια του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων μακροοικονομικούς επίσης παράγοντες και εξετάζουν την εμπειρική αποτίμηση του συστηματικού κινδύνου που

αυτοί εισαγάγουν στην αγορά κεφαλαίου. Τα αποτελέσματά τους συνηγορούν για μία πολυπαραγοντική σχέση κινδύνου-απόδοσης. Το υπόδειγμα όμως των Kim και Wu προϋποθέτει ότι το χαρτοφυλάκιο της Αγοράς είναι παρατηρήσιμο, αυτό όμως είναι εμπειρικά αδύνατο. Αν το προσεγγιστικό χαρτοφυλάκιο (για το χαρτοφυλάκιο της αγοράς) που χρησιμοποιήθηκε είναι αποτελεσματικό τότε ο έλεγχος του ανωτέρω υποδείγματος αφορά την αποτελεσματικότητα του προσεγγιστικού χαρτοφυλακίου και όχι τη σχέση ισορροπίας αυτή καθαυτή. Εάν το προσεγγιστικό χαρτοφυλάκιο είναι μη αποτελεσματικό τότε το υπόδειγμά τους δεν είναι σωστά προσδιορισμένο. Συνεπώς η μελέτη των Kim και Wu υπόκειται στη κριτική του Roll (1977).

Οι Diacogiannis και Diamandis (1997) λαμβάνοντας υπ' όψιν τα μειονεκτήματα των υποδειγμάτων των Chen, Roll και Ross (1986) και Kim, Wu (1987) απέδειξαν μία νέα θεωρητική πολυπαραγοντική σχέση ισορροπίας μεταξύ αναμενόμενης απόδοσης και κινδύνου, η οποία χρησιμοποιεί μακροοικονομικές μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν τους καθοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών. Αυτή η πολυπαραγοντική σχέση υποθέτει την ανυπαρξία ευκαιριών εξισορροπητικής αγοραπωλησίας, δηλαδή οι επενδυτές δεν μπορούν να δημιουργήσουν χαρτοφυλάκια με οριακό μηδενικό κίνδυνο και θετική αναμενόμενη απόδοση. Το νέο αυτό υπόδειγμα στηρίζεται επίσης στην ύπαρξη του πιο κάτω πολυπαραγοντικού γραμμικού υποδείγματος διαμόρφωσης των αποδόσεων μετοχών:

$$R_i = E(R_i) + b_{i1}f_1 + \dots + b_{ik}f_k + e_i \quad (12)$$

όπου: $i=1,2,3,4,\dots,n$, $E(R_i)$ η αναμενόμενη απόδοση του αξιόγραφου i , b_{is} μέτρο ευαισθησίας των μεταβολών της απόδοσης του αξιόγραφου i σε σχέση με τις μεταβολές του κοινού παράγοντα s , όπου $s = 1,2,3,4,\dots,k$ (αυτές οι ποσότητες ονομάζονται

συντελεστές βήτα των παραγόντων), f_s η τιμή του κοινού παράγοντα s που έχει μέση τιμή ίση με το μηδέν, ε_i ο διαταρακτικός όρος που συνδέεται με το αξιόγραφο i . Υποθέτουμε ότι οι διαταρακτικοί όροι έχουν μηδενικούς μέσους, είναι ασυσχέτιστοι μεταξύ τους και ασυσχέτιστοι με τους κοινούς παράγοντες. Επιπλέον υποθέτουμε ότι οι κοινοί παράγοντες είναι ασυσχέτιστοι μεταξύ τους. Με τη βοήθεια των ανωτέρω υποθέσεων αποδείχθηκε η πιο κάτω πολυπαραγοντική σχέση ισορροπίας:

$$E(R_i) \cong E(R_o) + b_i d_{i1} + \dots + b_{ik} d_k \quad (13)$$

όπου η αποτίμηση του κινδύνου που συνδέεται με τον παράγοντα s δίνεται από τον πιο κάτω τύπο, με $s = 1, 2, 3, 4, \dots, k$:

$$d_s = (E(R_p) - E(R_o)) b_{ps} \text{Var}(f_s) / \text{Var}(R_p) \quad (14)$$

όπου: $E(R_p)$ η αναμενόμενη απόδοση ενός πλήρως διαφοροποιημένου παρατηρήσιμου χαρτοφυλακίου, $E(R_o)$ η αναμενόμενη απόδοση του αξιόγραφου μηδενικού κινδύνου ή η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου που έχει μηδενικό συστηματικό κίνδυνο, b_{ps} ο συντελεστής βήτα του χαρτοφυλακίου p σε σχέση με τον κοινό παράγοντα s , $\text{Var}(f_s)$ η διακύμανση του κοινού παράγοντα s και $\text{Var}(R_p)$ η διακύμανση του χαρτοφυλακίου p .

Το υπόδειγμα των Diacogiannis και Diamandis προσδίδει οικονομική υπόσταση στους κοινούς παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση των αξιόγραφων σε αντίθεση με το υπόδειγμα αποτίμησης του arbitrage του Ross (1976, 1977) που στηρίζεται σε μη παρατηρήσιμους παράγοντες. Οι παρατηρήσιμοι κοινοί μακροοικονομικοί παράγοντες που χρησιμοποιούνται στο υπόδειγμα των Chen, Roll και Ross δεν είναι δυνατόν να

συμπεριλάβουν όλες τις μακροοικονομικές συστηματικές επιδράσεις που και θεωρητικά είναι δύσκολο να προσδιοριστούν. Τέλος, συγκρίνοντας την πολυπαραγοντική σχέση ισορροπίας των Diacogiannis και Diamandis με το πολυπαραγοντικό υπόδειγμα των Kim, Wu διαπιστώνουμε με βάση την κριτική του Roll, ότι οι τελευταίοι έχουν εκτιμήσει στην πραγματικότητα τα πριμ κινδύνου που προκύπτουν από το υπόδειγμα ισορροπίας των Diacogiannis και Diamandis.

1.2) ΘΕΩΡΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΧΡΕΟΓΡΑΦΩΝ

a) 1952, 1959: Markowitz «Θεωρία χαρτοφυλακίου».

Η θεωρία χαρτοφυλακίου όπως αναπτύχθηκε από τον Markowitz, βασίζεται σε τέσσερις υποθέσεις:

- 1) Οι επενδυτές έχουν ένα συγκεκριμένο και μεμονωμένο επενδυτικό ορίζοντα,
- 2) για τους επενδυτές κάθε μεμονωμένη μετοχή αντιπροσωπεύεται από μία κατανομή πιθανοτήτων των αναμενόμενων αποδόσεων. Η αναμενόμενη τιμή αυτής της κατανομής είναι ένα μέτρο της αναμενόμενης απόδοσης της μετοχής και η διακύμανση των αποδόσεων παρέχει ένα μέτρο του κινδύνου της.
- 3) Ένα χαρτοφυλάκιο μεμονωμένων μετοχών μπορεί να περιγραφεί απόλυτα από την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου και τη διακύμανση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου.
- 4) Οι επενδυτές ακολουθούν την αρχή της ορθολογικής συμπεριφοράς. Η αρχή αυτή προσδιορίζεται από δύο βασικές παραδοχές: (α) ο επενδυτής προτιμά τις μεγαλύτερες αποδόσεις από τις μικρότερες για κάθε συγκεκριμένο επίπεδο κινδύνου και (β) ο επενδυτής προτιμά τις πιο σίγουρες αποδόσεις από τις πιο ριψοκίνδυνες για κάθε συγκεκριμένο επίπεδο απόδοσης.

Με αφετηρία αυτές τις υποθέσεις, η θεωρία του χαρτοφυλακίου επιχειρεί να προσδιορίσει το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Πιο συγκεκριμένα, η θεωρία χαρτοφυλακίου ασχολείται με τις δυνατότητες συνδυασμού μεμονωμένων μετοχών σε χαρτοφυλάκια με ποσοτικά προσδιορισμένα χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης και με την επιλογή ενός χαρτοφυλακίου, το οποίο μεγιστοποιεί την αναμενόμενη ωφελιμότητα του επενδυτή με ορίζοντα μόνο μίας περιόδου.

b) 1963, 1964: William Sharpe, Μοντέλο ενός δείκτη αναφοράς: «Υπόδειγμα της αγοράς» (Market Model).

Τα υπόδειγμα της αγοράς περιγράφει μία γραμμική σχέση ανάμεσα στην απόδοση μεμονωμένων χρεογράφων και την απόδοση της συνολικής αγοράς. Βασίζεται στην υπόθεση ότι η απόδοση ενός χρεογράφου έχει την τάση να κυμαίνεται όμοια με την απόδοση του δείκτη της αγοράς. Το υπόδειγμα εκφράζεται μαθηματικά από την εξίσωση:

$$R_{it} = b_i R_{mt} + a_i + e_{it}$$

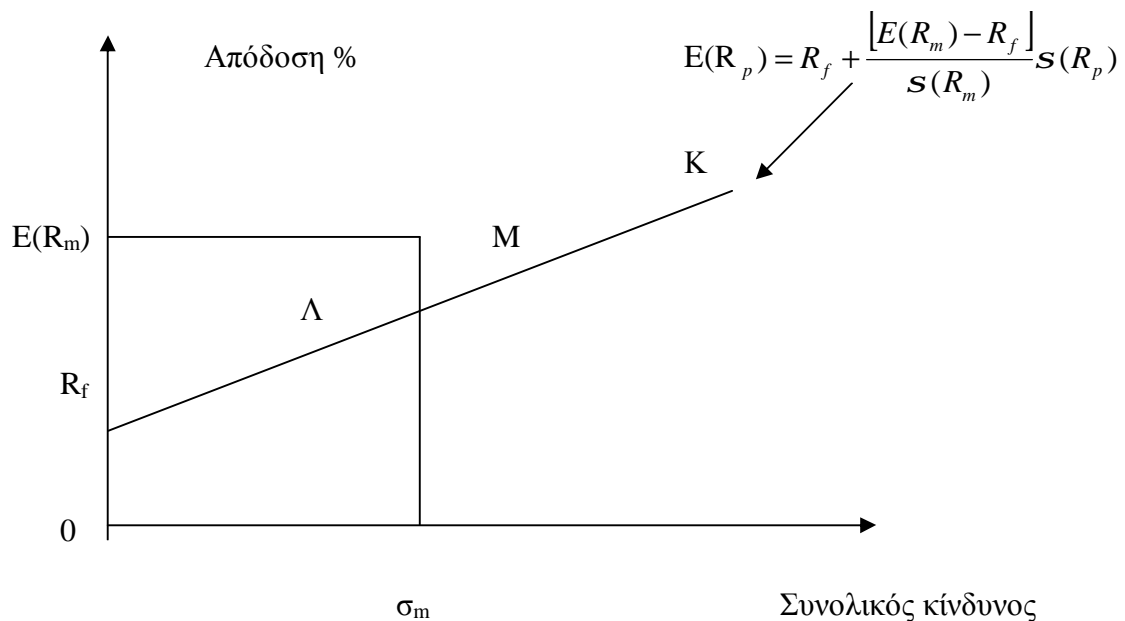
Υποθέσεις υποδείματος: (α) $E(e_{it})=0$, δηλαδή η αναμενόμενη τιμή του στοχαστικού όρου είναι μηδέν. (β) $Cov(e_{it}, e_{it+k})=0$, για κάθε $k \neq 0$, όπου και είναι δύο διαφορετικές τιμές του στοχαστικού όρου. Αυτό σημαίνει ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση μεταξύ των τιμών του στοχαστικού όρου e_i . Η υπόθεση αυτή είναι αναγκαία για την εκτίμηση των παραμέτρων του δείγματος. (γ) $Cov(e_{it}, R_{mt})=0$. Η τυχαία μεταβλητή, η οποία εκφράζει την επίδραση των τυχαίων, μη συστηματικών παραγόντων, είναι ανεξάρτητη από τις μεταβολές του συστηματικού παράγοντα R_m . (δ) $Var(e_{it})=\sigma^2_{e_{it}}$. Η υπόθεση αυτή είναι η υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας. Σύμφωνα μ' αυτήν, η διακύμανση των καταλοίπων είναι σταθερή για όλη την περίοδο του δείγματος.

Εάν οι υποθέσεις πληρούνται, τότε οι εκτιμητές ελαχίστων τετραγώνων είναι αμερόληπτοι και έχουν τη μικρότερη διακύμανση μεταξύ όλων των γραμμικών και αμερόληπτων εκτιμητών.

- c) 1964: Sharpe, 1965: Lintner, 1966: Mossin, Μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων: «Υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων» (Capital Asset Pricing Model), «Καμπύλη κεφαλαιαγοράς».

Η καμπύλη της κεφαλαιαγοράς ισχύει μόνο για αποδοτικά χαρτοφυλάκια και είναι η σχέση ισορροπίας μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης και του κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου, όπου ο κίνδυνος υπολογίζεται από την τυπική απόκλιση της απόδοσής του. Δηλαδή ισχύει:

$$E(R_p) = R_f + \frac{[E(R_m) - R_f]}{\sigma(R_m)} \sigma(R_p)$$



- d) 1977: Ross, «Υπόδειγμα αποτίμησης εξισορροπητικών αγοραπωλησιών» (Arbitrage Pricing Theory).

Υποθέτει το υπόδειγμα αποτίμησης εξισορροπητικών αγοραπωλησιών ότι οι αποδόσεις των αξιόγραφων αναλύονται ως γραμμικός συνδυασμός ενός «K-

παραγοντικού μοντέλου» όπου οι παράγοντες είναι κοινοί για όλα τα αξιόγραφα και φυλακίζουν όλο το συστηματικό κίνδυνο.

(α) Δεν υπάρχουν ευκαιρίες arbitrage στην αγορά, δηλαδή οι επενδυτές δεν μπορούν να δημιουργήσουν χαρτοφυλάκια με οριακό κίνδυνο και θετική αναμενόμενη απόδοση.

(β) Ο αριθμός των αξιόγραφων στην αγορά είναι τόσο μεγάλος ώστε να μπορεί να εφαρμοστεί ο νόμος των μεγάλων αριθμών.

Μαθηματικά εκφράζεται με τον τύπο:

$$R_i = E(R_i) + b_{1k}(f_{1k}) + b_{2k}(f_{2k}) + \dots + b_{nk}(f_{nk}) + e_i$$

e) 1997: Diacogiannis - Diamandis, «Πολυπαραγοντικό υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων σε συνθήκες ισορροπίας εξισορροπητικής αγοραπωλησίας με μετρήσιμους μακροοικονομικούς παράγοντες».

Οι Diacogiannis και Diamandis απέδειξαν μία νέα θεωρητική πολυπαραγοντική σχέση ισορροπίας μεταξύ αναμενόμενης απόδοσης και κινδύνου, η οποία χρησιμοποιεί μακροοικονομικές μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν τους καθοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχών. Αυτή η πολυπαραγοντική σχέση υποθέτει την ανυπαρξία ευκαιριών εξισορροπητικής αγοραπωλησίας, δηλαδή οι επενδυτές δεν μπορούν να δημιουργήσουν χαρτοφυλάκια με οριακό μηδενικό κίνδυνο και θετική αναμενόμενη απόδοση. Το νέο αυτό υπόδειγμα στηρίζεται επίσης στην ύπαρξη του πιο κάτω πολυπαραγοντικού γραμμικού υποδείγματος διαμόρφωσης των αποδόσεων μετοχών:

$$R_i = E(R_i) + b_{i1}f_1 + \dots + b_{ik}f_k + e_i$$

Υποθέτουν ότι οι διαταρακτικοί όροι έχουν μηδενικούς μέσους, είναι ασυσχέτιστοι μεταξύ τους και ασυσχέτιστοι με τους κοινούς παράγοντες. Επιπλέον υποθέτουν ότι οι κοινοί παράγοντες είναι ασυσχέτιστοι μεταξύ τους. Με τη βοήθεια των ανωτέρω υποθέσεων αποδείχθηκε η πιο κάτω πολυπαραγοντική σχέση ισορροπίας:

$$E(R_i) \cong E(R_o) + b_i d_{i1} + \dots + b_{ik} d_k$$

όπου η αποτίμηση του κινδύνου που συνδέεται με τον παράγοντα s δίνεται από τον πιο κάτω τύπο, με $s = 1, 2, 3, 4, \dots, k$:

$$d_s = (E(R_p) - E(R_o)) b_{ps} \text{Var}(f_s) / \text{Var}(R_p)$$

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο

ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η ΜΕΤΡΗΣΗ ΚΑΙ Η ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ ΤΟΥΣ

2.1) ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Αντικείμενο της μακροοικονομικής ανάλυσης είναι τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη, τα οποία είναι: το συνολικό εισόδημα, το συνολικό προϊόν, η συνολική δαπάνη της οικονομίας, η μελέτη του εθνικού πλούτου, η συνολική κατανάλωση, η συνολική αποταμίευση, η συνολική επένδυση, η συνολική απασχόληση, το γενικό επίπεδο τιμών, το γενικό επίπεδο μισθών και ημερομισθίων, την οικονομική ανάπτυξη, ο πληθωρισμός και η ανεργία.

Εθνικό προϊόν είναι το σύνολο των αγαθών και υπηρεσιών που παράγονται σε μία οικονομία κατά τη διάρκεια μιας ορισμένης χρονικής περιόδου, που είναι συνήθως ο χρόνος.

Το άθροισμα των εισοδημάτων τα οποία αποκτούν οι συντελεστές παραγωγής από τη συμμετοχή τους στη παραγωγική διαδικασία αποτελούν το **εθνικό εισόδημα** μιας χώρας.

Εθνική δαπάνη είναι η δαπάνη για τα αγαθά που έχουν παραχθεί και για τα εισοδήματα που έχουν απαιτηθεί. Η εθνική δαπάνη σε μία κλειστή οικονομία περιλαμβάνει τη δαπάνη για κατανάλωση και τη δαπάνη για επένδυση.

Εισαγωγές-Εξαγωγές: στο σύγχρονο κόσμο οι οικονομίες δεν είναι κλειστές. Αποτέλεσμα των συναλλακτικών σχέσεων μίας χώρας με τον υπόλοιπο κόσμο είναι η δημιουργία ενός ρεύματος αγαθών και υπηρεσιών που κατευθύνονται στο εξωτερικό

και ενός ρεύματος αγαθών και υπηρεσιών που εισρέουν στο εσωτερικό. Οι δόσοληψίες μιας χώρας με τον υπόλοιπο κόσμο εκφράζονται με το **Ισοζύγιο Πληρωμών**, στο οποίο γίνεται η αντιπαράθεση της ποσότητας συναλλάγματος που απαιτήθηκε :

α) από την πώληση αγαθών και υπηρεσιών, β) από την εισροή κεφαλαίων από το εξωτερικό, από τη μία πλευρά.

Από την άλλη πλευρά: α) από την αγορά αγαθών και υπηρεσιών από το εξωτερικό, β) από την εκροή συναλλάγματος προς το εξωτερικό.

Επένδυση είναι η δαπάνη που γίνεται σε μία ορισμένη περίοδο για να παραχθούν κεφαλαιουχικά αγαθά, κατοικίες και για να αυξηθούν τα αποθέματα της οικονομίας. Η σημασία της επένδυσης είναι διπλή για την οικονομία. Πρώτα η δαπάνη για επένδυση είναι δαπάνη πάνω στο εθνικό προϊόν και ύστερα η πραγματοποίηση της επένδυσης αποτελεί αύξηση του κεφαλαίου και επομένως αύξηση των παραγωγικών δυνατοτήτων της οικονομίας.

Απασχόληση είναι ο βαθμός χρησιμοποίησης του συνόλου των παραγωγικών συντελεστών ή ο βαθμός εκμετάλλευσης των πλουτοπαραγωγικών πηγών μιας χώρας.

Το κράτος ασκεί **δημοσιονομική πολιτική**, συμμετέχει στη λειτουργία της παραγωγής, στην λειτουργία της δαπάνης και στη λειτουργία της διανομής. Δημιουργεί εισοδήματα, καταναλώνει και επενδύει αγαθά. Με τη δραστηριότητά του αυτή ελέγχει και επηρεάζει αποφασιστικά την οικονομική ζωή του τόπου. Αναλαμβάνει επίσης τον διορθωτικό ρόλο του μηχανισμού της αγοράς και προσπαθεί να αριστοποιήσει τις συνθήκες παραγωγής, διανομής και δαπάνης του προϊόντος που παράγεται στην οικονομία. Μέσα δημοσιονομικής πολιτικής είναι:

A) Οι δημόσιες δαπάνες:

I) Δημόσιες δαπάνες για αγαθά και υπηρεσίες (μισθοί δημοσίων υπαλλήλων, ενοίκια, δαπάνες για κατασκευές λιμανιών, νοσοκομείων, σχολείων, δρόμων κ.λ.π.) και

II) Μεταβιβαστικές πληρωμές (επιδόματα ανεργίας, οικογενειακά επιδόματα, πολεμικές συντάξεις κ.λ.π.).

B) Οι φόροι:

I) Φόροι εισοδήματος,

II) Φόροι περιουσίας και

III) Φόροι δαπάνης ή έμμεσοι φόροι.

Γ) Ο δημόσιος δανεισμός.

Ο **Πληθωρισμός** είναι ένα από τα βασικότερα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι οικονομίες. Είναι η τάση για συνεχή άνοδο του γενικού επιπέδου των τιμών με αποτέλεσμα να μειώνεται η αγοραστική δύναμη του χρήματος. Το γενικό επίπεδο τιμών εκφράζεται με ένα δείκτη που είναι γνωστός ως δείκτης τιμών καταναλωτή ή τιμάρθμος. Η ποσοστιαία μεταβολή του επιπέδου των τιμών (δείκτης τιμών) μέσα σε μία ορισμένη χρονική περίοδο ονομάζεται ρυθμός πληθωρισμού. Διακρίνεται σε πληθωρισμό ζήτησης και πληθωρισμό κόστους. Ο πληθωρισμός είναι ένα φαινόμενο που διαταράσσει την ομαλή λειτουργία του οικονομικού συστήματος και ασκεί σημαντικές επιδράσεις σε όλους τους τομείς της οικονομίας. Οι επιδράσεις αυτές εξαρτώνται από την ένταση του πληθωρισμού. Αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών σε μικρό ποσοστό 2-3% κάθε χρόνο δεν δημιουργεί προβλήματα, αντίθετα θεωρείται από πολλούς οικονομολόγους ότι έχει θετική επίδραση στη παραγωγή γιατί δημιουργεί προσδοκίες κέρδους.

2.2) Η ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΩΝ ΒΑΣΙΚΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ, ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΠΟΥ ΑΝΑΦΕΡΟΝΤΑΙ ΣΕ ΑΥΤΑ ΚΑΙ ΣΧΕΣΕΙΣ ΜΕΤΑΞΥ ΤΟΥΣ

Η μέτρηση των μακροοικονομικών μεγεθών εξυπηρετεί στη διαμόρφωση της μακροοικονομικής πολιτικής, στη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων αλλά και στην ανάπτυξη της μακροοικονομικής θεωρίας.

2.2.1) Μέτρηση της οικονομικής δραστηριότητας - Α.Ε.Π. - Εθνικοί Λογαριασμοί.

Το προϊόν που παράγεται σε μία οικονομία κατά τη διάρκεια μιας ορισμένης χρονικής περιόδου ονομάζεται Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (Α.Ε.Π.). Ισούται με το άθροισμα της κατανάλωσης (C) , των επενδύσεων(I), των δημόσιων δαπανών(G) και των καθαρών εξαγωγών(X-M):

$$\text{Α.Ε.Π.} = C + I + G + [X - M] \quad (1)$$

2.2.1.1) Μέθοδος τελικής δαπάνης:

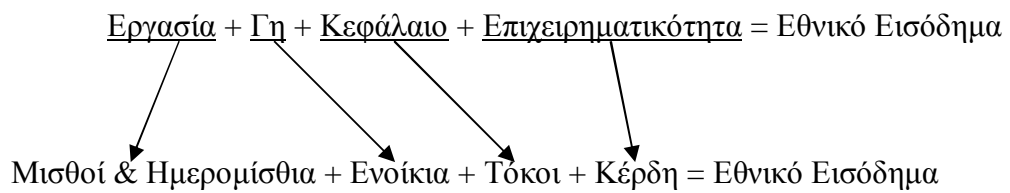
$$G.N.P. = C_p + I_p^A + G + (X - M) \quad (2)$$

$$N.N.P. = C_p + I_p^K + G + (X - M) \quad (3)$$

όπου: C_p η κατανάλωση του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας, I_p οι επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας, I_p^A η ακαθάριστη επένδυση, I_p^K η καθαρή

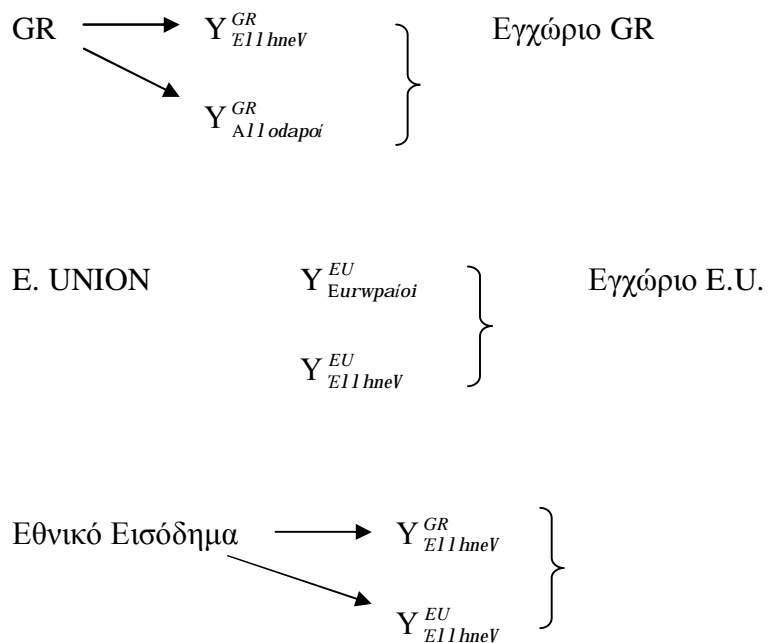
επένδυση ($I_p^K = I_p^A - \text{ΑποσβέσειV}$), G οι δαπάνες του δημοσίου τομέα για αγορά αγαθών και υπηρεσιών ($G = G_c + G_I$), X οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών, M οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών.

2.2.1.2) Μέθοδος εισοδημάτων:



2.2.1.3) Μέθοδος προστιθέμενης αξίας:

Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν σε τιμές κόστους,



Εγχώριο Προϊόν = Εθνικό Προϊόν – Καθαρό Εισόδημα από το εξωτερικό (Εισροές-Εκροές)

Εισροές: Εισοδήματα Ελλήνων εξωτερικού τα οποία μπαίνουν στη χώρα. Εκροές: Εισοδήματα αλλοδαπών που αποκτώνται στην Ελλάδα αλλά φεύγουν από τη χώρα.

2.2.2) Βασικές ταυτότητες των εθνικών λογαριασμών:

$$Α.Ε.Π. = C + I + G + (X-M) \quad (1)$$

Α.Ε.Π. = Άθροισμα της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας από τον πρωτογενή, τον δευτερογενή και τον τριτογενή τομέα (περιλαμβάνονται οι αποσβέσεις και οι καθαροί έμμεσοι φόροι) (2)

Α.Ε.Π. = Μισθοί και ημερομίσθια + Εισφορές σε ασφαλιστικά ταμεία που βαρύνουν τους εργοδότες + Πρόσοδοι γης + Τόκοι + Κέρδη + Αποσβέσεις + Καθαροί έμμεσοι φόροι (3)

$$\text{Καθαρό Εγχώριο Προϊόν} = Α.Ε.Π. - \text{Αποσβέσεις} \quad (4)$$

Καθαρό εγχώριο προϊόν σε τιμές κόστους συντελεστών παραγωγής ή Εγχώριο Εισόδημα = Καθαρό Εγχώριο Προϊόν – Καθαροί Έμμεσοι Φόροι (5)

Διαθέσιμο εισόδημα:

A) Διαθέσιμο εισόδημα = Εθνικό Εισόδημα – Φόροι Εισοδήματος – Φόροι Κερδών – Εισφορές Κοινωνικής Ασφάλισης – Αδιανέμητα Κέρδη + Μεταβιβαστικές Πληρωμές (6)

B) Διαθέσιμο εισόδημα = Κατανάλωση + Αποταμίευση (7)

2.2.2.1) Κρατικός Προϋπολογισμός και τα δημοσιονομικά μεγέθη

$$T - G = I_p - S_p + G + (X - M) \quad (8)$$

Ο κρατικός προϋπολογισμός ($T - G$) μιας χώρας περιλαμβάνει προς προβλεπόμενες δαπάνες και τα προβλεπόμενα έσοδα του κράτους κατά τη διάρκεια προς έτους. Περιλαμβάνει τον τακτικό προϋπολογισμό, στον οποίο παρουσιάζονται τα έσοδα και προς οι δαπάνες εκτός από προς δαπάνες για επενδύσεις και τον προϋπολογισμό δημοσίων επενδύσεων, ο οποίος αναφέρεται προς επενδυτικές δραστηριότητες του κράτους, δηλαδή στη δημιουργία νέου κεφαλαίου.

2.2.2.2) Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών



Στο **Ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών** ή **Ισοζύγιο Πληρωμών** καταγράφονται οι συναλλαγές μιας χώρας με όλες τις άλλες χώρες του κόσμου.

Στο **Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (X – M)** καταγράφονται οι εισαγωγές και οι εξαγωγές εμπορευμάτων και υπηρεσιών, καθώς και οι ροές εισοδημάτων και μεταβιβαστικών πληρωμών από και προς τον υπόλοιπο κόσμο.

Στο **Ισοζύγιο Χρηματοοικονομικών Συναλλαγών** καταγράφονται οι εισροές και οι εκροές κεφαλαίων για μακροχρόνια ή βραχυχρόνια τοποθέτηση, επένδυση σε πάγια στοιχεία κ.λ.π.

2.2.2.3) Δίδυμα ελλείμματα

$$(S - I) + (T - G) = (X - M) \quad (9)$$

Στη σχέση (9) στηρίζεται η άποψη για τα δίδυμα ελλείμματα, ότι το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού δημιουργεί τις προϋποθέσεις για την εμφάνιση ελλείμματος στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Εάν $(T - G) < 0$ και δεν καλύπτεται από θετική διαφορά μεταξύ της ιδιωτικής αποταμίευσης και επένδυσης, τότε θα υπάρχει και $(X - M) < 0$.

2.2.2.4) Δείκτες τιμών

$$A_{Laspeyres} = \frac{\sum_{i=1}^n p_i^t q_i^0}{\sum_{i=1}^n p_i^0 q_i^0} \quad (10)$$

$$A_{Paasche} = \frac{\sum_{i=1}^n p_i^t q_i^t}{\sum_{i=1}^n p_i^0 q_i^t} \quad (11)$$

$$\text{Αποπληθωριστής Α.Ε.Π. (GNP deflator)} = \frac{\text{Ονομαστική αξία Α.Ε.Π.}}{\text{Πραγματική αξία Α.Ε.Π.}} \quad (12)$$

Δείκτης τιμών καταναλωτή (Consumer price index): δείχνει τις μεταβολές στο επίπεδο των τιμών ενός καλαθιού αγαθών και υπηρεσιών που αγοράζει ένα νοικοκυριό που θεωρείται ως αντιπροσωπευτικό.

$$\text{Αποπληθωριστής κατανάλωσης} = \frac{\text{Ονομ.ΑξίαΣυν.Κατανάλ wshV}}{\text{Πραγμ.ΑξίαΣυν.Κατανάλ wshV}} \quad (13)$$

Δείκτης τιμών ειδών χονδρικής πώλησης (Wholesale price index): αναφέρεται στις τιμές των προϊόντων της βιομηχανίας, της γεωργίας, των μεταλλείων κ.λ.π., τα οποία αγοράζονται σε μεγάλες ποσότητες από άλλες επιχειρήσεις.

2.2.3) Μέτρηση της ανεργίας και της απασχόλησης, σχέση μεταξύ ανεργίας και προϊόντος

$$\text{Συντελεστής ανεργίας} = \frac{\text{Αριθμός Ανεργών}}{\text{Εργατικό δυναμικό}} \% \quad (14)$$

$$\text{Συντελεστής απασχόλησης} = \frac{\text{Αριθμός Απασχολούμενων}}{\text{Πληθυσμός ηλικίας 15 ετών}} \% \quad (15)$$

2.3) Η ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ

Οι μακροοικονομικοί παράγοντες όπως το Α.Ε.Π., ο πληθωρισμός, η ανεργία, η παραγωγή, η κατανάλωση, η αποταμίευση, η επένδυση κ.λ.π., είναι πολύ σημαντικοί δείκτες της οικονομίας. Η κυβέρνηση έχοντας στα χέρια της τα απαραίτητα χρηματοοικονομικά εργαλεία και τις κατάλληλες οικονομικές πληροφορίες καταρτίζει προϋπολογισμό δαπανών-εσόδων, ασκεί δημοσιονομική και αναπτυξιακή πολιτική. Ασκεί κοινωνική πολιτική και δημιουργεί προϋποθέσεις ανάπτυξης. Χτίζει σχολεία, γέφυρες, φτιάχνει δρόμους και εθνικά δίκτυα συγκοινωνίας. Δημιουργεί νέες θέσεις εργασίας δημιουργώντας νέες παραγωγικές εγκαταστάσεις, εργοστάσια, δίνοντας κίνητρα για την ανάπτυξη και άνθηση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και του τουριστικών εγκαταστάσεων. Ασκεί φορολογική πολιτική και ενισχύει τα χαμηλά εισοδηματικά στρώματα με τις μεταβιβαστικές πληρωμές (επιδόματα ανεργίας, μητρότητας, υγείας κλπ). Από την άλλη πλευρά με τους μακροοικονομικούς παράγοντες κάνει προβλέψεις και σχεδιασμούς για ανάπτυξη και ευημερία της οικονομίας και της κοινωνίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ & ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

3.1) ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ, ΤΟ ΠΑΡΟΝ ΚΑΙ ΤΟ ΜΕΛΛΟΝ ΤΗΣ

Στην 22η θέση κατατάσσεται από πλευράς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας η Ελλάδα, σύμφωνα με έκθεση του Παγκόσμιου Οικονομικού Φόρουμ, η οποία αφορά τα όποια επιτεύγματα έχει κατορθώσει να επιτύχει η Ε.Ε., από τις κατευθυντήριες γραμμές που έθεσε το 2000 στη Λισσαβόνα. Η ελληνική, όμως, οικονομία δεν είναι η μόνη «ουραγός» αλλά ανάλογη πορεία ακολουθούν πολύ πιο ισχυρές χώρες.

3.1.1) ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥ ΕΝΙΑΙΟΥ ΝΟΜΙΣΜΑΤΟΣ (ΕΥΡΩ) ΣΤΟ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΤΟΜΕΑ

Η μετάβαση στο ενιαίο νόμισμα αποτέλεσε σημαντική εξέλιξη για την εμβάθυνση και ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς. Και τούτο γιατί η Ευρωπαϊκή Ένωση αποτελεί τη μεγαλύτερη εμπορική δύναμη στον κόσμο και συνεπώς το νόμισμά της θα καταστεί γρήγορα ένα από τα κυριότερα μέσα συναλλαγών και αποθεματοποιήσεως πλούτου. Ήδη τα αποτελέσματα είναι ορατά, η ισοτιμία \$/ΕΥΡΩ είναι περίπου 1,2, αυτό σημαίνει ότι για να αγοράσει ο Αμερικανός ευρωπαϊκό προϊόν του 1 ΕΥΡΩ πρέπει να δαπανήσει 1\$. Είναι σημαντικό να αντιληφθούμε ότι η επικράτηση του ενιαίου νομίσματος θα μεταβάλλει εκ βάθρων τις συνθήκες ανταγωνισμού ανοίγοντας την εγχώρια αγορά ενώ θα επιφέρει σειρά θεσμικών, διοικητικών, και άλλων λειτουργικών αλλαγών που θα απαιτηθούν κατά τη μετάβαση του δημοσίου και ιδιωτικού τομέα στη νέα πραγματικότητα του ΕΥΡΩ.

3.1.2) ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΑΠΟ ΕΞΩΓΕΝΕΙΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

Πόσο κοντά είναι ένα νέο χρηματιστηριακό «κραχ»; Η αφορμή μπορεί να προκύψει ανά πάσα στιγμή και από οποιαδήποτε γωνιά του πλανήτη καθώς οι μετακινήσεις κεφαλαίων εις αναζήτηση ασφάλειας εν όψει και του πολέμου στον Ιράκ έχουν πολλαπλασιασθεί. Σε ιδιαίτερα επικίνδυνα νερά κινούνται οι ευρωπαϊκές τράπεζες που προκαλούν μεγάλες πιέσεις στις χρηματιστηριακές αγορές. Το πρόβλημα σύμφωνα με πληροφορίες επισημάνθηκε και στη διάρκεια των συζητήσεων στην Σύνοδο του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου.

Σύμφωνα με μελέτη της Τράπεζας Διεθνών Διακανονισμών η κατακόρυφη πτώση των τιμών των μετοχών τα δύο τελευταία χρόνια έχει προκαλέσει πολύ σοβαρή συμπίεση των ιδίων κεφαλαίων τους με αποτέλεσμα ορισμένοι τραπεζικοί όμιλοι να είναι υποχρεωμένοι να προχωρήσουν σε μεγάλες ρευστοποιήσεις χαρτοφυλακίων. Είναι χαρακτηριστικό ότι ο δείκτης φερεγγυότητας των ευρωπαϊκών τραπεζών (Tier 1 Ratio) με απολογιστικά στοιχεία του 2003 έχει ήδη πέσει στο 7,7%. Ανεπαρκή ποσοστά φερεγγυότητας της τάξης του 5,5% - 7% συναντώνται σε σημαντικό αριθμό τραπεζών (και σε επώνυμες τράπεζες) της Αυστρίας, της Ολλανδίας, της Γερμανίας και ιδιαίτερα της Ιταλίας και της Πορτογαλίας. Ενδεικτικά σημειώνεται ότι ο μέσος όρος φερεγγυότητας των αυστριακών τραπεζών είχε πέσει μετά τα αποτελέσματα του 2003 στο 6%, των ιταλικών στο 6,6%, ενώ των γαλλικών τραπεζών είχε συγκρατηθεί στο 8%.

Οι ελληνικές τράπεζες παρουσίαζαν μέχρι τα τέλη του 2003 μια πολύ καλύτερη εικόνα με μέσο όρο ποσοστού φερεγγυότητας το 11,9% που ήταν ο καλύτερος στην Ευρωζώνη. Όπως επισημαίνουν αρμόδιοι παράγοντες της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας τα ποσοστά αυτά εκτιμάται ότι έχουν χειροτερέψει ακόμα περισσότερο το 2004 καθώς από την αρχή του έτους η πτώση των τιμών στα χρηματιστήρια συνεχίζεται με ακόμα μεγαλύτερη ταχύτητα. Αρμόδιο για τις κεφαλαιαγορές στέλεχος του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου σχολιάζοντας την κατάσταση των ευρωπαϊκών τραπεζών παραδέχθηκε ότι αποτελούν τον μεγαλύτερο κίνδυνο καθώς «η πίεση την οποία υφίστανται θα υποχρεώσει κάποιους ομίλους να προχωρήσουν σε ρευστοποίηση μετοχών...». Ορισμένοι αναλυτές υποστηρίζουν ότι η μεγάλη πτώση στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια είναι πιθανό να καταγράψει τα πρώτα αποτελέσματα αυτής της διαδικασίας ρευστοποίησης η οποία επιδεινώνεται από το άσχημο κλίμα που έχει δημιουργήσει η αμεσότητα της απειλής του νέου πολέμου στο Ιράκ. Η μεγάλη ζημιά όπως υποστηρίζουν έχει γίνει στις ασφαλιστικές εταιρείες και στις τράπεζες και έχει οδηγήσει σε πρωτοφανή υποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων των τραπεζικών ομίλων. Εκείνες μάλιστα εκ των τραπεζών που είχαν μεγάλα ανοίγματα στην Λατινική Αμερική (κυρίως τράπεζες της Ισπανίας, της Γαλλίας και της Ιταλίας) έχουν υποχρεωθεί σε μεγάλες προβλέψεις για κάλυψη επισφαλειών μέσα στο τρέχον οικονομικό έτος που με την σειρά του έχει συμπιέσει ακόμα περισσότερο τα ίδια κεφάλαια και τον βαθμό φερεγγυότητάς τους. Η αιτία της δυστοκίας για να γίνουν κάποιες παρεμβάσεις από κοινού, από τους μεγάλους όπως φάνηκε τις παραμονές του ΔΝΤ, βρίσκεται όπως διαπιστώθηκε στην σύνοδο, στο γεγονός ότι η παρούσα κρίση δεν μοιάζει με όσες έχουν προηγηθεί και έτσι κανένας δεν είναι διατεθειμένος να δώσει για ένα αμφίβολο αποτέλεσμα.

Είναι χαρακτηριστικό ότι η διάρκεια της κρίσης αυτής είναι η μεγαλύτερη μετά από εκείνη που είχε στο κέντρο της το κραχ του 1929 και ούτε το ΔΝΤ, η ΕΚΤ ή η Κομισιόν δεν βάζουν το χέρι τους στην «φωτιά» ότι θα δούμε το τέλος της το 2004. Άλλωστε τον πόλεμο του Κόλπου το 1990-91 ακολούθησε ύφεση και ισχυρά σοκ σε αναδυόμενες αγορές (κρίση του Μεξικού) που μέσα από μεγάλες νομισματικές αναταραχές οδήγησαν στο 1997. Την ύφεση αυτή είχε «πληρώσει» άλλωστε και ο ίδιος Μπους χάνοντας τις εκλογές στις ΗΠΑ από τον Μπιλ Κλίντον.

Οι εκπρόσωποι του ΔΝΤ στην σύνοδο αυτή προσπάθησαν να καθησυχάσουν τους επενδυτές ότι η κατάσταση μπορεί να ελεγχθεί ιδιαίτερα στις αγορές κεφαλαίου και στις αγορές συναλλάγματος. Η προσπάθεια αυτή ήταν εξαιρετικά αναγκαία - αν και χωρίς ουσιαστικό αποτέλεσμα τελικά - καθώς οι εργασίες της συνόδου άρχισαν και συνεχίστηκαν σε συνθήκες πρωτοφανούς μετακίνησης κεφαλαίων στις διεθνείς αγορές από τίτλους και επενδύσεις με μεγάλες αποδόσεις αλλά και ρίσκο, σε τίτλους με χαμηλές αποδόσεις αλλά και μικρό σχετικά κίνδυνο. Οι μεγάλες επενδυτικές τράπεζες στα δελτία τους υποστήριζαν ότι η κίνηση αυτή έχει ενισχυθεί τόσο πολύ το τελευταίο δεκαήμερο που έχει ξεπεράσει ακόμα και τα επίπεδα του 1998 με την κρίση που είχε ξεσπάσει με κέντρο την Ρωσία και την Βραζιλία. Ορισμένοι μάλιστα δεν διστάζουν αν ερμηνεύσουν την επιφυλακτικότητα της FED και της ΕΚΤ για περαιτέρω μείωση των επιτοκίων, από το γεγονός ότι μια μείωση επιτοκίων υπό τις παρούσες συνθήκες θα προκαλούσε περισσότερες ανησυχίες παρά θα σταθεροποιούσε τις αγορές.

Η γκριζα σκιά της ύφεσης πάντως έχει «σταθμεύσει» για τα καλά πάνω από τις οικονομίες της ζώνης του ΕΥΡΩ. Στην προοπτική αυτή συμφωνούν τόσο η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, όσο και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα. Το «κέντρο» της κρίσης έχει για τα καλά εγκατασταθεί στις δύο μεγαλύτερες ευρωπαϊκές οικονομίες την γερμανική και

την γαλλική. Στην Γερμανία η ύφεση έχει αρχίσει να απλώνεται και στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις για τις οποίες υπολογίζεται ότι περίπου 100 χιλ. θέσεις θα καταργηθούν μέσα στους επόμενους μήνες, ενώ από τους μεγάλους εξαγωγικούς βιομηχανικούς ομίλους, αναμένονται το αργότερο μέχρι τις αρχές του 2005 απολύσεις που θα ξεπερνούν τις 12 - 14 χιλιάδες. Η "καύση" κεφαλαίων στο χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης μέσα στο τελευταίο εξάμηνο έχει ξεπεράσει κάθε προηγούμενο και έχει φθάσει για τις 30 μεγαλύτερες εισηγμένες εταιρείες τα 366 δισ. ΕΥΡΩ ήτοι περίπου όσο είναι το ετήσιο ΑΕΠ της Ολλανδίας. Η εικόνα είναι περίπου αντίστοιχη και στην Γαλλία της οποίας το δημόσιο έλλειμμα προσεγγίζει επικίνδυνα το όριο του 3% του ΑΕΠ στο οποίο ήδη έχει φθάσει η Γερμανία. Η Κομισιόν στη τελευταία Έκθεση της δεν άφησε πολλά περιθώρια προσδοκιών, υπογραμμίζοντας ότι η ευρω-οικονομία στην διάρκεια του καλοκαιριού δεν βελτίωσε καθόλου τις προοπτικές της και ότι ο ρυθμός ανάπτυξης φέτος θα μείνει κάτω από το 1% στην καλύτερη περίπτωση.

Μέσα σε ένα τέτοιο περιβάλλον η Κομισιόν υποχρεώθηκε - για να «σώσει» θεσμικά το Πρόγραμμα Σταθερότητας - να προχωρήσει σε μια απόφαση σύμφωνα με την οποία η υποχρέωση ισοσκελισμού των προϋπολογισμών των χωρών που έχουν πρόβλημα (Γερμανία, Πορτογαλία, Γαλλία, Ιταλία) μετατίθεται για το 2006. Όμως όπως όλα δείχνουν ούτε αυτό το βήμα είναι επαρκές για να «σπρώξει» την ανάκαμψη στην ευρωζώνη και η πίεση για επόμενα βήματα στην ίδια κατεύθυνση θα ακολουθήσουν πριν από το τέλος του έτους.

3.1.3) ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΜΕΤΑ ΤΙΣ ΕΚΛΟΓΕΣ

Πώς θα μπορούσε να ερμηνευθεί η, έστω και μικρή, πτώση του χρηματιστηρίου αμέσως μετά τις εκλογές; Το ερώτημα είναι καίριο και άπτεται των εκτιμήσεων της αγοράς για την πορεία της οικονομίας στους αμέσως επόμενους μήνες. Διότι, κατά μερικούς κύκλους, η εξέλιξη αυτή είναι κάπως ασυνήθιστη, καθώς κατά κανόνα η άνοδος μιας νέας κυβέρνησης -και δη οικονομικά φιλελεύθερης- συνοδεύεται και από άνοδο της αγοράς. Τα τρία κύρια χαρακτηριστικά του ελληνικού χρηματιστηρίου τον τελευταίο καιρό είναι τα ακόλουθα:

1. Η σημαντική εισροή κεφαλαίων ξένων θεσμικών επενδυτών.
Τα κεφάλαια αυτά είναι εξαιρετικά μικρά στο σύνολο των επενδύσεων αυτών των θεσμικών, αλλά αρκετά υψηλά για το σύνολο των τοποθετήσεων στην ελληνική αγορά.
2. Το ύψος του ελληνικού P/E σε σχέση με τα ξένα, και για το 2004 και για το 2005, το οποίο είναι απόλυτα συγκρίσιμο και δεν δείχνει -σε συνολικό επίπεδο- πως υπάρχουν περιθώρια για ιδιαίτερη κερδοσκοπία.
3. Οι παρεμβάσεις των χρηματιστηριακών εταιρειών συγκεκριμένων τραπεζών, οι οποίες στήριξαν κατά κύριο λόγο δεικτοβαρείς μετοχές, στην πλειονότητά τους του ευρύτερου δημόσιου τομέα, προκειμένου να δημιουργηθεί μια κάπως ευνοϊκή εικόνα και να «ξεχάσουν» μερικοί μικροεπενδυτές τις ζημιές τους.

Τα τρία αυτά χαρακτηριστικά «εντάσσονται» σ' ένα μακροοικονομικό πλαίσιο το οποίο θεωρείται ότι δεν είναι ιδιαίτερα ευνοϊκό. Οι Έλληνες επενδυτές -με την απειρία και την παρόρμηση που τους διακρίνει- μπορεί να μην αποδίδουν σημασία στα

μακροοικονομικά δεδομένα, αλλά είναι γνωστό ότι οι ξένοι δίνουν. Η μακροοικονομική εικόνα αποτελεί για τους τελευταίους το σημείο εκκίνησης στη λήψη αποφάσεων και συνήθως δεν προχωρούν σε επενδύσεις σε μετοχές αν δεν είναι ικανοποιημένοι από τα μακροοικονομικά δεδομένα.

3.1.4) Η ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΣΗΜΕΡΑ ΚΑΙ ΑΥΡΙΟ

Στη βάση αυτή, η εισροή ξένων κεφαλαίων μπορεί να εμφανίζεται ως παράδοξη. Μία ερμηνεία που θα μπορούσε να δοθεί, όμως, είναι ότι οι ξένοι θεσμικοί επενδυτές προεξοφλούν την προσπάθεια της καινούργιας πολιτικής ηγεσίας να βάλει τάξη στα δημόσια οικονομικά και ανάλογα κινούνται με βάση την πεποίθηση ότι η νέα κυβέρνηση θα τα καταφέρει. Πολύ απλά, δηλαδή, η θέση των ξένων επενδυτών θα μπορούσε να ερμηνευτεί ως ψήφος εμπιστοσύνης στη νέα κυβέρνηση, την οικονομική πολιτική που θα ακολουθήσει και την τελική επιτυχία τους εγχειρημάτων της. Η εισροή αυτή, όμως, αν και σοβαρή για τα ελληνικά δεδομένα, δεν φαίνεται πως ήταν αρκετή για να εξισορροπήσει την αρνητική επιρροή των δύο άλλων παραγόντων. Δηλαδή, του γεγονότος ότι, αφενός μεν, το γενικό P/E της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς βρίσκεται στα ίδια επίπεδα -και ίσως με βάση ορισμένες συγκρίσεις είναι και υψηλότερο- οπότε δεν προσφέρει ξεχωριστές ευνοϊκές προοπτικές για κερδοφορία. Αφετέρου δε, από τη στιγμή που οι παρεμβάσεις σταδιακά μειώνονται, στήριξη δεν υπάρχει πια και η αγορά είναι ελεύθερη να βρει την ισορροπία της. Επικρατούν, δηλαδή, στο χρηματιστήριο τούτη τη φορά δύο αντίρροπες τάσεις. Η μία είναι των ξένων θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι φαίνεται πως τοποθετούνται με βάση την εκτίμησή τους ότι η οικονομική πολιτική της νέας κυβέρνησης θα είναι αυστηρή μεν,

αλλά πετυχημένη και σταθερή, οπότε οι αγορές θα την «ανταμείψουν» και θα αποκομίσουν κέρδη.

Η άλλη είναι των Ελλήνων παικτών, οι οποίοι έπαιξαν πολιτικό παιχνίδι και τώρα γνωρίζουν πως όχι μόνο δεν μπορούν να το κάνουν άλλο, αλλά, ακόμη περισσότερο, πως θα μπορούσαν να αναζητηθούν και να αποδοθούν ευθύνες. Στον βαθμό, μάλιστα, που οι παρεμβάσεις τους ήταν σε συνεννόηση και εναρμόνιση με τη ΔΕΚΑ, τότε η ευθύνη τους θα μπορούσε να είναι ακόμη μεγαλύτερη.

3.1.5) Η ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ

Όσο για το Ρ/Ε, ένα μόνο μπορεί να λεχθεί: πως είναι σαφώς υπέρ-εκτιμημένο για τα ελληνικά δεδομένα και έτσι λειτουργεί ως ένας βασικά αρνητικός παράγων. Αυτό, όμως, ελάχιστα επηρεάζει τους ξένους θεσμικούς, οι οποίοι έχουν στη διάθεσή τους δύο βασικά όπλα: πρώτον, λόγω δικού τους (μεγάλου) μεγέθους μπορούν να ανατρέψουν την κατά βάση ρηχή και ευμετάβλητη ελληνική αγορά όποια στιγμή θέλουν. Και, δεύτερον, την ικανότητα να παραμείνουν στην αγορά για όσο καιρό θέλουν χωρίς να επηρεαστούν ουσιαστικά οι αποδόσεις τους. Η αναφορά στο χρηματιστήριο αποκτά ιδιαίτερη σημασία στο πλαίσιο της μακροοικονομικής πολιτικής που φαίνεται πως θα ακολουθηθεί. Είναι σαφές ότι η νέα κυβέρνηση θα προχωρήσει σε προσεκτική απογραφή της δημοσιονομικής κατάστασης - την οποία και θα δώσει στη δημοσιότητα. Αλλά είναι επίσης μάλλον σαφές ότι δεν θα αντιμετωπίσει το δημοσιονομικό χάος που θα φανεί με σκληρά μέτρα λιτότητας. Στόχος της θα είναι να κλείσει τους κρουπούς των ελλειμμάτων και, από εκεί και πέρα, θα επιδιώξει με τον συνδυασμό του νοικοκυρέματος και της ταχύρυθμης ανάπτυξης να φέρει μια τάξη και να θέσει τα ελλείμματα υπό έλεγχο. Η πολιτική αυτή είναι εύκολα και άμεσα αναγνωρίσιμη και σ' αυτήν φαίνεται πως βασίζονται οι ξένοι επενδυτές. Πολύ απλά,

δηλαδή, εκτιμάται πως ακόμη κι αν τα μακροοικονομικά -και κυρίως τα δημοσιονομικά- δεδομένα είναι έντονα αρνητικά, η πετυχημένη (με τη διάσταση της σοβαρότητας, της συνέπειας και της διαφάνειας) προσπάθεια να μπει μια τάξη θα ωθήσει το χρηματιστήριο σε υψηλότερες αποτιμήσεις από τις σημερινές. Κάποια θύματα αναπόφευκτα θα υπάρξουν ως αποτέλεσμα της πολιτικής αυτής - κυρίως στο πρόσωπο επιχειρήσεων που είχαν μάθει να παίρνουν δουλειές από το Δημόσιο και να ζουν με τα κέρδη που έβγαζαν από τις υπερτιμολογήσεις τους, από την επέκταση του αρχικού αντικειμένου εργασιών (με τη μορφή των περιφημων συμπληρωματικών συμβάσεων), καθώς και από την εκμετάλλευση νομικών και άλλων «παραθύρων», που οι ίδιες έντεχνα φρόντιζαν να συμπεριλάβουν στις συμβάσεις. Η διαδικασία αυτή αναπόφευκτα θα προσγειώσει το ελληνικό γενικό μέσο P/E σε επίπεδα που συνάδουν καλύτερα τόσο με την ευρωστία της ευρύτερης οικονομίας όσο και με τις πραγματικές προοπτικές της.

3.1.6) ΤΑ ΜΕΓΑΛΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Η Επιτροπή της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.) εκτιμά για την ελληνική οικονομία ότι υπάρχει κίνδυνος και προειδοποιεί για τα εξής:

- 1) Η ταχύρυθμη και πάνω από το μέσο όρο της Ε.Ε. ανάπτυξη της Ελλάδας στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στις ιδιωτικές και δημόσιες επενδύσεις που γίνονται πρωταρχικά για τους Ολυμπιακούς Αγώνες.
- 2) Η χρηματοδότηση των επενδύσεων αυτών προέρχεται πρωταρχικά από τα κεφάλαια του Γ΄ Κοινοτικού Πλαισίου Στήριξης (ΚΠΣ).
- 3) Επομένως, μετά το 2004 είναι εξαιρετικά απίθανο να υπερβεί ή ακόμη και να παραμείνει στα σημερινά επίπεδα ο ρυθμός ανάπτυξης.

- 4) Ο ρυθμός ανάπτυξης είναι πάνω από το μέγιστο ρυθμό που αντέχει η ελληνική οικονομία, χωρίς να δημιουργηθούν πληθωριστικές πιέσεις.
- 5) Επομένως, και σε συνδυασμό με την άνοδο των τιμών των καυσίμων, είναι ενδεχόμενο να εμφανιστούν υπερβολικές πληθωριστικές πιέσεις.
- 6) Παρά τη γρήγορη ανάπτυξη και τη μείωση των επιτοκίων, το δημόσιο χρέος δεν έχει μειωθεί.
- 7) Η αύξηση της απασχόλησης δεν είναι ικανοποιητική και το επίπεδο της ανεργίας παραμένει υψηλό.
- 8) Οι ακαμψίες των αγορών προϊόντων και εργασίας και η βραδεία ανάπτυξη της οικονομίας της γνώσης (που οφείλεται στις χαμηλές επενδύσεις σε ανθρώπινους πόρους και έρευνα) εμποδίζουν την αύξηση της παραγωγικότητας.

3.1.7) Η ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΣΥΓΚΛΙΣΗ ΑΠΑΙΤΕΙ ΤΑΧΥΡΥΘΜΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Η ταχύρυθμη ανάπτυξη απαιτεί κεφάλαια για να χρηματοδοτηθεί και έναν συνδυασμό αύξησης της παραγωγικότητας και μείωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος για να μην «σκοντάψει» στο κατώφλι των πληθωριστικών πιέσεων. Τα κεφάλαια θα πρέπει να αναζητηθούν εκτός Ελλάδος, διότι η εγχώρια αποταμίευση δεν είναι -και ποτέ δεν ήταν- επαρκής για να καλύψει τέτοια επίπεδα επενδύσεων που απαιτεί η ταχύρυθμη ανάπτυξη. Η αύξηση της παραγωγικότητας απαιτεί επενδύσεις σε ανθρώπινους πόρους, οπότε και άλλα κεφάλαια. Η μορφή των επενδύσεων αυτών απαιτεί κεφάλαια που θα είναι «διατεθειμένα» να τοποθετηθούν σε άμεσες - παραγωγικές- επενδύσεις, και όχι σε επενδύσεις χαρτοφυλακίου.

Η μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος απαιτεί έλεγχο όλων των δαπανών του Δημοσίου, συμπεριλαμβανομένων και των λεγόμενων ανελαστικών δαπανών. Αυτό σημαίνει πως πρέπει να υιοθετηθεί μία αυστηρή εισοδηματική πολιτική για το Δημόσιο, που τη σειρά του θα διευκολύνει τη βελτίωση της παραγωγικότητας μέσω της συγκράτησης του κόστους. Η μείωση των δαπανών συνεπάγεται και τη μείωση της επιβάρυνσης για την εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους. Επειδή η ικανότητα να δημιουργηθούν πρωτογενή πλεονάσματα είναι περιορισμένη, καθίσταται σημαντικό να μειωθεί το ύψος του δημοσίου χρέους μέσω ιδιωτικοποιήσεων.

3.1.8) ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΑ & ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Από τις ευρωπαϊκές επισημάνσεις προκύπτουν δύο θέματα που πρέπει να τονιστούν. Πρώτον, το γεγονός πως χρειαζόμαστε άμεσες επενδύσεις σημαίνει πως θα πρέπει να αποθαρρύνουμε τις έμμεσες χαρτοφυλακίου, οι οποίες κατευθύνονται κατ'εξοχήν στους τίτλους του Δημοσίου. Είναι αναγκαίο, λοιπόν, οι επενδύσεις αυτές να γίνουν λιγότερο ελκυστικές, δηλαδή να έχουν χαμηλή απόδοση. Κι αυτό θα συμβεί όταν το ελληνικό Δημόσιο δεν θα έχει ανάγκη να χρηματοδοτήσει υψηλά ελλείμματα και να αναχρηματοδοτήσει υψηλά επίπεδα δημοσίου χρέους. Δεύτερον, με τη λειτουργία του το ελληνικό χρηματιστήριο έχει οδηγήσει σε στρεβλή κατανομή πόρων, η οποία και εμποδίζει τελικά την ανάπτυξη. Επομένως, η αποδημία του ελληνικού χρηματιστηρίου με την απορρόφησή του από ένα ευρωπαϊκό θα είχε πολλαπλά οφέλη και ειδικά:

- 1) Όσες εταιρείες «αξίζουν» θα μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια από τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Όσες όχι, να μην αντλήσουν.
- 2) Οι μικροεπενδυτές θα είχαν δυσκολία πρόσβασης στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές, οπότε και κάθε κίνητρο να

αναλάβουν κάποια δημιουργική επενδυτική πρωτοβουλία θα αποτελούσε συνεισφορά στην ανάπτυξη και την παραγωγικότητα.

- 3) Οι ξένοι επενδυτές με στόχο τις εξαγορές και συγχωνεύσεις θα υποχρεώνονταν να στραφούν προς εταιρείες με «αξία» και να αποφύγουν «φούσκες».

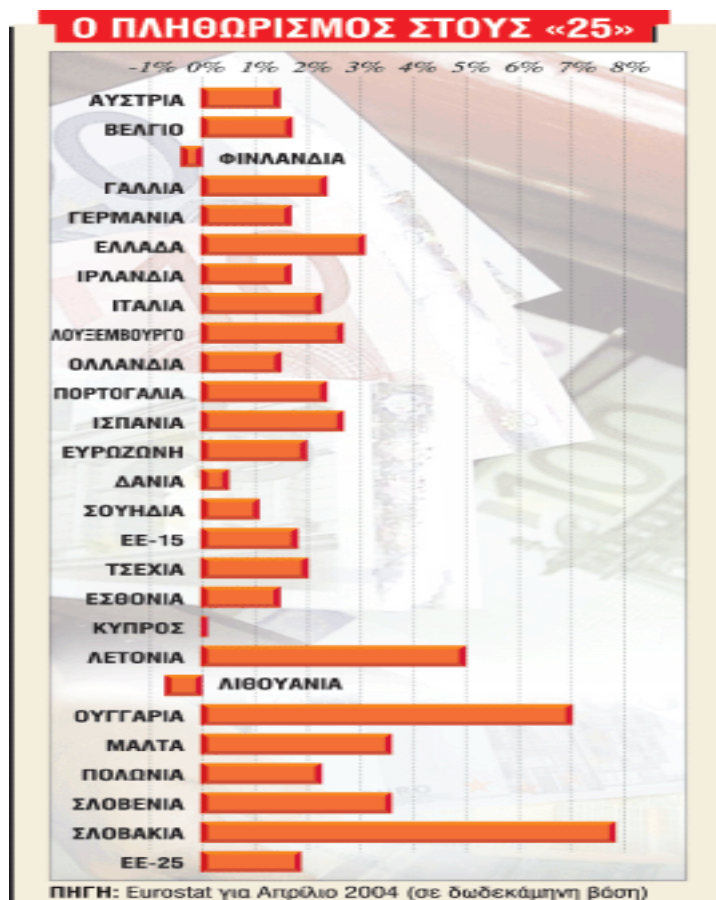
Ο δρόμος μπροστά για την Ελλάδα δεν περνά ούτε μέσα από τις μικροπολιτικές σκοπιμότητες, ούτε μέσα από τις ιδεολογικές εμμονές, ούτε μέσα από την αδιάκριτη και άκριτη υποστήριξη κεκτημένων. Περνά μέσα από μία ισορροπημένη προσέγγιση των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων του ιδιωτικού και του δημοσίου τομέα, πράγμα που συνεπάγεται την επίτευξη ανάπτυξης χωρίς κοινωνική αναληψία.

3.1.9) ΤΟ ΕΛΛΕΙΜΜΑ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Ενεργοποιήθηκε στις 19/5/2004 η διαδικασία εποπτείας λόγω υπερβολικού ελλείμματος, με βάση το Σύμφωνο Σταθερότητας, καθώς η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έδωσε στη δημοσιότητα την έκθεσή της για τη δημοσιονομική κατάσταση της ελληνικής οικονομίας. Η έκθεση έπεται της κοινοποίησης των αναθεωρημένων στοιχείων σχετικά με το δημοσιονομικό έλλειμμα, ύψους 3,2% του ΑΕΠ, και το δημόσιο χρέος, ύψους 103% για το 2003, όπως επιβεβαίωσε η στατιστική υπηρεσία της Ε.Ε. Eurostat στις 7 Μαΐου, και κατά κύριο λόγο έχει χαρακτήρα καταγραφής και ανάλυσης των βασικών οικονομικών μεγεθών και όχι συγκεκριμένων συστάσεων. Στην έκθεσή της η Επιτροπή διαπιστώνει ότι τα δημόσια οικονομικά της Ελλάδας παρουσιάζουν μεγάλες ανισορροπίες, ασυμβίβαστες με μία συνετή δημοσιονομική πολιτική και επισημαίνεται ότι η ποιότητα των στοιχείων δεν είναι ικανοποιητική. Στην έκθεση υπογραμμίζεται ότι η υπέρβαση του ορίου του 3% για το δημοσιονομικό έλλειμμα δεν είναι αποτέλεσμα

εξαιρετικού γεγονότος, ανεξάρτητου από τη βούληση των ελληνικών αρχών, αλλά ούτε και το αποτέλεσμα ισχυρής οικονομικής ύφεσης κατά την έννοια του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Αντίθετα, όπως επισημαίνεται στην έκθεση, την περίοδο 2000-2003 η Ελλάδα εμφάνισε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης άνω του 4% κατά μέσο όρο. Η Επιτροπή θεωρεί ότι η υπέρβαση του ορίου του 3% του ΑΕΠ που θα συνεχιστεί το 2004, φαίνεται να οφείλεται σε μείωση των εσόδων και σε υψηλότερες από το προβλεπόμενο πρωτογενείς δαπάνες, κυρίως σε εξαιρετικές χρηματοδοτήσεις που έχουν σχέση με την προετοιμασία των Ολυμπιακών αγώνων. Στην έκθεση σημειώνεται επίσης, ότι το δημόσιο χρέος θα μειωθεί ελάχιστα το 2004 για να σταθεροποιηθεί στο 102,8% του ΑΕΠ έναντι του 103,% το 2003 και θα παραμένει συνεπώς κατά πολύ υψηλότερο από το όριο του 60% του ΑΕΠ που προβλέπεται από τη Συνθήκη. Στη συνέχεια η Επιτροπή θα υποβάλει την έκθεση για εξέταση στην Οικονομική και Δημοσιονομική Επιτροπή της Ε.Ε. προκειμένου να διατυπωθούν και οι απόψεις των χωρών μελών εντός δύο εβδομάδων. Ακολούθως, η Επιτροπή θα υποβάλει αρχές Ιουνίου εισήγηση με συστάσεις προς το ECOFIN, το οποίο και θα λάβει τις οριστικές αποφάσεις στη συνεδρίαση της 5ης Ιουλίου.

3.1.10) Ο ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ



Μια σειρά από αβεβαιότητες, μεταξύ των οποίων και οι διεθνείς τιμές πετρελαίου, δημιουργούν την αίσθηση, αν όχι τη βεβαιότητα, ότι ο πληθωρισμός το 2004 θα διατηρηθεί περίπου στα επίπεδα του 2003 (3,4%).

Είναι χαρακτηριστικό το γεγονός ότι η επιβάρυνση του πληθωρισμού κατά 1 μονάδα θα επιφέρει αύξηση των τιμών καυσίμων κατά 10%.

3.1.11) Η ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΟΣ ΤΟΥ ΙΣΟΖΥΓΙΟΥ ΤΡΕΧΟΥΣΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Στα ίδια επίπεδα με τα αντίστοιχα του Δεκεμβρίου του 2002, διαμορφώθηκε τον Δεκέμβριο του 2003 το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, ενώ στο σύνολο του 2003 έναντι του 2002 το έλλειμμα παρουσίασε αύξηση κατά 76 εκατ. ευρώ. Αναλυτικότερα, σύμφωνα με τη σχετική ανακοίνωση της Τράπεζας της Ελλάδος (ΤτΕ), οι ευνοϊκές εξελίξεις στο ισοζύγιο των υπηρεσιών και στο ισοζύγιο των μεταβιβάσεων αντιστάθμισαν σχεδόν πλήρως την αύξηση του εμπορικού ελλείμματος, ενώ το έλλειμμα του ισοζυγίου εισοδημάτων παρέμεινε περίπου σταθερό. Ειδικότερα, οι εισπράξεις από εξαγωγές αγαθών εκτός καυσίμων παρουσίασαν βελτίωση. Ωστόσο, η αξιολογη αύξηση των πληρωμών για εισαγωγές αγαθών εκτός καυσίμων αλλά και η μικρή αύξηση των καθαρών πληρωμών για εισαγωγές καυσίμων οδήγησαν τελικά σε διεύρυνση του εμπορικού ελλείμματος. Η άνοδος του πλεονάσματος του ισοζυγίου υπηρεσιών προήλθε από την αύξηση των καθαρών εισπράξεων από μεταφορικές υπηρεσίες, ενώ οι καθαρές εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες έμειναν σχεδόν στάσιμες. Επισημαίνεται ότι τα στοιχεία του μηνός Δεκεμβρίου για τις ταξιδιωτικές εισπράξεις και πληρωμές είναι συγκρίσιμα με εκείνα του αντίστοιχου μήνα του 2002 και προέρχονται από έρευνα που διεξάγεται στα σημεία εισόδου και εξόδου της χώρας. Τέλος, η άνοδος του πλεονάσματος του ισοζυγίου μεταβιβάσεων αντανακλά κυρίως την άνοδο των καθαρών μεταβιβάσεων από την ΕΕ προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης.

Όσον αφορά ολόκληρο το έτος 2003, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών παρουσίασε μόνο μικρή άνοδο (κατά 76 εκατ. ευρώ) σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος και διαμορφώθηκε σε 8.648 εκατ. ευρώ, με αποτέλεσμα να

μειωθεί στο 5,7% του Α.Ε.Π. (από 6,1% το 2002).Επισημαίνεται ότι τόσο το συνολικό εμπορικό έλλειμμα όσο και το εμπορικό έλλειμμα εκτός καυσίμων μειώθηκαν. Ειδικότερα, η άνοδος των εισπράξεων από εξαγωγές αγαθών εκτός καυσίμων (κατά 521 εκατ. ευρώ) σε συνδυασμό με τη μείωση των αντίστοιχων πληρωμών για εισαγωγές (κατά 75 εκατ. ευρώ) οδήγησαν στον περιορισμό του εμπορικού ελλείμματος εκτός καυσίμων κατά 596 εκατ. ευρώ. Ωστόσο, η μείωση του συνολικού εμπορικού ελλείμματος ήταν αισθητά μικρότερη, επειδή η δαπάνη για καθαρές εισαγωγές καυσίμων αυξήθηκε κατά 531 εκατ. ευρώ. Θετικά εξελίχθηκε και το ισοζύγιο υπηρεσιών, του οποίου το πλεόνασμα διευρύνθηκε κατά 743 εκατ. ευρώ, αντανακλώντας τη βελτίωση των καθαρών εισπράξεων από μεταφορικές υπηρεσίες, ενώ οι καθαρές εισπράξεις από ταξιδιωτικές υπηρεσίες περιορίστηκαν.

Το έλλειμμα του ισοζυγίου εισοδημάτων διευρύνθηκε κατά 524 εκατ. ευρώ, λόγω αυξημένων πληρωμών για τόκους επί ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, γεγονός που οφείλεται στην συνεχιζόμενη αύξηση των τοποθετήσεων μη κατοίκων στους τίτλους αυτούς.

Τέλος, τον περιορισμό του πλεονάσματος του ισοζυγίου μεταβιβάσεων (κατά 360 εκατ. ευρώ) προκάλεσε η μείωση των καθαρών μεταβιβάσεων από την ΕΕ προς τον τομέα της γενικής κυβέρνησης, η οποία υπεραντιστάθμισε την αύξηση των καθαρών μεταβιβάσεων προς τους λοιπούς τομείς.

3.1.12) ΤΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

Το Δεκέμβριο 2003 παρατηρήθηκε σημαντική καθαρή εισροή κεφαλαίων στην κατηγορία των άμεσων επενδύσεων (ύψους 1.144 εκατ. ευρώ). Η εξέλιξη αυτή συνδεόταν τόσο με την αύξηση των άμεσων επενδύσεων στην Ελλάδα από μη κατοίκους (κυρίως λόγω της εισροής κεφαλαίων για την εξαγορά της PANAFON Α.Ε.Ε.Τ. από τη VODAFON) όσο και με τη μείωση των άμεσων επενδύσεων στο εξωτερικό από κατοίκους (κυρίως επειδή μία εταιρία-κάτοικος Ελλάδος μείωσε τη συμμετοχή της στο μετοχικό κεφάλαιο μιας θυγατρικής εταιρίας της στο εξωτερικό). Στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, η καθαρή εισροή ύψους 1.694 εκατ. ευρώ αντανakλά κυρίως την εισροή κεφαλαίων για τοποθετήσεις μη κατοίκων σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου.

Τέλος, όσον αφορά τις «λοιπές επενδύσεις», η καθαρή εκροή ύψους 1.444 εκατ. ευρώ συνδέεται κυρίως με τη μείωση των καταθέσεων και τοποθετήσεων σε γερós στην Ελλάδα από μη κατοίκους.

Σε ολόκληρο το 2003 παρατηρήθηκε καθαρή εισροή ύψους 545 εκατ. ευρώ στην κατηγορία των άμεσων επενδύσεων. Την ίδια περίοδο σημειώθηκε σημαντική καθαρή εισροή ύψους 12.334 εκατ. ευρώ στην κατηγορία των επενδύσεων χαρτοφυλακίου, κυρίως λόγω της εισροής κεφαλαίων για τοποθετήσεις μη κατοίκων σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου. Παράλληλα, αυξήθηκαν σημαντικά οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου στο εξωτερικό από κατοίκους. Η εξέλιξη αυτή αντανakλά κυρίως το γεγονός ότι η Τράπεζα της Ελλάδος, στα πλαίσια της αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου της, αύξησε τις τοποθετήσεις της σε ομόλογα κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ και μείωσε τις τοποθετήσεις της σε νομίσματα χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ, με αποτέλεσμα αντίστοιχη μείωση των

συναλλαγματικών διαθεσίμων της (στα οποία δεν περιλαμβάνονται οι απαιτήσεις σε ευρώ έναντι κατοίκων χωρών της ζώνης του ευρώ).

Τέλος, στην κατηγορία των «λοιπών» επενδύσεων σημειώθηκε καθαρή εκροή 7.624 εκατ. ευρώ. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν αφενός η συνεχιζόμενη σημαντική εκροή για καταθέσεις και τοποθετήσεις σε *repus* στο εξωτερικό από κατοίκους (κυρίως από πιστωτικά ιδρύματα), η οποία αντανακλά την όλο και μεγαλύτερη ενοποίηση των χρηματαγορών στη ζώνη του ευρώ, και αφετέρου η αποπληρωμή δανείων σημαντικού ύψους, κυρίως από τον τομέα της γενικής κυβέρνησης. Στο τέλος του 2003 τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της χώρας διαμορφώθηκαν σε 4,6 δισεκ. ευρώ.

Ήδη από τους πρώτους μήνες του 2003, η Τράπεζα της Ελλάδος διαφοροποίησε τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου της, μειώνοντας τις τοποθετήσεις της σε νομίσματα χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ (κυρίως σε δολάρια ΗΠΑ), τα οποία περιλαμβάνονται στα συναλλαγματικά διαθέσιμα, και αυξάνοντας εκείνα τα στοιχεία του ενεργητικού της που έχουν καλύτερες αποδόσεις ή είναι εκφρασμένα σε ευρώ (κυρίως ομόλογα κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ, τα οποία δεν περιλαμβάνονται στα συναλλαγματικά διαθέσιμα). Δεδομένου ότι έχει μειωθεί η ανάγκη για διατήρηση υψηλών αποθεμάτων σε ξένα νομίσματα, με τον τρόπο αυτό η Τράπεζα της Ελλάδος βελτίωσε την αποδοτικότητα των επενδύσεών της και περιόρισε τον κίνδυνο των λογιστικών ζημιών που θα προέκυπταν από τη συνεχιζόμενη υποχώρηση του δολαρίου ΗΠΑ και την ανατίμηση του εγχώριου νομίσματος, δηλαδή του ευρώ. Υπενθυμίζεται ότι, από την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ τον Ιανουάριο του 2001, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα, σύμφωνα με τον ορισμό της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, περιλαμβάνουν μόνο το νομισματικό χρυσό, τη «συναλλαγματική θέση» στο Διεθνές Νομισματικό Ταμείο,

τα «ειδικά τραβηκτικά δικαιώματα» και τις απαιτήσεις της Τράπεζας της Ελλάδος σε ξένο νόμισμα έναντι κατοίκων χωρών εκτός της ζώνης του ευρώ.

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

3.2) ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

3.2.1) ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Ρόλος του τραπεζικού συστήματος Αποτελεί γενικά παραδεκτή αρχή, ότι η ασκούμενη, μέσω του χρηματοπιστωτικού συστήματος, πολιτική και ο βαθμός ανάπτυξης του ίδιου του πιστωτικού συστήματος, επηρεάζουν καθοριστικά την κατανομή και το κόστος των πιστώσεων και κεφαλαίων ανάμεσα στους διάφορους τομείς της οικονομίας (μεταποίηση - υπηρεσίες, ιδιώτες - δημόσιο - κοινωνικός τομέας, κέντρο - περιφέρεια). Γι αυτό και το χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί βασικό εργαλείο για την άσκηση της συνολικής οικονομικής πολιτικής από την εκάστοτε κυβέρνηση. Στα πλαίσια του χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι Τράπεζες βρίσκονται στο κέντρο του συστήματος αφού ως γνωστό έχουν την ικανότητα να μεταβάλλουν την προσφορά χρήματος μιας χώρας, να επιδρούν στην αγοραστική δύναμη, να ενοποιούν την οικονομική διαδικασία της παραγωγής, της διανομής και της κατανάλωσης.

3.2.2) ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Την τελευταία 12ετία, και στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης της οικονομίας, σημειώθηκαν σημαντικές αλλαγές στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων, με σημαντικότερες την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και την ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Ιδιαίτερα στον χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν μια σειρά από προκλήσεις και αλλαγές με τα νέα δεδομένα της Ο.Ν.Ε. και του ΕΥΡΩ, αλλαγές που έχουν ιδιαίτερα μεγάλο κόστος και δημιουργούν ιδιαίτερα έντονες ανταγωνιστικές συνθήκες. Οι εξελίξεις υποχρεώνουν τις τράπεζες να προβούν σε αναδιάρθρωση της επιχειρηματικής τους δομής και σε επανεξέταση της στρατηγικής τους, με αξιοποίηση των οικονομιών κλίμακας και φάσματος και μείωση του λειτουργικού τους κόστους.

Η κυρίαρχη τάση, που υπάρχει, είναι: οι εξαγορές και συγχωνεύσεις για την δημιουργία μεγάλων χρηματοοικονομικών ομίλων, έτοιμων να ανταγωνισθούν αποτελεσματικά σε διεθνές επίπεδο. Στόχος είναι η απόκτηση ισχυρής κεφαλαιακής διάρθρωσης, τα μεγάλα δίκτυα, η ικανότητα προσφοράς πακέτων προϊόντων σε ελκυστικές τιμές.

Η άλλη επιλογή είναι η: ενίσχυση του ρόλου των μικρότερων, σύγχρονων και ευέλικτων τραπεζών, με παραγωγή εξειδικευμένου φάσματος νεωτεριστικών προϊόντων και υπηρεσιών, παράλληλα με την διασύνδεση του δικτύου τους με μεγαλύτερες χρηματοοικονομικές μονάδες και διατραπεζικά δίκτυα. Η νέα τεχνολογία προσφέρει αυτονόμηση στην επεξεργασία των πληροφοριών και κατ' επέκταση αύξηση της χρησιμότητας του χρήστη, ευελιξία και προσαρμοστικότητα.

Μέσα σε αυτές τις συνθήκες έχει ιδιαίτερη σημασία για το συνδικαλιστικό κίνημα η κατανόηση των παραμέτρων που διαμορφώνουν το νέο σκηνικό. Στο πρόσφατο παρελθόν η «παγκοσμιοποίηση» στο τραπεζικό σύστημα συνδεόταν κυρίως με την καλύτερη εξυπηρέτηση των «πολυεθνικών πελατών» των Τραπεζών. Στη συνέχεια επεκτάθηκε με ταχείς ρυθμούς σε όσες χώρες και οικονομίες προσφέρουν τις κατάλληλα απελευθερωμένες αγορές (ενιαία Ευρωπαϊκή αγορά, χώρες NAFTA, North American Free Trade Agreement), χώρες Ν.Α. Ασίας και Ιαπωνία). Η ίδια διαδικασία αντικατοπτρίζεται στη λειτουργία των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών, τις κρίσεις των οποίων παρακολουθούμε όλο και συχνότερα με αλληλεπίδραση σε όλες τις χώρες (domino effect). Βασικό γεγονός για την κατανόηση των μελλοντικών εξελίξεων είναι η πρόσφατη ρύθμιση για την εξαφάνιση του προστατευτισμού των χρηματοοικονομικών αγορών. Τον Δεκέμβριο του 1997, αποφασίστηκε στη Γενεύη από τον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου (ΠΟΕ), η απελευθέρωση των διεθνών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Η συμφωνία αυτή επηρεάζει 102 χώρες, ενώ η υλοποίησή της θα ξεκινήσει από τον Φεβρουάριο του 1999 και αναμένεται να συμβάλει στην αναδιαμόρφωση της παγκόσμιας αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και να επηρεάσει εξίσου την μορφολογία των εγχώριων αγορών. Η συμφωνία αφορά το 95% της παγκόσμιας αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (Τράπεζες, ασφάλειες, χρηματιστηριακές αγορές, κίνηση κεφαλαίων, κ.ά.). Η αγορά αυτή έχει τεράστια μεγέθη της τάξης των \$17,8 τρις σε χρεόγραφα, \$38 τρις σε δάνεια, \$2,2 σε παραγωγή ασφαλίσεων και \$1,2 τρις σε ημερήσιες συναλλαγές συναλλάγματος. Η διάσταση των αλλαγών που θα προκύψουν, καθώς θα πέσουν ολοκληρωτικά τα σύνορα των συναλλαγών, προφανώς θα προδιαγράψουν ένα τελείως διαφορετικό περιβάλλον, τις επιπτώσεις του οποίου δεν μπορούμε με ευκολία να μαντέψουμε και το οποίο θα καθορίσει το τοπίο του επόμενου αιώνα.

3.2.3) ΠΑΡΕΜΒΑΣΗ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΠΟΙΗΣΗΣ

Η πρόσφατη αναταραχή στις διεθνείς αγορές που ξεκίνησε με τα σοβαρά οικονομικά προβλήματα στις χώρες της Άπω Ανατολής και την Ιαπωνία και συνεχίζεται με την κρίση στη Ρωσία και τις πιέσεις στη Λατινική Αμερική, επιβεβαιώνει ότι έχουμε εισέλθει σε μια νέα κρίσιμη φάση της παγκόσμιας οικονομίας, όπου όλες σχεδόν οι χώρες είναι ευάλωτες στις διεθνείς αναταράξεις. Η παγκοσμιοποίηση των αγορών, η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, η επανάσταση της τεχνολογίας της πληροφορικής, που επιτρέπει την μεταφορά σημαντικών κεφαλαίων σε ελάχιστο χρόνο από αγορά σε αγορά και από χώρα σε χώρα, η ανάπτυξη σε σημαντικό βαθμό της θεσμικής διαχείρισης, η κατάργηση όλων των εγχώριων περιορισμών στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων των περισσότερων χωρών, έχουν δημιουργήσει συνθήκες, όπου το πρόβλημα μιας χώρας γίνεται σύντομα πρόβλημα της διπλανής και πιθανά, αν δεν αντιμετωπιστεί επιτυχώς, πρόβλημα και στον υπόλοιπο κόσμο. Ζούμε σε μία νέα εποχή παγκοσμιοποίησης και ολοκλήρωσης των οικονομιών και των αγορών χρήματος, συναλλάγματος και κεφαλαίου όπου κυρίαρχο ρόλο διαδραματίζουν οι βραχυχρόνιες κινήσεις του χρηματιστηριακού και κερδοσκοπικού κεφαλαίου. Έτσι η μεταβλητότητα των τιμών στο χρηματοπιστωτικό χώρο έχει αυξηθεί σημαντικά, η αβεβαιότητα έχει λάβει νέες διαστάσεις και παρατηρούμε ότι χρηματιστηριακές κρίσεις αν δεν αντιμετωπιστούν επιτυχώς μετεξελίσσονται σταδιακά σε νομισματικές και τελικά σε οικονομικές, ενώ οι αρνητικές επιπτώσεις μεταφέρονται ακόμα και σε χώρες που ακολουθούν σοβαρή και αξιόπιστη μακροοικονομική πολιτική και δεν έχουν γενικότερα σοβαρά οικονομικά προβλήματα. Πρέπει να τονιστεί ότι είναι σημαντικές οι αρνητικές επιπτώσεις για την οικονομία και την ανάπτυξη από τη μεγάλη μεταβλητότητα των επιτοκίων, των χρηματιστηριακών τιμών και των τιμών

συναλλάγματος. Είναι γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια η παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος και κεφαλαίου εξελίσσεται με μεγάλη ταχύτητα. Η πορεία αυτή δεν συνοδεύθηκε από αντίστοιχη ενίσχυση του συντονισμού και της συνεργασίας των χωρών και της οικονομικής πολιτικής που εφαρμόζουν, ούτε με την απαραίτητη ενίσχυση των διεθνών θεσμών και οργανισμών εποπτείας και ελέγχου. Τα βήματα που έγιναν ήταν μικρά. Βρισκόμαστε δηλαδή μπροστά σε ένα έλλειμμα διεθνούς αποτελεσματικού συντονισμού της οικονομικής πολιτικής για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων, αλλά και των γενεσιουργών αιτιών των αναταράξεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Έχουν ωριμάσει πλέον οι συνθήκες για τον καλύτερο συντονισμό του συνόλου των οικονομικών και διαρθρωτικών πολιτικών τόσο στην Ευρωπαϊκή Ένωση, όπου το βάρος έχει πέσει στην ενιαία νομισματική πολιτική και την καθιέρωση του Ευρώ, όσο και στην ευρύτερη ομάδα των μεγάλων βιομηχανικών χωρών (G-7). Πρέπει να ενισχυθεί επίσης και η διεθνής αποτελεσματική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και των αγορών χρήματος και κεφαλαίου σε παγκόσμιο επίπεδο διότι παρατηρούνται ανησυχητικά φαινόμενα υπερδανεισμού χωρών και ιδιωτών χωρίς να τηρούνται επαρκώς οι απαραίτητοι κανόνες ορθής διαχείρισης και ανάλυσης του πιστωτικού κινδύνου. Για παράδειγμα ενδεικτική είναι η απουσία ολοκληρωμένης παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Ένωσης στο θέμα της Ρωσίας, που αν δεν αντιμετωπιστεί μπορεί να δημιουργήσει σοβαρές αρνητικές επιπτώσεις στην Ευρώπη. Αντίστοιχα σοβαρά είναι τα ζητήματα που απασχολούν τις χώρες της Άπω Ανατολής και την Ιαπωνία χωρίς να έχουν οι χώρες αυτές αναλάβει τις απαραίτητες ουσιαστικές πρωτοβουλίες για την επίλυση των οικονομικών προβλημάτων.

Στο νέο διεθνές περιβάλλον που διαμορφώνεται θα πρέπει: Να επανεξετασθούν και να περιορισθούν οι βραχυχρόνιες κερδοσκοπικές κινήσεις κεφαλαίων διεθνώς, μέσω αποτελεσματικότερης εποπτείας και αυστηρών κανόνων διαχείρισης Να τεθούν

φραγμοί στις μορφές θεσμικής διαχείρισης που είναι έντονα κερδοσκοπικές με χρήση δανειακών κεφαλαίων, όπως τα hedge funds. Να δημιουργηθούν μηχανισμοί ελέγχου και παρέμβασης στη συμπεριφορά εξωχώριων (off shore) κεφαλαίων, τα οποία στερούν φορολογικούς πόρους τους προϋπολογισμούς και τις δαπάνες σε εθνικό και ευρωπαϊκό επίπεδο. Να υπάρξουν παρεμβάσεις σε επίπεδο διεθνών οργανισμών και Ευρωπαϊκής Ένωσης για την βελτίωση και εξορθολογισμό των θεσμικών πλαισίων κινδύνου, μέσα στα οποία θα μπορούν να κινούνται τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, έτσι ώστε να περιορίζονται οι κίνδυνοι χρεοκοπίας από ανεξέλεγκτα επιχειρηματικά ρίσκα αλλά και η δημιουργία κανόνων διαφάνειας στις συγχωνεύσεις - εξαγορές για την αποτροπή μονοπωλιακών και ολιγοπωλιακών καταστάσεων.

Παράλληλα, όμως, οι χώρες πρέπει να θωρακίσουν τις οικονομίες τους με την εφαρμογή της κατάλληλης οικονομικής και κοινωνικής πολιτικής που διασφαλίζουν αφ' ενός ικανοποιητικού όρους ανάπτυξης και μακροοικονομικής σταθερότητας, αφ' ετέρου κοινωνική συνοχή. Παρατηρούμε για παράδειγμα στο Ελληνικό Χρηματιστήριο την μια ημέρα αθρόες πωλήσεις μετοχών και την επόμενη αθρόες αγορές με τις τιμές να κυμαίνονται μεταξύ +- 8% χωρίς να έχουν αλλάξει τα βασικά στοιχεία της ελληνικής οικονομίας. Διερωτάται κανείς για τη χρησιμότητα και την λογική συνέπεια των παραπάνω αλλαγών που δημιουργούν αβεβαιότητα και αστάθεια στην οικονομία.

3.2.4) Η ΠΡΟΚΛΗΣΗ ΤΗΣ Ο.Ν.Ε.

Η Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ) και η σταδιακή χρήση του ευρώ στις συναλλαγές, που άρχισε την 1/1/1999 και ολοκληρώθηκε την 1/1/2002, αποτελεί μια νέα πραγματικότητα με σημαντικές επιπτώσεις στον χρηματοπιστωτικό τομέα όλων των ευρωπαϊκών χωρών, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας. Τα έσοδα των τραπεζών από ορισμένες ιδιαίτερα κερδοφόρες εργασίες, όπως η αγοραπωλησία

συναλλάγματος, θα μειωθούν, ενώ η αναμενόμενη μεγάλη αύξηση του ανταγωνισμού μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων, σε συνδυασμό με την ενίσχυση των τάσεων "αποδιαμεσολάβησης", θα ασκήσει πιέσεις στα περιθώρια τόκων (δηλαδή στη διαφορά μεταξύ των τόκων χορηγήσεων και καταθέσεων), αλλά και στο ύψος των προμηθειών από διάφορες εργασίες. Τέλος, το κόστος μετάβασης στο ευρώ, με τις αναγκαίες αλλαγές στα λογιστικά συστήματα, στα συστήματα πληροφορικής, ΑΤΜ κ.λπ. προβλέπεται να είναι πολύ υψηλό. Ο κίνδυνος σημαντικής συρρίκνωσης του κύκλου εργασιών και της κερδοφορίας των ελληνικών τραπεζών από τους παραπάνω παράγοντες είναι μεγάλος και η ανάγκη διαμόρφωσης μιας στρατηγικής αντιμετώπισης των νέων προκλήσεων εξαιρετικά επείγουσα, τόσο για κάθε τράπεζα χωριστά, όσο και συνολικά για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Ο ανταγωνισμός από ξένες τράπεζες, εγκαταστημένες ή όχι στην Ελλάδα, αναμένεται ότι αρχικά θα είναι ιδιαίτερα έντονος στον τομέα της δανειοδότησης και παροχής υπηρεσιών σε μεγάλες επιχειρήσεις (corporate banking), στη διαχείριση χαρτοφυλακίου και περιουσιακών στοιχείων (treasury and asset management) και στις επενδυτικές τραπεζικές εργασίες (investment banking). Μικρότερες ανταγωνιστικές πιέσεις θα υποστούν, κατά την αρχική φάση, οι τομείς της καταναλωτικής και στεγαστικής πίστης, οι καταθέσεις, η χρηματοδότηση μικρομεσαίων επιχειρήσεων και γενικότερα οι λεγόμενες "λιανικές" ή "μικρής αξίας" τραπεζικές συναλλαγές (retail banking). Όμως, παρά το γεγονός ότι ο ανταγωνισμός θα είναι κατ' αρχήν μικρότερος στο retail banking, στο οποίο κυρίως δραστηριοποιούνται οι ελληνικές τράπεζες, η πίεση στα περιθώρια κέρδους τους από την δημιουργία της "ζώνης ευρώ" και τη μελλοντική συμμετοχή της χώρας μας σ' αυτήν θα ενταθεί και για άλλους λόγους. Παρά την επικρατούσα αντίληψη ότι το υψηλό ecart (η διαφορά μεταξύ των επιτοκίων χορηγήσεων και των επιτοκίων καταθέσεων) είναι η βασική αιτία της μεγάλης κερδοφορίας των ελληνικών τραπεζών τα τελευταία χρόνια, τα στοιχεία

δείχνουν ότι τα καθαρά έσοδα τόκων (τόκοι χορηγήσεων μείον τόκοι καταθέσεων) ως ποσοστό του ενεργητικού βρίσκονται σε επίπεδα πολύ χαμηλότερα από τα αντίστοιχα των ευρωπαϊκών τραπεζών. Αντίθετα, το ελληνικό ποσοστό των καθαρών εσόδων από προμήθειες είναι σαφώς υψηλότερο από το μέσο ευρωπαϊκό. Η πορεία προς την ΟΝΕ θα τείνει να περιορίσει και τις δύο παραπάνω βασικές πηγές εσόδων των ελληνικών τραπεζών, ανεξάρτητα από τον ανταγωνισμό και σε μεγαλύτερο βαθμό από εκείνον που θα ισχύσει για τις άλλες ευρωπαϊκές τράπεζες. Οι προμήθειες θα μειωθούν όχι μόνο λόγω της μείωσης των πράξεων σε συνάλλαγμα, αλλά και γιατί με τη σταδιακή μείωση των κρατικών δανειακών αναγκών για την κάλυψη του ελλείμματος, που αποτελεί προϋπόθεση της σύγκλισης, θα μειωθεί ο όγκος των τίτλων του δημοσίου και συνεπώς τα έσοδα των τραπεζών από τη διάθεσή τους. Αλλά ο αναμενόμενος περιορισμός των ομολόγων και των εντόκων γραμματίων του δημοσίου θα επιδράσει και στα, ήδη χαμηλά όπως προαναφέρθηκε, καθαρά έσοδα από τόκους, αφού ένα μεγάλο μέρος από αυτά οφείλονται στους υψηλούς τόκους των κρατικών τίτλων που διατηρούν στο χαρτοφυλάκιο τους. Σ' αυτή την τάση πρέπει να προστεθεί και η βέβαιη μείωση του e-cart για λόγους ανταγωνισμού. Αν στα παραπάνω συνυπολογιστεί ότι η αναγκαία εξυγίανση του χαρτοφυλακίου ορισμένων μεγάλων τραπεζών θα επιφέρει στο μέλλον αύξηση των προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις, καθώς και ότι η αναγκαία τεχνολογική αναβάθμιση και τα έξοδα για την εισαγωγή του ευρώ θα απαιτήσουν μεγάλες επενδύσεις και συνεπώς θα αυξήσουν τις αποσβέσεις, είναι φανερό ότι τα καθαρά κέρδη των ελληνικών τραπεζών θα ακολουθήσουν πτωτική πορεία, εφ' όσον δεν υπάρξουν σημαντικοί στρατηγικοί αναπροσανατολισμοί στα επιχειρηματικά σχέδια. Δεν υπάρχουν κάποιοι συγκεκριμένοι κανόνες επιτυχούς αντιμετώπισης των νέων συνθηκών, η πιστή τήρηση των οποίων θα εξασφάλιζε στις επιμέρους ελληνικές τράπεζες την εσαεί διατήρηση της σημερινής τους κερδοφορίας. Κάθε φορέας έχει να

επιλέξει μεταξύ διαφόρων επιχειρηματικών κινήσεων, των οποίων η αποτελεσματικότητα δεν είναι γνωστή εκ των προτέρων. Είναι, όμως, βέβαιο ότι η αναζήτηση νέων πηγών εσόδων που θα αντικαταστήσουν αυτές που ισχύουν μέχρι σήμερα αποτελεί βασική προϋπόθεση επιβίωσης. Αυτά τα έσοδα μπορούν να προκύψουν είτε από νέα προϊόντα, είτε από νέες αγορές (όπως π.χ. των Βαλκανίων) είτε, τέλος, από την καλύτερη αξιοποίηση των παραδοσιακών προϊόντων, όπως π.χ. η αύξηση των δανείων προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Μια τέτοια προσπάθεια αύξησης των εσόδων θα περιορίσει την ανάγκη μείωσης των λειτουργικών εξόδων και κυρίως των δαπανών για μισθούς και συντάξεις, που προβάλλονται από ορισμένους κύκλους ως πανάκεια για την μακροχρόνια λύση του προβλήματος της κερδοφορίας.

3.2.5) ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα, όπως και στα τραπεζικά συστήματα στις περισσότερες χώρες, σ' όλη τη μεταπολεμική περίοδο, εφαρμόστηκε, από μεριάς πολιτείας και Κεντρικής Τράπεζας, μία πολιτική αυστηρών διοικητικών κανόνων. Το σύστημα αυτό είχε μία λογική στήριξης των επενδύσεων στη βιομηχανία και βιοτεχνία και ενίσχυσης των εξαγωγών, και ήταν σύμφωνο με όσα ίσχυαν στις διεθνείς συνθήκες στις 10ετίες του '50 και του '60. Σε πρώτη φάση είχε εξυπηρετήσει τη μεγέθυνση των οικονομικών μεγεθών της χώρας. Όπως όμως πολλοί μηχανισμοί, το σύστημα αυτό δεν εκσυγχρονίστηκε, ξεπεράστηκε από τις εξελίξεις και τελικά οδήγησε σε στρέβλωση της κατανομής των επενδυτικών πόρων. Έτσι στη δεκαετία του 1980, η ελληνική οικονομία βρέθηκε με ένα αναποτελεσματικό πιστωτικό σύστημα και μία επιχειρηματική δομή που στο σύνολό της ήταν αδύναμη και απροετοίμαστη να ακολουθήσει τις αναπτυξιακές προκλήσεις του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος όπως αυτές διαμορφώθηκαν και διαμορφώνονται την τελευταία περίοδο. Το Ελληνικό Τραπεζικό

Σύστημα στην μεταπολεμική περίοδο, εκμεταλλεύτηκε τα αποθεματικά των ασφαλιστικών ταμείων σε όφελος κυρίως του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας με αποτέλεσμα μετά από παρέλευση δεκαετιών και αφού επήλθε ωρίμανση του ελληνικού ασφαλιστικού συστήματος, τα ασφαλιστικά ταμεία να έχουν σοβαρά προβλήματα για να αντιμετωπίσουν τις σημερινές προκλήσεις και ανάγκες. Τα ασφαλιστικά ταμεία και κυρίως τα αυτοδιαχειριζόμενα σε συντονισμό με τα συνδικάτα θα πρέπει να οργανώσουν την παρέμβασή τους στην αγορά, υλοποιώντας την πολιτική της διασποράς των κινδύνων, ώστε να αυξήσουν τα έσοδα (έξω από πολιτικές τζόγου και μεγάλων ρίσκων) κατά τα πρότυπα αντίστοιχων οργανισμών στην Ε.Ε. - ΗΠΑ - Ιαπωνία. Ο εκσυγχρονισμός του τραπεζικού συστήματος ήταν μια αναγκαιότητα, γιατί οι ξεπερασμένες δομές του είχαν στραγγαλίσει τις παραγωγικές δομές της οικονομίας αλλά και τις ίδιες τις Τράπεζες. Έτσι το ελληνικό τραπεζικό σύστημα υποχρεώθηκε να ακολουθήσει τις εξελίξεις στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και από το 1987 εισήλθε στη δική του φάση αποκανονικοποίησης και εκσυγχρονισμού.

Το τελευταίο διάστημα έχουν ενταθεί οι διεργασίες που συντελούνται στην Ελληνική τραπεζική αγορά, διεργασίες οι οποίες αποτελούν την συνέχεια, αλλά και το αποτέλεσμα, της διαδικασίας για την απελευθέρωση του Ελληνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος που άρχισε από τα τέλη της 10ετίας του '80.

Οι διαπιστώσεις που μπορεί να γίνουν είναι:

- 1) Τυπικά, η διαδικασία της κανονιστικής απελευθέρωσης (deregulation) έχει ολοκληρωθεί και η Ελληνική χρηματοπιστωτική αγορά έχει εμπλουτισθεί με νέα εργαλεία και θεσμούς. Η πρόοδος που έχει επιτευχθεί, είναι ασφαλώς ουσιαστική.

- 2) Σημαντικές υπήρξαν οι αλλαγές στη δομή του Ελληνικού τραπεζικού συστήματος. Αυξήθηκε ο αριθμός των ελληνικών και ξένων τραπεζών που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, ενώ εντείνεται η τάση ανάπτυξης σύνθετων χρηματοπιστωτικών ομίλων (για τη δομή του τραπεζικού συστήματος. Παράλληλα, σαν αποτέλεσμα της θεσμοθέτησης νέων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και της αποκανονικο-ποίησης της χρηματοπιστωτικής αγοράς, ιδρύθηκε, σημαντικός αριθμός εταιριών παροχής leasing διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, επενδύσεων, κ.α., από τις οποίες η πλειοψηφία αποτελούν θυγατρικές Τραπεζών. Διαφοροποιήσεις υπήρξαν και στα μερίδια αγοράς κυρίως όσον αφορά τις Ελληνικές εμπορικές τράπεζες.
- 3) Εντείνονται τα βήματα διεθνοποίησης των ελληνικών τραπεζών. Οι Ελληνικές τράπεζες δεν εγκαθίστανται πλέον μόνο σε χώρες με έντονο ελληνικό στοιχείο (Γερμανία, ΗΠΑ), αλλά σε χώρες που αποτελούν διεθνή χρηματοπιστωτικά κέντρα (Λονδίνο) ή σε χώρες διείσδυσης Ελληνικών εμπορικών και βιομηχανικών μονάδων (χώρες της Βαλκανικής και Παρευξείνιες χώρες).
- 4) Το τελευταίο διάστημα οι εξελίξεις στο Ελληνικό τραπεζικό σύστημα επιταχύνονται με εξαγορές και συγχωνεύσεις,

Οι εξελίξεις αυτές στο Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα έχουν οδηγήσει σταδιακά στην ενοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών. Η μεγάλη όμως ανταγωνιστική πρόκληση όλων των τραπεζών, είναι τα νέα τραπεζικά προϊόντα, όχι μόνο γιατί συμβάλλουν στη διεύρυνση της πελατείας και σε οικονομίες φάσματος υπηρεσιών, αλλά γιατί αποτελούν και την απάντηση στα θέματα διεύρυνσης της κερδοφορίας, διατήρησης της ρευστότητας και ελέγχου των κινδύνων. Όπως επίσης

αποτελούν απάντηση στη συμπίεση του λειτουργικού κόστους μέσα από τη μείωση του εργατικού. Οι Τράπεζες μετατρέπονται σε Τράπεζες γενικών συναλλαγών (universal banks), εντείνονται οι τάσεις ενοποίησης των χρηματοπιστωτικών αγορών ενώ βρισκόμαστε μπροστά σε δημιουργία τάσεων αποδιαμεσολάβησης και τιτλοποίησης των παρεχομένων υπηρεσιών και στην Ελλάδα. Στην ανατολή του 21ου αιώνα, το χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας μας δεν μπορεί παρά να συμβαδίζει με δύο μεγάλες προκλήσεις, καθοριστικές για την πορεία της οικονομίας μας την επόμενη δεκαετία:

Είναι απόλυτα σαφές ότι ο δρόμος που έχει να διανύσει το Ελληνικό τραπεζικό σύστημα, και γενικότερα η χρηματοπιστωτική αγορά, στα πλαίσια της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE) είναι μεγάλος και τα χρονικά περιθώρια στενά και αυστηρά προδιαγεγραμμένα. Στις σημερινές, έντονα ανταγωνιστικές, συνθήκες, κάθε τράπεζα πρέπει να προσδιορίσει την κατάλληλη στρατηγική, μέγεθος, φυσιογνωμία, πολιτική πελατείας, προϊόντων και συνεργασιών, ώστε να επιτύχει την ορθολογικότερη και παραγωγικότερη θέση στην αγορά και να διασφαλίσει την επιτυχή παρουσία σε μακροπρόθεσμη βάση.

Τράπεζες και οικονομική ανάπτυξη Είναι γνωστό ότι στην πορεία προς την ONE η χώρα μας αποστερείται τους μηχανισμούς παρέμβασης που είχε για να προσανατολίσει την ατελή οικονομική δομή της προς επιθυμητές αναπτυξιακές κατευθύνσεις. Η Ελληνική οικονομία είναι πλέον ανοιχτή οικονομία, επηρεάζεται από τους "ανέμους" που πνέουν στην διεθνοποιημένη οικονομική σφαίρα και την παγκόσμια κίνηση επενδυτικών-κερδοσκοπικών κεφαλαίων, η οποία φτάνει καθημερινά τα \$ 1,2 δις, έναν όγκο κεφαλαίων που ξεπερνά κατά 40φορές τα αντίστοιχα κεφάλαια που εξυπηρετούν το διεθνές εμπόριο. Ακριβώς σ' αυτή την κρίσιμη περίοδο η χάραξη μίας αναπτυξιακής

πολιτικής, με στόχο την αναβάθμιση του ρόλου της χώρας στον κοινοτικό και διεθνή καταμερισμό εργασίας, απαιτεί τη στήριξη της πολιτικής αυτής και μέσα από ένα σύγχρονο σε δομές και αποτελεσματικό χρηματοπιστωτικό σύστημα που να επιθυμεί, να αποδέχεται και να μπορεί να στηρίζει την εθνική οικονομική ανάπτυξη. Για να τονωθούν οι ιδιωτικές επενδύσεις πρέπει να υπάρξει άνετη χρηματοδότηση, λογικό κόστος χρήματος. Παράλληλα όμως οι Τράπεζες πρέπει να στηρίζουν τις μονάδες με παροχή συμβούλων και υποδείξεων, κάλυψη κινδύνων, διερεύνηση της αγοράς. Μιλάμε για νέα τραπεζικά προϊόντα, όπως leasing, factoring, κ.α. Αλήθεια, ποια η δυνατότητα πρόσβασης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, δηλαδή του 95% της οικονομίας μας, στις σύγχρονες αυτές υπηρεσίες, με ποιες προϋποθέσεις και με ποιο κόστος; Πόσες είναι οι αναπτυξιακές πρωτοβουλίες που έχουν αναλάβει οι Τράπεζες; Πόσες οι συμμετοχές στην παροχή επιχειρηματικών καινοτομικών κεφαλαίων (venture capital); Πόσες και σε ποια έκταση trading companies έχουν δημιουργηθεί με συμμετοχή Τραπεζών για την προώθηση της ελληνικής επιχειρηματικής παρουσίας σε τρίτες χώρες και για την προώθηση των εξαγωγών; Ποια είναι μέχρι σήμερα η ουσιαστική συμμετοχή των περισσότερων ελληνικών τραπεζών σε κοινοπρακτικά σχήματα για την χρηματοδότηση των μεγάλων έργων, έργων καθοριστικών για την παραγωγική δομή της χώρας; Θα πρέπει ασφαλώς να επισημάνουμε ότι η σταθερότητα και φερεγγυότητα του πιστωτικού συστήματος αποτελεί αυτή καθαυτή ένα δημόσιο αγαθό και η κερδοφορία των τραπεζών συμβάλλει στην κατεύθυνση αυτή. Επίσης σε καθεστώς πλήρους απελευθέρωσης της κίνησης κεφαλαίων, ένα κερδοφόρο και με επάρκεια κεφαλαίων τραπεζικό σύστημα μπορεί πιο αποτελεσματικά να ενσωματώνει μεταβολές σε επιτόκια και συναλλαγματικές ισοτιμίες που επιβάλλει η πολιτική της Τρ. Ελλάδος και οι συνθήκες - πιέσεις της αγοράς.

Ρόλος των κρατικών τραπεζών Είναι αποδεδειγμένη η θετική στάση των ελληνικών τραπεζών και ιδιαίτερα των κρατικών, κατά τις νομισματοπιστωτικές κρίσεις του 1994 και του 1997. Εάν δεν υπήρχαν ισχυρές κρατικές τράπεζες για τη στήριξη της δραχμής έναντι των κερδοσκόπων, οι μάχες θα είχαν χαθεί και θα είχαν ακυρωθεί θυσίες χρόνων. Αποτελεί αδήριτη αναγκαιότητα η στήριξη των εθνικών αναπτυξιακών επιλογών από το ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα και οι κρατικές Τράπεζες πρέπει να πρωτοστατήσουν. Μπορούν όμως, και με ποιες προϋποθέσεις οι κρατικές τράπεζες να στηρίξουν μία αναπτυξιακή διαδικασία; Ορισμένες κρατικές τράπεζες, παρά τα βήματα που έχουν κάνει για τη διεύρυνση των παρεχομένων υπηρεσιών φαίνεται ότι έχουν μείνει πίσω σε δύο βασικούς τομείς μείωση του κόστους του χρήματος, εξυγίανση χαρτοφυλακίου - τομείς καθοριστικούς για το κόστος των δανείων που χορηγούν για την ανάληψη καθοριστικών πρωτοβουλιών σε επενδυτικά σχήματα, στήριξη διεθνούς παρουσίας και καινοτομιών. Η προώθηση των αναγκαίων προσαρμογών από τις κρατικές τράπεζες είναι πλέον επιτακτική, εάν κατανοούμε τον εξισορροπητικό ρόλο των κρατικών τραπεζών στη νομισματική και συναλλαγματική πολιτική καθώς και τον σημαντικό ρόλο τους στην στήριξη της αναπτυξιακής πολιτικής

Στη διαδικασία αυτή αναβάθμισης της ανταγωνιστικότητας των κρατικών τραπεζών απαιτείται:

- 1) σαφής στρατηγική για την πολιτική των ομίλων,
- 2) ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων,
- 3) διοικητική αυτονομία στα πλαίσια βέβαια συγκεκριμένων στόχων και δεσμεύσεων των διοικήσεων.

3.2.6) ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ & ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Στην Ελλάδα, παρά την ίδρυση νέων τραπεζών και την αύξηση των τραπεζικών καταστημάτων την τελευταία 10ετία, τόσο ο αριθμός των τραπεζών όσο και των καταστημάτων είναι σχετικά μικρός συγκρινόμενος με τα ισχύοντα σε χώρες της Δυτικής Ευρώπης.

Η Ελλάδα έχει μικρό αριθμό τραπεζών, σημαντικά μικρότερο από το μέσο όρο. Το ίδιο ισχύει και για τον αριθμό των καταστημάτων. Τα καταστήματα ανά Τράπεζα στην Ελλάδα είναι κατά μέσο όρο 62 ενώ ο μέσος όρος για τις Δυτικοευρωπαϊκές χώρες είναι 34 καταστήματα ανά Τράπεζα. Επίσης στην Ελλάδα ο μέσος όρος των υπαλλήλων ανά Τράπεζα είναι 1.242 ενώ ο αντίστοιχος μέσος όρος για τις δυτικοευρωπαϊκές χώρες είναι 594. Τα στοιχεία αυτά δείχνουν ότι κατά μέσο όρο οι Τράπεζες στην Ελλάδα είναι μεγαλύτερου μεγέθους από τις Τράπεζες στις περισσότερες από τις Δυτικοευρωπαϊκές χώρες, λαμβάνοντας πάντοτε υπόψη τις ιδιαιτερότητες της οικονομίας κάθε χώρας. Οι κάτοικοι ανά κατάστημα στην Ελλάδα ανέρχονται σε 3.754, αριθμός ο οποίος είναι παρόμοιος με το μέσο όρο 3.800 των Δυτικοευρωπαϊκών χωρών.

Μικρός είναι και ο αριθμός των εγκατεστημένων δικτύων ΑΤΜ' s . Τα πιο πάνω στοιχεία συνηγορούν στην άποψη ότι στην Ελλάδα υπάρχουν περιθώρια ανάπτυξης τόσο των τραπεζικών δικτύων καταστημάτων όσο και των ηλεκτρονικών δικτύων δεδομένου ότι εκτός από το γεγονός ότι στην Ελλάδα υφίσταται μικρός σχετικά αριθμός τραπεζικών καταστημάτων και δικτύων ΑΤΜ' s, υφίστανται και παράγοντες όπως το γεγονός ότι:

- 1) οι θεσμοί της καταναλωτικής πίστης και των στεγαστικών δανείων είναι ελάχιστα αναπτυγμένοι στην Ελλάδα σε σύγκριση με τις Ευρωπαϊκές χώρες, παρά την άνοδο των τελευταίων ετών, τομείς που αποτελούν κατ' εξοχήν λιανική τραπεζική εργασία (retail banking) η οποία παρέχεται από δίκτυα καταστημάτων,
- 2) τα τραπεζικά καταστήματα στην Ελλάδα δεν έχουν ακόμη χρησιμοποιήσει όλη τη δυνατότητά τους στην προώθηση των προϊόντων του τραπεζικού ομίλου στον οποίο ανήκουν (Αμοιβαία Κεφάλαια, ασφαλιστικά προϊόντα, Leasing, Factoring, κ.α.)
- 3) Έρευνες που έχουν γίνει δείχνουν χαμηλή χρήση των συναλλαγών με τις Τράπεζες του ελληνικού πληθυσμού.

Από την πιο πάνω ανάλυση γίνεται φανερό ότι μεσοπρόθεσμα θα υπάρξει παράλληλη ανάπτυξη όλων των δικτύων πωλήσεων και εξορθολογισμό τους, με σκοπό την επίτευξη του στόχου που αφορά την εξυπηρέτηση των πελατών (εύκολη πρόσβαση και καλή ποιότητα υπηρεσιών) καθώς και του στόχου που αφορά την αναβάθμιση της απασχόλησης της Τράπεζας (διατήρηση θέσεων απασχόλησης, εκπαίδευση σε νέα αντικείμενα και διαδικασίες).

Βασικός άξονας μιας νέας πορείας του τραπεζικού μας συστήματος μέσα στη ζώνη του Ευρώ είναι:

- 1) Ο εκσυγχρονισμός των δομών, των διαδικασιών και των υπηρεσιών που προσφέρουν στους καταναλωτές.
- 2) Η αύξηση της κερδοφορίας και παραγωγικότητάς τους.
- 3) Η μείωση του λειτουργικού τους κόστους με τον τεχνολογικό και λειτουργικό εκσυγχρονισμό.

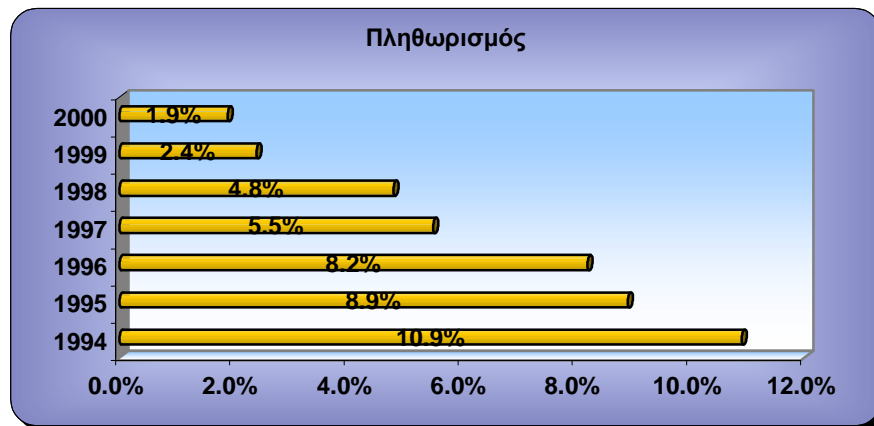
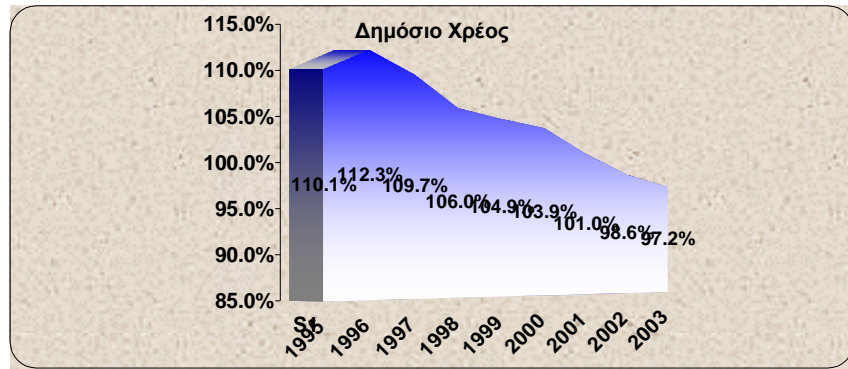
- 4) Ο έγκαιρος και αποτελεσματικός τρόπος ενσωμάτωσης της τεχνολογίας και της αυτοματοποίησης στις συναλλαγές.
- 5) Η ουσιαστική πρόβλεψη και διαχείριση των κινδύνων που αναλαμβάνουν.
- 6) Η δημιουργία νέων προϊόντων και υπηρεσιών, σε αντίθεση με την περιορισμένη γκάμα που προσφέρεται στην Ελληνική αγορά.

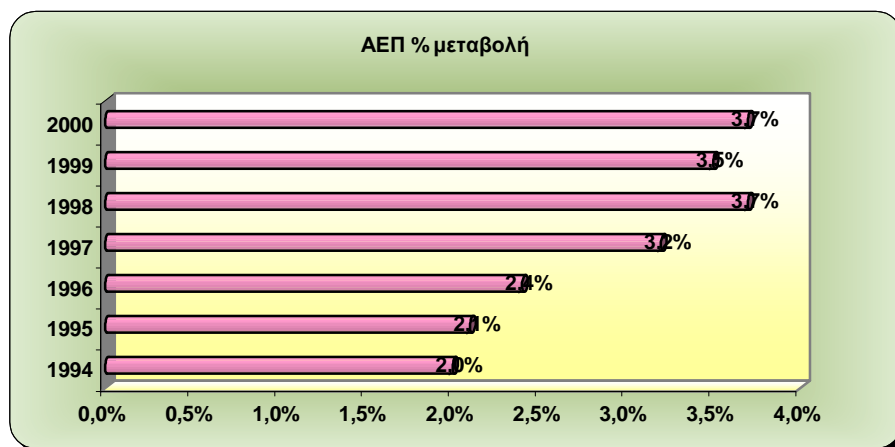
Πρέπει επίσης να αντιμετωπισθεί σοβαρά η διεθνής δικτύωση των Ομίλων με ιδιαίτερη έμφαση στον ευαίσθητο χώρο της Βαλκανικής, της Παραευξεινίου ζώνης και γιατί όχι της Μέσης Ανατολής, όπου παρά τα σημερινά προβλήματα είναι χώρος με συγκριτικά πλεονεκτήματα για το Ελληνικό Τραπεζικό σύστημα και την οικονομία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ – ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΙΜΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΟΣ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ





4.1) ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ, ΚΑΘΡΕΠΤΗΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Είναι γνωστό ότι παρά τις βραχυπρόθεσμες υπεραντιδράσεις (overreaction) των συμμετασχόντων στις αγορές, μακροπρόθεσμα οι τιμές των μετοχών αντανακλούν τα ιδιαίτερα μικροοικονομικά και μακροοικονομικά προβλήματα των σχετικών οικονομιών. Το μεγαλύτερο τμήμα της απαξίωσης του Χρηματιστηρίου της Αθήνας οφείλεται στις αδυναμίες και στα διαρθρωτικά προβλήματα που αντιμετωπίζει η ελληνική οικονομία και η ελληνική κεφαλαιαγορά. Επιπλέον, η επιβεβαιωμένη σχέση της επίδρασης της κατάρρευσης του χρηματιστηρίου στην πραγματική οικονομία όξυνε τα ήδη υπάρχοντα. Το υπόλοιπο τμήμα, σαφέστατα μικρότερο, οφείλεται στην πραγματικά δύσκολη παγκόσμια συγκυρία που βιώνουμε τις ημέρες αυτές.

Ας δούμε όμως εκείνα τα ποιοτικά και ποσοτικά στοιχεία που οδηγούν σε αυτό τα συμπεράσματα. Ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. από 6.484,38 μονάδες που είχε σημειώσει ενδοσυνεδριακά τον Σεπτέμβριο του 1999 έχει κατακυλήσει χαμηλότερα των 1.500 μονάδων, καταγράφονται απώλειες πλέον των 5.000 μονάδων! Παρά τις επίσημες συμβουλές και παροτρύνσεις για μακροπρόθεσμη διακράτηση των μετοχών και τις αισιόδοξες δηλώσεις για τις θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας και

τον τερματισμό της κρίσης, η χρηματιστηριακή αγορά των Αθηνών ακολουθεί μια έντονα πτωτική πορεία, το μέγεθος και η ένταση της οποίας συχνά δεν απεικονίζεται στην πορεία των επίσημων χρηματιστηριακών δεικτών. Οι λογιστικές απώλειες σήμερα έχουν ξεπεράσει το ιλιγγιώδες ποσό των 50 τρις δραχμών, αφού η χρηματιστηριακή αξία των εταιρειών που ήταν εισηγμένες στο Χ.Α.Α. τον Σεπτέμβριο του 1999 , από 72,4 τρις έχει συρρικνωθεί σήμερα κάτω από τα 19 τρις. Οι λογιστικές απώλειες ίσως είναι ακόμα μεγαλύτερες, αφού στη σημερινή αποτίμηση περιλαμβάνονται και οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου που προέβησαν οι εισηγμένες εταιρείες και οι οποίες άντλησαν κεφάλαια ύψους περίπου 4,8 τρις. Επιπλέον στη σημερινή αποτίμηση περιλαμβάνεται και η χρηματιστηριακή αξία 120 και πλέον νέων εταιρειών, οι οποίες άντλησαν 2,5 περίπου τρις δρχ. Σε επίπεδο μεμονωμένων εταιρειών οι απώλειες είναι πραγματικά πέρα από κάθε λογική. Πάνω από 200 εταιρείες έχουν υποστεί απώλειες που ξεπερνούν το 85%, ενώ 100 και πλέον εταιρείες έχουν απολέσει πάνω από το 90% της αξίας τους. Δοθέντος ότι η συντριπτική πλειοψηφία των επενδυτών έχει αγοράσει κοντά στα υψηλότερα ιστορικά επίπεδα, είναι φανερά ότι οι απώλειες πρέπει να ανέρχονται σε μερικές δεκάδες τρις. Ούτως ή άλλως, μόνο οι απώλειες των αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου και των κεφαλαίων που έχουν αντληθεί από IPO's, τα οποία είναι εύκολο να μετρηθούν, ξεπερνούν κατά πολύ την συνολική ετήσια αποταμίευση της Ελλάδας.

Οι τεράστιες απώλειες των επενδυτών έχουν ήδη αρνητικές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία, μέσω της μείωσης του πραγματικού εισοδήματος και του παράλληλου περιορισμού της κατανάλωσής τους. Επιπλέον έχει παρατηρηθεί σημαντική και ασύμμετρη αύξηση του δανεισμού των νοικοκυριών, γεγονός που θα έχει αρνητικές επιπτώσεις τόσο στο μελλοντικά επίπεδο διαβίωσής τους όσο και στην ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας, αφού ο στόχος των δανείων αυτών είναι

η κάλυψη της απολεσθείσας καταναλωτικής τους δύναμης. Το ίδιο γεγονός παρατηρήθηκε και από την πλευρά των επιχειρήσεων με κυρίαρχο πρόβλημα αυτό των μετοχοδανείων. Τα αρνητικά αυτά στοιχεία κατεγράφησαν στα πρόσφατα αποτελέσματα των ισολογισμών των εισηγμένων εταιρειών, όπου παρατηρήθηκε στασιμότητα των πωλήσεων και παράλληλη μείωση της κερδοφορίας των περισσότερων εξ αυτών. Αξίζει να τονισθεί ότι για το 2002, 1 στις 3 εταιρείες είναι ζημιογόνος, παρά την πραγματικά αξιόλογη προσπάθεια πολλών για ωραιοποίηση των ισολογισμών τους, Παράλληλα οι μισές περίπου εισηγμένες μείωσαν τα ίδια τους κεφαλαία σε μια προσπάθεια μείωσης των υποαξιών των χαρτοφυλακίων τους. Το γεγονός αυτό οδήγησε σε μείωση μεγαλύτερη του 10% των ιδίων κεφαλαίων των εισηγμένων εταιρειών για το 2002. Επιπρόσθετα σήμερα πολλές εισηγμένες επιχειρήσεις αδυνατούν να πληρώσουν τους τόκους των δανείων τους, παρά το γεγονός ότι είχαν αντλήσει σχετικά πρόσφατα υπέρογκα κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά. Παράλληλα ιδιαίτερη ανησυχία προκαλεί το φαινόμενο ότι νεοεισαχθείσες επιχειρήσεις παρουσιάζουν ζημίες, ενώ στα ενημερωτικά τους φυλλάδια προέβλεπαν κέρδη. Το γεγονός αυτό έχει δημιουργήσει σοβαρά προβλήματα αξιοπιστίας στο κύκλωμα εταιρεία - ανάδοχος - εποπτεία, αφού ακόμα και σήμερα εισάγονται ασήμαντες για την οικονομία επιχειρήσεις, σε υπερβολικά ακριβές τιμές εισαγωγής.

Όμως οι αρνητικές επιπτώσεις δεν σταματούν εδώ: βίαια αναδιανομή του εισοδήματος, σπατάλη πόρων που αντλήθηκαν από το επενδυτικό κοινό, οι κόκκινοι κωδικοί οι οποίοι ξεπερνούν τα 120 εκατ. ευρώ, οι εντάσεις μεταξύ επενδυτών και χρηματιστηριακών εταιρειών και η απαξίωση του θεσμού του Χρηματιστηρίου αποτελούν ποιοτικά αρνητικά στοιχεία που θα απεικονισθούν σύντομα στην πραγματική οικονομία. Επιπρόσθετα παρατηρείται απροθυμία των επενδυτών για τοποθετήσεις σε μετοχικούς τίτλους, παρά το γεγονός ότι τα πραγματικά επιτόκια

καταθέσεων είναι εδώ και πολύ καιρό αρνητικά, ενώ ταυτόχρονα επιβεβαιώνεται φυγή σημαντικών κεφαλαίων στο εξωτερικό. Αποτέλεσμα των προαναφερθέντων είναι η συρρίκνωση του χρηματοπιστωτικού τομέα στην Ελλάδα, με αποτέλεσμα την απώλεια χιλιάδων θέσεων εξειδικευμένης εργασίας και τον περιορισμό του ρόλου του Χ.Α.Α. στην ευρύτερη περιοχή των Βαλκανίων και της Μέσης Ανατολής.

Θα μπορούσαμε λοιπόν κάλλιστα να ισχυρισθούμε ότι η παρατεταμένη πτώση των τιμών των μετοχών στο Χ.Α.Α. αντανακλά σε μεγάλο βαθμό τα μεγάλα χρονίζοντα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας που συνοδεύονται από την αδράνεια και τις αδικαιολόγητες καθυστερήσεις στις προκλήσεις του διεθνούς ανταγωνισμού, του οποίου σήμερα αποτελούμε ένα αδύναμο τμήμα. Το στοιχείο αυτό αντικατοπτρίζεται κατ' αρχάς στον περιορισμένο ρόλο της Ελλάδας στην νέα παγκόσμια κατάσταση όπου κυρίαρχο ρόλο παίζουν νέες χώρες, η Κίνα, η Ρωσία και η Ινδία αλλά και άλλες μικρότερες όπως η Τσεχία, η Σλοβακία, η Σλοβενία, η Ουγγαρία κ.λπ. Κατά δεύτερο σε μεταβλητές που αντανακλούν το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας και παραγωγικότητα της ελληνικής οικονομίας, όπως είναι η ποιότητα και ποσότητα των εξαγωγών, η μη προσέλκυση ξένων επενδύσεων, ο υψηλός πληθωρισμός και το υψηλό χρέος. Οι σπάταλες και οι κακές χρήσεις των πόρων οι οποίοι αντλήθηκαν από τις επιχειρήσεις σε βάρος του επενδυτικού κοινού, αποτελεί από μόνο του ένα σημαντικό θέμα προς διερεύνηση από τις εποπτικές αρχές.

Η μετοχή της Εθνικής Ακινήτων είναι μία από τις μεγαλύτερες χρηματιστηριακές ακρότητες του πρόσφατου παρελθόντος. Στις αρχές του 2000 η εταιρεία άντλησε από την κεφαλαιαγορά 320 εκατ. ευρώ για να επιτευχθούν τα σχέδια της διοίκησης της Εθνικής. Λίγους μήνες πριν (26/10/1999) η χρηματιστηριακή της αξία έφθασε τα 1,52 δισ. ευρώ με ιδιαίτερα χαμηλό κύκλο εργασιών. Σήμερα η εταιρεία αποτιμάται από την αγορά μόλις 92 εκατ. ευρώ, παρουσιάζοντας κύκλο εργασιών 11,9

εκατ. ευρώ και ζημιές άνω των 4.2 εκατ. ευρώ (στοιχεία του έτους 2002).

Η εταιρεία Ελληνικά Χρηματιστήρια Α.Ε. αποτελεί ένα ακόμα ενδιαφέρον παράδειγμα. Άντλησε από την αγορά 38,2 εκατ. ευρώ και η χρηματιστηριακή της αξία έφτασε στις 11/9/2000 τα 887,2 εκατ. ευρώ. Σήμερα η αποτίμηση της είναι 180,6 εκατ. ευρώ και οι ζημιές για τη χρήση που έκλεισε έφθασαν τα 20,2 εκατ. ευρώ.

Παρόμοια πορεία είχε και η Αγροτική Ασφαλιστική της οποίας οι φετινές ζημιές των 27,5 εκατ. ευρώ είναι λίγο περισσότερες από τα κεφάλαια που άντλησε κατά τη δημόσια εγγραφή της (26 εκατ. ευρώ).

Μια άλλη εταιρεία, η Olympic Catering άντλησε από το Χ.Α.Α. 9,5 εκ. ευρώ από τα οποία τα 3 εκατ. ευρώ εισέπραξε ο βασικός μέτοχος (το δημόσιο). Η κεφαλαιοποίηση της στις 3/11/1999 ήταν 549 εκατ. ευρώ, ενώ σήμερα αποτιμάται στα 21,8 εκατ. ευρώ. Τελικά η ύπαρξη ζημιών και για το 2002 (11,9 εκατ ευρώ), οδήγησε την εταιρεία σε καθεστώς επιτήρησης.

Ας κλείσουμε με την Αγροτική Τράπεζα η οποία άντλησε 126 εκατ. ευρώ, και αυτή τη χρονιά παρουσίασε μείωση των κερδών της κατά 70%. Φυσικά ο κατάλογος είναι μακρύς και θα υπάρξουν και οι απαραίτητες δικαιολογίες, όμως τα στοιχεία είναι συντριπτικά. Το επενδυτικό κοινό πρέπει να διερευνά διεξοδικά τους ισολογισμούς των υπό εξέταση δημόσιων και ιδιωτικών εταιρειών και να τιμωρεί παραδειγματικά τις πιο αναξιόπιστες.

Τέλος, ένα θέμα το οποίο απαιτεί ιδιαίτερη προσοχή αφορά τη συνετή και σύμφωνα με τις αρχές της χρηματοοικονομικής θεωρίας, διαχείριση των πόρων των ασφαλιστικών ταμείων. Η διαχείριση αυτή πρέπει να γίνεται από αξιολογημένους διαχειριστές και με γνώμονα το μέλλον και τις συντάξεις των εργαζομένων. Η στήριξη συγκεκριμένων μετοχών, ελεγχόμενων από τον δημόσιο τομέα μέσω των πόρων των ασφαλιστικών ταμείων, δημιουργεί βραχυπρόθεσμους εντυπωσιασμούς σπαταλώντας

όμως τους πόρους του μέλλοντος.

Φυσικά στο ιδιαίτερα δυσμενές περιβάλλον υπάρχουν αρκετές καλές επιχειρήσεις, οι οποίες στέκονται με αξιοπρέπεια και αποτελούν στις σημερινές τιμές επενδυτικές ευκαιρίες. Οι επαγγελματίες της αγοράς πρέπει να βοηθήσουν το επενδυτικό κοινό στην ανακάλυψη και προβολή των εταιριών αυτών.

4.2) ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΜΑΚΡΟΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Το διεθνές έντονα αρνητικό χρηματιστηριακό και μακροοικονομικό περιβάλλον, τα ιδιαίτερα εγχώρια προβλήματα σε όρους ανταγωνιστικότητας και παραγωγικότητας της ελληνικής οικονομίας τα οποία αναμένεται να ενταθούν μετά τη διεύρυνση των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τα επιτακτικά προβλήματα των ελληνικών επιχειρήσεων που ίσως μεταφερθούν στις τράπεζες, οι βαρύτατες απώλειες των επενδυτών οι κόκκινοι κωδικοί, η έλλειψη αξιοπιστίας και διαφάνειας του χρηματιστηριακού θεσμού αποτελούν ένα εκρηκτικό κοκτέιλ που απαιτεί γρήγορες ουσιαστικές και αποτελεσματικές λύσεις. Αλλιώς οι εφησυχασμοί, η προχειρότητα και η αδράνεια θα υποθηκεύσουν το μέλλον της οικονομίας μας και μαζί με αυτό της ποιότητας ζωής των επόμενων γενεών.

Το Ελληνικό Χρηματιστήριο τα τελευταία χρόνια έχει μπει σε μια μακροπρόθεσμη ανοδική τροχιά. Η αφετηρία αυτής της μεγάλης ανόδου ήταν η υποτίμηση της δραχμής το 1997 συνεπεία των καλών μακροοικονομικών μεγεθών που περιέγραφα προηγουμένως. Έτσι, τα δύο τελευταία χρόνια, το ΧΑΑ από τα επίπεδα των 2.700 μονάδων άγγιξε τον Σεπτέμβριο του 1999 το επίπεδο των 6.400. Το επίπεδο αυτό εμφανίστηκε ως ανώτατο σημείο και σήμανε την αναστροφή της ανοδικής τάσης.. Η

αναστροφή της ανοδικής τάσης οφείλεται σε αρκετούς παράγοντες που έχουν σχέση όχι με τα μακροοικονομικά μεγέθη αλλά μάλλον με την ίδια τη χρηματιστηριακή αγορά και τους συντελεστές της. Την απαρχή της πτώσης ξεκίνησαν τα ξένα χαρτοφυλάκια. Με τον όρο αυτό εννοούμε ξένους θεσμικούς επενδυτές που είχαν έρθει να επενδύσουν στη χώρα μας από τα επίπεδα των 2.700 μονάδων προεξοφλώντας όλη την πορεία των μακροοικονομικών μεγεθών, την πτώση του πληθωρισμού, την πτώση των επιτοκίων, την μείωση του δημοσίου χρέους και την ένταξη μας στην ΟΝΕ. Οι ξένοι αυτοί θεσμικοί επενδυτές που επενδύουν σε αναδυόμενες αγορές επένδυσαν εκτιμώντας την καλή προετοιμασία των οικονομικών μεγεθών που επέτυχε η χώρα μας για να εκπληρώσει το στόχο της που ήταν η ένταξη στην ΟΝΕ. Όταν το Χρηματιστήριο άγγιξε τις 6.400 μονάδες με ταυτόχρονη ραγδαία εισροή του κοινού των Ελλήνων μικροεπενδυτών, τα ξένα χαρτοφυλάκια άρχισαν να αποσύρουν σιγά-σιγά τα κεφάλαια τους, πραγματοποιώντας τα τεράστια κέρδη τους. Αφ' ετέρου δεν θα μπορούσαν να μείνουν ως επενδυτές στην Ελλάδα μια και η χώρα μας θα μεταπηδούσε στις ώριμες αγορές με την ένταξη της στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση.

Η σταδιακή απόσυρση των ξένων αυτών κεφαλαίων είχε σαν συνέπεια τη μετάβαση του δείκτη στα επίπεδα των 5.500 μονάδων αρχικά, την επαναφορά του στα επίπεδα των 6.200 μονάδων και την κατακρήμιση του στις 4.600 μονάδες στα τέλη του Δεκεμβρίου του 1999. Στα επίπεδα αυτά τοποθετήθηκαν πολλοί Έλληνες θεσμικοί επενδυτές και επανέφεραν τον δείκτη με γοργούς ρυθμούς στα επίπεδα των 5.500-5.800 μονάδων. Στο σημείο αυτό θα θέλαμε να παρατηρήσουμε ότι η άνοδος του δείκτη στα επίπεδα των 6.400 μονάδων οδηγούσε σε ένα υπερτιμημένο Χρηματιστήριο την Ελληνική αγορά. Η υπερτίμηση αυτή οφείλεται στους παρακάτω λόγους:

- Αθρόα εισροή ξένων θεσμικών επενδυτών, οι οποίοι επενδύουν σε αναδυόμενες αγορές και επένδυσαν στην μικρή σε σύγκριση με τα τεράστια κεφάλαια τα

οποία χρησιμοποίησαν χρηματιστηριακή αγορά της Ελλάδος. Αξίζει να αναφερθεί ότι ο ημερήσιος όγκος συναλλαγών στο ΧΑΑ είχε αγγίξει τα 550-600 δις εκ δρχ. των οποίων το 40% οφειλόταν σε ξένα κεφάλαια.

- Τεράστιο επενδυτικό ενδιαφέρον των ελλήνων θεσμικών επενδυτών ΑΕΔΑΚ (Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Αμοιβαίων Κεφαλαίων), οι οποίες έφτασαν τις 60 στον αριθμό και ο κύριος στόχος των επενδύσεων τους ήταν το Ελληνικό Χρηματιστήριο.
- Πρωτοφανής για τα Ελληνικά χρονικά είσοδος μεμονωμένων μικροεπενδυτών οι οποίοι έσπευσαν να επωφεληθούν από το λεγόμενο «ράλι της Σοφοκλέους», τοποθετώντας ένα μεγάλο μέρος της περιουσίας τους στο Χρηματιστήριο, αφού πλέον οι επενδύσεις μηδενικού κινδύνου όπως οι καταθέσεις έδιναν μόλις 7.25% ετησίως με προοπτική να φτάσουν το 4% με την ένταξη μας στην ΟΝΕ.

Στην περίοδο 1992-2003 σε γενικές γραμμές επικρατούν οι εξής χρηματιστηριακές και οικονομικές συνθήκες :

- Τα μακροοικονομικά μεγέθη της χώρας συνέχιζαν να πηγαίνουν καλά όπως περιγράφηκαν και προηγουμένως. Ο αυξημένος πληθωρισμός που εμφανίστηκε στις αρχές του έτους φαίνεται ότι βρέθηκε σε μια φάση σταθεροποίησης (σε αυτό συνετέλεσε και ο εγκλωβισμός κεφαλαίων στο Χρηματιστήριο) και δεν ήταν ανησυχητικός για την επίτευξη του κριτηρίου σύγκλισης.
- Η αγορά έδειχνε να έχει σταθεροποιηθεί μετά τις τελευταίες ταλαιπωρίες που είχε υποστεί και έδειχνε ότι θα ακολουθούσε μια μεσοπρόθεσμη – μακροπρόθεσμη ανοδική τροχιά που θα αντανάκλούσε τα θεμελιώδη οικονομικά μεγέθη της χώρας.

- Βρισκόμασταν σε μια προεκλογική περίοδο όπου για πρώτη φορά ίσως είχε εκληφθεί από τη χρηματιστηριακή αγορά ως θετικό στοιχείο, διότι υπήρχαν φήμες για στήριξη του Χρηματιστηρίου μέσω κρατικών χαρτοφυλακίων όπως είναι τα ασφαλιστικά ταμεία των δημοσίων οργανισμών.

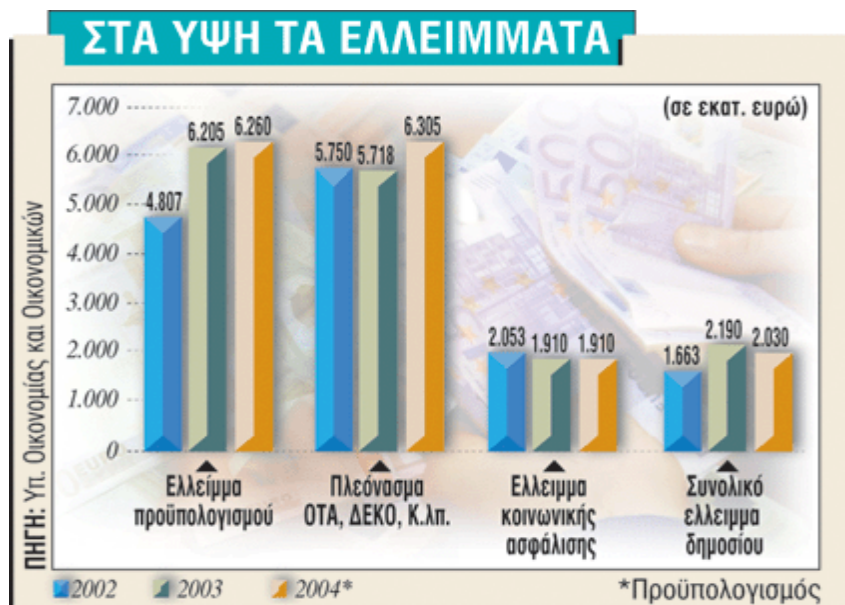
4.3) ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ

Βελτίωση του κλίματος σε Ελλάδα και Ε.Ε. καταγράφει η έρευνα οικονομικής συγκυρίας του IOBE για τον Ιανουάριο 2004. Η πορεία του Δείκτη Οικονομικού Κλίματος επηρεάστηκε θετικά από τις ενισχυμένες προσδοκίες στον επιχειρηματικό τομέα και στους καταναλωτές. Η σημαντικότερη βελτίωση του δείκτη οικονομικού κλίματος παρατηρήθηκε στην Πορτογαλία (0,7 ποσοστιαίες μονάδες), στην Ελλάδα, Ολλανδία και Μ. Βρετανία (0,5) και στην Γερμανία (0,4). Αντίθετα υποχώρηση κατά 0,2 μονάδες καταγράφεται στη Δανία και την Ισπανία και στο Λουξεμβούργο κατά 0,1 μονάδα. Στην Ελλάδα, ο Δείκτης αυξήθηκε στις 99,1 μονάδες, φτάνοντας τα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων ετών. Ο Δείκτης Επιχειρηματικών Προσδοκιών στην Βιομηχανία αυξήθηκε τον Ιανουάριο στις 105,6 μονάδες έναντι 104,6 μονάδες το Δεκέμβριο προσεγγίζοντας τιμή σημαντικά ανώτερη του μέσου όρου των ετών 1991-2003. Ο Δείκτης Επιχειρηματικών Προσδοκιών στις Κατασκευές μειώθηκε στις 122,9 μονάδες έναντι 125,3 μονάδων, λόγω των δυσμενέστερων προβλέψεων των επιχειρήσεων για την απασχόληση τους προσεχείς μήνες. Ο Δείκτης Επιχειρηματικών Προσδοκιών στις Υπηρεσίες αυξήθηκε στις 103,3 μονάδες έναντι 100,6 μονάδων τον Δεκέμβριο και 78 μονάδων τον Ιανουάριο του 2003. Τέλος, ο Δείκτης Προσδοκιών των Καταναλωτών βελτιώθηκε, παραμένοντας όμως σε αρνητικά επίπεδα.

Έρευνα της Ευρωπαϊκής Ένωσης που πραγματοποιήθηκε μεταξύ Οκτωβρίου και Νοεμβρίου 2003, επιβεβαιώνει επίσης τη μεγάλη απαισιοδοξία των Ελλήνων για την εξέλιξη της απασχόλησης στη χώρα, ενώ προβληματισμό στην κοινή γνώμη προκαλεί και το ευρώ, του οποίου η δημοτικότητα υποχωρεί συνεχώς. Σύμφωνα με τα στοιχεία της δημοσκόπησης το 56% των Ελλήνων πιστεύει ότι η οικονομική κατάσταση θα επιδεινωθεί το 2004, το 23% ότι θα είναι ίδια με το 2003 και το 16% ότι θα είναι καλύτερη. Αναφορικά με την εξέλιξη της απασχόλησης το 55% των Ελλήνων βλέπει επιδείνωση της κατάστασης τον επόμενο χρόνο, το 25% στασιμότητα και μόλις το 15% βελτίωση. Μάλιστα το 65% των ερωτηθέντων, που είναι και το υψηλότερο ποσοστό στην Ευρωπαϊκή Ένωση θεωρεί ότι η ανεργία είναι το σημαντικότερο πρόβλημα της χώρας, που θα πρέπει να αντιμετωπιστεί. Ακολουθεί η οικονομική κατάσταση (32%) και η εγκληματικότητα και ανασφάλεια (27%). Το 92% των Ελλήνων πιστεύει ότι και σε κοινοτικό επίπεδο η ανεργία και η καταπολέμηση της φτώχειας πρέπει να αποτελέσουν τις πρώτες προτεραιότητες. Στην ερώτηση πως βλέπουν οι Έλληνες την οικονομική κατάσταση του νοικοκυριού τους, το 27% προβλέπει επιδείνωση, το 47% στασιμότητα και το 23% βελτίωση. Σε σχέση με την εξέλιξη της επαγγελματικής τους κατάστασης το 2004, οι Έλληνες σε ποσοστό 16% θεωρούν ότι θα είναι αρνητικό, το 47% στάσιμο και το 23% καλύτερο. Στην Ελλάδα η Ευρωπαϊκή Ένωση εξακολουθεί να είναι το πιο δημοφιλές θεσμικό όργανο αποσπώντας την εμπιστοσύνη του 65% του πληθυσμού, ενώ ακολουθούν με 54% το Εθνικό Κοινοβούλιο, με 47% η κυβέρνηση και με 39% ο ΟΗΕ. Από τα θεσμικά όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η Ευρωβουλή βρίσκεται στην πρώτη θέση με ποσοστό εμπιστοσύνης 67% και ακολουθούν η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με 60% και το Ευρωπαϊκό Δικαστήριο με 59%.

Στην Ελλάδα καταγράφηκε ένα από τα χαμηλότερα ποσοστά εμπιστοσύνης στο ευρώ (64%) στην Ευρωζώνη. Σε σχέση με την προηγούμενη δημοσκόπηση διαπιστώνεται μια μείωση της τάξης των 6 ποσοστιαίων μονάδων. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι εναντίον του ευρώ τάσσεται το 33% που είναι το τρίτο ψηλότερο ποσοστό στην Ευρωζώνη μετά την Ολλανδία και τη Γερμανία. Η κερδοσκοπία που εμφανίστηκε κατά την εισαγωγή του ευρώ έχει επηρεάσει καταλυτικά τους Έλληνες και τους προδιαθέσει αρνητικά έναντι του ενιαίου νομίσματος. Μειωμένο κατά 6 μονάδες σε σχέση με την προηγούμενη έρευνα είναι και το ποσοστό των Ελλήνων που στηρίζουν τη διεύρυνση της Ε.Ε. Το ποσοστό που καταγράφηκε υπέρ της διεύρυνσης ήταν 65%, και παραμένει το ψηλότερο μεταξύ των 15 χωρών της Κοινότητας. Στις κλασικές ερωτήσεις, οι Έλληνες εξακολουθούν να παραμένουν από τους πλέον ένθερμους ευρωπαίους. Το 62% πιστεύει ότι είναι καλό που η χώρα μας βρίσκεται στην Ε.Ε., ενώ το 75% θεωρεί ότι επωφελήθηκε από αυτήν την ένταξη. Τα δύο προαναφερόμενα ποσοστά είναι τα δεύτερα ψηλότερα στην Κοινότητα μετά την Ιρλανδία. Την κοινή εξωτερική πολιτική υποστηρίζει το 75% όσο και την κοινή αμυντική πολιτική. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η μεγάλη πλειοψηφία των Ελλήνων (80%) τάσσεται υπέρ της διατήρησης του βέτο. Το 65% θεωρεί ότι το δικαίωμα του βέτο για την προστασία των εθνικών συμφερόντων θα πρέπει να διατηρηθεί ως έχει σήμερα, ενώ το 15% τάσσονται υπέρ της διατήρησής του, αλλά σε λιγότερους τομείς. Μόνο το 4% των Ελλήνων πιστεύει ότι το βέτο πρέπει να καταργηθεί.

4.4) ΤΑ ΣΥΝ ΚΑΙ ΤΑ ΠΛΗΝ ΤΟΥ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ 2004



Έξι αβεβαιότητες απειλούν τον Προϋπολογισμό του 2004, ο οποίος ωστόσο έχει να ελπίζει και σε πέντε κρυφά χαρτιά, για τον μετριασμό των αποκλίσεων. Αρμόδιοι παράγοντες του υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών κωδικοποιούν τις αβεβαιότητες και τα πλεονεκτήματα του τρέχοντος Προϋπολογισμού, αρνούμενοι ωστόσο να αποκαλύψουν το «κλείσιμο» του Προϋπολογισμού του 2003. Προειδοποιούν ωστόσο ότι όπως έχει καταρτιστεί ο Προϋπολογισμός δεν έχει περιθώρια για νέες παροχές, στις οποίες συναγωνίζονται τα δύο κόμματα.

Στα μειονεκτήματα του φετινού προϋπολογισμού κατατάσσουν:

- ο Το υψηλό ταμιακό έλλειμμα που «κληρονόμησε» από το 2003, το οποίο υπερβαίνει τα 10,5 δισ. ευρώ.
- ο Τη μεταφορά εσόδων (750 εκ. ευρώ) στο έτος 2003, από τον ΦΠΑ, που εισπράχθηκε στο τρίτο δεκαήμερο του Ιανουαρίου του 2004.

- ο Τη μεταφορά δαπανών από τον Προϋπολογισμό του 2003 στον Προϋπολογισμό του 2004, περίπου 300 εκ. ευρώ.
- ο Το κόστος των καταστροφών από την κακοκαιρία, που ανέρχεται σε 300 εκ. ευρώ, αλλά ο Προϋπολογισμός του 2004 δεν διαθέτει αποθεματικό!
- ο Τους αυστηρότερους ελέγχους της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στα συγχρηματοδοτούμενα έργα, που μπλοκάρουν την έγκαιρη απόδοση της κοινοτικής συμμετοχής.
- ο Το κόστος της μισθολογικής πολιτικής στο Δημόσιο τομέα.

Στα πλεονεκτήματα του τρέχοντος Προϋπολογισμού εντάσσονται:

- 1) Η αυξημένη κερδοφορία των επιχειρήσεων της χρήσης 2003, που θα μετουσιωθεί σε αυξημένους φόρους.
- 2) Η αύξηση του όγκου των συναλλαγών στο Χρηματιστήριο.
- 3) Η πώληση της άδειας του λαχείου «ΕΥΣΤΟ», που εκκρεμεί από το 2003 και θα αποδώσει 300. εκ. ευρώ.
- 4) Η είσοδος ιδιωτών στα Κρατικά Λαχεία, που θα αποδώσει 400 εκατ. ευρώ.
- 5) Η αύξηση του επιπλέον φόρου που θα καταβάλλουν οι φορολογούμενοι με εισοδήματα άνω των 13.400 ευρώ.

4.5) ΚΙΝΔΥΝΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΙΣΟΡΡΟΠΙΑΣ ΠΡΟΒΛΕΠΕΙ ΤΟ ECOFIN

Την ύπαρξη κινδύνου μακροπρόθεσμων ανισορροπιών στη δημοσιονομική διαχείριση επισημαίνεται στη Γνώμη του Συμβουλίου Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών (Ecofin) της Ε.Ε. για το ελληνικό επικαιροποιημένο πρόγραμμα σταθερότητας και ανάπτυξης 2003-2006. Στην απόφαση του Συμβουλίου, που δημοσιεύθηκε στην επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, υπογραμμίζεται μεταξύ των άλλων ότι βάσει εύλογων μακροοικονομικών και δημοσιονομικών παραδοχών ο μεσοπρόθεσμος στόχος που θέτει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης για δημοσιονομική θέση σχεδόν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική δεν πρόκειται να επιτευχθεί στη διάρκεια της περιόδου που καλύπτει το πρόγραμμα. Στο πρόγραμμα ζητείται έλεγχος των δαπανών, αλλά και συγκράτηση των αυξήσεων στους μισθούς, καθώς οι δύο αυτοί παράγοντες δημιουργούν πληθωριστικές πιέσεις οι οποίες διαβρώνουν την ανταγωνιστικότητα. Παράλληλα κρίνεται αναγκαία η λήψη μέτρων για την αναμόρφωση του φορολογικού και συνταξιοδοτικού συστήματος της χώρας. Τονίζεται τέλος ότι οι οικονομικές πολιτικές που προτείνονται δεν είναι πλήρως σύμφωνες με τις συστάσεις που διατυπώνονται στους γενικούς προσανατολισμούς οικονομικής πολιτικής.

Δημοσιεύτηκε επίσης στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης (C 43/8 της 19ης Φεβρουαρίου 2004) η Γνώμη του Συμβουλίου Υπουργών της Ε.Ε. της 10ης Φεβρουαρίου 2004 σχετικά με το επικαιροποιημένο πρόγραμμα Σταθερότητας της Ελλάδας 2003-2006. Όπως αναφέρεται στη Γνώμη, θα ήταν χρήσιμο να υπήρχε μια επικαιροποίηση της μακροπρόθεσμης βιωσιμότητας των δημοσίων οικονομικών «λόγω των προηγούμενων εκτιμήσεων που σαφώς καταδείκνυαν την ύπαρξη κινδύνου

μακροπρόθεσμων ανισορροπιών». Το επικαιροποιημένο Πρόγραμμα Σταθερότητας προβλέπει ότι ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ θα ανέλθει στο 4,2% το 2004 (έναντι του 4% που εκτιμάται για το 2003) και στη συνέχεια θα επιβραδυνθεί ελαφρώς για να διαμορφωθεί και πάλι στο 4% κατά μέσο όρο στο χρονικό διάστημα 2004 - 2006. Προβλέπεται ακόμα αύξηση της απασχόλησης κατά 1,7% το 2004 αλλά στη συνέχεια (για το 2005-2006) θα υπάρχει επιβράδυνση στο 1,2%. Σύμφωνα με το επικαιροποιημένο πρόγραμμα το έλλειμμα της Γενικής κυβέρνησης θα ανέλθει στο 1,2% του ΑΕΠ το 2004, από 1,4% του 2003. Το Συμβούλιο Υπουργών προτείνει αυστηρότερη δημοσιονομική πολιτική, και επισημαίνει ότι πιθανότατα το έλλειμμα για το 2003 να υποεκτιμάται.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον επίσης παρουσιάζει η αναφορά ότι «ο μεσοπρόθεσμος στόχος που θέτει το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης για τη δημοσιονομική θέση, σχεδόν ισοσκελισμένη ή πλεονασματική, δεν πρόκειται να επιτευχθεί μέχρι το 2006». Οι εξελίξεις στο δείκτη δημοσίου χρέους, προστίθεται στη Γνώμη του Συμβουλίου Υπουργών, ενδέχεται να είναι λιγότερο ευνοϊκές από τις προβλεπόμενες (στο 90,5% του ΑΕΠ το 2006 σε σχέση με το 101,7% του ΑΕΠ που εκτιμάται ότι θα κλείσει το 2003). Γι' αυτό απαιτείται η άσκηση αποτελεσματικού ελέγχου στις πρωτογενείς τρέχουσες δημόσιες δαπάνες, ιδιαίτερα στις ανελαστικές, όπως οι μισθοί και οι κοινωνικές μεταβιβάσεις. Το Συμβούλιο Υπουργών εκτιμά ότι υπάρχει κίνδυνος να εμφανιστούν στο μέλλον μεγάλες δημοσιονομικές ανισορροπίες, λόγω της δημογραφικής γήρανσης και του υψηλού δείκτη δημοσίου χρέους. Κατά συνέπεια χρειάζεται περαιτέρω αναμόρφωση του συνταξιοδοτικού συστήματος.

4.6) Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΩΝ ΕΙΣΑΓΩΓΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΩΓΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ

Επιταχύνεται η ανοδική πορεία των εξαγωγών και όλα δείχνουν ότι οι ελληνικές εξαγωγές θα φθάσουν φέτος στο υψηλότερο επίπεδο στην ιστορία τους, υπερβαίνοντας σε σταθερό νόμισμα το προηγούμενο ρεκόρ του 1996, που είχαν ανέλθει σε 11.866 εκατ. δολάρια. Όπως ανακοινώθηκε από τον Πανελλήνιο Σύνδεσμο Εξαγωγέων (ΠΣΕ), με βάση τα στοιχεία της Εθνικής Στατιστικής Υπηρεσίας (ΕΣΥΕ) για το εξωτερικό εμπόριο της χώρας, η αύξηση των εξαγωγών οφείλεται κατά βάση στις εξαγωγικές επιδόσεις προς τον ανεπτυγμένο κόσμο που είναι ιδιαίτερος ισχυρή, ενώ η ανοδική ώθηση οφείλεται σχεδόν αποκλειστικά στα βιομηχανικά προϊόντα και ιδίως σε εκείνα που είναι κατά τεκμήριο υψηλότερης τεχνολογικής στάθμης, όπως τα χημικά προϊόντα. Κατά την ίδια περίοδο, οι εισαγωγές αυξάνονται με ρυθμό επιταχυνόμενο και σε ύψος σχεδόν τετραπλάσιο, σε σχέση με τις εξαγωγές. Η πορεία των εξαγωγών στο 2003 καθιστά εμφανέστερες ορισμένες βασικές εξελίξεις, όπως είναι η ανακατάταξη στις κύριες εξαγωγικές αγορές που οφείλεται μεταξύ των άλλων, στην εκρηκτική άνοδο των εξαγωγών προς τις ΗΠΑ (38%) και κατά δεύτερο λόγο προς τη Βουλγαρία (25%) και τη θεαματική άνοδο εξαγωγικών προϊόντων υψηλής στάθμης, όπως είναι η πολύ μεγάλη αύξηση της αξίας των εξαγωγών χημικών προϊόντων (44%). Σε δολάρια τρέχουσας αξίας οι μεταβολές αυτές είναι θεαματικότερες.

Οι εξαγωγές κατά τους πρώτους εννέα μήνες του 2003 έφτασαν σε 8.777 εκ. ευρώ, σημείωσαν δηλαδή αύξηση κατά 6,2%, σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2002. Η αύξηση εντοπίζεται κατά βάση στον ανεπτυγμένο κόσμο (16%) και είναι ειδικότερα πολύ ισχυρή στις λοιπές χώρες του ΟΟΣΑ (22%). Η αύξηση των εξαγωγών αποκτά ακόμη μεγαλύτερη σημασία αν ληφθεί υπ' όψιν η ισχυρή θέση του ευρώ, το

οποίο κατά τους πρώτους εννέα μήνες του έτους είχε αυξηθεί κατά 20% σε σχέση με το αντίστοιχο διάστημα του 2002. Αν οι εξαγωγές υπολογιστούν σε δολάρια τρέχουσας αξίας, η αύξηση των εξαγωγών έφτασε σε 28% και ειδικότερα προς τις χώρες του ΟΟΣΑ σε 39% και προς την Ε.Ε. σε 37%. Οι εισαγωγές, όπως συμβαίνει καθ' όλη τη διάρκεια του περασμένου έτους, αυξήθηκαν πολύ ταχύτερα. Η αύξηση, μάλιστα, είναι σχεδόν καθολική, με εξαίρεση δύο ασήμαντες για το εξωτερικό εμπόριο περιοχές. Η αξία των εισαγωγών έφτασε σε 29.449 εκ. ευρώ, ήταν δηλαδή κατά 23% υψηλότερη, σε σχέση με το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2002. Η κατά 3,7 φορές υψηλότερη αύξηση των εισαγωγών σε σχέση με τις εξαγωγές υπογραμμίζει το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας και τη συνεχιζόμενη εισαγωγική διείδυση. Ενδεχομένως, οφείλεται και σε εισαγωγές που έχουν σχέση με τους Ολυμπιακούς Αγώνες. Η αύξηση ήταν πολύ πιο υψηλή για τις εισαγωγές από τις ανεπτυγμένες χώρες και ειδικότερα την Ε.Ε.: 30% και 29%, αντιστοίχως. Οι εισαγωγές φαίνεται ότι το 2003 θα σπάσουν για πρώτη φορά το φράγμα των 40 δισ. ευρώ.

Οι εξαγωγές σε ευρώ εμφανίζουν αύξηση εκτός από την Ε.Ε. και τις λοιπές χώρες του ΟΟΣΑ, στις πρώην ανατολικές χώρες συνολικά, στη Ν.Α. Ασία και στις «λοιπές χώρες». Αντιθέτως, πολύ μεγάλη πτώση σημειώνουν οι εξαγωγές προς τις χώρες της Μ. Ανατολής και της Β. Αφρικής και της Λατινικής Αμερικής. Η αύξηση των εξαγωγών προς τον καθένα ξεχωριστά από τους εταίρους μας δεν είναι δυνατό να προσδιοριστεί, διότι τα στοιχεία που παρέχει η ΕΣΥΕ είναι συγκρίσιμα συνολικά, αλλά δεν είναι για κάθε χώρα χωριστά. Αναλυτικότερα, η μεγάλη αύξηση (22%) προς τις λοιπές χώρες του ΟΟΣΑ οφείλεται στην εκρηκτική άνοδο των εξαγωγών προς τις ΗΠΑ (38%) και τη μεγάλη αύξηση προς την Τουρκία (18%). Παρά ταύτα, οι εξαγωγές προς τη γειτονική χώρα, αν συνεχιστεί η ως τώρα πορεία, θα πλησιάσουν περισσότερο προς το κορυφαίο επίπεδο του έτους 2000 αλλά δεν θα το φτάσουν. Οι εξαγωγές προς τις

χώρες της πρώην ΕΣΣΔ σημειώνουν πτώση κατά 16% που οφείλεται στην υποχώρηση σχεδόν σε όλες τις χώρες της περιοχής και κυρίως προς την Ουκρανία (42%) και τη Ρωσία (6%). Στην τελευταία περίπτωση η υποχώρηση είναι αισθητή, γιατί οι εξαγωγές προς τη Ρωσία καλύπτουν πάνω από τα 2/3 των συνολικών εξαγωγών προς τις χώρες της πρώην ΕΣΣΔ. Η υποχώρηση κατά 3% προς τις χώρες της πρώην Γιουγκοσλαβίας οφείλεται αποκλειστικά στην κατά 15% πτώση των εξαγωγών προς την ΠΓΔΜ. Η χώρα αυτή απορροφά πάνω από τις μισές εξαγωγές προς τις χώρες της πρώην Γιουγκοσλαβίας. Η αύξηση κατά 11% της αξίας των εξαγωγών προς τις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης και των Βαλκανίων οφείλεται στην εκρηκτική άνοδο κατά 56% των εξαγωγών προς την Πολωνία (147 εκ. ευρώ) και κατά 25% των ήδη μεγάλων εξαγωγών προς τη Βουλγαρία (538 εκ. ευρώ). Προς τις υπόλοιπες χώρες οι εξαγωγές ή έμειναν στάσιμες (Τσεχία) ή υποχώρησαν σημαντικά όπως π.χ. την Αλβανία (-11%). Οι εξαγωγές προς τις χώρες της Μ. Ανατολής και της Β. Αφρικής υποχώρησαν κατά 20% με αποτέλεσμα η συμμετοχή τους να περιοριστεί στο σύνολο των εξαγωγών σχεδόν κατά δύο μονάδες: από 7,3% στο εννεάμηνο του 2002, σε 5,5% στο εννεάμηνο του 2003. Η πτώση οφείλεται ως επί το πλείστον στην υποχώρηση των εξαγωγών προς τις σημαντικότερες αγορές της περιοχής: Μαρόκο (-30%), Αλγερία (-13%), Τυνησία (19%), Λιβύη (27%), Λίβανος (-36%), Ισραήλ (-25%). Εξαίρεση αποτελούν οι εξαγωγές προς την αιγυπτιακή αγορά. Γενικότερα, η περιοχή εμφανίζει τα τελευταία χρόνια μεγάλη αστάθεια, ενώ η σημασία της για τις ελληνικές εξαγωγές έχει περιοριστεί. Οι εξαγωγές προς τις δύο νησιωτικές χώρες της Μεσογείου οφείλεται στην πτώση στο μισό των σχετικά μεγάλων εξαγωγών προς τη Μάλτα. Οι εξαγωγές προς τις χώρες της Ν.Α. Ασίας σημείωσαν θεαματική αύξηση (20%) που οφείλεται σε όλες τις σημαντικές αγορές της περιοχής, εκτός Χονγκ Κονγκ. Οι πολύ περιορισμένες εξαγωγές προς τις χώρες της Λατινικής Αμερικής έχουν πέσει σε επίπεδο σχεδόν αμελητέο, ενώ

οι εξαγωγές προς την Ινδία και την Κίνα υποχωρούν, καθώς η αιφνίδια άνοδός τους το 2002 δεν συνεχίστηκε το 2003. Από την κατά χώρας εξέταση των εξαγωγικών επιδόσεων προκύπτει ότι κατά το 2003 θα υπάρξουν σοβαρές ανακατατάξεις μεταξύ των βασικών αγορών της χώρας. Οι ΗΠΑ, προς τις οποίες η αξία των εξαγωγών θα υπερβεί τα 900 εκ. ευρώ, θα καταλάβει την 3η θέση μεταξύ των βασικών αγορών της χώρας, υποσκελίζοντας τη Βρετανία και η Βουλγαρία την Πέμπτη θέση. Αντιθέτως, η Γαλλία που κατείχε πάντοτε την 3η θέση και είχε υποσκελιστεί από τη Βρετανία θα μεταπέσει στη δεύτερη πεντάδα, ίσως στην 7η θέση. Η ΠΓΔΜ, αν και παραμένει στην πρώτη δεκάδα, δεν θα διατηρήσει την υψηλή θέση που είχε παλαιότερα. Τέλος, η Πολωνία προς την οποία οι εξαγωγές υπολογίζεται να φτάσουν τα 200 εκ. ευρώ παύει πλέον να είναι μια δευτερεύουσα αγορά. Προς τις χώρες της νέας διεύρυνσης συνολικά, οι εξαγωγές παρέμειναν στάσιμες, καθώς κατά βάση η μεγάλη αύξηση των εξαγωγών προς την Πολωνία δεν αντιστάθμισε τη μεγάλη πτώση προς τη Μάλτα. Όπως είναι φυσικό, η αξία των εξαγωγών και των εισαγωγών εμφανίζει εντελώς διαφορετική εικόνα αν υπολογιστεί σε δολάρια, λόγω της μεγάλης υποτίμησης του αμερικανικού νομίσματος, σε σχέση με το ευρώ.

Από την εξέταση των εξαγωγικών επιδόσεων κατά βασικές κατηγορίες προϊόντων, προκύπτει ότι η αύξηση οφείλεται κατά βάση στην αύξηση κατά 12% των εξαγωγών βιομηχανικών προϊόντων που καλύπτουν πλέον σχεδόν τα 2/3 του συνόλου της αξίας των εξαγωγών και σε πολύ μικρότερη έκταση στις πολύ μικρές εξαγωγές πρώτων υλών οι οποίες καλύπτουν το 6% του συνόλου. Οι εξαγωγές γεωργικών προϊόντων υποχώρησαν συνολικά κατά 3%. Η υποχώρηση οφείλεται στην κατηγορία «τρόφιμα και ζώα ζωντανά». Οι εισπράξεις στην κατηγορία αυτή, που καλύπτει το 14% του συνόλου των εξαγωγών και τα 2/3 περίπου της αξίας των εξαγωγών αγροτικών προϊόντων στο 2003, υποχώρησαν κατά 14%. Η μεγάλη αυτή πτώση δεν

αντισταθμίστηκε από τη μεγάλη αύξηση (57%) στα «έλαια φυτικής και ζωικής προέλευσης» ούτε από τη μικρότερη (10%) της κατηγορίας «ποτά και καπνός». Μεγάλη μείωση (17%) σημείωσαν και οι εξαγωγές καυσίμων. Στα βιομηχανικά προϊόντα η αύξηση ήταν αυτή τη φορά γενική για όλες τις επί μέρους κατηγορίες. Διατηρήθηκε όμως και στο εννεάμηνο η εκρηκτική αύξηση των εξαγωγών «χημικών προϊόντων» που έφτασε σε 44%. Αν οι τάσεις αυτές συνεχιστούν και τους επόμενους τρεις μήνες του έτους, οι εξαγωγές των προϊόντων αυτών, που περιλαμβάνουν πολλά προϊόντα υψηλής τεχνολογικής στάθμης, η αξία των εξαγωγών θα φτάσει σε 1,5 δις. ευρώ και η συμμετοχή της στο σύνολο των ελληνικών εξαγωγών θα υπερβεί το 12%, έναντι 8% προ τριετίας ή στο 1/5 του συνόλου των εξαγωγών βιομηχανικών προϊόντων. Άνοδο ίση με την αύξηση του συνόλου των εξαγωγών εμφανίζουν οι εξαγωγές της κατηγορίας «μηχανήματα και υλικό μεταφορών» στην οποία υπάγονται προϊόντα υψηλής τεχνολογίας, όπως «μηχανές γραφείου και επεξεργασίας στοιχείων», «τηλεπικοινωνιακός εξοπλισμός» κ.ά.. Οι εισπράξεις από τις εξαγωγές των προϊόντων αυτών καλύπτουν το 13% του συνόλου της εξαγωγικής δραστηριότητας στα αγαθά. Στις δύο άλλες κατηγορίες βιομηχανικών προϊόντων η αύξηση έφτασε λίγο κάτω ή λίγο πάνω από την αύξηση για το σύνολο των εξαγωγών. Οι εξελίξεις αυτές δείχνουν ότι προϊόντα σχετικά υψηλής τεχνολογίας ή που ενσωματώνουν υψηλότερα ποσοστά γνώσης διατηρούν την ανταγωνιστικότητά τους, παρά την ανατίμηση του ευρώ. Το πρόβλημα παραμένει όμως για τις επιχειρήσεις που εξάγουν προϊόντα που στη διεθνή αγορά τιμώνται σε δολάρια, όπως είναι κατά κανόνα τα καύσιμα, τα μέταλλα, και γενικότερα τα χρηματιστηριακά προϊόντα. Με εξαίρεση τις πρώτες ύλες, οι εισαγωγές αυξήθηκαν σε όλες τις κατηγορίες προϊόντων. Ιδιαίτερα μεγάλη ήταν η αύξηση των καυσίμων (31%) λόγω της ανατίμησης του πετρελαίου και παρά τη μεγάλη μείωση κατά 17% των εισπράξεων από τις εξαγωγές καυσίμων.

Οι εξαγωγές, με βάση την ως τώρα πορεία τους, έφτασαν το 2003 στο υψηλότερο επίπεδο όλων των εποχών. Στο ισχυρό ευρωπαϊκό νόμισμα οι εξαγωγές υπολογίζεται ότι, όταν στατιστικώς το έτος θα έχει ολοκληρωθεί, θα έχουν φτάσει ή και θα έχουν ξεπεράσει τα 12 δισ ευρώ. Ακόμη πιο μεγάλη σημασία έχουν όμως οι ανακατατάξεις που διαφαίνονται τόσο μεταξύ των κύριων εξαγωγικών αγορών της χώρας, όσο και στη σχετική θέση των εξαγόμενων προϊόντων.

Η εκρηκτική αύξηση των εξαγωγών προς τις ΗΠΑ κατά 38% δείχνει ότι οι ελληνικές εξαγωγές προς τη χώρα αυτή πλησίασαν στο 2003 το 1 δισ. ευρώ, με αποτέλεσμα να καταλάβει την τρίτη θέση μεταξύ των κύριων αγορών της Ελλάδας, εκτοπίζοντας τη Βρετανία στην τέταρτη. Η Βουλγαρία θα καταλάβει την πέμπτη θέση, ενώ η Γαλλία από την τρίτη θέση που ήταν κάποτε θα πέσει στην έκτη ή έβδομη θέση. Μεταξύ των χωρών της νέας διεύρυνσης, η Πολωνία προς την οποία οι εξαγωγές πρέπει να έφτασαν το 2003 τα 200 εκ. ευρώ, εξελίσσεται σε σημαντική εξαγωγική αγορά.

Από την άλλη όμως, οι εισαγωγές αυξάνονται με ρυθμό σχεδόν τέσσερις φορές ταχύτερο και υπολογίζεται ότι το 2003, όταν θα ολοκληρωθούν τα στατιστικά στοιχεία θα έχουν φτάσει ή υπερβεί τα 40 δισ ευρώ. Η ικανοποιητική βελτίωση των εξαγωγικών επιδόσεων οφείλεται στα βιομηχανικά προϊόντα, τα οποία αποτελούν πλέον σχεδόν τα 2/3 του συνόλου των εξαγωγών. Μεταξύ αυτών τη σημαντικότερη αύξηση εμφανίζουν τα χημικά προϊόντα των οποίων οι εξαγωγές ολόκληρο το 2003 υπολογίζεται ότι θα φτάσουν σε 1,5 δισ ευρώ ανεβάζοντας τη συμμετοχή τους σε 12% του συνόλου των ελληνικών εξαγωγών από 8% στο 2000. Η στροφή προς προϊόντα τα οποία είναι υψηλότερης τεχνολογικής στάθμης ή ενσωματώνουν περισσότερη γνώση καταδεικνύεται και από την άνοδο των εξαγωγικών επιδόσεων και στις άλλες κατηγορίες βιομηχανικών.

Αντιθέτως, οι εξαγωγές αγροτικών προϊόντων υποχωρούν και η συμμετοχή τους στο σύνολο ακολουθεί φθίνουσα πορεία: από 28% του συνόλου κατά μέσον όρο στη δεκαετία του 1990 περιορίζεται τώρα σε 22-23. Για να σταθεροποιηθούν και να βελτιωθούν όμως αυτές οι εξελίξεις είναι απαραίτητο να τεθεί σε εφαρμογή και με συστηματικό τρόπο ένα Εθνικό Σχέδιο για την προώθηση των εξαγωγών.

4.7) Ο ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Αυξημένη κατά 2,9% στον αριθμό αδειών, 8% στην επιφάνεια και 10,1% στον όγκο ήταν η συνολική οικοδομική δραστηριότητα στο διάστημα Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου 2003 έναντι του αντίστοιχου εννεαμήνου του 2002, σύμφωνα με την Εθνική Στατιστική Υπηρεσία της Ελλάδος (ΕΣΥΕ). Ειδικότερα, εκδόθηκαν 62.175 άδειες, που αντιστοιχούν σε 16.887,9 χιλιάδες τετραγωνικών μέτρων επιφάνειας και 63.401,1 χιλιάδες κυβ. μέτρων όγκου έναντι 60.394 αδειών, 15.634,2 χιλιάδων τετρ. μέτρων επιφάνειας και 57.574,8 χιλιάδων κυβ. μέτρων όγκου της αντίστοιχης περιόδου 2002.

Η δημόσια οικοδομική δραστηριότητα συμμετέχει στο σύνολο του όγκου σε ποσοστό 6,3%. Στο ίδιο διάστημα η ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα εμφανίζει στο σύνολο της χώρας αύξηση 2,8% στον αριθμό των αδειών, 4,9% στην επιφάνεια και 7,5% στον όγκο, σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο του έτους 2002. Μεγαλύτερη αύξηση της οικοδομικής δραστηριότητας παρατηρήθηκε στις διοικητικές περιφέρειες της Θεσσαλίας (24,7%) και της Κρήτης (21,4%). Αντίθετα μείωση παρατηρήθηκε στη Δυτική Ελλάδα (13,6%).

4.8) ΜΕΤΡΑ ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ



Αναγκαίος κρίνεται ο επανακαθορισμός των στόχων και των προτεραιοτήτων της οικονομικής πολιτικής μετά τις εκλογές, καθώς η χαλάρωση των τελευταίων μηνών και οι προεκλογικές υποσχέσεις επιβαρύνουν το κλίμα και δημιουργούν αβεβαιότητα. Στην άποψη αυτή καταλήγουν ανώτεροι παράγοντες του κρατικού μηχανισμού, οι οποίοι, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τους τα κομματικά δρώμενα, θεωρούν ότι η χώρα μας βρίσκεται μπροστά σε μια νέα πραγματικότητα, καθώς ολοκληρώνονται τα Ολυμπιακά έργα και συνεπώς η αναπτυξιακή διαδικασία θα πρέπει να κινηθεί σε νέες κατευθύνσεις. Προς την κατεύθυνση αυτή, παράλληλα με την επιτάχυνση της υλοποίησης του Γ' ΚΠΣ, κρίνεται αναγκαία και η καθιέρωση νέων αναπτυξιακών κινήτρων, τα οποία θα δίνουν ώθηση στις ΜΜΕ, λαμβάνοντας υπόψη τις επισημάνσεις των επιχειρηματικών φορέων. Για το ΚΠΣ τα γεγονότα δείχνουν ότι κάθε φθινόπωρο η εικόνα που έχουν οι αρχές για τις απορροφήσεις κοινοτικών πόρων απέχει σημαντικά από την πραγματικότητα.

Στο δημοσιονομικό τομέα, όπου η διαχείριση επίσης κάθε χρόνο παρουσιάζει αποκλίσεις, απαιτείται να γίνει αξιολόγηση των μεγεθών, έτσι ώστε να διαφανεί η πορεία των ελλειμμάτων και παράλληλα να προσδιοριστούν τα στοιχεία εκείνα τα οποία επιβαρύνουν το δημόσιο χρέος, η μείωση του οποίου βρίσκεται σε έντονη αναντιστοιχία με τη «θεωρητική» μείωση των ελλειμμάτων του Προϋπολογισμού. Πάνω απ' όλα όμως χρειάζεται να ξεκαθαρίσει αμέσως το πλαίσιο για τις ιδιωτικοποιήσεις και τις αποκρατικοποιήσεις, έτσι ώστε να γνωρίζει ο ιδιωτικός τομέας τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό τις προθέσεις της νέας κυβέρνησης όσο επίσης και το βάθος των αλλαγών πολιτικής.

Ένας ευέλικτος και αποτελεσματικός αναπτυξιακός νόμος, η εφαρμογή του οποίου θα συμβάλει στο να επιλυθούν τα χρονίζοντα προβλήματα της ελληνικής περιφέρειας, αποτελεί το βασικό αίτημα των οικονομικών παραγόντων και των εκπροσώπων των ανά την Ελλάδα παραγωγικών τάξεων προς την κυβέρνηση. Ζητώντας ουσιαστικά «αφορμές ανάπτυξης», οι εκπρόσωποι των παραγωγικών τάξεων επιθυμούν να συμμετέχουν «στη νέα οικονομική πραγματικότητα που διαμορφώνεται και να στηρίξουν την προσπάθεια της χώρας να σταθεί ανταγωνιστικά στην παγκόσμια οικονομική πραγματικότητα». Βιομήχανοι, έμποροι, εξαγωγείς, τουριστικοί επιχειρηματίες, επιμελητηριακοί φορείς, αγροτικοί συνεταιρισμοί ζητούν την καθιέρωση και τη θέσπιση ολοκληρωμένης εξωτερικής οικονομικής πολιτικής με κύριο μοχλό την στήριξη των εξαγωγών. Τη θέσπιση μέτρων και κινήτρων για την ισόρροπη και αποκεντρωμένη ανάπτυξη. Τη δημιουργία σοβαρών υποδομών που θα βγάλουν την περιφέρεια από την απομόνωση. Την καταπολέμηση της πολυνομίας και της γραφειοκρατίας. Την ανάπτυξη μακροπρόθεσμου σχεδιασμού για την αντιμετώπιση των νέων συνθηκών που διαμορφώνονται σε κάθε περιοχή.

4.9) ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

Η άνοδος των τιμών της χρηματιστηριακής αγοράς αποδείχθηκε τελικά ότι είχε και θεμελιώδες υπόβαθρο, με τις εισηγμένες να εκπλήττουν θετικά με τις επιδόσεις τους το 2003. Η επιστροφή της κερδοφορίας στα επίπεδα του 2001 απέδειξε ότι το 2002 ήταν όντως μια χρονιά αναδιάρθρωσης, ενώ μια σειρά ευνοϊκών συγκυριών και ρυθμίσεων βοήθησε προς αυτή την κατεύθυνση και σε συνδυασμό με την αύξηση της ζήτησης σε συγκεκριμένους τομείς της οικονομίας που οδήγησαν το ονομαστικό ΑΕΠ της χώρας μας σε αύξηση 5% για το 2003 οδήγησαν στο εντυπωσιακό +30% σε επίπεδο κερδοφορίας, ανατρέποντας ακόμα και τις πιο αισιόδοξες εκτιμήσεις, που έκαναν λόγο για αύξηση μεταξύ 25% και 28%. Ωστόσο, οι εταιρείες δεν κινήγησαν νέες αγορές ώστε να επιτύχουν αύξηση των μεριδίων τους, ίσως γιατί δεν είχαν και την απαιτούμενη ρευστότητα για να κάνουν κάτι τέτοιο. Η αίσθηση της αμυντικής χρονιάς αποτυπώνεται στη μικρή σχετικά αύξηση του κύκλου εργασιών, η οποία ήταν μικρότερη σε μέγεθος από την αύξηση του 2002 και προήλθε από τιμολογιακές αναπροσαρμογές, την καλπάζουσα δραστηριότητα των κατασκευαστικών εταιρειών αλλά και από την επίδοση των μεγαλύτερων εισηγμένων εξαγωγικών εταιρειών.

Η χρήση χαμηλότερων φορολογικών συντελεστών, κατώτερων συντελεστών απόσβεσης και η ενσωμάτωση των υποαξιών με συμψηφισμό της υπεραξίας των ακινήτων στα Ίδια Κεφάλαια βελτίωσαν θεαματικά τα μετά από φόρους κέρδη. Η πρακτική αυτή είναι πιο έντονη στον τραπεζικό κλάδο, τα αποτελέσματα του οποίου θα έχουν την ευεργετική διάταξη της μειωμένης φορολογίας και κατά τη χρήση του 2004. Το σημαντικότερο όμως όφελος από αυτό το χειρισμό θα απελευθερώσει πολλές εισηγμένες την προσεχή χρήση από την τμηματική απόσβεση των υποαξιών που καταγράφουν συνεχώς από το 2000 με τον εφάπαξ συμψηφισμό τους. Επιπλέον, η

μείωση του δανειακού κόστους βοήθησε τις εταιρείες να μειώσουν το χρηματοοικονομικό τους κόστος και να εμφανίζουν υψηλότερα κέρδη, καθώς, εντός του 2003, αρκετές εξ αυτών προχώρησαν είτε σε επαναδιαπραγμάτευση των όρων των δανείων τους είτε σε αναδιάρθρωση με τη σύναψη νέων ομολογιακών ή κοινοπρακτικών δανείων. Ο χειρισμός αυτών των τριών παραγόντων αποτυπώνεται και στις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών, χωρίς όμως να λείπουν και χειρισμοί που μείωσαν το τελικό αποτέλεσμα. Θα πρέπει να αναγνωρισθεί η συμβολή στο τελικό αποτέλεσμα των πολύ κακών αποτελεσμάτων του 2002, τα οποία βοήθησαν την ανάκαμψη να μεγεθυνθεί και να ξεπεράσει τις εκτιμήσεις, τόσο στο σύνολο όσο και σε πολλές επιμέρους εταιρείες.

Τα έως τώρα δημοσιοποιημένα και τα προσδοκώμενα μερίσματα μπορούν να αποτελέσουν μια καλή ένεση ρευστότητας σε μια διψασμένη αγορά, καθώς αναμένεται να προσεγγίσουν τα 3 δισ. ευρώ. Το ποσοστό αυτό αποτελεί το 50% της καθαρής προ φόρων κερδοφορίας και είναι ιδιαίτερα υψηλό ως ποσοστό απόδοσης στις μετοχές του FTSE-20. Η διανομή των μερισμάτων στον κοντινό ορίζοντα των επόμενων τριών μηνών θα βοηθήσει τη διακράτηση των τίτλων που εμφανίζουν ικανοποιητικές μερισματικές αποδόσεις, μειώνοντας έτσι τη δυνητική προσφορά τίτλων. Η υπέρβαση του 25% στα αποτελέσματα χρήσης και η βεβαιότητα ότι οι μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση εταιρείες θα συνεχίσουν να αυξάνουν την κερδοφορία τους και το 2004, δημιουργούν ευαίωτες προοπτικές ως προς τη στάση που θα κρατήσουν τα μεγάλα χαρτοφυλάκια απέναντι στις δεικτοβαρείς μετοχές. Ωστόσο, σε πολλές περιπτώσεις, αναγνωρίζεται η ανάγκη ενδυνάμωσης των εταιρειών και εν όψει των διεθνών λογιστικών προτύπων με φρέσκα ίδια κεφάλαια. Ειδικότερα, στις τράπεζες, τη ναυτιλία, το μεσαίο κατασκευαστικό χώρο, την κλωστοϋφαντουργία και στην

πληροφορική αναγνωρίζεται πολύ πιο έντονα η ανάγκη νέων κεφαλαίων, είτε μέσω άντλησης κεφαλαίων από το Χ.Α. είτε μέσω συγχωνεύσεων.

Η διαμόρφωση ενός νέου σκηνικού σε αυτούς τους χώρους υπαγορεύεται τόσο από τα θεμελιώδη όσο και από τις συνθήκες ανταγωνισμού, διαμορφώνοντας όμως παράλληλα και ένα πολύ ενδιαφέρον χρηματιστηριακό σκηνικό ζυμώσεων σε αυτούς τους κλάδους. Τα απόλυτα μεγέθη κερδοφορίας, η μερισματική απόδοση και η μέση προσδοκώμενη αύξηση κερδών για τις εισηγμένες αναμένεται να δημιουργήσουν μεγαλύτερη άνεση στη διακράτηση τίτλων σε ξένους θεσμικούς, οι οποίοι, αυτή την περίοδο, διατηρούν μεγάλες θέσεις σε μετοχές που καθορίζουν την τύχη του Γ. Δείκτη. Η ενίσχυση της παρουσίας τους δεν είναι αδιάφορη από τις προοπτικές των εταιρειών, οι οποίες με τη σειρά τους φαίνεται να πήραν το μάθημα της μείωσης θέσεων, διαμορφώνοντας πιο υπεύθυνη στάση στη διαχείριση των πόρων τους.

Τα έως τώρα αποτελέσματα κρίνονται ιδιαίτερος ικανοποιητικά και μπορούν να στηρίζουν και να βελτιώσουν τις αποτιμήσεις. Ωστόσο, ενώ οι περισσότερες εταιρείες που διαμορφώνουν το Γ. Δείκτη έχουν τιμολογήσει τη βελτίωση αυτή σε μικρότερες κεφαλαιοποιήσεις, εμφανίζονται σημαντικά discounts, που, σε συνδυασμό με τις ειδικές προοπτικές της κάθε εταιρείας, μπορούν να αποδειχθούν επενδυτικές ευκαιρίες.

Η αύξηση στα κέρδη προ φόρων των εισηγμένων υπερβαίνει το 30%. Σε 10% διαμορφώθηκε η αύξηση στον κύκλο εργασιών. Τα μετά από φόρους κέρδη ευνοήθηκαν από μια σειρά φορολογικών ρυθμίσεων. Οι τράπεζες επέστρεψαν στα επίπεδα κερδοφορίας του 2001. Θεαματικές οι ανατροπές από εταιρείες που βρέθηκαν το 2002 σε δυσμενή θέση. Αυξημένες οι ροές μερισμάτων. Θα προσεγγίσουν τα 3 δις. ευρώ σε απόλυτα μεγέθη. Στοίχημα της αγοράς είναι η διψήφια άνοδος της κερδοφορίας στο α' τρίμηνο 2004, για να διατηρηθούν τα επίπεδα του γενικού δείκτη.

4.10) ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΗΣ ΧΑΜΗΛΗΣ ΑΠΟΡΡΟΦΗΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΝΔΥΛΙΩΝ

Στα 520 εκατ. ευρώ ανέρχονται οι πόροι τους οποίους απώλεσε η χώρα μας από το Β' Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης 1994-99, σύμφωνα με τα προσωρινά στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Η Ελλάδα είχε τη μεγαλύτερη απώλεια πόρων μεταξύ των χωρών της Συνοχής, καθώς από τα στοιχεία τα οποία παρουσίασε ο επίτροπος κ. Μπαρνιέ, η Ισπανία με συνολικά κονδύλια υπερδιπλάσια της Ελλάδος δεν απορρόφησε 390 εκατ. ευρώ και η Πορτογαλία 191 εκατ. ευρώ. Οι απώλειες της χώρας μας από το Περιφερειακό Ταμείο ανήλθαν σε 440 εκατ. ευρώ, από το Κοινωνικό Ταμείο 40 εκατ. ευρώ, από το Γεωργικό Ταμείο 29 εκατ. ευρώ και από το Ταμείο Αλιείας 11 εκατ. ευρώ.

Παράγοντες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής δεν αποκλείουν το ενδεχόμενο οι περικοπές πόρων να είναι μεγαλύτερες καθώς η εξέταση των φακέλων των έργων συνεχίζεται, ενώ οι λόγοι είναι πολλοί, μεταξύ των οποίων, η απόρριψη προγραμμάτων που δεν κρίθηκαν κατάλληλα για χρηματοδότηση, η διαπίστωση ατασθαλιών, η υπέρβαση του κόστους προγραμματισμού κ.λπ. Συνολικά επέστρεψαν στον κοινοτικό προϋπολογισμό συνολικά κονδύλια 7,1 δισ. ευρώ, από τα οποία τα περισσότερα από τη Γαλλία, την Αγγλία και την Ιταλία.

Το ζητούμενο για τη χώρα μας είναι, η συνεπής εφαρμογή των κανονισμών που αφορούν τους πόρους του Γ' ΚΠΣ, καθώς η τυχόν απώλεια πόρων, θα έχει επιπτώσεις στην έκταση και στην ποιότητα των εκτελούμενων έργων. Για το λόγο αυτό αμέσως μετά τις εκλογές η νέα κυβέρνηση οφείλει να κινηθεί με ταχείς ρυθμούς έτσι ώστε να διασφαλιστούν οι κοινοτικές χρηματοδοτήσεις.

4.11) ΣΤΟ 26,4% ΤΟΥ ΑΕΠ Η ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ ΤΩΝ ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΩΝ ΤΟ 2003

Στο σύνολο της οικονομίας το 2003 παρατηρήθηκε σημαντική επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης, σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος, καθώς οι νέες πιστώσεις αυξήθηκαν κατά 2,8% σε σύγκριση με το 2002, χρονιά κατά την οποία η πιστωτική επέκταση είχε σημειώσει αύξηση κατά 8,5%. Η εξέλιξη αυτή αντανακλά την μείωση κατά 16,8% της χρηματοδότησης προς τη Γενική Κυβέρνηση, ενώ αντιθέτως οι χορηγήσεις προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά ήταν αυξημένες κατά 17% (έναντι αυξήσεως 16,9% το 2002).

Το 2003 διευρύνθηκε αισθητά το χρέος των νοικοκυριών προς τις τράπεζες. Το σύνολο των υπολοίπων από στεγαστικά και καταναλωτικά δάνεια διαμορφώθηκε το 2003 σε 40,19 δισ. ευρώ, ή 26,4% του ΑΕΠ έναντι 22% το 2002. Παρά την αύξηση του χρέους, ο δανεισμός προς τα νοικοκυριά εμφάνισε το 2003 μικρή επιβράδυνση σε σύγκριση με την προηγούμενη χρονιά. Έτσι οι πιστώσεις προς τα νοικοκυριά αυξήθηκαν το 2003 κατά 27,6%, σε σύγκριση με το 2002, ενώ το 2002 οι χορηγήσεις είχαν καταγράψει αύξηση 32,2%. Η επιβράδυνση αυτή αντανακλά κατά κύριο λόγο την υποχώρηση του ρυθμού ανόδου των στεγαστικών δανείων, τα οποία αυξήθηκαν κατά 25% έναντι αυξήσεως 35,6% που είχαν καταγράψει το 2002.

Οι χορηγήσεις των καταναλωτικών δανείων επιταχύνθηκαν και ο ρυθμός τους διαμορφώθηκε στο 27,2% έναντι 24,2% το 2002. Από τα υπόλοιπα της καταναλωτικής πίστης, αυτά μέσω των πιστωτικών καρτών εμφανίζουν αύξηση κατά 25,5%, έναντι αυξήσεως 33,1% το 2002. Αύξηση κατά 18,2% εμφανίζουν, μετά την πλήρη απελευθέρωση, τα δάνεια με δικαιολογητικά. Η συγκεκριμένη κατηγορία δανείων το 2002 εμφάνιζε μείωση κατά 9,6%. Τέλος, τα προσωπικά δάνεια εμφανίζουν μικρή

επιβράδυνση, καθώς ο ρυθμός αύξησης τους υποχώρησε στο 35,2% από 39,6% το 2002. Οι καταθέσεις των κατοίκων Ελλάδος σημείωσαν οριακή άνοδο κατά 1,9% στα 130,09 δισ.ευρώ.

4.12) ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΤΑΜΕΙΑΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΕΛΛΕΙΜΜΑΤΟΣ

Απόκλιση από τους στόχους του κρατικού Προϋπολογισμού του 2003 εμφανίζουν τα στοιχεία που δημοσιοποίησε η Τράπεζα της Ελλάδος. Ταυτοχρόνως η διεύρυνση του ελλείμματος που καταγράφει η κεντρική τράπεζα, καταδεικνύει την επιδείνωση της δημοσιονομικής θέσης της χώρας, καθώς αυξήθηκαν οι καθαρές δανειακές ανάγκες της Γενικής Κυβέρνησης. Σύμφωνα με τα στοιχεία, το έλλειμμα της Κεντρικής Κυβέρνησης σε ταμειακή βάση αυξήθηκε το 2003 κατά 48,34% σε σύγκριση με το 2002. Το έλλειμμα διαμορφώθηκε πέρυσι σε 10,5 δισ. ευρώ, ποσό που αντιστοιχεί στο 6,9% του ΑΕΠ. Η εξέλιξη των μεγεθών αυτών απέχει σημαντικά από τις αναθεωρημένες προβλέψεις του Προϋπολογισμού, σύμφωνα με τις οποίες το έλλειμμα της Κεντρικής Κυβέρνησης το 2003 διαμορφώνεται σε 6,2 δισ. ευρώ ή 4,1% του ΑΕΠ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ EUROSTAT, ΒΑΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

5.1 ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ EUROSTAT ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Σημαντικά στοιχεία για την διπλωματική μου εργασία άντλησα από την EUROSTAT, μία παγκόσμιου φήμης, έγκυρη και αξιόπιστη πηγή - βάση δεδομένων στατιστικών στοιχείων. Από τις τελευταίες δημοσιευμένες εκθέσεις της EUROSTAT κατάφερα να συγκεντρώσω αρκετά στοιχεία μακροοικονομικών, χρηματοπιστωτικών - χρηματοοικονομικών - χρηματιστηριακών μεγεθών τα οποία αφορούν την Ελληνική Οικονομία και τα οποία είναι τετραμηνιαία, αλλά δεν καλύπτουν δυστυχώς όλο το διάστημα αναφοράς της έρευνάς μου, δηλαδή δεν καλύπτουν το διάστημα από 1992-2003.

Παραθέτω στη συνέχεια τους πιο σημαντικούς πέντε (5) πίνακες που δημιούργησα από τις εκθέσεις της EUROSTAT για την Ελληνική Οικονομία και συγκεκριμένα ο ΠΙΝΑΚΑΣ-1 αναφέρεται στον πραγματικό τομέα της οικονομίας, παραθέτοντας τετραμηνιαία μακροοικονομικά μεγέθη σε τρέχουσες τιμές (εκατομμύρια ΕΥΡΩ) για τη διετία 2002-2003 με σύγκριση της μεταβολής των μεγεθών έναντι των προηγούμενων ετών.

ΠΙΝΑΚΑΣ-1

Πραγματικός Τομέας						
Κατηγορίες και Ανάλυση Δεδομένων	Περιγραφή Νομισματικής Μονάδας	Δεδομένα			(% μεταβολή έναντι προηγούμενης Περιόδου)	(% μεταβολή έναντι αντίστοιχης περσινής Περιόδου)
		Χρονική Περίοδος	Τελευταία Διαθέσιμα Στοιχεία	Τελευταία Διαθέσιμα Στοιχεία -1		
Εθνικοί Λογαριασμοί	Προσωρινά στοιχεία					
ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές	Σε τρέχουσες τιμές, Εκατ. Ευρώ	Q1/04	39753	39221	1.4	6.6
Τελική Ιδιωτική Κατανάλωση	Σε τρέχουσες τιμές, Εκατ. Ευρώ	Q1/04	26095	26462	-1.4	6.8
Συλλογική κατανάλωση	Σε τρέχουσες τιμές, Εκατ. Ευρώ	Q1/04	6105	6031	1.2	6.1
Ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου	Σε τρέχουσες τιμές, Εκατ. Ευρώ	Q1/04	10979	10179	7.9	8.1
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	Σε τρέχουσες τιμές, Εκατ. Ευρώ	Q1/04	6950	7821	-11.1	-3.8
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	Σε τρέχουσες τιμές, Εκατ. Ευρώ	Q1/04	10376	11273	-8.0	1.1
ΑΕΠ σε σταθερές τιμές	Σε σταθερές τιμές, 1995=100 Εκατ. Ευρώ	Q1/04	27595	26817	2.9	4.0
Ιδιωτική τελική κατανάλωση	Σε σταθερές τιμές 1995=100 Εκατ. Ευρώ	Q1/04	18775	18516	1.4	4.0
Συλλογική κατανάλωση	Σε σταθερές τιμές 1995=100 Εκατ. Ευρώ	Q1/04	3661	3658	0.1	1.0
Ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου	Σε σταθερές τιμές 1995=100 Εκατ. Ευρώ	Q1/04	8100	7559	7.2	5.1
Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	Σε σταθερές τιμές 1995=100 Εκατ. Ευρώ	Q1/04	5132	5762	-10.9	-6.5
Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	Σε σταθερές τιμές 1995=100 Εκατ. Ευρώ	Q1/04	8069	8687	-7.1	0.8
Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής	1995=100 Τριμηνιαία στοιχεία, προσωρινά. Με εποχική εξομάλυνση	Apr. 04	128.7	130.5**	-1.4	1.8
Απασχόληση	Τριμηνιαία στοιχεία, προσωρινά. Χωρίς εποχική εξομάλυνση	Q4/03	4076.5	4113.6*	-0.9	1.0
Ανεργία	Τριμηνιαία στοιχεία, προσωρινά χωρίς εποχική εξομάλυνση	Q4/03	427.0	398.8 *	7.1	-2.4
Ποσοστό ανεργίας	Μεταβολή σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο και με το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου μηνός, σε απόλυτες τιμές.	Q4/03	9.5	8.8 *	8.0	-3.1
Μισθοί / Ημερομίσθια	Εκτιμήσεις 1999=100	Q4/02	111.9	110.5	1.3	6.4
Δείκτης Τιμών Καταναλωτή	1999=100	May 04	118.6	117.9	0.4	2.9
Δείκτης Τιμών Χονδρικής	1995=100	Apr. 04	136.7	135.8	0.7	2.8

Ο επόμενος πίνακας και συγκεκριμένα **ΠΙΝΑΚΑΣ-2**, αναφέρεται στον δημοσιονομικό τομέα της οικονομίας, παραθέτοντας τετραμηνιαία μακροοικονομικά μεγέθη σε τρέχουσες τιμές (εκατομμύρια ΕΥΡΩ) για τη διετία 2002-2003 με σύγκριση της μεταβολής των μεγεθών έναντι των προηγούμενων ετών.

ΠΙΝΑΚΑΣ-2

Δημοσιονομικός Τομέας						
Κατηγορίες και Ανάλυση Δεδομένων	Περιγραφή Νομισματικής Μονάδας	Δεδομένα			(% μεταβολή έναντι προηγούμενης Περιόδου	(% μεταβολή έναντι αντίστοιχης περσινής Περιόδου
		Χρονική Περίοδος	Τελευταία Διαθέσιμα Στοιχεία	Τελευταία Διαθέσιμα Στοιχεία -1		
Λειτουργίες Γενικής Κυβέρνησης	Προσωρινά στοιχεία	1st reporting 2003				
Εξοδα	Σε τρέχουσες τιμές Εκατ.Ευρώ	2003	71954	66052	9.0	
Ισοζύγιο, Έλλειμμα / Πλεόνασμα	Σε τρέχουσες Εκατ. Ευρώ	2003	-4846	-2026	139.2	
ως % του ΑΕΠ	Εκατ.Ευρώ	2003	-3.2	-1.4		
Χρηματοδότηση της Γενικής Κυβέρνησης, Ισοζύγιο						
Νόμισμα και Καταθέσεις	Εκατ.Ευρώ	2003	-61	317	119.2	
Άλλα χρεόγραφα εκτός μετοχών (εξαιρούνται παράγωγα)	Εκατ.Ευρώ	2003	10129	9329	8.6	
Βραχυπρόθεσμα	Εκατ.Ευρώ	2003	2102	235	794.5	
Μακροπρόθεσμα	Εκατ.Ευρώ	2003	8027	9094	-11.7	
Δάνεια	Εκατ.Ευρώ	2003	-999	-1670	-40.2	
Βραχυπρόθεσμα	Εκατ.Ευρώ	2003				
Μακροπρόθεσμα	Εκατ.Ευρώ	2003	-999	-1670	-40.2	
Άλλες κινήσεις	Εκατ.Ευρώ	2003	-4223	-5950	-29.0	
Σύνολο	Εκατ.Ευρώ	2003	4846	2026	139.2	
Εσοδα	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	3,167	2,651	19.46%	3.4%
Εσοδα	Εκατ.Ευρώ	2003	39752			
Έλλειμμα/Πλεόνασμα						
Προσαρμογές σε	Εκατ.Ευρώ	2003	686			

ταμειακή βάση						
Εντοκα Γραμμάτια	Εκατ.Ευρώ	2003	-701			
Δάνεια	Εκατ.Ευρώ	2003	-4331			
Συνολικό Χρέος (Δεν περιλαμβάνεται)						
το εγγυημένο από την Κεντρική Κυβέρνηση Χρέος						
		Q1/04	184514.3	177812.1		
α)Ευρώ	Εκατ.Ευρώ	Q1/04	181209.1	174398.5	3.9	
β)Νομίσματα εκτος ζώνης Ευρώ	Εκατ.Ευρώ	Q1/04	3305.2	3413.6	-3.2	
Κατανομή κατά υπολειπόμενη διάρκεια	Εκατ.Ευρώ	Q1/04	140227.8	132994.0	5.4	
α) Βραχυπρόθεσμο (μέχρι 1 έτος)	Εκατ.Ευρώ	Q1/04	13267.0	13974.0	-5.1	
β) Μεσοπρόθεσμο (μέχρι 5 έτη)	Εκατ.Ευρώ	Q1/04	57059.9	53018.0	7.6	
γ) Μακροπρόθεσμο (περισσότερα των 5 ετών)	Εκατ.Ευρώ	Q1/04	69900.9	66002.0	5.9	
Ύψος εγγυήσεων	Εκατ.Ευρώ	Q1/04	1185,3	11091,7	0,8	

Ο επόμενος πίνακας και συγκεκριμένα **ΠΙΝΑΚΑΣ-3**, αναφέρεται στο χρηματοπιστωτικό τομέα της οικονομίας, καθώς και σε χρηματιστηριακούς δείκτες του Χ.Α.Α., παραθέτοντας τετραμηνιαία μακροοικονομικά, χρηματοπιστωτικά και χρηματοοικονομικά μεγέθη σε τρέχουσες τιμές (εκατομμύρια ΕΥΡΩ) για τη διετία 2002-2003 με σύγκριση της μεταβολής των μεγεθών έναντι των προηγούμενων ετών.

ΠΙΝΑΚΑΣ-3

Χρηματοπιστωτικός Τομέας				
Κατηγορίες και Ανάλυση Δεδομένων	Περιγραφή Νομισματικής Μονάδας	Δεδομένα		
		Χρονική Περίοδος	Τελευταία Διαθέσιμα Στοιχεία	Τελευταία Διαθέσιμα Στοιχεία -1
Αναλυτικοί Λογαριασμοί του Τραπεζικού Τομέα	Εκατ.Ευρώ			
Καταθέσεις μιας ημέρας	Εκατ.Ευρώ	Apr.04	81.420	82.027
Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως διάστημα 3 μηνών	Εκατ.Ευρώ	Apr.04	2.157	2.125
Καταθέσεις προθεσμίας έως διάστημα 2 ετών	Εκατ.Ευρώ	Apr.04	33.484	31.795

Διπλωματική εργασία Τζάνου Χρ. Πέτρου (Α.Μ. ΜΧΑΝ/0236)

Συμφωνίες επαναγοράς	Εκατ.Ευρώ	Apr.04	9.133	9.472
Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθέσιμων	Εκατ.Ευρώ	Apr.04	15.917	15.780
Χρεόγραφα διάρκειας έως διάστημα 2 ετών	Εκατ.Ευρώ	Apr.04	370	429
Πιστώσεις προς τη Γενική Κυβέρνηση των χωρών της ζώνης του Ευρώ, δηλαδή δάνεια προς τη Γενική Κυβέρνηση και τίτλοι εκδοθέντες από αυτή μείον τις καταθέσεις της Κεντρικής Κυβέρνησης	Εκατ.Ευρώ	Apr.04	50.105	52.250
Πιστώσεις (δάνεια) προς το μη Νομισματικό Χρηματοπιστωτικό Τομέα της ζώνης του Ευρώ (μη συμπεριλαμβανομένης της Γεν.Κυβέρνησης)	Εκατ.Ευρώ	Apr.04	106.612	105.414
<u>Καθαρή θέση έναντι των μη κατοίκων της ζώνης του Ευρώ</u>	Εκατ.Ευρώ	Apr.04	7.308	7.969
<u>Πιστώσεις (δάνεια) προς το μη Κυβερνητικό Τομέα των χωρών της ζώνης του Ευρώ (μη συμπεριλαμβανο)</u>	Εκατ.Ευρώ	Apr.04	224	221
Καθαρή θέση έναντι των μη κατοίκων της ζώνης του Ευρώ	Εκατ.Ευρώ	Apr.04	3.393	3.731
<u>Αποδόσεις τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου</u>	Μέσος όρος μηνός			
<u>α. Απόδοση ετησίων έντοκων γραμματίων</u>		Apr.04	2.16	2.06
<u>Επιτόκια καταθέσεων και δανείων</u>	Μέσος όρος μηνός			
Χρηματιστηριακή	Ανακοινώνεται καθημερινά από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών			
<u>Δείκτης Τιμών Μετοχών (Γενικός)</u>	1980=100 (στοιχεία τέλους του μηνός)	May. 04	2423.7	2517.6

Ο επόμενος πίνακας και συγκεκριμένα **ΠΙΝΑΚΑΣ-4**, αναφέρεται στον εξωτερικό τομέα της οικονομίας, παραθέτοντας τετραμηνιαία μακροοικονομικά μεγέθη - Ισοζύγιο Πληρωμών, Συναλλαγματικά Διαθέσιμα σύμφωνα με κριτήρια της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, Διεθνή Επενδυτική θέση της Ελληνικής Οικονομίας, Εξωτερικό χρέος - σε τρέχουσες τιμές (εκατομμύρια ΕΥΡΩ) για τη διετία 2002-2003 με σύγκριση της μεταβολής των μεγεθών έναντι των προηγούμενων ετών.

ΠΙΝΑΚΑΣ-4

Εξωτερικός Τομέας						
Κατηγορίες και Ανάλυση Δεδομένων	Περιγραφή Νομισματικής Μονάδας	Δεδομένα			(% μεταβολή έναντι προηγούμενης Περιόδου	(% μεταβολή έναντι αντίστοιχης περσινής Περιόδου
		Χρονική Περίοδος	Τελευταία Διαθέσιμα Στοιχεία	Τελευταία Διαθέσιμα Στοιχεία -1		
A.Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	-1079.8	-714.6		
A1.Εξαγωγές Αγαθών	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	1050.9	905.1		
A.2. Εισαγωγές Αγαθών	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	3280.4	2792.1		
A.3. Εξαγωγές υπηρεσιών	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	1747.5	1378.6		
A4.Εισαγωγές Υπηρεσιών	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	977.3	832.6		
A.5 Ισοζύγιο εισοδημάτων	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	-339.6	-187.9		
A.6 Ισοζύγιο τρεχουσών μεταβιβάσεων	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	719.0	751.1		
B.Ισοζύγιο κίνησης κεφαλαίων	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	98.0	817.0		
Γ.Ισοζύγιο χρηματοοικονομικών συναλλαγών	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	1297.9	-8.7		
Γ.1 Άμεσες επενδύσεις	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	168.2	6.9		
Γ.1.1 Στο εξωτερικό	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	-28.7	-12.3		
Γ.1.2 Στην Ελλάδα	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	197.0	19.2		
Γ.2 Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	1286.7	3112.1		
Γ.2.1 Απαιτήσεις	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	-98.6	-391.8		
Γ.2.2 Υποχρεώσεις	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	1385.3	3503.9		
Γ.3 Λοιπές Επενδύσεις	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	-233.0	-3442.7		
Γ.3.1 Απαιτήσεις		Apr/04	-29.8	-2285.8		
Γ.3.2 Υποχρεώσεις	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	-203.2	-1156.9		
Γ.4 Μεταβολή συναλλαγματικών διαθεσίμων	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	76.0	315.0		
Δ. Τακτοποιηταία στοιχεία	Εκατ.Ευρώ	Apr/04	-316.1	-93.9		
<u>Συναλλαγματικά διαθέσιμα - σύμφωνα με τον ορισμό της ΕΚΤ- (σύνολο απαιτήσεων και υποχρεώσεων)</u>	Εκατ.Ευρώ	May/04	3412	3519		
<u>Διεθνής Επενδυτική Θέση</u>	Εκατ.Ευρώ	2002	-79158	-66807		
1.Άμεσες Επενδύσεις	Εκατ.Ευρώ	2002	-6255	-7853		
1.1 Στο Εξωτερικό	Εκατ.Ευρώ	2002	8583	7966		
1.2 Στην Ελλάδα	Εκατ.Ευρώ	2002	14838	15819		
2. Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου	Εκατ.Ευρώ	2002	-59983	-58530		
2.1 Απαιτήσεις	Εκατ.Ευρώ	2002	14984	9109		
2.1.1 Μετοχές	Εκατ.Ευρώ	2002	1528	1595		
2.1.2 Χρεόγραφα	Εκατ.Ευρώ	2002	13456	7514		
2.2 Υποχρεώσεις	Εκατ.Ευρώ	2002	74967	67639		

Διπλωματική εργασία Τζάνου Χρ. Πέτρου (Α.Μ. ΜΧΑΝ/0236)

2.2.1 Μετοχές	Εκατ.Ευρώ	2002	8034	8750		
2.2.2 Χρεόγραφα	Εκατ.Ευρώ	2002	66933	58889		
3. Χρηματοοικονομικά Παράγωγα	Εκατ.Ευρώ	2002	300	100		
3.1 Απαιτήσεις	Εκατ.Ευρώ	2002	300	100		
3.2 Υποχρεώσεις	Εκατ.Ευρώ	2002	0	0		
4. Λοιπές Επενδύσεις	Εκατ.Ευρώ	2002	-22234	-7556		
4.1 Απαιτήσεις	Εκατ.Ευρώ	2002	43555	41242		
4.2 Υποχρεώσεις	Εκατ.Ευρώ	2002	65789	48798		
5.Συναλλαγματικά διαθέσιμα	Εκατ.Ευρώ	2002	9014	7032		
<u>Εμπορικό Ισοζύγιο</u>						
-Σύνολο Εξαγωγών	FOB τιμές Εκατ.Ευρώ προσωρινά στοιχεία	Mar. 04	1031.8*	846.5*	21.9	-6.0
-Σύνολο Εισαγωγών	CIF τιμές Εκατ.Ευρώ προσωρινά στοιχεία	Mar. 04	3576.9*	3133.3*	14.2	-4.2
Εμπορικό Ισοζύγιο	Εκατ.Ευρώ προσωρινά στοιχεία	Mar. 04	-2545.1*	-2286.8*	11.3	-3.4
<u>Εξωτερικό Χρέος</u>	Εκατ.Ευρώ προσωρινά στοιχεία	Q4/03	152280	146557		

Ο επόμενος πίνακας και συγκεκριμένα **ΠΙΝΑΚΑΣ-5**, αναφέρεται στον δημογραφικά στοιχεία της οικονομίας, παραθέτοντας τετραμηνιαία μακροοικονομικά μεγέθη σε τρέχουσες τιμές (εκατομμύρια ΕΥΡΩ) για τη διετία 2002-2003 με σύγκριση της μεταβολής των μεγεθών έναντι των προηγούμενων ετών.

ΠΙΝΑΚΑΣ-5

Πληθυσμός						
Κατηγορίες και Ανάλυση Δεδομένων	Περιγραφή Νομισματικής Μονάδας	Δεδομένα			(% μεταβολή έναντι προηγούμενης Περιόδου)	(% μεταβολή έναντι αντίστοιχης περσινής Περιόδου)
		Χρονική Περίοδος	Τελευταία Διαθέσιμα Στοιχεία	Τελευταία Διαθέσιμα Στοιχεία -1		
Πληθυσμός	'000 Προσωρινά στοιχεία	Jun/1/02	10.988	10.955	0.30	
Άλλοι Τομείς εκτός SDDS						
Κατηγορίες και Ανάλυση Δεδομένων	Περιγραφή Νομισματικής Μονάδας	Δεδομένα			(% μεταβολή έναντι προηγούμενης Περιόδου)	(% μεταβολή έναντι αντίστοιχης περσινής Περιόδου)
		Χρονική Περίοδος	Τελευταία Διαθέσιμα Στοιχεία	Τελευταία Διαθέσιμα Στοιχεία -1		
Δείκτης Παραγωγής στην Βιομηχανία	1995=100	Apr. 04	135.8	134.3	1.1	4.4

5.2) ΒΑΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ

ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

Αφού μελέτησα αρκετά μακροοικονομικά βιβλία Ελλήνων και Ξένων συγγραφέων, καθόρισα κριτήρια επιλογής όσον αφορά την σημαντικότητα μακροοικονομικών μεγεθών της Ελληνικής Οικονομίας. Τα κριτήρια αυτά ήταν του σπουδαιότητα που διαδραματίζουν στη σύνταξη των Εθνικών Λογιστικών Καταστάσεων και την βαρύτητα που έχουν όσον αφορά θέματα Δημοσιονομικής Πολιτικής της Κυβέρνησης. Από μία σειρά μακροοικονομικών μεγεθών και δεικτών κατέληξα να χρησιμοποιήσω στην έρευνά μου τους κάτωθι αναφερόμενους στον «Πίνακα Επιλογής Δεικτών»:

ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΙΛΟΓΗΣ ΔΕΙΚΤΩΝ

1	Παραγωγή
2	Διαθέσιμο εισόδημα καθαρό
3	Τελική καταναλωτική δαπάνη
4	Καθαρή αποταμίευση
5	Καθαρή χορήγηση δανείων (+) καθαρή λήψη δανείων (-)
6	Δαπάνες Γενικής Κυβέρνησης
7	Έσοδα Γενικής Κυβέρνησης
8	Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας
9	Ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα / μικτό εισόδημα
10	Φόροι επί της παραγωγής και των εισαγωγών
11	Επιδότησεις επί των προϊόντων
12	Φόροι επί των προϊόντων
13	Ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου
14	ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΪΟΝ σε αγοραίες τιμές
15	ΚΑΘΑΡΟ ΕΘΝΙΚΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ σε αγοραίες τιμές
16	ΚΑΘΑΡΟ ΕΘΝΙΚΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ
17	Τελική καταναλωτική δαπάνη
18	ΚΑΘΑΡΗ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗ
19	ΚΑΘΑΡΗ ΧΟΡΗΓΗΣΗ(+) / ΚΑΘΑΡΗ ΛΗΨΗ (-) ΔΑΝΕΙΩΝ
20	ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ
21	Ισοζύγιο εξαγωγών - εισαγωγών
	α) Εισαγωγές
	β) Εξαγωγές
22	Τελική καταναλωτική δαπάνη νοικοκυριών (εθνική έννοια)
23	Τελική καταναλωτική δαπάνη νοικοκυριών (εγχώρια έννοια)
24	Δείκτης τιμών κατηγοριών έργων ή παραγωγού
25	Δείκτης τιμών ή κόστους υλικών
26	Δείκτης τιμών αμοιβής ή κόστους εργασίας
27	Δείκτης Αξίας Λιανικών Πωλήσεων
28	Μέσοι ετήσιοι δείκτες τιμών εκροών στη γεωργία-κτηνοτροφία (χωρίς επιδοτήσεις)
29	Μέσοι ετήσιοι δείκτες τιμών εισροών στη γεωργία-κτηνοτροφία
30	Γ.Δ.Χ.Α.Α.

Οι περιορισμοί της διπλωματικής μου εργασίας αναφέρονται στη χρησιμοποίηση μακροοικονομικών δεδομένων της Ελληνικής οικονομίας για την τελευταία δωδεκαετία 1992-2003, καθώς και στη χρησιμοποίηση υποδείγματος αποτίμησης αξιόγραφων σε συνθήκες ισορροπίας της οικονομίας. Τα δεδομένα που

χρησιμοποίησα είναι ετήσια, οι πηγές άντλησης των δεδομένων μου είναι από την DataStream, βάση δεδομένων του Πανεπιστημίου Πειραιά καθώς και η Εθνική Στατιστική Υπηρεσία. Μελέτησα διεξοδικά την πορεία της Ελληνικής οικονομίας για την περίοδο 1992-2003 και προσπάθησα να βγάλω χρήσιμα συμπεράσματα για τη μελέτη μου από τη συμπεριφορά της, όλα τα μακροοικονομικά μεγέθη της Ελληνικής οικονομίας, την μεταβολή των εθνικών λογαριασμών, το Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα, την πορεία του Ελληνικού χρηματιστηρίου και τις μεταβολές του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Τα μακροοικονομικά μεγέθη και τους δείκτες του «Πίνακα Επιλογής Δεικτών» τους παραθέτω στον πιο κάτω πίνακα, ο οποίος περιέχει τη βάση δεδομένων μου για προχωρήσω πλέον σε πειραματική εφαρμογή όλων των υποδειγμάτων που έχω διδαχθεί στο Πανεπιστήμιο Πειραιά και έχω μελετήσει από σημαντικούς χρηματοοικονομολόγους. Στον «Πίνακα Βάσης Δεδομένων» τα μακροοικονομικά μεγέθη αναφέρονται σε εκατομμύρια ΕΥΡΩ ενώ οι δείκτες της Ελληνικής Οικονομίας αναφέρονται με ποσοστά % και καλύπτουν την περίοδο 1992-2003. Στις παλινδρομήσεις που θα ακολουθήσουν τα μεγέθη εξετάζονται λογαριθμικά για να αποφευχθούν προβλήματα και λάθη στα αποτελέσματα των υπολογισμών.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΒΑΣΗΣ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

Τα δεδομένα της πρώτης εξαετίας 1992-1997 είναι τα εξής:

<i>Τα macro-μεγέθη σε εκατομμύρια € / οι δείκτες %</i>		1992	1993	1994	1995	1996	1997
1	Παραγωγή	12,631	12,852	12,989	13,384	13,965	16,171
2	Διαθέσιμο εισόδημα καθαρό	4,783	5,320	5,998	6,738	8,064	13,209
3	Τελική καταναλωτική δαπάνη	10,596	11,463	11,768	12,250	12,760	14,712
4	Καθαρή αποταμίευση	-3,796	-4,486	-3,102	-5,512	-4,696	-1,503
5	Καθαρή χορήγηση δανείων (+)	-4,507	-7,632	-5,463	-8,118	-6,536	-3,919
6	Δαπάνες Γενικής Κυβέρνησης	35,907	36,844	37,985	40,783	43,193	46,460
7	Έσοδα Γενικής Κυβέρνησης	29,765	30,201	31,089	32,665	36,657	42,540
8	Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας	20,876	21,212	22,389	25,777	28,042	31,864
9	Ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα / μικτό εισόδημα	39,461	41,709	42,906	45,635	49,859	53,893
10	Φόροι επί της παραγωγής και των εισαγωγών	9,702	9,987	10,203	11,497	12,961	14,516
11	Επιδότησεις επί των προϊόντων	2,458	2,519	2,632	2,982	3,011	3,039
12	Φόροι επί των προϊόντων	7,935	8,645	9,984	11,008	12,308	13,938
13	Ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου	8,896	10,128	12,745	14,867	17,104	19,248
14	ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΪΟΝ σε αγοραίες τιμές	57,238	62,178	70,367	79,927	87,851	97,235
15	ΚΑΘΑΡΟ ΕΘΝΙΚΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ σε αγοραίες τιμές	52,470	57,214	64,895	75,210	82,268	91,223

16	ΚΑΘΑΡΟ ΕΘΝΙΚΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ	58,998	64,510	71,014	77,811	84,739	93,569
17	<i>Τελική καταναλωτική δαπάνη</i>	49,253	56,360	63,804	70,655	77,473	84,858
18	ΚΑΘΑΡΗ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗ	6,012	6,450	6,998	7,156	7,267	8,712
19	ΚΑΘΑΡΗ ΛΗΨΗ (-) ΔΑΝΕΙΩΝ	-2	-12	-46	-54	-856	-355
20	ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ	3,830,560	3,899,012	3,960,123	3,820,175	3,805,042	3,784,037
21	<i>Ισοζύγιο εξαγωγών - εισαγωγών</i>	-3,627	-4,206	-4,889	-5,846	-7,009	-7,144
	<i>α) Εισαγωγές</i>	11,890	14,301	16,040	19,934	22,403	26,289
	<i>β) Εξαγωγές</i>	8,263	10,095	11,151	14,087	15,394	19,145
22	<i>Τελική καταναλωτική δαπάνη νοικοκυριών (εθνική έννοια)</i>	45,604	49,789	54,223	58,152	64,455	69,860
23	<i>Τελική καταναλωτική δαπάνη νοικοκυριών (εγχώρια έννοια)</i>	39,807	43,702	51,319	58,609	62,520	70,666
24	<i>Δείκτης τιμών καταναλωτή</i>	65.30	68.70	74.60	81.20	87.90	92.80
25	<i>Δείκτης τιμών κατηγοριών έργων ή παραγωγού</i>	63.97	70.58	75.77	80.31	85.09	89.49
26	<i>Δείκτης τιμών ή κόστους υλικών</i>	58.34	66.04	70.79	76.02	81.65	87.23
27	<i>Δείκτης τιμών αμοιβής ή κόστους εργασίας</i>	57.70	66.30	73.02	78.60	83.83	87.91
28	<i>Δείκτης Αξίας Διανικών Πωλήσεων</i>				100.00	109.87	119.13
29	<i>Μέσοι ετήσιοι δείκτες τιμών εκροών στη γεωργία-κτηνοτροφία (χωρίς επιδοτήσεις)</i>				100.00	106.78	109.15
30	<i>Μέσοι ετήσιοι δείκτες τιμών εισροών στη γεωργία-κτηνοτροφία</i>				100.00	107.57	110.04
31	Γ.Δ.Χ.Α.Α.	672.31	958.66	868.91	914.15	933.48	1,479.63

Τα δεδομένα της δεύτερης εξαετίας 1998-2003 είναι τα εξής:

Τα macro-μεγέθη σε εκατομμύρια € / οι δείκτες %		1998	1999	2000	2001	2002	2003
1	Παραγωγή	17,762	19,014	20,813	21,904	24,070	25,734
2	Διαθέσιμο εισόδημα καθαρό	16,152	19,135	21,556	23,281	25,174	24,966
3	Τελική καταναλωτική δαπάνη	16,161	17,374	19,117	20,019	22,124	23,578
4	Καθαρή αποταμίευση	-9	1,760	2,439	3,262	3,050	1,388
5	Καθαρή χορήγηση δανείων (+)	-2,605	-2,024	-2,461	-1,857	-2,134	-4,961
6	Δαπάνες Γενικής Κυβέρνησης	50,569	53,628	60,657	62,592	66,160	72,069
7	Έσοδα Γενικής Κυβέρνησης	47,964	51,604	58,196	60,735	64,026	67,453
8	Αμοιβές εξαρτημένης εργασίας	35,163	38,294	40,917	43,832	47,065	50,086
9	Ακαθάριστο λειτουργικό πλεόνασμα / μικτό εισόδημα	57,927	59,662	64,458	70,142	75,939	84,293
10	Φόροι επί της παραγωγής και των εισαγωγών	15,928	17,802	19,277	20,160	21,318	21,587
11	Επιδότησεις επί των προϊόντων	3,244	3,072	2,985	3,110	2,988	3,394
12	Φόροι επί των προϊόντων	15,298	17,032	18,503	19,466	20,710	20,979
13	Ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου	22,348	25,529	28,716	31,285	33,779	39,762
14	ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΪΟΝ σε αγοραίες τιμές	105,773	112,686	121,668	131,024	141,334	152,572
15	ΚΑΘΑΡΟ ΕΘΝΙΚΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ σε αγοραίες τιμές	99,072	103,986	111,782	119,581	128,989	138,745
16	ΚΑΘΑΡΟ ΕΘΝΙΚΟ ΔΙΑΘΕΣΙΜΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ	101,304	105,650	113,450	121,003	131,083	141,403

17	Τελική καταναλωτική δαπάνη	92,023	96,921	102,968	109,206	116,943	125,115
18	ΚΑΘΑΡΗ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗ	9,281	8,729	10,482	11,797	14,140	16,288
19	ΚΑΘΑΡΗ ΛΗΨΗ (-) ΔΑΝΕΙΩΝ	-1,492	-4,478	-4,401	-5,024	-4,658	-7,164
20	ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗ	3,940,390	3,941,079	3,934,742	3,921,285	3,924,836	3,985,728
21	Ισοζύγιο εξαγωγών - εισαγωγών	-8,832	-9,623	-10,394	-9,563	-9,608	-12,466
	α) Εισαγωγές	29,816	34,882	41,533	40,788	39,113	42,731
	β) Εξαγωγές	20,985	25,259	31,139	31,225	29,505	30,265
22	Τελική καταναλωτική δαπάνη νοικοκυριών (εθνική έννοια)	75,558	79,209	83,502	88,828	94,435	101,132
23	Τελική καταναλωτική δαπάνη νοικοκυριών (εγχώρια έννοια)	77,214	82,292	86,438	91,825	98,740	104,825
24	Δείκτης τιμών καταναλωτή	97.20	99.70	102.90	106.40	110.20	113.60
25	Δείκτης τιμών κατηγοριών έργων ή παραγωγού	94.72	98.08	100.00	102.16	103.80	106.15
26	Δείκτης τιμών ή κόστους ολικών	93.76	97.78	100.00	102.43	104.67	107.64
27	Δείκτης τιμών αμοιβής ή κόστους εργασίας	92.98	96.81	100.00	103.28	106.09	108.94
28	Δείκτης Αξίας Λιανικών Πωλήσεων	128.91	135.21	149.96	161.78	176.71	190.60
29	Μέσοι ετήσιοι δείκτες τιμών εκροών στη γεωργία-κτηνοτροφία (χωρίς επιδοτήσεις)	108.34	108.88	113.14	120.46	125.12	132.88
30	Μέσοι ετήσιοι δείκτες τιμών εισροών στη γεωργία-κτηνοτροφία	112.19	114.31	120.50	123.42	127.57	130.56
31	Γ.Δ.Χ.Α.Α.	3,498.76	5,535.09	3,388.86	2,591.56	1,748.42	2,263.58

ΣΗΜΕΙΩΣΗ: Τα δεδομένα του παραπάνω πίνακα είναι ετήσια, οι πηγές άντλησης των δεδομένων είναι:

1)DataStream, βάση δεδομένων του Πανεπιστημίου Πειραιά και

2) Εθνική Στατιστική Υπηρεσία.

Τα μακροοικονομικά μεγέθη αναφέρονται σε εκατομμύρια ΕΥΡΩ ενώ οι δείκτες της Ελληνικής Οικονομίας αναφέρονται με ποσοστά % και καλύπτουν την περίοδο 1992-2003.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΜΠΕΙΡΙΚΩΝ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ – ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ & ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ - ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ & ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

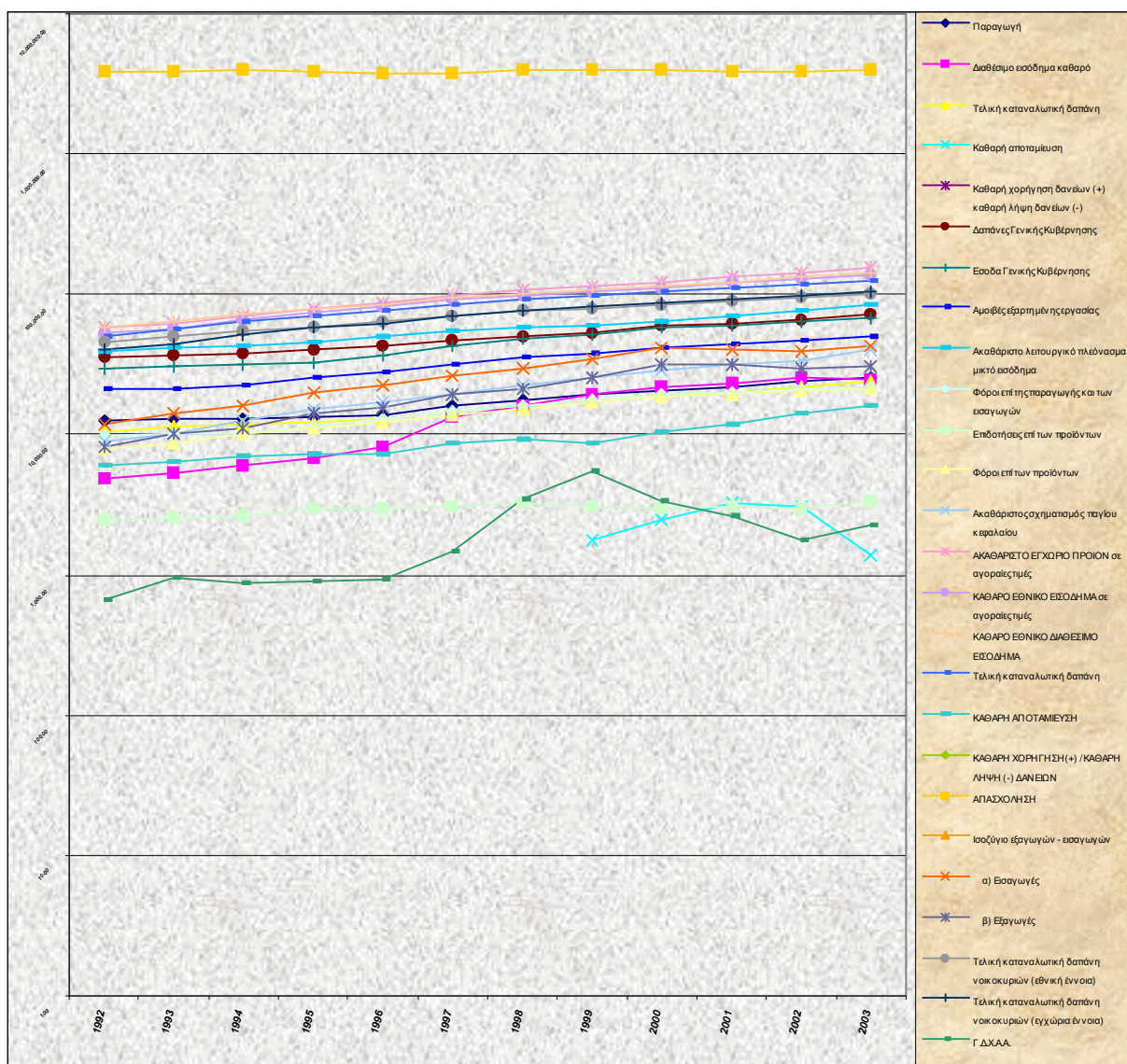
6.1) ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

Χρησιμοποίησα το στατιστικό-οικονομετρικό πρόγραμμα “Economic Views” για να αξιολογήσω το κατά πόσο η διαδικασία υπολογισμού των αποδόσεων των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είναι πολυπαραγοντική, στα πλαίσια ενός υποδείγματος αποτίμησης αξιόγραφων σε συνθήκες ισορροπίας καθώς και εάν οι αποδόσεις των μετοχών επηρεάζονται στατιστικά σημαντικά από μακροοικονομικούς παράγοντες της Ελληνικής οικονομίας.

Συγκέντρωσα όλα τα δεδομένα και τα καταχώρησα στο πρόγραμμα για να δω διαγραμματικά εάν προκύπτει κάποιο συμπέρασμα από τη συμπεριφορά των μεγεθών στην εξεταζόμενη δωδεκαετία.

Έτσι δημιούργησα το παρακάτω **ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ-1**:

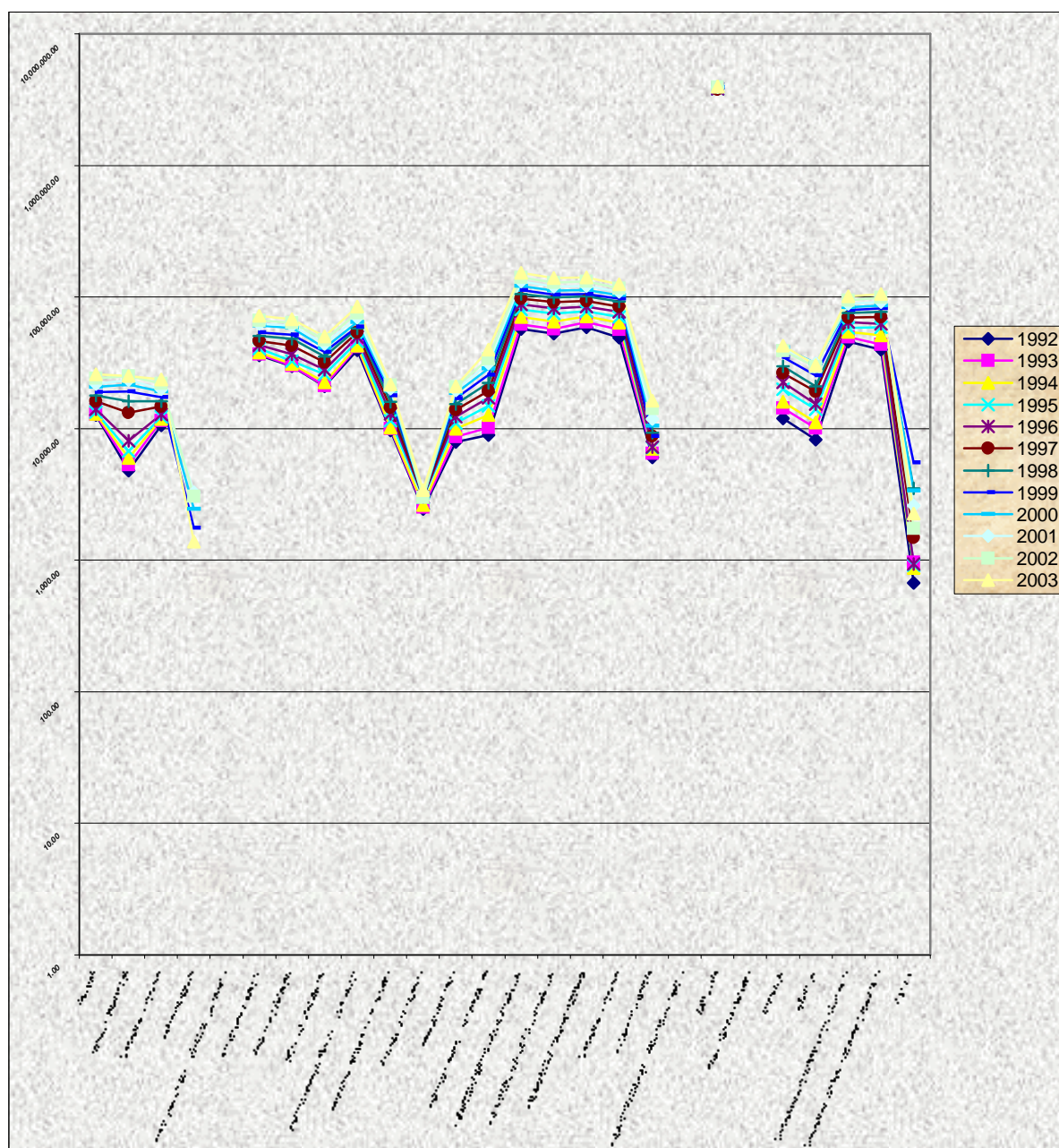
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ-1



Πράγματι παρατηρώ ότι περισσότερες μακρομεταβλητές που εξετάζω παρουσιάζουν την ίδια διαγραμματική συμπεριφορά. Παρουσιάζουν ανοδική τάση στη περίοδο όπου εξετάζω, δηλαδή τη δωδεκαετία 1992-2003. Υπάρχει έλλειψη ταυτονομίας: $E(x_1) < E(x_2) < E(x_3) < \dots < E(x_n)$.

Με τα δεδομένα σε λογαριθμική μορφή, για καλύτερη ερμηνεία και διαγραμματική απεικόνιση, προκύπτει το πιο κάτω **ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ-2**:

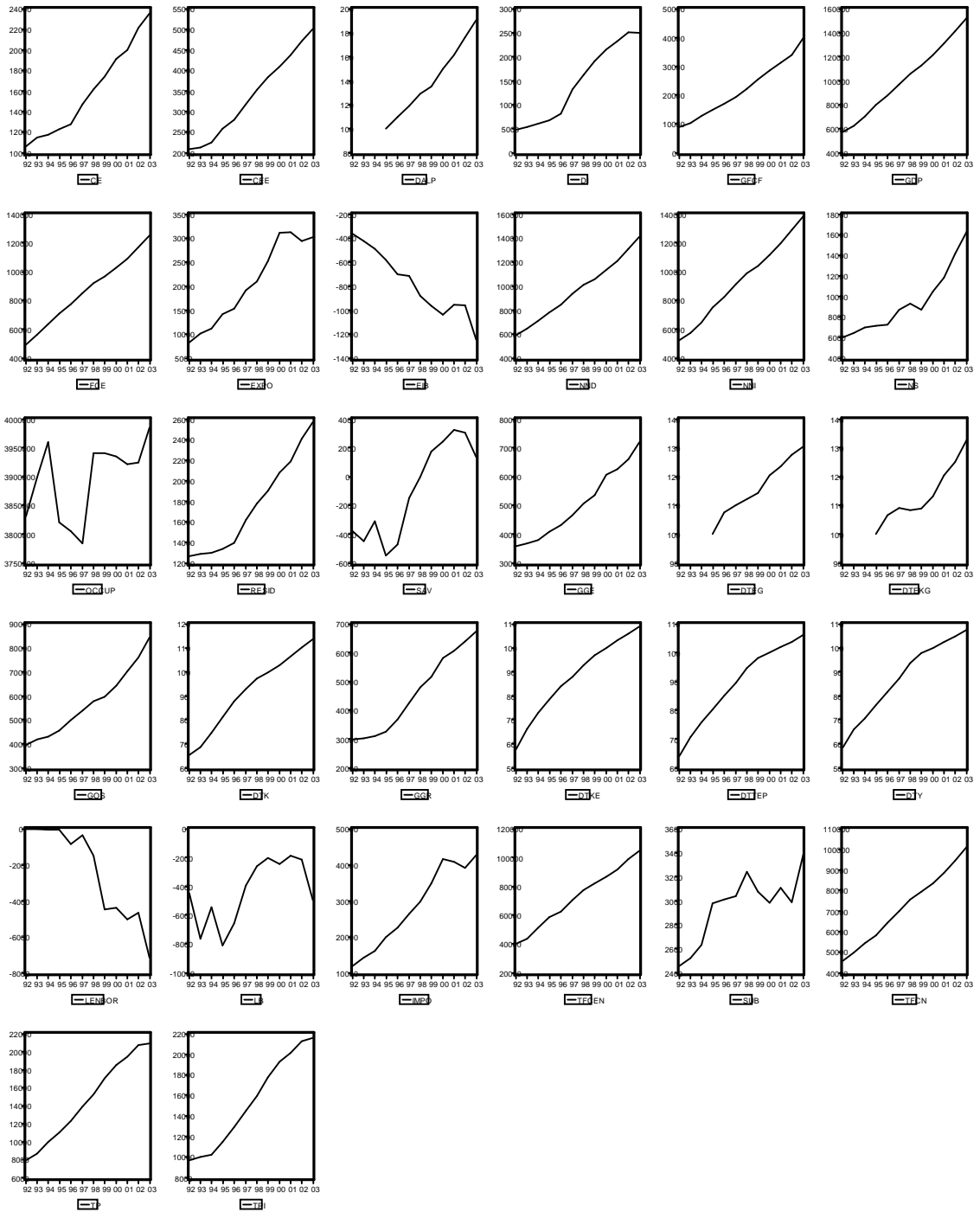
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ-2



Σ' αυτό το σχεδιάγραμμα προκύπτει καθαρά η σχέση των μεταβλητών, υπάρχει συγγραμμικότητα.

Στη συνέχεια συγκρίνω διαγραμματικά κάθε μακρομεταβλητή ξεχωριστά για την περίοδο 1992-2003, για να εξάγω συμπεράσματα για την κάθε μία ξεχωριστά αλλά και για όλες μαζί.

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ-3



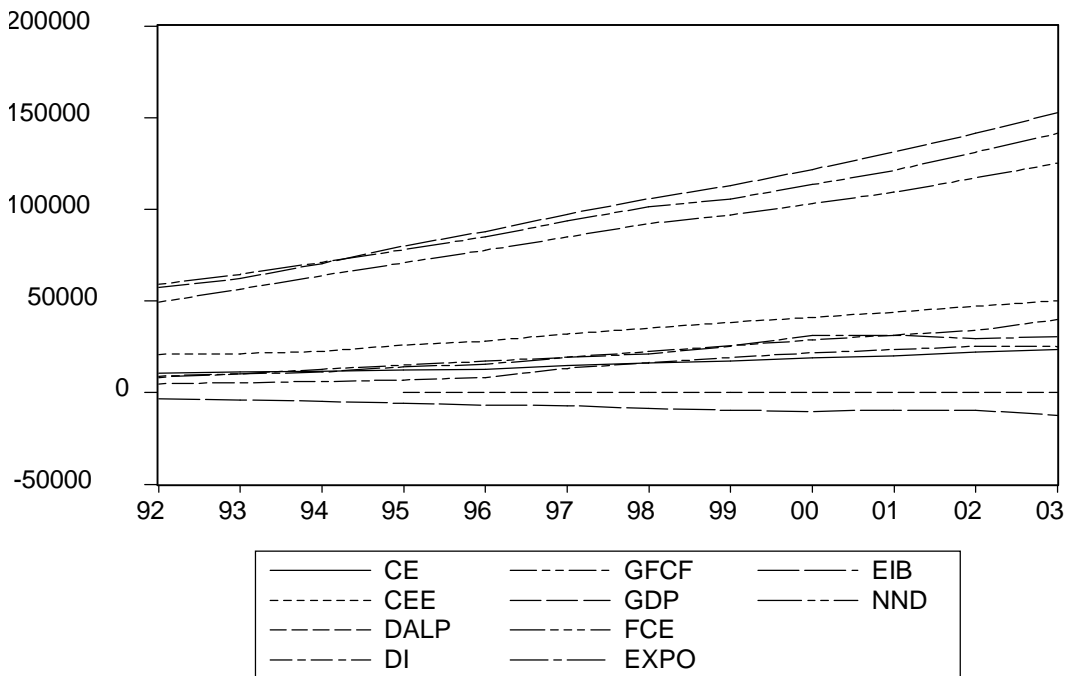
Παρατηρώντας τη κάθε μία ξεχωριστά από το ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ-3 συμπεραίνω ότι γενικά οι πιο πολλές έχουν την ίδια τάση, αλλά υπάρχουν και κάποιες με ακανόνιστη συμπεριφορά και καμία φορά αντίθετη με την γενική τάση.

Παρατηρώ επίσης την απουσία στοχαστικών κύκλων , στατιστική ένδειξη για την εμφάνιση διαχρονικής γραμμικής εξάρτησης ή αλλιώς την ύπαρξη διαχρονικής αυτοσυσχέτισης.

Αυτό σημαίνει πως και η $\text{Corr}(y_t, y_{t-1}) \neq 0$, για κάποια i .

Στο κάτωθι **ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ-4** επιβεβαιώνεται η άποψή μου ότι δεν υπάρχουν στοχαστικοί κύκλοι, γεγονός που πιστοποιεί την ύπαρξη εξάρτησης.

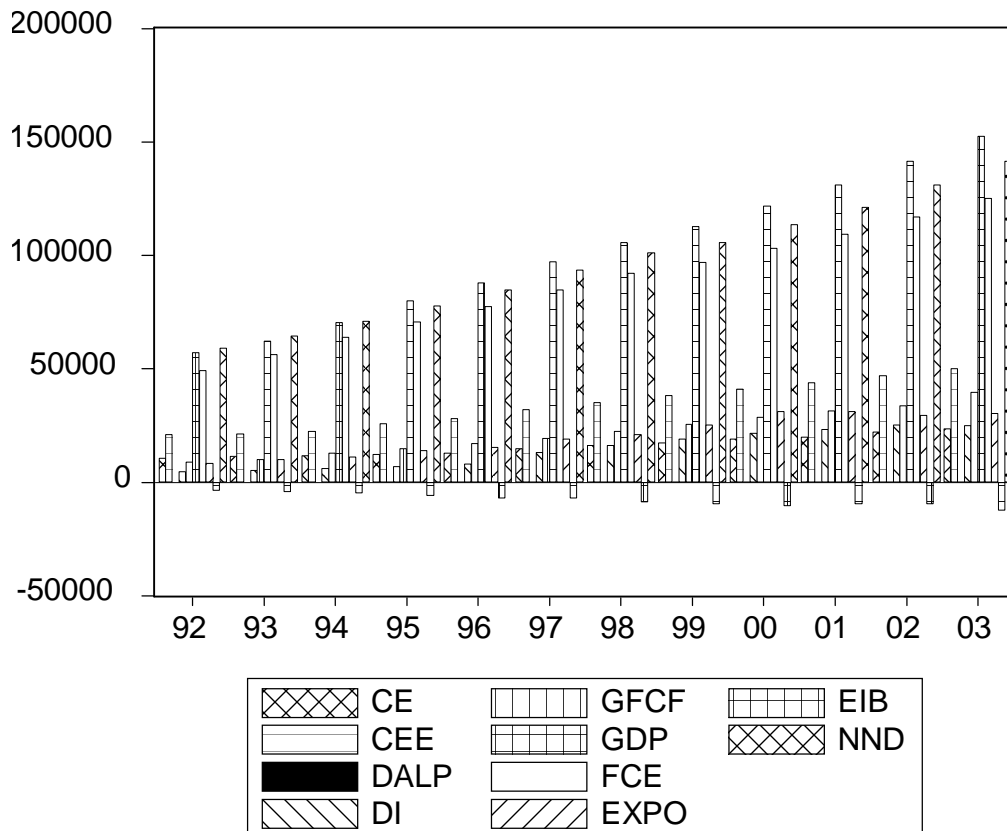
ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ-4



Στο ιστόγραμμα παρακάτω φαίνεται πλέον ξεκάθαρα η ανοδική τάση των μακρομεταβλητών στη δωδεκαετία.

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ-5

ΙΣΤΟΓΡΑΜΜΑ 1992-2003



Στη συνέχεια θα εξετάσω τις σημαντικότερες ροπές των είκοσι εννέα μακρομεταβλητών για την δωδεκαετία 1992-2003. Τη ροπή 1^{ης} τάξης ως προς το μηδέν, η οποία ονομάζεται «μέσος», την κεντρική ροπή 2^{ης} τάξης, η οποία ονομάζεται «διακύμανση». Θα εξετάσω επίσης την τυπική απόκλιση, τους συντελεστές λοξότητας (ή ασυμετρίας) και κύρτωσης (3^η και 4^η κεντρική ροπή). Τα δεδομένα τα καταχωρώ στο οικονομετρικό-στατιστικό πρόγραμμα “Economic Views”, παρατηρήσεις ετήσιες δώδεκα ετών. Το πρόγραμμα υπολογίζει ότι του ζήτησα και επιπροσθέτως υπολογίζει τον διάμεσο, τον συντελεστή . Jarque-Bera και την πιθανότητα, τα οποία και δεν με ενδιαφέρουν, τουλάχιστον προς το παρόν.

1) Μέσος:

$$\mu_1' = \mu = E(x) = \begin{cases} \sum x_i f(x_i), x: \text{διακριτή} \\ \int x f(x) dx, x: \text{συνεχής} \end{cases}$$

2) Διακύμανση:

$$\mu_2' = \sigma^2 = \text{Var}(x) = E[x - E(x)]^2 = \begin{cases} \sum \{x_i - E(x)\}^2 f(x_i) \\ \int [x - E(x)]^2 f(x) dx \end{cases}$$

3) Τυπική απόκλιση:

$$\text{Standard Deviation } (x) = \sqrt{\text{Var}(x)} = \sigma$$

4) Συντελεστής λοξότητας (ασυμετρίας):

$$\alpha_3 = \mu_3 / \sigma^3$$

5) Συντελεστής κύρτωσης:

$$\alpha_4 = \mu_4 / \sigma^4$$

Σημείωση: Όταν η κατανομή της x είναι συμμετρική τότε $\alpha_3=0$. Όταν η κατανομή είναι κανονική τότε $\alpha_4=3$.

Οι υπολογισμοί είναι οι κάτωθι:

	CE	CEE	DALP	DI	GFCF
Mean	15993.50	33793.00	141.3522	14531.34	22033.90
Median	15436.50	33513.24	135.2100	14680.50	20797.95
Maximum	23578.00	50086.00	190.6000	25174.00	39762.00
Minimum	10596.00	20876.00	100.0000	4783.000	8896.000
Std. Dev.	4437.723	10319.95	30.72947	8140.135	9903.400
Skewness	0.381337	0.154456	0.263909	0.067675	0.298976
Kurtosis	1.784937	1.658519	1.860993	1.364528	1.937164
Jarque-Bera Probability	1.029026 0.597792	0.947499 0.622663	0.590973 0.744169	1.346544 0.510037	0.743583 0.689498
Observations	12	12	12	12	12
	EIB	NND	NNI	NS	OCCUP
Mean	-7767.250	97044.54	93786.24	9442.624	3895584.
Median	-7988.000	97436.48	95147.40	8720.350	3923060.
Maximum	-3627.000	141403.0	138745.0	16288.00	3985728.
Minimum	-12466.00	58998.00	52470.00	6012.000	3784037.
Std. Dev.	2745.769	26592.33	28196.22	3209.098	67409.97
Skewness	0.028715	0.148618	0.030428	0.959017	-0.479355
Kurtosis	1.932341	1.875466	1.838422	2.823369	1.764833
Jarque-Bera Probability	0.571597 0.751414	0.676462 0.713030	0.676483 0.713023	1.855027 0.395536	1.222380 0.542705
Observations	12	12	12	12	12
	RESID	SAV	GGE	DTEG	DTEKG
Mean	17607.42	-933.7467	50570.58	116.2400	113.8611
Median	16966.50	-756.0000	48514.50	114.3100	109.1500
Maximum	25734.00	3262.000	72069.00	130.5600	132.8800
Minimum	12631.00	-5512.000	35907.00	100.0000	100.0000
Std. Dev.	4675.092	3293.291	12394.17	10.00378	10.32174
Skewness	0.432781	-0.051998	0.367820	-0.054084	0.624415
Kurtosis	1.792485	1.401104	1.778776	1.944496	2.357342
Jarque-Bera Probability	1.103646 0.575899	1.283642 0.526333	1.016277 0.601615	0.422171 0.809705	0.739720 0.690831
Observations	12	12	12	12	12

	GOS	DTK	GGR	DTKE	DTTEP
Mean	57157.01	91.70833	46074.59	87.95500	89.17667
Median	55910.21	95.00000	45252.00	90.44500	92.10500
Maximum	84293.00	113.6000	67453.04	108.9400	106.1500
Minimum	39461.00	65.30000	29765.00	57.70000	63.97000
Std. Dev.	14363.66	16.24223	14138.39	16.41712	13.99355
Skew ness	0.484679	-0.326984	0.190474	-0.444121	-0.459910
Kurtosis	2.131414	1.821936	1.505299	2.048644	1.914309
Jarque-Bera	0.847048	0.907754	1.189626	0.847026	1.012396
Probability	0.654735	0.635161	0.551666	0.654743	0.602783
Observations	12	12	12	12	12

	DTY	LENBOR	LB	IMPO	TFCEN
Mean	87.19583	-2378.432	-4351.413	28310.00	72329.73
Median	90.49500	-1173.800	-4213.000	28052.50	73940.10
Maximum	107.6400	-2.000000	-1857.000	42731.00	104825.0
Minimum	58.34000	-7164.000	-8118.000	11890.00	39807.00
Std. Dev.	16.45790	2574.123	2230.363	11386.73	21451.10
Skew ness	-0.393921	-0.518006	-0.424305	-0.065841	-0.063601
Kurtosis	1.819064	1.765157	1.827043	1.495972	1.792040
Jarque-Bera	1.007652	1.299079	1.047984	1.139721	0.737674
Probability	0.604214	0.522286	0.592152	0.565604	0.691538
Observations	12	12	12	12	12

	SUB	TFCN	TP	TPI
Mean	2952.845	72062.25	14650.51	15411.53
Median	2999.590	72709.00	14618.12	15221.92
Maximum	3394.000	101132.0	20979.00	21587.00
Minimum	2458.000	45604.00	7935.000	9702.000
Std. Dev.	280.9689	18069.15	4700.967	4550.458
Skew ness	-0.508295	0.064223	-0.022003	0.058195
Kurtosis	2.418211	1.806551	1.575354	1.473788
Jarque-Bera	0.685967	0.720409	1.015776	1.171434
Probability	0.709650	0.697534	0.601765	0.556707
Observations	12	12	12	12

Τα αποτελέσματα των υπολογισμών όλων των μεταβλητών, της εξαρτημένης μεταβλητής – αποδόσεις τιμών μετοχών και των ανεξάρτητων μεταβολών – μακροοικονομικοί παράγοντες της οικονομίας, δίνονται στον παρακάτω πίνακα υπολογισμών:

ΠΙΝΑΚΑΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΩΝ

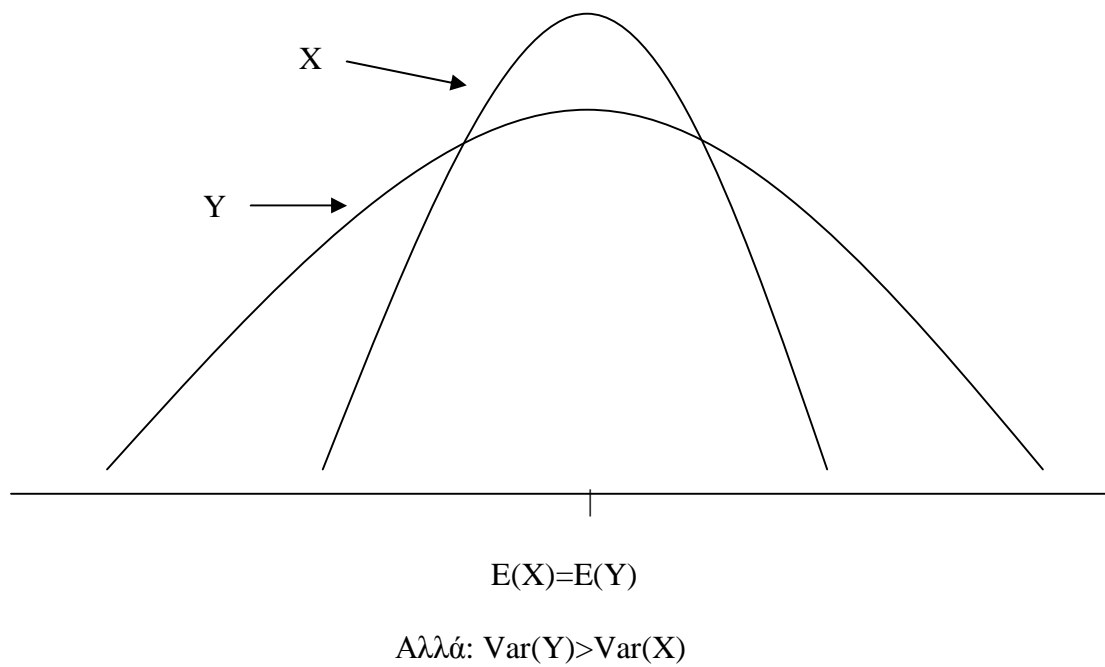
		<i>CE</i>	<i>CEE</i>	<i>DALP</i>	<i>DI</i>	<i>GFCF</i>
1	<i>Mean</i>	15993.50	33793.00	141.3522	14531.34	22033.90
2	<i>Std. Dev.</i>	4437.723	10319.95	30.72947	8140.135	9903.400
3	<i>Skewness</i>	0.381337	0.154456	0.263909	0.067675	0.298976
4	<i>Kurtosis</i>	1.784937	1.658519	1.860993	1.364528	1.937164
		<i>EIB</i>	<i>NND</i>	<i>NNI</i>	<i>NS</i>	<i>OCCUP</i>
1	<i>Mean</i>	-7767.250	97044.54	93786.24	9442.624	3895584.
2	<i>Std. Dev.</i>	2745.769	26592.33	28196.22	3209.098	67409.97
3	<i>Skewness</i>	0.028715	0.148618	0.030428	0.959017	-0.479355
4	<i>Kurtosis</i>	1.932341	1.875466	1.838422	2.823369	1.764833
		<i>RESID</i>	<i>SAV</i>	<i>GGE</i>	<i>DTEG</i>	<i>DTEKG</i>
1	<i>Mean</i>	17607.42	-933.7467	50570.58	116.2400	113.8611
2	<i>Std. Dev.</i>	4675.092	3293.291	12394.17	10.00378	10.32174
3	<i>Skewness</i>	0.432781	-0.051998	0.367820	-0.054084	0.624415
4	<i>Kurtosis</i>	1.792485	1.401104	1.778776	1.944496	2.357342
		<i>GOS</i>	<i>DTK</i>	<i>GGR</i>	<i>DTKE</i>	<i>DTTEP</i>

1	<i>Mean</i>	<i>57157.01</i>	<i>91.70833</i>	<i>46074.59</i>	<i>87.95500</i>	<i>89.17667</i>
2	<i>Std. Dev.</i>	<i>14363.66</i>	<i>16.24223</i>	<i>14138.39</i>	<i>16.41712</i>	<i>13.99355</i>
3	<i>Skewness</i>	<i>0.484679</i>	<i>-0.326984</i>	<i>0.190474</i>	<i>-0.444121</i>	<i>-0.459910</i>
4	<i>Kurtosis</i>	<i>2.131414</i>	<i>1.821936</i>	<i>1.505299</i>	<i>2.048644</i>	<i>1.914309</i>
		<i>DTY</i>	<i>LENBOR</i>	<i>LB</i>	<i>IMPO</i>	<i>TFCEN</i>
1	<i>Mean</i>	<i>87.19583</i>	<i>-2378.432</i>	<i>-4351.413</i>	<i>28310.00</i>	<i>72329.73</i>
2	<i>Std. Dev.</i>	<i>16.45790</i>	<i>2574.123</i>	<i>2230.363</i>	<i>11386.73</i>	<i>21451.10</i>
3	<i>Skewness</i>	<i>-0.393921</i>	<i>-0.518006</i>	<i>-0.424305</i>	<i>-0.065841</i>	<i>-0.063601</i>
4	<i>Kurtosis</i>	<i>1.819064</i>	<i>1.765157</i>	<i>1.827043</i>	<i>1.495972</i>	<i>1.792040</i>
		<i>SUB</i>	<i>TFCN</i>	<i>TP</i>	<i>TPI</i>	
1	<i>Mean</i>	<i>2952.845</i>	<i>72062.25</i>	<i>14650.51</i>	<i>15411.53</i>	
2	<i>Std. Dev.</i>	<i>280.9689</i>	<i>18069.15</i>	<i>4700.967</i>	<i>4550.458</i>	
3	<i>Skewness</i>	<i>-0.508295</i>	<i>0.064223</i>	<i>-0.022003</i>	<i>0.058195</i>	
4	<i>Kurtosis</i>	<i>2.418211</i>	<i>1.806551</i>	<i>1.575354</i>	<i>1.473788</i>	

Ο μέσος μας δίνει τη δυνατότητα να προσδιορίσουμε τη θέση της κατανομής της ανεξάρτητης μεταβλητής της X, ενώ η διακύμανση μας προσδιορίζει το μέσο όρο των αποκλίσεων της ανεξάρτητης μεταβλητής της X από το μέσο, δηλαδή τη διασπορά της X. Όσον αφορά τους συντελεστές λοξότητας (ή ασυμμετρίας) και κύρτωσης, αυτοί μας δίνουν την λοξότητα και τη κύρτωση του σχεδιαγράμματος της κατανομής.

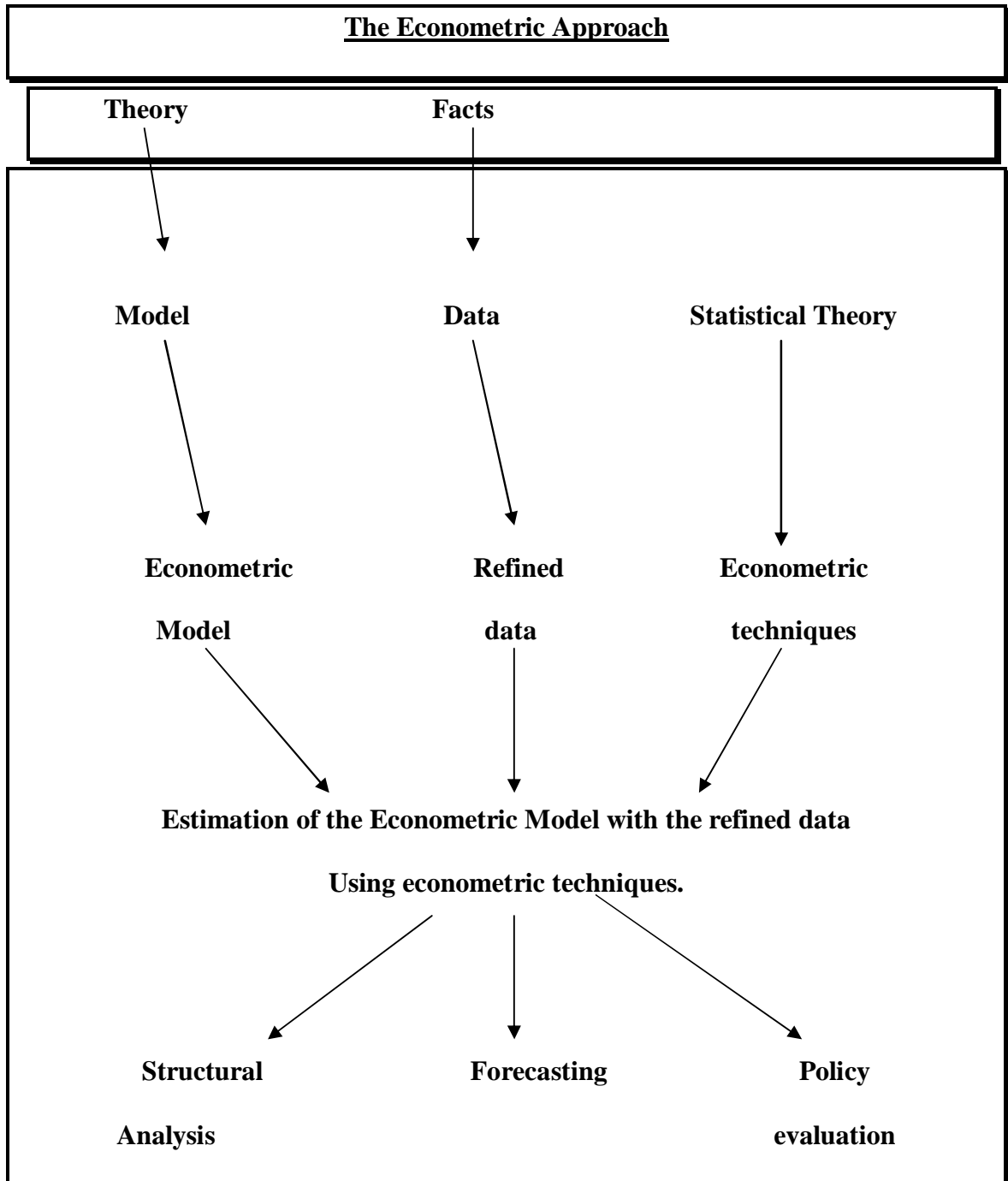
Ως συμπέρασμα προκύπτει το παρακάτω σχεδιάγραμμα της κανονικής κατανομής:

ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΚΑΝΟΝΙΚΗΣ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ



6.2) ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Το σχεδιάγραμμα οικονομετρικής προσέγγισης που ακολουθώ στην ανάλυσή μου είναι το εξής:



Χρησιμοποιώντας τα δεδομένα της χρονοσειράς επιλέγω ως κατάλληλο μοντέλο το απλό μοντέλο παλινδρόμησης, δηλαδή:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 x_t + u_t$$

$$\text{Var}(y_t/x_t) = \sigma^2$$

Οι άγνωστες παράμετροι είναι $\theta = (\beta_0, \beta_1, \sigma^2)$. Τις εκτιμώ με την μέθοδο των Ελαχίστων Τετραγώνων, το οποίο σημαίνει ότι χρησιμοποιώ τις σχέσεις:

$$\hat{b}_0 = \bar{Y} - \hat{b}_1 \bar{X} \quad (1)$$

$$\hat{b}_1 = \frac{\sum y_t x_t}{\sum x_t^2} \quad (2)$$

$$\hat{s}^2 = \frac{1}{n-2} \left[\sum U_t^2 \right] = \frac{1}{n-2} \left[\sum \left(y_t - b_0 - \hat{b}_1 x_t \right)^2 \right] \quad (3)$$

Στη συγκεκριμένη περίπτωση χρησιμοποιώ πολυμεταβλητό μοντέλο παλινδρόμησης, όσο η υπόθεση της ομοσκεδαστικότητας ισχύει:

$$\left. \begin{aligned} y_t &= \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 x_t + \beta_3 x_{t-1} + \beta_4 z_t + \beta_5 z_{t-1} + u_t \\ \text{Var}(y_t/y_{t-1}, x_t, x_{t-1}, z_t, z_{t-1}) &= \sigma^2 \end{aligned} \right\}$$

$$\text{με } \theta = (\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \sigma^2)$$

Έλεγχος υποθέσεων στο απλό μοντέλο παλινδρόμησης:

$$\left. \begin{aligned} y_t &= \beta_0 + \beta_1 x_t + u_t \\ \text{Var}(y_t/x_t) &= \sigma^2 \\ \Theta &= (\beta_0, \beta_1, \sigma^2) \end{aligned} \right\}$$

Έστω $H_0: \theta=0$, εάν στον έλεγχο διαπιστώσω ότι η H_0 είναι σωστή ($\theta=0$) τότε η μεταβλητή x_t δεν επηρεάζει καθόλου την y_t η οποία γίνεται ίση με την μη-συστηματική συνιστώσα. Άρα ελέγχοντας την υπόθεση $H_0: \theta=0$, ουσιαστικά ελέγγω εάν η x_t συμμετέχει στην παλινδρόμηση ή όχι. Αποδοχή της H_0 σημαίνει ότι η x_t δεν επηρεάζει την y_t . Αντίθετα απόρριψη της $H_0: \theta=0$ σημαίνει ότι η x_t όντως επηρεάζει την y_t .

Εκτιμώντας το μοντέλο διαπιστώνω ότι οι β_0 και β_1 εμφανίζονται στατιστικά σημαντικές, δηλαδή έχουν $p\text{-values} < 0$.

6.2.1) ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

Έστω ότι y_t οι αποδόσεις των μετοχών του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

1) Επιλέγω τους 30 παραπάνω ήδη αναφερομένους μακροοικονομικούς παράγοντες. Τις ονομάζω αυτές τις μεταβλητές $x_{1t}, x_{2t}, x_{3t}, \dots, x_{30t}$.

2) Προσδιορίζω το «Γενικό Μοντέλο» το οποίο είναι μία δυναμική γραμμική παλινδρόμηση, η οποία ερμηνεύει την y_t ως γραμμική εξάρτηση των $x_{1t}, x_{2t}, x_{3t}, \dots, x_{30t}$, πλέον των χρονικών υστερήσεων $x_{1t-1}, x_{1t-2}, \dots, x_{1t-12}, x_{2t-1}, x_{2t-2}, \dots, x_{2t-12}$, και $x_{30t-1}, x_{30t-2}, \dots, x_{30t-12}$:

$$\begin{aligned}
 y_t = & \beta_0 + \beta_1 x_{1t} + \beta_2 x_{2t} + \dots + \beta_k x_{kt} + \\
 & + \gamma_1 x_{1t-1} + \gamma_2 x_{2t-1} + \dots + \gamma_k x_{kt-1} + \\
 & + \dots \dots \dots \dots \dots \dots \dots + \\
 & + \delta_1 x_{1t-p} + \delta_2 x_{2t-p} + \dots + \delta_k x_{kt-p} + u_t
 \end{aligned}$$

με κάποια υπόθεση για την $\text{Var}(y_t/\omega)$ συνήθως $\text{Var}(y_t/\omega) = \sigma^2$ (ομοσκεδαστικότητα), όπου $\Delta = \{ x_{1t}, x_{2t}, \dots, x_{kt}, x_{1t-1}, x_{2t-1}, \dots, x_{kt-1}, \dots, x_{1t-p}, x_{2t-p}, \dots, x_{kt-p} \}$.

3) Εκτιμώ το «Γενικό Μοντέλο», εξετάζω ποια από τις μακροοικονομικές μεταβλητές έχει το μεγαλύτερο $p\text{-value}$, δηλαδή είναι η πιο ασήμαντη στατιστικά. Αφαιρώ τη μεταβλητή αυτή και επανεκτιμώ το καινούργιο μοντέλο που προκύπτει μετά την αφαίρεση της πρώτης μεταβλητής. Κοιτάζω τα αποτελέσματα της εκτίμησης και ξανά αφαιρώ την μεταβλητή με το μεγαλύτερο $p\text{-value}$. Επανεκτιμώ το καινούργιο μοντέλο που προκύπτει μετά την αφαίρεση της δεύτερης μεταβλητής. Κοιτάζω τα

αποτελέσματα της εκτίμησης και ξανά αφαιρώ την μεταβλητή με το μεγαλύτερο p-value. Επανεκτιμώ το καινούργιο μοντέλο που προκύπτει μετά την αφαίρεση της τρίτης μακροοικονομικής μεταβλητής. Συνεχίζω την διαδικασία αφαίρεσης και επανεκτίμησης έως ότου καταλήξω σε ένα μοντέλο που όλες του οι μεταβλητές είναι Στατιστικά Σημαντικές, δηλαδή πληρούν τις εξής συνθήκες: $t\text{-statistic} > |2|$ & $p\text{-value} < 0,05$. Αυτό θα είναι και το τελικό μου μοντέλο παλινδρόμησης.

6.2.2) ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΜΕΛΕΤΗΣ

Μετά από συνεχιζόμενα επαναλαμβανόμενες παλινδρομήσεις των μακροοικονομικών μεταβλητών που επέλεξα για τη μελέτη μου και μέσα από μία διαδικασία αφαίρεσης και επανεκτίμησης μέχρις ότου καταλήξω σε ένα μοντέλο που όλες του οι μεταβλητές να είναι **Στατιστικά Σημαντικές**, δηλαδή να έχουν **t-Statistic > |2| και p-value < 0,05**, κατέληξα στο τελικό μου μοντέλο παλινδρόμησης, το οποίο είναι:

$$\text{METAB} = \beta_1 * \text{DTTEP} + \beta_2 * \text{DTY} + \beta_3 * \text{EXPO} + \beta_4 * \text{FCE} + \beta_5 * \text{GGE}$$

Είναι δηλαδή της μορφής: $y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 x_t + \beta_3 x_{t-1} + \beta_4 z_t + \beta_5 z_{t-1} + u_t$

Όπου η εξαρτημένη μεταβλητή είναι: **METAB** και οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι: **DTTEP, DTY, EXPO, FCE** και **GGE**.

Συμπερασματικά καταλήγω ότι, η διαδικασία υπολογισμού των αποδόσεων των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών είναι πολυπαραγοντική στα πλαίσια ενός υποδείγματος αποτίμησης αξιόγραφων σε συνθήκες ισορροπίας, καθώς και ότι οι

παρακάτω πέντε μακροοικονομικές μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές, γιατί ισχύει: **t-Statistic > |2| και p-value <0,05**, δηλαδή επηρεάζουν τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Με άλλα λόγια ως αποτέλεσμα της μελέτης μου κατέληξα ότι υπάρχουν πέντε μακροοικονομικοί παράγοντες της Ελληνικής Οικονομίας, ο Δείκτης τιμών κατηγοριών έργων ή παραγωγού, ο Δείκτης τιμών ή κόστους υλικών, οι Εξαγωγές, η Τελική καταναλωτική δαπάνη και οι Δαπάνες Γενικής Κυβέρνησης, που επηρεάζουν τις αποδόσεις των τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.

Συνεπώς οι αποδόσεις των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών επηρεάζονται στατιστικά σημαντικά από μακροοικονομικούς παράγοντες όπως:

- Ø Δείκτης τιμών κατηγοριών έργων ή παραγωγού.
- Ø Δείκτης τιμών ή κόστους υλικών.
- Ø Εξαγωγές.
- Ø Τελική καταναλωτική δαπάνη.
- Ø Δαπάνες Γενικής Κυβέρνησης.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Το θέμα της διπλωματικής μου εργασίας ήταν πάρα πολύ ενδιαφέρον και χρήσιμο για συμπεράσματα. Η μελέτη του θέματος μου δεν σταματάει με την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας, αλλά θα συνεχίσω την έρευνα και στο μέλλον.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή μου και διακεκριμένο χρηματοοικονομολόγο Κο Γεώργιο Διακογιάννη για την βοήθειά του στην ολοκλήρωση της διπλωματικής μου εργασίας.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Ø 1977: Roll “A critique of the asset pricing theory’s tests. Part I: On past and potential testability of the theory”.
- Ø 1982: Shanken “The arbitrage pricing theory, is it testable?».
- Ø 1984: Dhrymes, Friend, Gultekin “A critical reexamination of the empirical evidence on the arbitrage pricing theory”.
- Ø 1986: Shanken, “Multivariate proxies and asset pricing relations”.
- Ø 1986: Chen, Roll, Ross “Economic forces and the stock market”.
- Ø 1996: Κεβόρκ «Ο αριθμός των παραγόντων του γραμμικού υποδείγματος διαμορφώσεως των αποδόσεων μετοχών στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών».
- Ø 1997: Diacogiannis, Diamandis “Multi-factor risk-return relationships”.
- Ø George P. Diacogiannis: Financial Management – A Modeling Approach Using Spreadsheets
- Ø Elton Gruber: Modern Portfolio Theory and Investment Analysis
- Ø Φίλιππας Ν.: «Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό περιβάλλον», Αθήνα: Globus Invest, Φεβρουάριος 1999.
- Ø Αθηνά Πετράκη-Κώττη: «Μακροοικονομική θεωρία και πολιτική», Αθήνα 2001, Εκδόσεις Παπαζήση.
- Ø Γεώργιος Καραθανάσης: «Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματιστηριακές αγορές», Αθήνα 1998, Εκδόσεις Μπένου.

ΠΗΓΕΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

- Ø Data-Stream
- Ø Reuters
- Ø Effect Finance
- Ø Η Ναυτεμπορική
- Ø Ο Επενδυτής
- Ø Η Καθημερινή
- Ø Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών
- Ø Τράπεζα της Ελλάδος
- Ø Εθνική Στατιστική Υπηρεσία
- Ø Emporiki Investment Bank
- Ø Eurostat
- Ø Οικονομικό Επιμελητήριο της Ελλάδος
- Ø Οργανισμός Απασχόλησης Εργατικού Δυναμικού
- Ø Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών
- Ø Πανεπιστήμιο Πειραιά
- Ø Πάντειο Πανεπιστήμιο Κοινωνικών & Πολιτικών Επιστημών