



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΨΗΦΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΕΧΝΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ & ΑΣΦΑΛΕΙΑ ΨΗΦΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ
ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ
ΤΕΧΝΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΨΗΦΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ

Διπλωματική Εργασία

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ
ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ
ΕΛΛΑΔΟΣ**

Απόστολος – Εφραίμ Ν. Πετράτος

Πειραιάς, 2012

ΠΑΝΕΚΣΤΗΜΟ ΓΕΡΑΝ

Αφιερώνεται στην οικογένειά μου

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ ΕΛΛΑΔΟΣ

Απόστολος – Εφραίμ Ν. Πετράτος

Σημαντικοί όροι: Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Λογιστικές Καταστάσεις, Δείκτες, Πίνακες Κίνησης Κεφαλαίων, Κόστος Κεφαλαίου, Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία αποσκοπεί πρώτον στη Χρηματοοικονομική Ανάλυση της Ανώνυμου Εταιρίας Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος (ΟΤΕ Α.Ε.) για τη χρονική περίοδο 2006 – 2010 και δεύτερον στον υπολογισμό του Κόστους Κεφαλαίου της ίδιας εταιρίας για τα οικονομικά έτη 2007 και 2010.

Η μέθοδος που ακολουθείται στη συγκεκριμένη μελέτη είναι απαγωγικού χαρακτήρα, ενώ στην εργασία προηγείται ανασκόπηση της βιβλιογραφίας που καλύπτει τη σχετική θεματολογία. Αρχικά ανιχνεύεται το ευρύτερο μακροοικονομικό περιβάλλον, διεθνές αλλά και εγχώριο, και το κατά πόσο αυτό επηρεάζει τη δραστηριοποίηση των επιχειρήσεων στη χώρα και κατ' επέκταση τη δραστηριοποίηση της εξεταζόμενης επιχείρησης. Στη συνέχεια, μελετώνται οι δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας, με χρήση στατιστικής ανάλυσης, κριτικής διερεύνησης αριθμοδεικτών και πινάκων κίνησης κεφαλαίων. Τέλος, εξετάζεται το κόστος κεφαλαίου των πηγών χρηματοδότησης του ΟΤΕ καθώς και το μέσο σταθμικό κόστος του συνόλου των κεφαλαίων που έχει στη διάθεση του.

Από την ανάλυση της διεθνούς οικονομίας συμπεραίνεται ότι μετά το 2006 η παγκόσμια οικονομία κινήθηκε πτωτικά με αποκορύφωμα το 2009, που το παγκόσμιο ΑΕΠ παρουσίασε αξιοσημείωτη πτώση λόγω της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Παραπλήσια πορεία ακολούθησαν και οι υπόλοιποι μακροοικονομικοί δείκτες που μελετήθηκαν. Από το τελευταίο τρίμηνο του 2009 εμφανίστηκαν σε διεθνές επίπεδο οι πρώτες τάσεις σταθεροποίησης και σταδιακής ανάκαμψης, κάτι το οποίο έγινε εμφανέστερο το 2010. Η ελληνική οικονομία επηρεασμένη από το διεθνές οικονομικό περιβάλλον παρουσίασε με μια μικρή υστέρηση παρόμοια πορεία. Οι εγχώριοι οικονομικοί δείκτες επιδεινώθηκαν σημαντικά ιδίως από το 2008 και έπειτα, καίριος παράγοντας που συνέβαλε προς την κατεύθυνση αυτή ήταν το υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα που διαρκώς αυξανόταν.

Η διερεύνηση των βασικών αριθμοδεικτών και των πινάκων κίνησης κεφαλαίων για τον ΟΤΕ, εξαιρουμένης της χρήσης του 2006, ανέδειξε μια εταιρία με χαμηλή απόδοση, σοβαρά προβλήματα ρευστότητας και διαρκώς μειούμενα κέρδη εξαιτίας βεβαίως και της βαθιάς ελληνικής οικονομικής κρίσης. Επιπλέον από την ανάλυση διαφαίνονται ο υψηλός βαθμός παγιοποίησης της, η σημαντική δανειακή της επιβάρυνση και η μη τήρηση ανά περιόδους δύο εκ των αρχών ορθής χρηματοδότησης. Βασικότερες πηγές χρηματοδότησης βάσει των πινάκων κίνησης κεφαλαίων αποτελούν ο ξένος δανεισμός και τα αποθεματικά της επιχείρησης.

Ολοκληρώνοντας παρατηρείται πως το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης τοποθετείται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα και περισσότερο το 2010, εκτός ίσως του κόστους δανεισμού που αυξήθηκε. Αυτό γενικά οφείλεται κυρίως στην υψηλή κεφαλαιοποίηση του ΟΤΕ και στην κεφαλαιακή του διάρθρωση που του προσδίδουν επενδυτική ασφάλεια. Καθοριστικοί όμως παράγοντες υπήρξαν η αυξανόμενη δανειακή του επιβάρυνση και η οικονομική κρίση η οποία συρρίκνωσε σταδιακά τα κέρδη της εταιρίας και κατά συνέπεια τα διαμοιραζόμενα μερίσματα αλλά και τον όγκο των αποθεματικών της.

ΓΑΛΕΡΙΟ ΓΕΡΑΝΙ

FINANCIAL ANALYSIS AND COST OF CAPITAL THE CASE OF HELLENIC TELECOMMUNICATIONS ORGANIZATION

Apostolos – Efraim N. Petratos

Significant terms: Financial Analysis, Financial Statements, Ratio Analysis, Cash Flow Tables, Cost of Capital, Hellenic Telecommunications Organization

ABSTRACT

The present thesis aims first a financial analysis for the period 2006 to 2010 and second a cost of capital calculation in the financial years 2007 and 2010 of the Societe Anonyme Hellenic Telecommunications Organization (OTE SA).

To do this, the thesis starts with a literature review concerning financial analysis and cost of capital. Then, it proceeds to a top – down analysis: (a) macroeconomic environment both international and domestic, (b) OTE presentation and (c) company analysis which refers to financial statement analysis using statistical, ratios and cash flow analysis.

International economy analysis concluded that after 2006 the world economy declined, culminating in 2009, when the global GDP showed a remarkable drop due to the global financial crisis. The other macroeconomic indicators, which were studied, followed similar course as the GDP. Since the last quarter of 2009 the first international trends of stabilization and gradual recovery were appeared, something that became more obvious in the next year. The Greek economy was influenced by the international economic environment and declined too. Domestic economic indicators deteriorated significantly especially from 2008, a key factor that contributed to this was the high fiscal deficit which was constantly increasing.

Key ratios and the cash flow statements showed that OTE apart from the year 2006, is a company with poor performance, liquidity problems and constantly declining profits due mainly to the Greek deep economic crisis. In addition, a high – level consolidation, a significant burden of debt and the non-compliance to the principles of financing are emerged. The main sources of funding are loans and the reserves.

Conclusion the cost of capital of the company is relatively low levels and this happens especially in 2010, except for the cost of borrowing which rose. This is generally attributable to the high capitalization of OTE and its capital structure that provides investment security. The growing debt and the economic crisis were decisive factors in shrinking gradually the company's profits, thus the distributed dividends and the amount of reserves.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Πρωταρχικά θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον Καθηγητή μου κ. Αρτίκη Π. Γεώργιο, ομότιμο καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς, ο οποίος όχι μόνο μου έδωσε την ευκαιρία να ασχοληθώ με ένα πολύ ενδιαφέρον για εμένα θέμα, αλλά κυρίως επειδή με εμπιστεύτηκε παρόλο που το εκπαιδευτικό μου υπόβαθρο δεν είχε ουδεμία σχέση με το αντικείμενο της χρηματοοικονομικής διοίκησης. Τον ευχαριστώ για την ιδανική και αποδοτική συνεργασία που είχαμε καθώς και για την καθοδήγηση αλλά και τις συμβουλές που μου παρείχε καθόλη τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας. Παράλληλα οφείλω να ευχαριστήσω τον επίκουρο καθηγητή του τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς κ. Αρτίκη Γ. Παναγιώτη για την πολύτιμη βοήθεια του στη συλλογή ζωτικών για τη διπλωματική μου οικονομικών δεδομένων αλλά και για τις συμβουλές του. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους τους καθηγητές του Μεταπτυχιακού Προγράμματος της Τεχνοοικονομικής Διοίκησης Ψηφιακών Συστημάτων του Πανεπιστημίου Πειραιώς για τις σημαντικές γνώσεις που μου μεταλαμπάδευσαν κατά τη διάρκεια της φοίτησης μου σε αυτό. Το μεγαλύτερο ίσως ευχαριστώ ανήκει στην οικογένειά μου για την αμέριστη συμπαράσταση που μου έδειξε, καθώς και διότι χωρίς αυτή δε θα ήμουν σε θέση να πραγματοποιήσω το μεταπτυχιακό μου. Κλείνοντας, ευχαριστήσω τον αδερφικό μου φίλο Άγγελο, ο οποίος όντας οικονομολόγος, ήταν πάντοτε διαθέσιμος σε οποιαδήποτε απορία μου δημιουργούνταν.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1: Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων	56
Διάγραμμα 2: Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών	63
Διάγραμμα 3: Πορεία δεικτών ελληνικής οικονομικής δραστηριότητας (Α.Ε.Π.)	75
Διάγραμμα 4: Διαφορές ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού της Ελλάδας και της ζώνης του ευρώ	83
Διάγραμμα 5: Μεταβολή απασχόλησης στην Ελλάδα	91
Διάγραμμα 6: Ποσοστό συνολικής ανεργίας στην Ελλάδα	92
Διάγραμμα 7: Εξέλιξη των καταθέσεων, των συμφωνιών επαναγοράς και των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων διαθέσιμων στην Ελλάδα ¹	110
Διάγραμμα 8: Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ	111
Διάγραμμα 9: Συμβολή της χρηματοδότησης των επιμέρους τομέων στη συνολική χρηματοδότηση της οικονομίας από τα εγχώρια ΝΧΙ	112
Διάγραμμα 10: Διαφορές επιτοκίων νέων τραπεζικών δανείων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ	113
Διάγραμμα 11: Μετοχική σύνθεση ομίλου Ο.Τ.Ε.	120
Διάγραμμα 12: Συνολική Αποδοτικότητα Ο.Τ.Ε.	127
Διάγραμμα 13: Μικτό Περιθώριο Κέρδους για τον Ο.Τ.Ε.	128
Διάγραμμα 14: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους για τον Ο.Τ.Ε.	129
Διάγραμμα 15: Ιδιωφελής Αποδοτικότητα Ο.Τ.Ε.	130
Διάγραμμα 16: Συνολική Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ο.Τ.Ε.	131

Διάγραμμα 17: Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων Στοιχείων για τον Ο.Τ.Ε.....	132
Διάγραμμα 18: Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Κυκλοφορούντων Στοιχείων για τον Ο.Τ.Ε.....	133
Διάγραμμα 19: Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων για τον Ο.Τ.Ε.	134
Διάγραμμα 20: Μέση Διάρκεια Επένδυσης σε Αποθέματα από τον Ο.Τ.Ε.....	134
Διάγραμμα 21: Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων για τον Ο.Τ.Ε.	135
Διάγραμμα 22: Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων από τον Ο.Τ.Ε.....	136
Διάγραμμα 23: Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Διαθεσίμων για τον Ο.Τ.Ε.	137
Διάγραμμα 24: Μέση Διάρκεια Πληρωμής Υποχρεώσεων από τον Ο.Τ.Ε.	138
Διάγραμμα 25: Τρέχουσα Ρευστότητα Ο.Τ.Ε.	139
Διάγραμμα 26: Άμεση Ρευστότητα Ο.Τ.Ε.....	139
Διάγραμμα 27: Δανειακή Επιβάρυνση I του Ο.Τ.Ε. (Ξένα / Ίδια).....	140
Διάγραμμα 28: Δανειακή Επιβάρυνση II του Ο.Τ.Ε. (Ξένα Μακροπ. / Απασχοληθέντα)	141
Διάγραμμα 29: Κάλυψη Τόκων από τον Ο.Τ.Ε.	142
Διάγραμμα 30: Κάλυψη Μερισμάτων από τον Ο.Τ.Ε.	143
Διάγραμμα 31: Παγιοποίηση Περιουσίας I του Ο.Τ.Ε. (Πάγιο / Κυκλοφορούν)	144
Διάγραμμα 32: Παγιοποίηση Περιουσίας II Ο.Τ.Ε. (Πάγιο / Σύνολο Ενεργητικού)	144
Διάγραμμα 33: Χρηματοδότηση Πάγιου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας από τον Ο.Τ.Ε.....	145
Διάγραμμα 34: Χρηματοδότηση Πάγιου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια από τον Ο.Τ.Ε.....	146
Διάγραμμα 35: Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια	

Μεγάλης Διάρκειας από τον Ο.Τ.Ε.....	147
Διάγραμμα 36: Τρέχουσα Τιμή Μετοχής / Κέρδη Μετοχής για τον Ο.Τ.Ε.....	148
Διάγραμμα 37: Απόδοση Μερισμάτων για τον Ο.Τ.Ε.....	149
Διάγραμμα 38: Τρέχουσα Τιμή Μετοχής / Λογιστική Αξία Μετοχής Ο.Τ.Ε.	150

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΛΙΑ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Παγκόσμιο Α.Ε.Π. Ι (2002 - 2008)	51
Πίνακας 2: Παγκόσμιο Α.Ε.Π. ΙΙ (2009 - 2010, με προβλέψεις για 2011 & 2012)	52
Πίνακας 3: Ακαθάριστη δαπάνη της ελληνικής οικονομίας και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν	76
Πίνακας 4: Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδας και ζώνης του ευρώ.....	84
Πίνακας 5: Αποδοχές και κόστος εργασίας Ελλάδας	84
Πίνακας 6: Πληθυσμός, εργατικό δυναμικό, απασχόληση και ανεργία: β' τρίμηνο πενταετίας	93
Πίνακας 7: Ελλείμματα γενικής κυβέρνησης και κρατικού προϋπολογισμού	99
Πίνακας 8: Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το Α.Ε.Π. ¹	100
Πίνακας 9: Ενοποιημένο χρέος γενικής κυβέρνησης ¹	101
Πίνακας 10: Ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ.....	109
Πίνακας 11: Μετοχική σύνθεση ομίλου Ο.Τ.Ε.	119
Πίνακας 12: Ιστορική παρουσίαση των μερισμάτων του Ο.Τ.Ε.....	121
Πίνακας 13: Μακροπρόθεσμα Δανειακά Κεφάλαια Ο.Τ.Ε. 2007 & 2010	154
Πίνακας 14: Ίδια Κεφάλαια Ο.Τ.Ε. 2007 & 2010	154
Πίνακας 15: Χρήσιμα στοιχεία για τον υπολογισμό του Κόστους Κεφαλαίου .	155
Πίνακας 16: Στοιχεία για τον υπολογισμό του Υποδείγματος Gordon	158

Πίνακας 17: Πηγές χρηματοδότησης κεφαλαίου του Ο.Τ.Ε.....	159
Πίνακας 18: Συντελεστές Στάθμισης της αναλογίας των πηγών χρηματοδότησης του Ο.Τ.Ε.	159
Πίνακας 19: Κόστος Κεφαλαίου Ο.Τ.Ε. για τις χρήσεις 2007 & 2010	160
Πίνακας 20: Ισολογισμοί Ο.Τ.Ε. σε κάθετη μορφή	174
Πίνακας 21: Αποτελέσματα Χρήσης Ο.Τ.Ε. σε κάθετη μορφή.....	175
Πίνακας 22: Λοιπά στοιχεία Ι για τον Ο.Τ.Ε.....	177
Πίνακας 23: Λοιπά στοιχεία ΙΙ για τον Ο.Τ.Ε.....	177
Πίνακας 24: Ισολογισμοί Ο.Τ.Ε. με βάση Ανάλυση Κοινού Μεγέθους.....	178
Πίνακας 25: Αποτελέσματα Χρήσης Ο.Τ.Ε. με βάση Ανάλυση Κοινού Μεγέθους	179
Πίνακας 26: Ισολογισμοί Ο.Τ.Ε. με βάση Ανάλυση Δεικτών Τάσης.....	181
Πίνακας 27: Αποτελέσματα Χρήσης Ο.Τ.Ε. με βάση Ανάλυση Δεικτών Τάσης	182
Πίνακας 28: Βασικοί Αριθμοδείκτες για τον Ο.Τ.Ε.....	184
Πίνακας 29: Πίνακες Κίνησης Κεφαλαίων για τα έτη 2006 - 2007	185
Πίνακας 30: Πίνακες Κίνησης Κεφαλαίων για τα έτη 2007 - 2008	187
Πίνακας 31: Πίνακες Κίνησης Κεφαλαίων για τα έτη 2008 - 2009	188
Πίνακας 32: Πίνακες Κίνησης Κεφαλαίων για τα έτη 2009 - 2010	189

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

Σχήμα 1: Οργανόγραμμα ομίλου Ο.Τ.Ε. 118

Σχήμα 2: Άξονες εφαρμογής εταιρικής διακυβέρνησης στον Ο.Τ.Ε. 124

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	I
ABSTRACT	III
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	IV
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	V
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ	VIII
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΧΗΜΑΤΩΝ	X
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
1.1. ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ	1
1.2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	2
1.3. ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ	3
1.4. ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΜΕΛΕΤΗΣ	3
1.5. ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΜΕΛΕΤΗΣ	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 - Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ	7
2.1. ΓΕΝΙΚΑ	7
2.2. ΦΑΣΕΙΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ	9
2.2.1. ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	9
2.2.2. ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	11
2.2.3. ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	12
2.2.4. ΕΞΑΓΩΓΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ	13
2.3. ΔΕΙΚΤΕΣ	13
2.3.1. ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ	14
2.3.2. ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ	15
2.3.3. ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ	16
2.3.4. ΙΔΙΩΦΕΛΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ	18
2.3.5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ	19
2.3.6. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	20

2.3.7. ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	21
2.3.8. ΚΑΛΥΨΗ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	22
2.3.9. ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	23
2.3.10. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	24
2.3.11. ΔΕΙΚΤΕΣ ΣΕ ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ	25
2.4. ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	26
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 - ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ	27
3.1. ΓΕΝΙΚΑ	27
3.2. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ	28
3.2.1. ΑΠΟΔΟΣΗ	28
3.2.2. ΚΙΝΔΥΝΟΣ.....	29
3.2.3. ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΩΡΙΣ ΚΙΝΔΥΝΟ	30
3.2.4. ΑΜΟΙΒΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ.....	31
3.2.5. ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ (ΒΕΤΑ).....	31
3.3. ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	32
3.3.1. ΚΟΣΤΟΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ	33
3.3.2. ΚΟΣΤΟΣ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	35
3.3.3. ΚΟΣΤΟΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ.....	36
3.3.3.1. Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM).....	37
3.3.3.2. Υπόδειγμα Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών	37
3.3.3.3. Μέθοδος Απόδοσης Ομολογιών και Αμοιβής Κινδύνου	39
3.3.3.4. Σύγκριση Μεθόδων Υπολογισμού Κόστους Αποθεματικών.....	40
3.3.4. ΚΟΣΤΟΣ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	40
3.3.5. ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (ΜΣΚΚ).....	41
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 - ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΕΘΝΟΥΣ – ΕΥΡΩΠΑΙΚΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ	
ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ	43
4.1. ΓΕΝΙΚΑ	43
4.2. ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΑΕΠ	45
4.3. ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ	53
4.4. ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΝΕΡΓΙΑ	57
4.5. ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ	58
4.6. ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ	60

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 - ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ	64
5.1. ΓΕΝΙΚΑ	64
5.2. ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΪΟΝ	66
5.3. ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ	77
5.4. ΑΝΕΡΓΙΑ	85
5.5. ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ	94
5.6. ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ	101
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 - ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ Ο.Τ.Ε. Α.Ε.	114
6.1. ΓΕΝΙΚΑ	114
6.2. ΙΣΤΟΡΙΑ, ΟΡΑΜΑ & ΕΠΙΔΙΩΞΕΙΣ ΤΟΥ Ο.Τ.Ε.	115
6.3. ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΟΜΙΛΟΥ	117
6.4. ΜΕΤΟΧΗ Ο.Τ.Ε.	119
6.4.1. ΓΕΝΙΚΑ	119
6.4.2. ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΟΥ Ο.Τ.Ε. ΤΟ 2011	119
6.4.3. ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ	120
6.5. ΠΡΟΣΦΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	121
6.6. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΥΠΕΥΘΥΝΟΤΗΤΑ	122
6.7. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ	123
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 - ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΑΣ Ο.Τ.Ε. Α.Ε.	125
7.1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ Ο.Τ.Ε.	125
7.1.1. ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	125
7.1.1.1. Αποδοτικότητα	126
7.1.1.2. Δραστηριότητα & Αποτελεσματικότητα	130
7.1.1.3. Ρευστότητα	138
7.1.1.4. Δανειακή Επιβάρυνση	140
7.1.1.5. Κάλυψη Τόκων & Μερισμάτων	141
7.1.1.6. Παγιοποίηση Περιουσίας	143
7.1.1.7. Χρηματοδότηση Ενεργητικού	145
7.1.1.8. Δείκτες σε Τρέχουσες Αξίες	147
7.1.2. ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	150
7.1.2.1. Πίνακας Κίνησης Κεφαλαίων 2006 – 2007	150

7.1.2.2. Πίνακας Κίνησης Κεφαλαίων 2007 – 2008	151
7.1.2.3. Πίνακας Κίνησης Κεφαλαίων 2008 – 2009	152
7.1.2.4. Πίνακας Κίνησης Κεφαλαίων 2009 – 2010	152
7.2. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Ο.Τ.Ε.....	153
7.2.1. ΚΟΣΤΟΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ	155
7.2.2. ΚΟΣΤΟΣ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	156
7.2.3. ΚΟΣΤΟΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ	156
7.2.4. ΚΟΣΤΟΣ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	157
7.2.5. ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (WACC)	158
7.2.6. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ	159

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ
ΕΡΕΥΝΑ 162**

8.1. ΓΕΝΙΚΑ	162
8.2. ΔΙΕΘΝΗΣ & ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	162
8.3. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	165
8.4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ Ο.Τ.Ε.....	167
8.5. ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ.....	169

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 171

ΕΛΛΗΝΙΚΗ	171
ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ.....	171
ΕΚΘΕΣΕΙΣ.....	172
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ	173

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 174

ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ Ο.Τ.Ε.	174
ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ Ο.Τ.Ε. ΜΕ ΒΑΣΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ	178
ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ Ο.Τ.Ε. ΜΕ ΒΑΣΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΑΣΗΣ	181
ΒΑΣΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΓΙΑ ΤΟΝ Ο.Τ.Ε.	184
ΠΙΝΑΚΕΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΓΙΑ ΤΟΝ Ο.Τ.Ε.	185

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ

Ο σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι διττός και αποσκοπεί πρώτον στη διερεύνηση της Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων και δεύτερον στον υπολογισμό του Κόστους Κεφαλαίου της Ανώνυμου Εταιρίας Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος (ΟΤΕ Α.Ε.). Η χρηματοοικονομική ανάλυση πραγματοποιήθηκε για την πενταετία 2006 – 2010 και το κόστος κεφαλαίου για τα οικονομικά έτη 2007 και 2010. Το 2007 μελετάται διότι είναι η τελευταία χρονιά που το ελληνικό δημόσιο κατείχε την πλειοψηφία των μετοχών του ΟΤΕ, ενώ το 2010 διότι είναι η τελευταία οικονομική χρήση από την οποία μπορούμε να αντλήσουμε χρήσιμα συμπεράσματα για την εταιρία στο παρόν. Η εταιρία που μελετήθηκε είναι ο μεγαλύτερος τηλεπικοινωνιακός πάροχος της χώρας και παράλληλα ανήκει στις 20 μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση εταιρίες οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ).

Από τη μια η χρηματοοικονομική ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων επιδιώκει την αποτύπωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης του ΟΤΕ σε όρους αποδοτικότητας, αποτελεσματικότητας, δανειακής επιβάρυνσης και επενδυτικών δεικτών των μετοχών διαχρονικά (την τελευταία διαθέσιμη πενταετία). Η εξαγωγή των συγκεκριμένων συμπερασμάτων αποτελεί βάση για την εξέλιξη της μελλοντικής χρηματοοικονομικής θέσης της εταιρίας. Από την άλλη ο υπολογισμός του κόστους των κεφαλαίων χρηματοδότησης, δηλαδή των ιδίων, των ξένων, του σταθμισμένου μέσου αυτών αλλά και της μεταβολής όλων των προηγούμενων επιδιώκει να προσεγγίσει το κατά πόσο η επιχείρηση είναι ικανή να δημιουργήσει πλούτο για την ίδια αλλά και τους επενδυτές αυτής. Η έγκαιρη αυτή διαχείριση του κόστους κεφαλαίου για την εκάστοτε εταιρία μπορεί να εξασφαλίσει πρώτον τη βιωσιμότητα και δεύτερον την κερδοφορία της.

1.2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Προκειμένου να γίνει κατανοητή η χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων μιας εταιρίας αλλά και η σημασία του κόστους κεφαλαίου αρχικά αναλύεται με συνοπτικό τρόπο η θεωρία της χρηματοοικονομικής διοίκησης που καλύπτει τις δύο αυτές ενότητες. Εν συνεχεία ακολουθεί η οικονομική ανάλυση για τον ΟΤΕ η οποία βασίζεται στο προαναφερθέν θεωρητικό υπόβαθρο το οποίο και την πλαισιώνει.

Η μέθοδος που ακολουθείται στην εν λόγω εργασία έχει απαγωγικό χαρακτήρα (top down analysis). Αυτό πρακτικά σημαίνει πως αρχικά επιχειρείται διερεύνηση του γενικότερου οικονομικού περιβάλλοντος μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται η υπό εξέταση εταιρία. Αναλύονται οι συνιστώσες της ευρωπαϊκής και εγχώριας οικονομίας και εξετάζονται τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη του Α.Ε.Π., του πληθωρισμού, της ανεργίας, των νομισματικών και των δημοσιονομικών συνθηκών που λαμβάνουν χώρα κατά την πενταετία 2006 – 2010.

Δευτερευόντως ακολουθεί η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων του ΟΤΕ για τη συγκεκριμένη πενταετία σύμφωνα με τη μέθοδο που προτείνεται στη βιβλιογραφική ανασκόπηση· με την παράθεση ανάλυσης κοινού μεγέθους και δεικτών τάσης των λογιστικών καταστάσεων, με την κατάρτιση πινάκων κίνησης κεφαλαίων και με την διερεύνηση βασικών χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών.

Τέλος υπολογίζεται χωριστά το κόστος κάθε πηγής χρηματοδότησης βάσει του θεωρητικού πάντα πλαισίου και το μέσο σταθμισμένο κόστος όλων των κεφαλαίων χρηματοδότησης του ΟΤΕ για τα οικονομικά έτη 2007 και 2010.

Για την πραγματοποίηση της εργασίας, αντλήθηκαν στοιχεία τόσο από βιβλιογραφικές πηγές και αρθρογραφία, όσο και από στοιχεία της αγοράς, όπως στοιχεία διεθνών οργανισμών παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών (π.χ. Bloomberg). Τέλος καθοριστικής σημασίας είναι τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν από τις Εκθέσεις του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για τα συγκεκριμένα έτη καθώς και από τις Ετήσιες Οικονομικές Εκθέσεις του ίδιου του ΟΤΕ.

1.3. ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ

Η οικονομική ανάλυση και η μελέτη του ΟΤΕ μπορεί να θεωρηθεί πολύ σημαντική λόγω καταρχάς του μεγέθους του και της ιδιαιτερότητας του ως πρώην μονοπωλητή σταθερής τηλεπικοινωνίας στην Ελλάδα. Είναι επίσης σημαντικό να αναλογιστούμε το σημαντικό ρόλο που διαδραματίζει στο ΧΑΑ όντας μια από τις μεγαλύτερες κεφαλαιουχικά εταιρίες και πόσο μπορεί να επηρεάσει η πορεία της συγκεκριμένης μετοχής την πορεία του γενικού δείκτη αξιών του χρηματιστηρίου.

Παράλληλα με την χρηματοοικονομική ανάλυση εξίσου σημαντικό είναι το κόστος του κεφαλαίου που χρηματοδοτεί τον ΟΤΕ. Μια μικρή μεταβολή στους όρους χρηματοδότησης, δηλαδή στο κόστος του, μπορεί να έχει πολύ σημαντικές επιπτώσεις στην οικονομική του κατάσταση, άρα αντιλαμβανόμαστε πόσο σημαντικός παράγοντας είναι. Ειδικά στις μέρες μας όπου η παγκόσμια οικονομία και ιδίως η ελληνική διέρχεται κρίση είναι επιβεβλημένο η εκάστοτε επιχείρηση να είναι σε θέση να διαχειρίζεται το κόστος της.

1.4. ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΜΕΛΕΤΗΣ

Η παρούσα διπλωματική εργασία αποτελείται από οκτώ κεφάλαια συν το παράρτημα το οποίο παραθέτεται στο τέλος της εργασίας. Συγκεκριμένα απαρτίζεται από τα εξής κεφάλαια:

- **Κεφάλαιο 1 – Εισαγωγή:** Αποτελεί την εισαγωγή της εργασίας και περιλαμβάνει τον αντικειμενικό σκοπό της εργασίας, τις μεθοδεύσεις για την εκπόνηση της, τη χρησιμότητα της, τη δομή της και τους βασικούς περιορισμούς που υπήρξαν κατά την εκπόνηση της.
- **Κεφάλαιο 2 – Η Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων Θεωρητικά:** Αποτελεί τη θεωρητική προσέγγιση και το περιεχόμενο της

χρηματοοικονομικής ανάλυσης, τη μεθόδευση της στατιστικής ανάλυσης και της κριτικής διερεύνησης αριθμοδεικτών και πινάκων κίνησης κεφαλαίων. Στο κεφάλαιο αυτό παρατίθενται οι βασικοί αριθμοδείκτες που θα αναλυθούν στην πορεία.

- **Κεφάλαιο 3 – Το Κόστος Κεφαλαίου Θεωρητικά:** Στο κεφάλαιο αυτό αναφέρονται θεωρητικά όλοι οι τρόποι που έχουν αναπτυχθεί για τον προσδιορισμό του κόστους κεφαλαίου και αναλύονται συνοπτικά τα συστατικά μέρη αυτού, καθώς και το συνολικό σταθμισμένο κόστος του κεφαλαίου.
- **Κεφάλαιο 4 – Ανάλυση Διεθνούς - Ευρωπαϊκού Οικονομικού Περιβάλλοντος:** Στο κεφάλαιο αυτό αναλύεται συνοπτικά η διεθνής και η ευρωπαϊκή οικονομία κατά την περίοδο 2006 – 2010. Ακόμη παρουσιάζονται οι βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες, δηλαδή το Α.Ε.Π., ο πληθωρισμός, η ανεργία, οι δημοσιονομικές και τέλος οι νομισματικές συνθήκες που επικρατούν τη συγκεκριμένη περίοδο.
- **Κεφάλαιο 5 – Ανάλυση Ελληνικής Οικονομίας:** Στην ενότητα αυτή αποτυπώνεται σε αντιστοιχία με το προηγούμενο κεφάλαιο το εγχώριο οικονομικό περιβάλλον για την ίδια περίοδο και για μια ακόμη φορά παρουσιάζονται τα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη για τη χώρα.
- **Κεφάλαιο 6 – Επισκόπηση Εταιρίας Ο.Τ.Ε. Α.Ε.:** Αποτελεί παρουσίαση της εν λόγω εταιρίας παραθέτοντας στοιχεία σχετικά με την ιστορία, τις επιδιώξεις της, τις δραστηριότητες του ομίλου, τη μετοχή της εταιρίας και την εταιρική της ευθύνη.
- **Κεφάλαιο 7 – Ανάλυση Οικονομικών Στοιχείων Εταιρίας Ο.Τ.Ε.:** Στο σημείο αυτό πραγματοποιείται αρχικά η κριτική διερεύνηση των δεικτών της συγκεκριμένης εταιρίας. Οι δείκτες που αναπτύσσονται αφορούν σε όρους αποδοτικότητας, δραστηριότητας, ρευστότητας, δανειακής επιβάρυνσης, κάλυψης τόκων και μερισμάτων, παγιοποίησης περιουσίας, χρηματοδότησης ενεργητικού και δεικτών σε τρέχουσες αξίες. Στη συνέχεια παρατίθενται οι Πίνακες Κίνησης Κεφαλαίων και αναλύεται η χρηματοδότηση και η χρήση κεφαλαίων ανά διαδοχικές χρήσεις. Τέλος υπολογίζεται το κόστος των διαφορετικών πηγών χρηματοδότησης της εταιρίας, δηλαδή των δανειακών κεφαλαίων, των αποθεματικών, του κοινού μετοχικού κεφαλαίου και του μέσου σταθμικού κόστους του κεφαλαίου του ΟΤΕ.

- **Κεφάλαιο 8 – Συμπεράσματα και Προτάσεις για Περαιτέρω Έρευνα:** Στο τελευταίο αυτό κεφάλαιο περιλαμβάνονται τα συμπεράσματα που εξάγονται από την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων του ΟΤΕ καθώς και από το κόστος κεφαλαίου του σε συνδυασμό με τη μελέτη του διεθνούς και εγχώριου οικονομικού περιβάλλοντος, παράλληλα προβάλλονται προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.
- **Παράρτημα:** Στο σημείο αυτό της εργασίας παρατίθενται για τον ΟΤΕ οι Ισολογισμοί, οι Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης, η ανάλυση των δύο προηγούμενων καταστάσεων με ανάλυση κοινού μεγέθους καθώς και με ανάλυση δεικτών τάσης, οι υπολογισθέντες αριθμοδείκτες και τέλος οι Πίνακες Κίνησης Κεφαλαίων.

1.5. ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΜΕΛΕΤΗΣ

Κάθε έρευνα που διεξάγεται για πρώτη φορά, έτσι και η συγκεκριμένη, δε στερείται περιορισμών που ενδέχεται, αν δε ληφθούν εκ των προτέρων υπόψη, να οδηγήσουν σε λανθασμένες κρίσεις και συμπεράσματα. Οι βασικότεροι αν όχι όλοι οι περιορισμοί που αντιμετωπίσαμε κατά την υλοποίηση της παρούσας εργασίας ήταν οι εξής:

- Λόγω της ρευστότητας που επικρατεί στον κλάδο της σταθερής τηλεπικοινωνίας στην Ελλάδα την υπό εξέταση περίοδο (2006 – 2010) δεν υπήρχαν διαθέσιμα αρκετά οικονομικά στοιχεία για άλλους παρόχους πλην του ΟΤΕ ώστε να πραγματοποιηθεί μια συγκριτική χρηματοοικονομική ανάλυση για όλο τον κλάδο της σταθερής τηλεφωνίας, οπότε και αρκεστήκαμε στην εξέταση του ΟΤΕ.
- Σκόπιμο είναι επίσης να αναφερθούν τα κυριότερα προβλήματα κατά την ανάλυση των δεικτών (αν και στο αντίστοιχο κεφάλαιο κατά την ανάλυση των αριθμοδεικτών οπουδήποτε θεωρούνταν σκόπιμο προστέθηκαν οι απαραίτητες διευκρινήσεις) καθώς κάθε οικονομικό στοιχείο υπόκειται στην έννοια της σχετικότητας, τα οποία είναι τα εξής:

- Η αξιοπιστία των λογιστικών αριθμών, π.χ. προβλήματα σχετικά με τον αποπληθωρισμό ώστε να είναι συγκρίσιμα και αξιόπιστα τα μεγέθη.
 - Η διαθεσιμότητα των λογιστικών στοιχείων π.χ. μπορεί ορισμένοι λογαριασμοί να μη δημοσιεύονται.
 - Η ανομοιογένεια των λογιστικών μεθόδων που χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις.
 - Μη ελεγμένες λογιστικές καταστάσεις από τους ορκωτούς ελεγκτές.
 - Στοιχεία από βάσεις δεδομένων από τα οποία μπορεί να προκύψουν λάθη στην καταχώρηση, ή τα εν λόγω στοιχεία να μην είναι τα τρέχοντα.
 - Τέλος η διαφάνεια των αριθμοδεικτών, δηλαδή το κατά πόσον αντανακλούν την πραγματική κατάσταση της εκάστοτε μελετώμενης.
- Ένας επιπλέον περιορισμός ήταν η αδυναμία εξεύρεσης του παρελθόντος κόστους έκδοσης των μετοχών της εταιρίας, με αποτέλεσμα να χρησιμοποιηθούν οι τρέχουσες τιμές της εκάστοτε περιόδου κατά τον υπολογισμό του Κόστους του Κοινού Μετοχικού Κεφαλαίου.
- Αξίζει τέλος να σημειωθεί πως γενικά κατά τον υπολογισμό του Κόστους Κεφαλαίου οι αξίες των κεφαλαίων υπολογίστηκαν με βάση ιστορικά δεδομένα τα οποία αντλήθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις του ΟΤΕ, το Κόστος Κεφαλαίου που τελικά υπολογίσαμε θα διαφέρει από εκείνο που θα προέκυπτε αν χρησιμοποιούσαμε αγοραίες αξίες για τα αντίστοιχα μεγέθη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 - Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ

2.1. ΓΕΝΙΚΑ

Οι οικονομικές καταστάσεις είναι οι πλέον σημαντικές πηγές πληροφοριών για τη δραστηριότητα μιας επιχείρησης, αφού σε αυτές απεικονίζονται τα περιουσιακά στοιχεία, οι πηγές προέλευσης των κεφαλαίων και τα οικονομικά αποτελέσματα κάθε επιχείρησης (Νιάρχος 2002). Ωστόσο, τα στοιχεία που παρουσιάζουν είναι ιστορικά και καταγράφουν την πορεία της επιχείρησης στο παρελθόν. Αυτό, όμως, που ενδιαφέρει κυρίως τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων είναι η μελλοντική πορεία μιας επιχείρησης. Για το λόγο αυτό κρίνεται απαραίτητη η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων της εκάστοτε επιχείρησης.

Η ανάλυση λογιστικών καταστάσεων αποτελεί το πρώτο στάδιο του στρατηγικού προσδιορισμού μίας επιχείρησης ή ενός οργανισμού, επειδή τα συμπεράσματά της αντιπροσωπεύουν σημαντικό κομμάτι της ανάλυσης του εξωτερικού και εσωτερικού περιβάλλοντος, προσφέροντας έτσι μία εικόνα για τη συνολική οικονομική κατάσταση και καταδεικνύοντας πιθανούς προβληματικούς τομείς της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης και λειτουργίας της επιχείρησης (Thomas L. Wheelen, David J. Hunger 2004).

Αντικειμενικός σκοπός της ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων είναι η αποτύπωση της παρούσας χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης. Ειδικότερα, η ανάλυση λογιστικών καταστάσεων με τη χρήση διαφόρων εργαλείων όπως οι αριθμοδείκτες και οι πίνακες κίνησης κεφαλαίων, επιδιώκουν τη μελέτη ορισμένων βασικών μεταβλητών μιας επιχείρησης, όπως:

- η αποδοτικότητα,
- το περιθώριο κέρδους,
- η κυκλοφοριακή ταχύτητα,
- η αποτελεσματικότητα στη διαχείριση των αποθεμάτων και των πιστώσεων,

- η ρευστότητα,
- η δανειακή επιβάρυνση,
- το περιθώριο ασφαλείας,
- η σύνθεση των στοιχείων του ενεργητικού και
- η χρηματοδοτική διάρθρωση.

Η ανάλυση λογιστικών καταστάσεων ενδιαφέρει τη διοίκηση της επιχείρησης, τους μετόχους, τους δανειστές, τους προμηθευτές, το κράτος και γενικά όλους όσους έχουν ή σκοπεύουν να δημιουργήσουν κάποια συσχέτιση με την επιχείρηση (Αρτίκης 2003). Οι σκοποί των παραπάνω ομάδων ενδιαφερόμενων αν και διαφορετικοί αποβλέπουν στην αξιολόγηση των χρηματοοικονομικών πληροφοριών και κατ' επέκταση στη λήψη αποφάσεων.

Πιο συγκεκριμένα η διοίκηση μιας επιχείρησης χρησιμοποιεί την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων για τον προσδιορισμό της οικονομικής της κατάστασης, τον εντοπισμό προβλημάτων και την πρόβλεψη της μελλοντικής της πορείας.

Οι πιστωτές της επιχείρησης που περιλαμβάνουν τόσο τους προμηθευτές, όσο και τις τράπεζες αλλά και άλλους πιστωτικούς οργανισμούς, ενδιαφέρονται για την επιστροφή του δανειακού τους κεφαλαίου, για την ικανότητα της επιχείρησης να ικανοποιεί τις τρέχουσες υποχρεώσεις της και να καταβάλλει τόκους. Δηλαδή αποβλέπουν στην ελαχιστοποίηση του ρίσκου και τη μεγαλύτερη δυνατή εξασφάλιση των κεφαλαίων τους.

Οι μέτοχοι με τη σειρά τους αποβλέπουν στη λήψη μερίσματος και στα κεφαλαιακά κέρδη που μπορούν να επιτύχουν από αύξηση της τιμής της μετοχής. Ενδιαφέρονται κυρίως για την κερδοφόρα δυναμικότητά της επιχείρησης, τη διάρθρωση κεφαλαίων, τη θέση της στον κλάδο και την μελλοντική πορεία των κερδών της.

Παράλληλα οι πελάτες της εταιρίας μπορεί να ενδιαφέρονται επίσης για την κερδοφόρα δυναμικότητά της και τη συνέχεια της λειτουργίας της, ειδικά όταν εξαρτώνται μακροπρόθεσμα από αυτήν.

Τέλος, η ανάλυση λογιστικών καταστάσεων χρησιμοποιείται και από άλλες ομάδες ενδιαφερομένων, όπως οι εφοριακοί ελεγκτές κατά τη φάση ελέγχου των εσόδων του κράτους, οι διάφορες συνδικαλιστικές ενώσεις εργαζομένων και οι επαγγελματικές οργανώσεις των παραγωγικών τάξεων με σκοπό τη συγκέντρωση πληροφοριακού υλικού για την αποτελεσματικότερη άσκηση πολιτικής της οικείας κλαδικής ενώσεως .

Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων ανάλογα με τη θέση του αναλυτή που την

εκπονεί διακρίνεται σε εσωτερική και εξωτερική. Στην πρώτη, ο αναλυτής έχει πρόσβαση σε όλες τις πηγές πληροφοριών της επιχείρησης, ενώ στη δεύτερη στηρίζεται μόνο σε δημοσιευμένα στοιχεία. Η εξωτερική ανάλυση αναλαμβάνεται από αναλυτές εκτός της επιχείρησης, ενώ η εσωτερική εκπονείται από εξειδικευμένα στελέχη της επιχείρησης. Η τελευταία είναι και η πληρέστερη (Αρτίκης 2003).

2.2. ΦΑΣΕΙΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων της επιχείρησης μεθοδεύεται καλύτερα όταν το όλο έργο αναλυθεί στις ακόλουθες τέσσερις διαδοχικές φάσεις οι οποίες θα αναπτυχθούν παρακάτω και είναι οι εξής:

- στατιστική ανάλυση,
- κριτική διερεύνηση δεικτών,
- κριτική διερεύνηση πινάκων κίνησης κεφαλαίων και
- εξαγωγή συμπερασμάτων.

Η μέθοδος αυτή θεωρεί την ανάλυση λογιστικών καταστάσεων ως ένα σύστημα αποτελούμενο από τέσσερις διαδοχικές φάσεις, όπου το προϊόν της προηγούμενης φάσης αποτελεί την πρώτη ύλη της επόμενης (Αρτίκης 2003).

2.2.1. ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η στατιστική ανάλυση περιλαμβάνει τα ακόλουθα βήματα (Αρτίκης 2003):

- Τον καθορισμό του αριθμού των χρήσεων που θα συμπεριληφθούν στην ανάλυση των καταστάσεων, προκειμένου να έχουμε μια αντιπροσωπευτική

εικόνα λαμβάνοντας υπόψη το υπόδειγμα των κυκλικών διακυμάνσεων της οικονομίας.

- Την επισκόπηση των λογαριασμών του ισολογισμού προκειμένου να κατανοηθεί πλήρως το ουσιαστικό περιεχόμενό τους. Η ενέργεια αυτή είναι κυρίως απαραίτητη σε περιπτώσεις έλλειψης λογιστικής τυποποίησης. Απαραίτητη προϋπόθεση για τη σύγκριση των λογιστικών καταστάσεων δύο επιχειρήσεων ή ακόμη διαδοχικών καταστάσεων της ίδιας επιχείρησης, είναι η ύπαρξη κανόνων που να εξασφαλίζουν την ομοιόμορφη κατάστρωσή τους.
- Την ενδεχόμενη ανακατάταξη των στοιχείων του ισολογισμού ως αποτέλεσμα της παραπάνω επισκόπησης.
- Την επισκόπηση των στοιχείων του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως προκειμένου να κατανοηθεί πλήρως το ουσιαστικό περιεχόμενό τους. Η ενέργεια αυτή πηγάζει από τους ίδιους λόγους που πηγάζει η αντίστοιχη ενέργεια για τους λογαριασμούς του ισολογισμού. Στην προκειμένη περίπτωση απώτερος σκοπός είναι ο εντοπισμός και η απάλειψη τυχόν ανώμαλων κονδυλίων.
- Την παράθεση του ισολογισμού σε κάθετη μορφή και στη συνέχεια παράθεση του ενός δίπλα στον άλλο στην περίπτωση ισολογισμών διαδοχικών χρήσεων.
- Την ανάλυση κοινού μεγέθους που αποκαλύπτει την τάση των ποσοστών που προκύπτουν αν κάθε στοιχείο του ενεργητικού εκφραστεί ως ποσοστό του ενεργητικού και κάθε στοιχείο του παθητικού ως ποσοστό του συνόλου του παθητικού. Από την ανάλυση κοινού μεγέθους λαμβάνονται επίσης πληροφορίες για την κατανομή των περιουσιακών στοιχείων (π.χ. σχέση ή αναλογία πάγιου και κυκλοφορούντος ενεργητικού) και των πόρων χρηματοδότησης.
- Την ανάλυση δεικτών τάσης, η οποία εκφράζει τα στοιχεία των διαδοχικών ισολογισμών ως ποσοστό των αντίστοιχων στοιχείων του αρχικού ισολογισμού, ο οποίος εκλαμβάνεται ως ισολογισμός βάσης. Με τον τρόπο αυτό ο αναλυτής διαπιστώνει την εξέλιξη των λογαριασμών και αποκτάει αίσθηση της σπουδαιότητας των αλλαγών και του ρυθμού με τον οποίο αυτές συντελέστηκαν μέσα στην εξεταζόμενη περίοδο.
- Την εμφάνιση του λογαριασμού αποτελέσματα χρήσεως με την κάθετη μορφή και στη συνέχεια παράθεση του ενός λογαριασμού δίπλα στον άλλο.
- Την ανάλυση κοινού μεγέθους εκφράζοντας κάθε στοιχείο της κατάστασης ως ποσοστό των πωλήσεων. Αυτό δίνει τη δυνατότητα με μία ματιά να φανεί πώς κατανέμεται κάθε ευρώ πωλήσεων σε επιμέρους κόστη, έξοδα και κέρδη.

- Την ανάλυση δεικτών εκφράζοντας τα στοιχεία των διαδοχικών καταστάσεων ως ποσοστό της αρχικής, η οποία εκλαμβάνεται ως κατάσταση βάσης.
- Τον υπολογισμό των δεικτών της εξεταζόμενης επιχείρησης. Στο σημείο αυτό, ο αναλυτής διαθέτει τα απαραίτητα στοιχεία για τον υπολογισμό των δεικτών (ratios) της εξεταζόμενης επιχείρησης. Οι δείκτες είναι κλάσματα και αποτελούν το κυριότερο εργαλείο της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων (θα αναλυθούν παρακάτω).
- Τη σύνταξη πινάκων κίνησης κεφαλαίων (funds flow statements) της εξεταζόμενης επιχείρησης. Ο πίνακας αυτός (αναπτύσσεται επίσης παρακάτω) είναι το δεύτερο εργαλείο της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων της επιχείρησης.
- Τον υπολογισμό δεικτών και κατάρτιση πινάκων κίνησης κεφαλαίων των κυριότερων ανταγωνιστών του εκάστοτε κλάδου που ανήκει η εξεταζόμενη επιχείρηση.
- Τέλος τη γραφική απεικόνιση των δεικτών της επιχείρησης και των ανταγωνιστών του κλάδου προς διευκόλυνση της εξαγωγής συμπερασμάτων.

2.2.2. ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες είναι από τα πλέον ευρέως χρησιμοποιούμενα εργαλεία στη χρηματοοικονομική ανάλυση μέσω των λογιστικών καταστάσεων. Η χρησιμότητα της μεθόδου αυτής έγκειται στο ότι:

- Οι ποσοτικές σχέσεις δίνουν μια συνοπτική εικόνα της κατάστασης της επιχείρησης που δίνει τη δυνατότητα στον αναλυτή να πραγματοποιήσει μια γρήγορη διάγνωση των ζωτικών σημείων της μονάδας.
- Προσφέρονται για τη δημιουργία πρότυπων ενός κλάδου με τα οποία οι υπό εξέταση μονάδες μπορούν να συγκριθούν και να αξιολογηθούν.
- Οι δείκτες εξαλείφουν τις διαφορές μεταξύ των απόλυτων αριθμών των μεγεθών, που μπορεί να οφείλονται στις διαφορές μεγέθους μεταξύ των συγκρινόμενων μονάδων.

- Οι αριθμοδείκτες προσφέρονται για εύκολη χρήση σε στατιστικά μοντέλα πρόβλεψης και απόφασης. (Νιάρχος 2002)

Ως απόλυτοι αριθμοί οι δείκτες δεν παρέχουν καμία χρησιμότητα, παρά μόνο ως μέτρα σύγκρισης. Για να ελαχιστοποιηθεί η πιθανότητα εξαγωγής λανθασμένων συμπερασμάτων, οι δείκτες πρέπει να συγκριθούν με όσο το δυνατόν περισσότερα πρότυπα σύγκρισης. Τα πρότυπα αυτά είναι:

- Οι προγενέστεροι δείκτες της ίδιας της επιχείρησης, για να γίνεται διαχρονική εξέταση των διαφόρων δεικτών και να δίνεται έτσι η δυνατότητα να διαπιστωθεί αν η χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης βελτιώνεται ή χειροτερεύει.
- Οι αντίστοιχοι δείκτες για την ίδια χρονική περίοδο ανταγωνιστριών επιχειρήσεων. Οι επιχειρήσεις αυτές θα πρέπει να έχουν ομοειδή δραστηριότητα και μέγεθος.
- Οι μέσοι δείκτες για την ίδια χρονική περίοδο του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Θα πρέπει να δοθεί προσοχή στο γεγονός ότι όταν η επιχείρηση έχει καλύτερους δείκτες από τον μέσο όρο του κλάδου δεν συνεπάγεται ότι η επιχείρηση είναι υγιής, καθότι μπορεί η πορεία όλου του κλάδου να μην είναι ικανοποιητική κι η συμπεριφορά της συγκεκριμένης επιχείρησης να είναι απλά καλύτερη από τις λοιπές επιχειρήσεις (Αρτίκης 2003).

Η διαμόρφωση των δεικτών επηρεάζεται τόσο από τους αντικειμενικούς σκοπούς που επιδιώκει η επιχείρηση, όσο και από τις γενικότερες οικονομικές, συναλλακτικές και λοιπές συνθήκες που επικρατούσαν κατά την περίοδο της ανάλυσης, παράγοντες οι οποίοι θα πρέπει να συνεκτιμώνται στη διαμόρφωση του τελικού συμπεράσματος.

2.2.3. ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Πρόκειται πάλι για συγκρίσεις όπως και στους αριθμοδείκτες. Στην περίπτωση αυτή, οι πίνακες κίνησης κεφαλαίων της επιχείρησης συγκρίνονται με τους αντίστοιχους πίνακες των κυριότερων ανταγωνιστών αλλά και του κλάδου γενικότερα.

2.2.4. ΕΞΑΓΩΓΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ

Για να είναι ολοκληρωμένη η χρηματοοικονομική ανάλυση θα πρέπει η κριτική διερεύνηση των αριθμοδεικτών και του πίνακα κίνησης κεφαλαίων να συμπληρώνεται με την εξαγωγή συμπερασμάτων. Η ασφαλής εξαγωγή συμπερασμάτων προϋποθέτει τα εξής (Αρτίκης 2003):

- Να συνδυάζονται επαρκώς οι λογιστικές και οι χρηματοοικονομικές γνώσεις του αναλυτή, ώστε να μην εξαγονται ανεπαρκή ή λανθασμένα συμπεράσματα εξαιτίας της μονομερούς επικράτησης ενός εκ των δύο.
- Να υπάρχει γνωστική αλληλουχία μεταξύ Λογιστικής, Οικονομικού Λογισμού και Οικονομικής των Επιχειρήσεων, καθότι η Λογιστική αποτελεί υποσύνολο του Οικονομικού Λογισμού και αυτός υποσύνολο της Οικονομικής των Επιχειρήσεων.
- Επαρκή γνώση του κλάδου της επιχείρησης ώστε να γίνεται κατανοητή η πραγματικότητα που υπάρχει πίσω από τους δείκτες και τα συμπεράσματα.
- Επαρκή γνώση της διεθνούς και της εγχώριας οικονομίας, καθότι οι διεθνείς εξελίξεις επηρεάζουν την εγχώρια οικονομία κι αυτή με τη σειρά της επηρεάζει τον κλάδο της εξεταζόμενης επιχείρησης.

2.3. ΔΕΙΚΤΕΣ

Οι κυριότεροι δείκτες μπορούν να καταταχθούν στις ακόλουθες έντεκα βασικές κατηγορίες (Αρτίκης 2003):

- Συνολική Αποδοτικότητα,
- Περιθώριο Κέρδους,

- Κυκλοφοριακή Ταχύτητα,
- Ιδιωφελής Αποδοτικότητα (ή Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων),
- Αποτελεσματικότητα (Διαχείρισης Αποθεμάτων, Απαιτήσεων και Υποχρεώσεων),
- Ρευστότητα,
- Δανειακή Επιβάρυνση,
- Κάλυψη Τόκων και Μερισμάτων,
- Παγιοποίηση Περιουσίας,
- Χρηματοδότηση Ενεργητικού και τέλος
- Δείκτες σε Τρέχουσες Αξίες.

2.3.1. ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ

Αποδοτικότητα είναι η ικανότητα της εκάστοτε επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη.

$$\text{Συνολική αποδοτικότητα} = \frac{\text{Συνολικά κέρδη}}{\text{Σύνολο καθαρού ενεργητικού}}$$

Η συνολική αποδοτικότητα μετρά την αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Ένας ικανοποιητικός δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας, ανάλογα με τον κλάδο.

2.3.2. ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ

❖ Μικτό Περιθώριο Κέρδους

Ο δείκτης του μικτού περιθωρίου κέρδους εκφράζει τα συνολικά κέρδη που πραγματοποιεί μία επιχείρηση ως ποσοστό των καθαρών πωλήσεων της.

$$\text{Μικτό περιθώριο κέρδους} = \frac{\text{Συνολικά κέρδη}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}}$$

Ο δείκτης αυτός προσδιορίζει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης καθώς και την πολιτική των τιμών της. Μια επιχείρηση για να θεωρηθεί επιτυχημένη θα πρέπει να έχει ένα αρκετά υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους που να της επιτρέπει να καλύπτει τα λειτουργικά και άλλα έξοδά της και να της αφήνει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος σε σχέση με τις πωλήσεις και τα ίδια κεφάλαια που απασχολεί. Όσο μεγαλύτερος ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους (συνήθως μικρότερος της μονάδος) τόσο καλύτερη από άποψη κερδών είναι η θέση της επιχείρησης, διότι μπορεί να αντιμετωπίσει την αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της και να επιτύχει φθηνές αγορές πωλώντας σε υψηλές τιμές.

❖ Καθαρό Περιθώριο Κέρδους

$$\text{Καθαρό περιθώριο κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}}$$

Από την άλλη πλευρά, ο δείκτης του καθαρού περιθωρίου κέρδους εκφράζει το καθαρό κέρδος που πραγματοποιεί μία επιχείρηση ως ποσοστό των καθαρών πωλήσεων της. Δηλαδή το ποσοστό του κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση του κόστους πωληθέντων.

2.3.3. ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ

Οι δείκτες αυτής της κατηγορίας προσδιορίζουν τον αριθμό των κύκλων περιστροφής που πραγματοποιούν τα κεφάλαια που επενδύθηκαν σε στοιχεία του ενεργητικού μέσα σε μια χρήση (συνήθως ένα έτος).

❖ **Συνολική Κυκλοφοριακή Ταχύτητα**

Μέσω του δείκτη αυτού εκφράζεται ο βαθμός χρήσης του ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις της επιχείρησης. Μέσα στην επιχείρηση διατίθενται κεφάλαια, που μετατρέπονται σε ενεργητικά στοιχεία με αποκλειστικό αντικειμενικό σκοπό να επανακτηθούν αυξημένα με το κέρδος που θα προκύψει από τη χρησιμοποίησή τους.

$$\text{Συνολική κυκλοφοριακή ταχύτητα} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Σύνολο καθαρού ενεργητικού}}$$

Η τιμή του δείκτη αυτού πρέπει να είναι μεγαλύτερη της μονάδας, μια υψηλή τιμή σημαίνει ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία για να πραγματοποιήσει πωλήσεις.

❖ **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Πάγιων και Κυκλοφορούντων Στοιχείων**

$$\text{Κυκλ. ταχ. παγίου ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Πάγιο ενεργητικό}}$$

$$\text{Κυκλ. ταχ. κυκλοφορούντος ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}$$

Οι παραπάνω δείκτες δείχνουν αντιστοίχως το βαθμό χρησιμοποίησης των παγίων στοιχείων σε σχέση με τις πωλήσεις και το βαθμό χρησιμοποίησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού για την πραγματοποίηση πωλήσεων.

Ο δεύτερος παρουσιάζει μεγαλύτερο και αμεσότερο ενδιαφέρον για την επιχείρηση. Τα κεφάλαια που είναι επενδυμένα σε πάγια ενεργητικά στοιχεία δημιουργούν τις αναγκαίες προϋποθέσεις για την ανάπτυξη επικερδούς δραστηριότητας, όμως, τα κέρδη της επιχείρησης εξαρτώνται άμεσα από τα κυκλοφορούντα κεφάλαιά της (Αρτίκης 2003).

❖ **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων**

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων εκφράζει τη συχνότητα ανανέωσης των αποθεμάτων μέσα σε ένα έτος. Έτσι ελέγχεται αν υπάρχει υπερ-αποθεματοποίηση, η οποία μπορεί να εγκυμονεί κινδύνους για την οικονομική εξέλιξη της επιχείρησης, ιδίως όταν τα αποθέματα έχουν αγοραστεί με πίστωση ή με δάνεια που συνεπάγονται την καταβολή τοκοχρεολυσίων.

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Αποθέματα}}$$

Η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη δεν πρέπει να είναι πολύ μικρή διότι έτσι συνδέεται με μεγάλη αποθεματοποίηση αλλά ούτε και πολύ μεγάλη διότι μπορεί να αποδειχθεί λιγότερο επικερδής.

❖ **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων**

$$\text{Κυκλ. ταχ. απαιτήσεων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις με πίστωση}}{\text{Πελάτες}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός μας δείχνει πόσες φορές στη διάρκεια ενός έτους εισπράττονται οι απαιτήσεις της. Όσο μεγαλύτερος είναι τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα η εξεταζόμενη επιχείρηση να έχει επισφαλείς πελάτες.

❖ **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Διαθεσίμων**

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα διαθεσίμων} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Διαθέσιμα}}$$

Αντιστοίχως με τους προηγούμενους δείκτες έτσι κι αυτός μας δείχνει τη συχνότητα ανανέωσης των διαθεσίμων (ταμείο + καταθέσεις) μέσα στο έτος.

2.3.4. ΙΔΙΩΦΕΛΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η ιδιωφελής αποδοτικότητα, η οποία ονομάζεται επίσης κι αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, υπολογίζεται με τον ακόλουθο δείκτη.

$$\text{Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

Ως ίδια κεφάλαια λαμβάνονται ο μέσος όρος του μετοχικού κεφαλαίου, των αποθεματικών και των κερδών της προηγούμενης χρήσεως (μετά την αφαίρεση του τμήματος των κερδών που διανεμήθηκε κατά τη διάρκεια της παρούσας χρήσεως) που υπάρχουν στη αρχή της χρήσεως και του μετοχικού κεφαλαίου, των αποθεματικών και των κερδών στο τέλος της χρήσεως (Αρτίκης 2003).

Απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά

πόσο πραγματοποιείται ο στόχος δημιουργίας ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος. Συνήθως, όσο μεγαλύτερος τόσο καλύτερος με την έννοια ότι αποτελεί ένδειξη, ότι η επιχείρηση ευημερεί λόγω της εύστοχης χρησιμοποίησης των κεφαλαίων της.

2.3.5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η αποτελεσματικότητα που πραγματοποιεί μία επιχείρηση στη διαχείριση των αποθεμάτων, των χορηγουμένων πιστώσεων και των λαμβανομένων πιστώσεων μπορεί να εκτιμηθεί με τον υπολογισμό των δεικτών της μέσης διάρκειας της επένδυσης σε αποθέματα, της μέσης διάρκειας είσπραξης των απαιτήσεων και της μέσης διάρκειας πληρωμής των υποχρεώσεων.

❖ Μέση Διάρκεια Επένδυσης σε Αποθέματα

Τα αποθέματα εξετάζονται βάσει των σχετικών πωλήσεων προκειμένου τα μεγέθη να είναι συγκρίσιμα. Όσο βραχύτερη είναι η μέση διάρκεια της επένδυσης σε αποθέματα, τόσο αποτελεσματικότερη είναι τελικά η διαχείριση των αποθεμάτων της επιχείρησης.

$$\text{Μέση διάρκεια επένδυσης σε αποθέματα} = \frac{\text{Αποθέματα} \times 365 \text{ μέρες}}{\text{Καθαρές πωλήσεις}}$$

❖ Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων

Ο δείκτης αυτός εκφράζει τη μέση διάρκεια που χρειάζεται η επιχείρηση για να εισπράξει τις απαιτήσεις της από τις πωλήσεις.

$$\text{Μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων} = \frac{\text{Πελάτες} \times 365 \text{ μέρες}}{\text{Καθαρές πωλήσεις με πίστωση}}$$

❖ Μέση Διάρκεια Πληρωμής Υποχρεώσεων

Ο δείκτης αυτός εκφράζει τη μέση χρονική διάρκεια που χρειάζεται η επιχείρηση να εξοφλήσει τους προμηθευτές της.

$$\text{Μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων} = \frac{\text{Προμηθευτές} \times 365 \text{ μέρες}}{\text{Αγορές με πίστωση}}$$

2.3.6. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ

Με τους ακόλουθους αριθμοδείκτες εξετάζεται γενικά η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

$$\text{Τρέχουσα ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης τόσο καλύτερη είναι η κατάσταση της επιχείρησης από άποψη ρευστότητας. Όμως όπως μπορούμε να δούμε δε λαμβάνει υπόψη τη ρευστότητα των επιμέρους συστατικών του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Μια επιχείρηση της οποίας το ενεργητικό αποτελείται κυρίως από αποθέματα πρακτικά δε θα έχει και τόσο υψηλή ρευστότητα.

Για την αποφυγή της παραπάνω δυσκολίας υπάρχει μία αυστηρότερη παραλλαγή του παραπάνω δείκτη, ο δείκτης της άμεσης ρευστότητας, στον οποίο τα αποθέματα ως λιγότερο ευχερώς ρευστοποιήσιμο στοιχείο δεν συνυπολογίζονται στον αριθμητή.

$$\text{Άμεση ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

2.3.7. ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ

Ο βαθμός δανειακής επιβάρυνσης μίας επιχείρησης μπορεί να ορισθεί ως η σχέση μεταξύ των ξένων κεφαλαίων προς τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης.

$$\text{Δανειακή επιβάρυνση} = \frac{\text{Ξένα κεφάλαια}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

Εναλλακτικά, ο βαθμός δανειακής επιβάρυνσης μπορεί να εκφραστεί με τα ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια ως ποσοστό των απασχοληθέντων κεφαλαίων της επιχείρησης.

$$\text{Δανειακή επιβάρυνση} = \frac{\text{Ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια}}{\text{Απασχοληθέντα κεφάλαια}}$$

Το ανεκτό όριο δανειακής επιβάρυνσης διαφέρει ανάλογα με τη φύση, τη σταθερότητα του κύκλου εργασιών, την αποδοτικότητά της επιχείρησης και με τις γενικές οικονομικές συνθήκες.

2.3.8. ΚΑΛΥΨΗ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Οι αριθμοδείκτες κάλυψης τόκων δείχνουν πόσες φορές αυτοί οι τόκοι καλύπτονται από τα κέρδη της επιχείρησης και, κατά συνέπεια, την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της. Ο δείκτης κάλυψης τόκων (interest coverage ratio) δίνει το μέγεθος μέχρι του οποίου τα συνολικά κέρδη μπορούν να μειωθούν χωρίς η επιχείρηση να χάσει την ικανότητά της να εξυπηρετεί τα ετήσια χρηματοπιστωτικά της έξοδα.

$$\text{Κάλυψη τόκων} = \frac{\text{Συνολικά κέρδη}}{\text{Χρηματοπιστωτικά έξοδα}}$$

Μια παραλλαγή του υπολογισμού του παραπάνω δείκτη είναι η χρησιμοποίηση στον αριθμητή της ετήσιας ταμιακής ροής της επιχείρησης (κέρδη πριν από τους τόκους, φόρους, αποσβέσεις και χρεολύσια).

$$\text{Κάλυψη τόκων} = \frac{\text{ΚΠΤΦΑΧ}}{\text{Χρηματοπιστωτικά έξοδα}}$$

Λόγω του ότι ο προηγούμενος δείκτης δεν δίνει πληροφορίες σχετικά με την ικανότητα της επιχείρησης να πληρώνει τα χρεολύσια των δανείων που έχει συνάψει, κρίνεται σκόπιμο να υπολογισθεί ο δείκτης κάλυψης για το σύνολο των βαρών από δάνεια.

$$\text{Κάλυψη τόκων και χρεολυσίων} = \frac{\text{ΚΠΤΦΑΧ}}{\text{Τόκοι} + \frac{\text{Χρεολύσια}}{1 - \Sigma\Phi}}$$

Ο δείκτης κάλυψης μερισμάτων από την άλλη, που ακολουθεί, δείχνει τις φορές όπου τα καθαρά κέρδη μιας επιχείρησης υπερβαίνουν τα μερίσματα. Όσο περισσότερες είναι

οι φορές αυτές, τόσο μεγαλύτερη η ικανότητα της επιχείρησης να πληρώνει μερίσματα.

$$\text{Δείκτης κάλυψης μερισμάτων} = \frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Μερίσματα}}$$

2.3.9. ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

Η διάρθρωση του ενεργητικού μιας επιχείρησης και, συγκεκριμένα, το ποσοστό των παγίων στοιχείων στο σύνολο του ενεργητικού, αλλά και στο σύνολο των κυκλοφορούντων στοιχείων, φανερώνεται με τους δείκτες παγιοποίησης περιουσίας. Το μέγεθος κατά το οποίο το πάγιο ενεργητικό διαφέρει από το κυκλοφορούν, μπορεί να υπολογισθεί με τη χρησιμοποίηση του παρακάτω δείκτη.

$$\text{Παγιοποίηση περιουσίας} = \frac{\text{Πάγιο ενεργητικό}}{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}$$

Εναλλακτικά, ο βαθμός παγιοποίησης περιουσίας υπολογίζεται μέσω της απόδοσης του πάγιου ενεργητικού ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού της επιχείρησης.

$$\text{Παγιοποίηση περιουσίας} = \frac{\text{Πάγιο ενεργητικό}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Στην περίπτωση που ο πρώτος δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας ή ο δεύτερος μεγαλύτερος του 1/2, η επιχείρηση χαρακτηρίζεται ως εντάσεως πάγιας περιουσίας. Αντίθετα, η επιχείρηση χαρακτηρίζεται ως κυκλοφοριακής εντάσεως. Η διάκριση αυτή είναι πολύ σημαντική για τους εξής δύο λόγους:

1. Το ύψος του πάγιου ενεργητικού χαρακτηρίζει τις ανάγκες της επιχείρησης για χρηματοδότηση μεγάλης διάρκειας και μάλιστα από ίδια κεφάλαια.
2. Η αναλογία του παγίου προς το σύνολο του ενεργητικού καθορίζει την τιμολογιακή πολιτική της επιχείρησης, δηλαδή την ελαστικότητα του κόστους.

2.3.10. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Οι δείκτες χρηματοδότησης ενεργητικού φανερώνουν τη διάρθρωση των κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση του ενεργητικού της επιχείρησης και την ικανότητα της διοίκησης να εφαρμόζει τις αρχές σωστής χρηματοδότησης του ενεργητικού.

- **Χρηματοδότηση Πάγιου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας**

$$\text{Χρηματοδότηση παγ. εν. με κεφ. μεγ. διάρκειας} = \frac{\text{Απασχοληθέντα κεφάλαια}}{\text{Πάγιο ενεργητικό}}$$

- **Χρηματοδότηση Πάγιου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια**

$$\text{Χρηματοδότηση παγ. εν. με ίδια κεφ.} = \frac{\text{Ίδια κεφάλαια}}{\text{Πάγιο ενεργητικό}}$$

- **Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας** (λόγω του ότι μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού συμπεριφέρεται από χρηματοοικονομικής άποψης ως πάγιο)

$$\text{Χρηματοδότηση κυκλ. εν. με κεφ. μεγ. διάρκειας} = \frac{\text{Καθαρό κεφάλαιο κίνησης}}{\text{Κυκλοφορούν ενεργητικό}}$$

2.3.11. ΔΕΙΚΤΕΣ ΣΕ ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ

Με τους δείκτες αυτούς συσχετίζεται η τρέχουσα αξία του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης με τα κέρδη, τα μερίσματα και τη λογιστική αξία των μετοχών.

Ο δείκτης τιμής προς κέρδη εξετάζει την τρέχουσα τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης σε σχέση με τα κέρδη ανά μετοχή.

$$\text{Δείκτης τιμής/κέρδη} = \frac{\text{Τρέχουσα τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά μετοχή}}$$

Μια υψηλή τιμή του δείκτη αυτού σημαίνει πως η αγορά κρίνει την επιχείρηση θετικά, παρόλα αυτά μια πολύ υψηλή τιμή θεωρείται κάτι αρνητικό αφού ερμηνεύεται ως υπερεκτίμηση της μετοχής άρα και της επιχείρησης.

Η μερισματική απόδοση καθορίζεται από τα ετήσια μερίσματα ανά μετοχή σε σχέση με την τρέχουσα αξία της μετοχής.

$$\text{Απόδοση μερισμάτων} = \frac{\text{Μέρισμα ανά μετοχή}}{\text{Τρέχουσα τιμή μετοχής}}$$

Επιχειρήσεις με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης συνήθως διανέμουν χαμηλά μερίσματα και κατά συνέπεια διαμορφώνουν χαμηλή μερισματική απόδοση. Αντίθετα, επιχειρήσεις σε στατικές αγορές διανέμουν υψηλά μερίσματα και έτσι έχουν ανάλογη μερισματική απόδοση (Αρτίκης 2003).

Τέλος ο επόμενη δείκτης υπολογίζει πόσες φορές διαπραγματεύεται η τρέχουσα τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης, την εσωτερική της αξία. Ο δείκτης αυτός παρέχει πληροφόρηση ως προς το αν μια μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη στη χρηματιστηριακή αγορά σε σχέση με την εσωτερική της αξία.

$$\text{Δείκτης τιμής/λογιστική αξία} = \frac{\text{Τρέχουσα τιμή μετοχής}}{\text{Λογιστική αξία μετοχής}}$$

2.4. ΠΙΝΑΚΑΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η κατάρτιση του πίνακα κίνησης κεφαλαίων (επίσης ονομαζόμενου κατάσταση πηγών και χρήσεων κεφαλαίων) γίνεται μέσω του προσδιορισμού των μεταβολών των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού σε δεδομένη χρονική περίοδο, η οποία παρέχεται με τη σύγκριση των ισολογισμών έναρξης και λήξεως της περιόδου αυτής, με τη μέθοδο των διαδοχικών ισολογισμών. Πρακτικά ο πίνακας κίνησης κεφαλαίων παρουσιάζει τις επενδύσεις της εκάστοτε επιχείρησης οι οποίες πραγματοποιήθηκαν σε μια δεδομένη χρονική περίοδο και τις πηγές με τις οποίες χρηματοδοτήθηκαν οι επενδύσεις της αυτές.

Οι πηγές κεφαλαίων για μια επιχείρηση είναι όλες οι αυξήσεις των στοιχείων του παθητικού και οι μειώσεις των στοιχείων του ενεργητικού, ενώ αντίστροφα τα κεφάλαια αυτά αναλώνονται σε αυξήσεις των στοιχείων του ενεργητικού και μειώσεις των στοιχείων του παθητικού. Σύμφωνα με τα παραπάνω ο πίνακας κίνησης κεφαλαίων βασίζεται στην παρακάτω ισότητα:

Αυξήσεις στοιχείων ενεργητικού + μειώσεις στοιχείων παθητικού =

Αυξήσεις στοιχείων παθητικού + μειώσεις στοιχείων ενεργητικού

Ο πίνακας κίνησης κεφαλαίων είναι ιδιαίτερης σημασίας γιατί απεικονίζει τις πηγές από όπου αντλήθηκαν τα κεφάλαια στο ένα μέρος του και τις επενδύσεις ή αλλιώς τον τρόπο χρήσης αυτών των κεφαλαίων στο άλλο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 - ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΘΕΩΡΗΤΙΚΑ

3.1. ΓΕΝΙΚΑ

Μία από τις θεμελιώδεις αρχές της Χρηματοοικονομικής αφορά στο ότι κάθε χρήση των περιουσιακών στοιχείων μίας επιχείρησης, συνεπάγεται και ένα κόστος ευκαιρίας για τους επενδυτές αυτής. Δεδομένου του γεγονότος πως οι επενδυτές έχουν πρόσβαση σε ένα πολύ μεγάλο αριθμό επενδυτικών επιλογών, εντός της εγχώριας αγοράς αλλά και εκτός αυτής, κάθε επιχείρηση έχει ανάγκη από ένα μέτρο σύγκρισής, ένα κριτήριο επιλογής, των εναλλακτικών προτάσεων, ώστε να επιτύχει τη συγκριτικά καλύτερη χρήση της περιουσίας των επενδυτών της.

Το κόστος κεφαλαίου (cost of capital) είναι ένα αξιόπιστο και δημοφιλές μέτρο σύγκρισης των εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών. Το κόστος κεφαλαίου πιο συγκεκριμένα είναι η ελάχιστη αποδοτικότητα του ενεργητικού, την οποία πρέπει να επιτύχει η επιχείρηση προκειμένου να ικανοποιήσει τους επενδυτές της. Η γνώση του κόστους κεφαλαίου αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση προκειμένου να εκτιμηθεί η βιωσιμότητα μίας επένδυσης (αριστερή πλευρά ισολογισμού), η ορθότητα των χρηματοδοτικών αποφάσεων (δεξιά πλευρά ισολογισμού) και η αξία μίας επιχείρησης (Αρτίκης 2002).

Αναλύοντας περισσότερο τον όρο κόστος κεφαλαίου, παρατηρούμε ότι απαρτίζεται από δύο βασικές οικονομικές έννοιες, αυτή του κόστους και αυτή του κεφαλαίου. Το κεφάλαιο αφορά στη **μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση** μιας επιχείρησης μέσω δανεισμών, **μετοχών κοινών και προνομιούχων**, και **αποθεματικών**. Οι προαναφερθείσες πηγές κεφαλαίου χρησιμοποιούνται για την απόκτηση στοιχείων του ενεργητικού, τα οποία ενισχύουν τις δραστηριότητες της επιχείρησης και οδηγούν στη δημιουργία πλούτου για την ίδια και τους μετόχους της.

Η δεύτερη έννοια, το κόστος, αναφέρεται στην άντληση όλων των νέων μακροπρόθεσμων κεφαλαίων από μία επιχείρηση και πιο συγκεκριμένα στο κόστος που αυτά συνεπάγονται. Κάθε επιμέρους κεφαλαίο που αποκτά η επιχείρηση απαιτεί κάποιο κόστος, το άθροισμα των οποίων ορίζει το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.

Ο υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου για κάθε επιχείρηση αποτελεί διαδικασία μείζονος σημασίας καθώς με βάση το αποτέλεσμα του υπολογισμού κρίνεται η ορθότητα των χρηματοδοτικών αποφάσεων, η συνολική αξία της επιχείρησης, η απόδοση της επιχείρησης καθώς και το σύστημα κινήτρων αυτής (Bruner 2003).

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

- Το κόστος κεφαλαίου να καθορίζεται για ένα συγκεκριμένο βαθμό κινδύνου και σε περίπτωση μεταβολής του κινδύνου αυτού, τότε πρέπει να επαναυπολογιστεί. Οι κίνδυνοι που λαμβάνονται υπόψη είναι (αναλύονται παρακάτω):
 - ο Επιχειρηματικός Κίνδυνος και
 - ο Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος
- Το κόστος κεφαλαίου αναφέρεται σε όλα τα νέα κεφάλαια που αντλούνται από μία επιχείρηση. Όταν μια επιχείρηση αξιολογεί διάφορες προτάσεις για επένδυση, πρέπει να υπολογίζει το κόστος κεφαλαίου τόσες φορές, όσες είναι και οι προτάσεις των επενδύσεων.

3.2. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

3.2.1. ΑΠΟΔΟΣΗ

Κάθε επιχείρηση πρέπει να είναι σε θέση να αποπληρώνει τις υποχρεώσεις της. Τόσο οι δανειστές όσο και οι μέτοχοι προσδοκούν να εισπράξουν μία ορισμένη αμοιβή για τη συμμετοχή τους στην επιχείρηση. Για παράδειγμα, αν οι δανειστές δεν εισπράξουν τους τόκους τους, η επιχείρηση μπορεί να υποχρεωθεί σε πτώχευση (Αρτίκης 2002).

Ως απαιτούμενη απόδοση λοιπόν για μια επιχείρηση, ορίζουμε την ελάχιστη απόδοση του ενεργητικού της, που είναι ικανή από τη μια να προσελκύσει νέους επενδυτές να

αγοράσουν και από την άλλη διατηρήσει τους ήδη υπάρχοντες. Επίσης, ως απαιτούμενη απόδοση μπορούμε να ορίσουμε και το κόστος ευκαιρίας που αναλαμβάνουν οι επενδυτές κατά την τοποθέτηση του κεφαλαίου τους για την αγορά μετοχών της επιχείρησης.

3.2.2. ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Με τον όρο κίνδυνος εννοούμε το ενδεχόμενο ο εκάστοτε επενδυτής να απολέσει ένα μέρος ή το σύνολο των χρημάτων που κατέβαλε για την πραγματοποίηση μιας επένδυσης. Μια επένδυση θεωρείται ότι εμπεριέχει κίνδυνο όταν υπάρχουν περισσότερα από ένα δυνατά οικονομικά αποτελέσματα. Επομένως, με τον όρο αυτό εννοούμε μια κατάσταση όπου όλα τα δυνατά οικονομικά αποτελέσματα της επένδυσης και οι αντίστοιχες πιθανότητες είναι γνωστές εκ των προτέρων (ex-ante) (Καραθανάσης 1999).

Ο κίνδυνος μιας επένδυσης προσμετρείται με την τυπική απόκλιση της επένδυσης, δηλαδή την απόκλιση των μελλοντικών αποδόσεων από την προσδοκώμενη απόδοση της επένδυσης. Ο συνολικός κίνδυνος μιας επένδυσης αποτελεί το άθροισμα των εξής δύο κινδύνων:

- **Συστηματικός Κίνδυνος:** Ο συστηματικός κίνδυνος (systematic risk) είναι ο κίνδυνος της αγοράς καθώς αντικατοπτρίζει τους κινδύνους που προκύπτουν από μακροοικονομικούς παράγοντες όπως ο πληθωρισμός, τα επιτόκια, ο πολιτικός κίνδυνος κ.α.. Ο κίνδυνος αυτός είναι κοινός για όλες τις επενδύσεις που γίνονται σε μια συγκεκριμένη χώρα γι' αυτό και ονομάζεται και αναπόφευκτος κίνδυνος.
- **Μη Συστηματικός Κίνδυνος:** Ο μη συστηματικός κίνδυνος (unsystematic risk) είναι ο μη-αγοραίος κίνδυνος καθώς δεν συνδέεται με τις συνθήκες της εκάστοτε αγοράς αλλά με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της επένδυσης (π.χ. εργασιακές σχέσεις, διοίκηση της εταιρίας). Το χαρακτηριστικό αυτό αποτελεί και το λόγο που ονομάζεται και μοναδικός κίνδυνος καθώς οφείλεται σε παράγοντες που

προκύπτουν από την συγκεκριμένη επένδυση και είναι μοναδικός για κάθε είδους επένδυση.

Όσον αφορά τις επιχειρήσεις συγκεκριμένα κι αυτές απειλούνται από δύο είδη κινδύνων τον επιχειρηματικό και το χρηματοοικονομικό (Αρτίκης 2002).

- Ο **επιχειρηματικός κίνδυνος** (business risk) είναι συνυφασμένος με τη λειτουργία της επιχείρησης και επηρεάζεται από τις οικονομικές συνθήκες, τη ζήτηση, τις πολιτικές της διοίκησης και άλλους παράγοντες, που συνεισφέρουν στις διακυμάνσεις των κερδών.
- Ο **χρηματοοικονομικός κίνδυνος** (financial risk) αντιστοίχως αναφέρεται στην ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται σε σταθερές χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις π.χ. τόκους χρεωστικούς και μερίσματα προνομιούχων μετοχών.

Το άθροισμα του επιχειρηματικού και του χρηματοοικονομικού κινδύνου αποτελεί το συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης.

3.2.3. ΑΠΟΔΟΣΗ ΧΩΡΙΣ ΚΙΝΔΥΝΟ

Εξ ορισμού κάθε επένδυση έχει κίνδυνο οπότε δεν μπορεί να βρεθεί κάποια μορφή επένδυσης που να αποδίδει απόδοση με μηδενικό κίνδυνο. Εντούτοις, οι επενδύσεις που γίνονται σε κρατικά χρεόγραφα είναι μειωμένου κινδύνου καθώς δεν υπάρχει ο κίνδυνος αθέτησης της υποχρέωσης καταβολής των τόκων και επιστροφής των κεφαλαίων από το κράτος. Παρόλα αυτά εξακολουθούν να υπάρχουν άλλα είδη κινδύνων όπως: ο κίνδυνος επιτοκίου, ο κίνδυνος της επανεπένδυσης, ο κίνδυνος του πληθωρισμού κ.τ.λ..

3.2.4. ΑΜΟΙΒΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Αμοιβή κινδύνου είναι η διαφορά μεταξύ της απόδοσης του χαρτοφυλακίου αγοράς και της απόδοσης χωρίς κίνδυνο. Για τον υπολογισμό της συγκεκριμένης αμοιβής μπορούν να χρησιμοποιηθούν είτε ιστορικά είτε μελλοντικά στοιχεία. Τα μελλοντικά στοιχεία βρίσκονται μέσω εταιριών παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών που δημοσιεύουν προβλέψεις για τις αναμενόμενες αποδόσεις του χαρτοφυλακίου αγοράς με βάση κυρίως τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμιακών ροών.

3.2.5. ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΒΗΤΑ (ΒΕΤΑ)

Ο συντελεστής βήτα (beta coefficient) είναι ένα μέτρο του βαθμού μεταβλητότητας των αποδόσεων μίας επένδυσης σε σχέση με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου αγοράς το οποίο προσεγγίζεται με κάποιο χρηματιστηριακό δείκτη π.χ. γενικός δείκτης τιμών χρηματιστηρίου αξιών. Ένα χαρτοφυλάκιο με επενδύσεις που έχουν $\beta=1$ θα κινηθεί ανοδικά ή καθοδικά σε συγχρονισμό με το μέσο όρο της αγοράς και αυτό το χαρτοφυλάκιο θα είναι εξίσου επικίνδυνο με το μέσο όρο της αγοράς. Αν αντίστοιχα μια επένδυση έχει συντελεστή $\beta=2$ αυτό σημαίνει ότι μια μεταβολή στην απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς θα οδηγήσει σε διπλάσια μεταβολή της απόδοσης της επένδυσης.

Ο συντελεστής βήτα υπολογίζεται με τη χρησιμοποίηση γραμμικής παλινδρόμησης μεταξύ των παρελθουσών αποδόσεων μίας κοινής μετοχής (εξαρτημένη μεταβλητή) και των παρελθουσών αποδόσεων κάποιου χρηματιστηριακού δείκτη (ανεξάρτητη μεταβλητή) (Αρτίκης 2002).

Με βάση τη μέθοδο αυτή προκύπτει ο ιστορικός συντελεστής βήτα όπου γίνεται η παραδοχή ότι ο κίνδυνος της επιχείρησης παραμένει ο ίδιος τόσο στο παρελθόν όσο και στο μέλλον. Ένα ακόμα πρόβλημα που δημιουργείται με τη χρήση αυτού του μοντέλου είναι ότι αυξάνοντας τις περιόδους παρατήρησης το αποτέλεσμα είναι

στατιστικά πιο σημαντικό εντούτοις ελλοχεύει ο κίνδυνος εισχώρησης ασυσχέτιστων πληροφοριών. Τέλος δημιουργείται και το πρόβλημα επιλογής του δείκτη της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, ως χαρτοφυλάκιο αγοράς θεωρούμε ένα χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει όλες τις επικίνδυνες επενδύσεις, συμπεριλαμβανομένου του ανθρώπινου κεφαλαίου και άλλων μη εμπορεύσιμων περιουσιακών στοιχείων, με συντελεστές στάθμισης αναλογικά με τη βαρύτητά τους στον παγκόσμιο πλούτο (Bruner 2003).

Για όλα τα παραπάνω αναπτύχθηκαν κι άλλοι τρόποι υπολογισμού του συντελεστή βήτα, όπου καθένας μπορεί να καταλήξει σε μια διαφορετική τιμή του συντελεστή. Επομένως ο προσδιορισμός του συντελεστή βήτα έγκειται στην επιλογή που θα προβούν τα στελέχη με βάση τις ιδιαίτερες συνθήκες της επιχείρησης.

3.3. ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Οι πηγές κεφαλαίου για τις οποίες υπολογίζουμε το κόστος κατά τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου μιας επιχείρησης είναι οι εξής:

- τα μακροπρόθεσμα δάνεια,
- το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο,
- τα αποθεματικά και
- το κοινό μετοχικό κεφάλαιο.

Κάποιος θα μπορούσε να θεωρήσει πως αφού και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι πηγές κεφαλαίου θα έπρεπε να συμπεριληφθούν στο κόστος κεφαλαίου της εκάστοτε επιχείρησης. Στην πραγματικότητα αυτό δε συμβαίνει αφού οι υποχρεώσεις αυτές από τη μια όσες δε φέρουν τόκους (π.χ. λογαριασμοί πληρωτέοι) αφαιρούνται από το κόστος της επένδυσης δια μέσου του συστατικού του «καθαρό κεφάλαιο κίνησης» (π.χ. αύξηση κυκλοφορούντων ενεργητικών στοιχείων μείον αύξηση λογαριασμών πληρωτέων) και κατά συνέπεια, αποκλείονται από τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου. Από την άλλη όσες φέρουν τόκους (π.χ. γραμμάτια πληρωτέα) χρησιμοποιούνται σαν προσωρινή χρηματοδότηση, που αποβλέπει να υποστηρίξει τις κυκλικές και εποχικές διακυμάνσεις του κυκλοφορούντος ενεργητικού και άρα δεν πρέπει να περιλαμβάνονται πάλι στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου.

3.3.1. ΚΟΣΤΟΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

Ο μακροπρόθεσμος δανεισμός είναι μια από τις βασικότερες πηγές χρηματοδότησης μιας επιχείρησης. Οι πιο συνηθισμένες μορφές μακροπρόθεσμου δανεισμού, είναι ο τραπεζικός δανεισμός και η έκδοση ομολογιακών δανείων από την ίδια την επιχείρηση.

Μπορούμε να ορίσουμε ως κόστος μακροπρόθεσμου δανεισμού προ φόρων, το οριακό κόστος κάθε επιπλέον μονάδας δανεισμού, δηλαδή το ποσό που πρέπει να αποδώσει η επιχείρηση στους δανειστές της για κάθε μια νομισματική μονάδα που δανείζεται από αυτούς. Πιο γενικά, το κόστος των μακροπρόθεσμων δανείων είναι το επιτόκιο το οποίο προκύπτει διαιρώντας τους χρεωστικούς τόκους των δανείων με το αρχικό ποσό δανεισμού (Αρτίκης 2002).

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

όπου,

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

Βέβαια, οι χρεωστικοί τόκοι υπολογίζονται στο αρχικό ποσό ενώ η επιχείρηση λαμβάνει το καθαρό ποσό του δανείου. Στην περίπτωση της έκδοσης ομολογιακού δανείου η διαφορά μεταξύ αρχικού και καθαρού ποσού οφείλεται στο κόστος έκδοσης του ομολογιακού δανείου.

Το κόστος ενός μακροπρόθεσμου δανείου προ φόρων είναι η απόδοση μέχρι τη λήξη του δανείου (yield to maturity), η οποία εξισώνει το καθαρό ποσόν του δανείου με το άθροισμα των παρούσων αξιών των περιοδικών πληρωμών των τοκοχρεολυσίων καθόλη τη διάρκεια του. Η απόδοση μέχρι τη λήξη μιας ομολογίας υπολογίζεται ως εξής:

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

όπου,

KTO_0 = Καθαρή τιμή ομολογίας στην περίοδο 0

T = Ετήσιοι τόκοι

OAO = Ονομαστική αξία ομολογίας

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

v = Αριθμός περιόδων μέχρι τη λήξη

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

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

όπου,

K_{δ} = Κόστος μακροπρόθεσμων δανείων μετά φόρων

$\Sigma\Phi$ = Συντελεστής φορολογίας εισοδήματος

Από τα παραπάνω είναι φανερά τα εξής συμπεράσματα:

- Κατά τη διάρκεια υπολογισμού του κόστους των μακροπρόθεσμων δανείων θεωρούμε ότι ο φορολογικός συντελεστής παραμένει σταθερός. Η υπόθεση αυτή όμως δεν είναι ρεαλιστική καθώς μεταβάλλεται κατά τη διάρκεια του χρόνου.

- Στην περίπτωση όπου η επιχείρηση πραγματοποιεί ζημιές, ο φορολογικός συντελεστής είναι μηδενικός, επομένως το κόστος των δανειακών κεφαλαίων προ φόρων ισούται με αυτόν μετά φόρων.

3.3.2. ΚΟΣΤΟΣ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Οι προνομιούχες μετοχές παρέχουν όπως γνωρίζουμε επιπρόσθετα δικαιώματα στους κατόχους τους καθώς και σταθερό μέρισμα σε όλες τις περιόδους ανεξαρτήτως της οικονομικής κατάστασης της εκάστοτε επιχείρησης. Οι προνομιούχοι μέτοχοι ομοιάζουν με τους ομολογιούχους λόγω των σταθερών πληρωμών που απαιτούν από την επιχείρηση αλλά διαφέρουν σε δύο σημαντικά σημεία (Αρτίκης 2002):

- Πρώτον, αν μία επιχείρηση αποτύχει να ικανοποιήσει τις υποχρεώσεις της από τόκους ομολογιών, μπορεί να υποχρεωθεί σε πτώχευση. Αντίθετα, η επιχείρηση δεν μπορεί να υποχρεωθεί σε πτώχευση, αν αποτύχει να καταβάλλει μερίσματα σε προνομιούχες μετοχές.
- Δεύτερον, τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών δεν εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημα της εταιρίας, ενώ οι τόκοι των ομολογιών θεωρούνται έξοδα και αφαιρούνται από τον υπολογισμό του φορολογήσιμου εισοδήματος.

Ο υπολογισμός του κόστους του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου πραγματοποιείται διαιρώντας το ετήσιο μέρισμα της προνομιούχου μετοχής με την καθαρή τιμή της, δηλαδή την τιμή που προκύπτει μετά την αφαίρεση των εξόδων έκδοσης.

$$K_{\pi} = \frac{M_{\pi}}{K T \Pi}$$

όπου,

K_{π} = Κόστος προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

M_{π} = Μέρισμα προνομιούχου μετοχής

ΚΤΠ = Καθαρή τιμή προνομιούχου μετοχής

Μέρισμα είναι το μερίδιο που λαμβάνουν οι μέτοχοι από τα ετήσια εταιρικά κέρδη. Οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών εισπράττουν πρώτοι μέρισμα και μετά ακολουθούν οι κάτοχοι των κοινών μετοχών, για το λόγο αυτό αναλαμβάνουν και μικρότερο κίνδυνο σε σχέση με τους δεύτερους.

3.3.3. ΚΟΣΤΟΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ

Ως γνωστόν, τα κέρδη μιας επιχείρησης στο τέλος κάθε οικονομικού έτους, είτε διανέμονται στους μετόχους της ως μερίσματα, είτε παρακρατώνται ως αποθεματικά. Στην περίπτωση που ένα μέρος των κερδών της επιχείρησης αποθεματοποιηθεί, τότε οι κάτοχοι κοινών μετοχών (διότι οι κάτοχοι προνομιούχων πάντα εισπράττουν μέρισμα) αναλαμβάνουν ένα κόστος ευκαιρίας, επειδή θα μπορούσαν να είχαν εισπράξει τα ποσά που αποθεματοποιήθηκαν και να τα είχαν επενδύσει εκτός επιχείρησης.

Οι μέτοχοι προσδοκούν τα παρακρατηθέντα κέρδη να αποδώσουν τελικά στην επιχείρηση τουλάχιστον όσα θα κέρδιζαν αυτοί σε περίπτωση τοποθέτησης των κερδών σε εναλλακτικές επενδύσεις ισοδύναμου κινδύνου (Αρτίκης 2002).

Για τον προσδιορισμό της απόδοσης του μετοχικού κεφαλαίου άρα του κόστους των αποθεματικών μπορούν να χρησιμοποιηθούν τρεις μέθοδοι:

1. Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM),
2. Το υπόδειγμα προεξοφλημένων ταμιακών ροών (discounted cash flow model) και τέλος
3. Η μέθοδος απόδοσης ομολογιών και αμοιβής κινδύνου (bond-yield-plus-risk-premium approach)

3.3.3.1. Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM)

Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model), υποθέτει ότι το κόστος των αποθεματικών είναι ίσο με την απαλλαγμένη κινδύνου απόδοση πλέον μία αμοιβή για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο, η οποία καθορίζεται από το γινόμενο του συντελεστή βήτα επί τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης του χαρτοφυλακίου αγοράς και της απαλλαγμένης κινδύνου απόδοσης.

$$K_{\alpha} = A_{XK} + (A_{XA} - A_{XK})\beta$$

όπου,

K_{α} = Κόστος αποθεματικών

A_{XK} = Απόδοση χωρίς κίνδυνο

A_{XA} = απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς

β = Συντελεστής βήτα

3.3.3.2. Υπόδειγμα Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών

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

$$K_{\alpha} = \frac{M_1}{TK_0} + g$$

όπου,

K_{α} = Κόστος αποθεματικών

M_1 = Μέρισμα ανά μετοχή στην περίοδο 1

TTK_0 = Τρέχουσα τιμή κοινής μετοχής στην περίοδο 0

g = Ρυθμός αύξησης μερισμάτων

Στον παραπάνω υπολογισμό η τιμή της μετοχής μπορεί να γίνει γνωστή άμεσα, επίσης εξίσου εύκολα μπορεί να υπολογιστεί και το μέρισμα του επόμενου χρόνου. Αντιθέτως δεν μπορούμε να πούμε ότι ισχύει το ίδιο και με το ρυθμό αύξησης των μερισμάτων για τον υπολογισμό του οποίου χρησιμοποιούνται οι ακόλουθες τρεις μέθοδοι.

❖ Μέθοδος Ιστορικών Ρυθμών Ανάπτυξης

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, αν οι ρυθμοί αύξησης των κερδών και των μερισμάτων ήταν σχετικά σταθεροί κατά τα παρελθόντα έτη και εφόσον οι επενδυτές αναμένουν πως οι ρυθμοί αυτοί θα παραμείνουν σταθεροί και στο μέλλον, τότε οι παρελθόντες ρυθμοί ανάπτυξης μπορούν να αποτελέσουν εκτιμήσεις για τους μελλοντικούς (Brigham and Gapenski 1994).

Στην πραγματικότητα όμως η σταθερότητα στους ρυθμούς ανάπτυξης του παρελθόντος συναντάται σπάνια. Για το λόγο αυτό η μέθοδος αυτή θα πρέπει να χρησιμοποιείται με επιφυλακτικότητα και σε συνδυασμό με τις άλλες μεθόδους εκτίμησης του ρυθμού ανάπτυξης.

❖ Υπόδειγμα Ρυθμού Παρακράτησης

Η δεύτερη μέθοδος για τον υπολογισμό του ρυθμού αύξησης μερισμάτων είναι το υπόδειγμα ρυθμού παρακράτησης το οποίο λειτουργεί ως εξής:

$$g = \Delta PK(A_{IK})$$

όπου,

ΔPK = Δείκτης παρακράτησης κερδών

A_{IK} = Προσδοκώμενη απόδοση ίδιων κεφαλαίων

Ο παραπάνω τύπος συνεπάγεται τέσσερις βασικές υποθέσεις (Brigham and Gapenski 1994):

1. Ο δείκτης μερισμάτων προς κέρδη και επομένως ο δείκτης παρακράτησης κερδών $b=1$ —δείκτης μερισμάτων προς κέρδη αναμένεται να είναι σταθερός
2. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων σε νέες επενδύσεις θα είναι ίση με την τρέχουσα αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης
3. Η επιχείρηση δεν αναμένεται να εκδώσει νέο μετοχικό κεφάλαιο ή αν εκδώσει τότε θα το πουλήσει σε τιμή ίση με τη λογιστική του αξία και τέλος
4. Τα μελλοντικά σχέδια της επιχείρησης αναμένεται να έχουν τον ίδιο βαθμό κινδύνου με το υπάρχον ενεργητικό της

❖ Προβλέψεις Αναλυτών Χρεογράφων

Η τελευταία μέθοδος για τον υπολογισμό του ρυθμού αύξησης μερισμάτων είναι οι προβλέψεις των αναλυτών χρεογράφων (π.χ. Value Line). Η μέθοδος αυτή, όπως ορίζει και το όνομά της, χρησιμοποιεί προβλέψεις διαφόρων αναλυτών και εταιριών χρηματοοικονομικών αναλύσεων.

Στην περίπτωση κατά την οποία οι προβλέψεις των αναλυτών παρουσιάζουν τον ρυθμό ανάπτυξης με μεταβαλλόμενους ρυθμούς τότε θα πρέπει να γίνει στάθμιση του κάθε ρυθμού με βάση το ποσοστό των ετών για τον οποίο παραμένει σταθερός (βραχυχρόνιος ρυθμός ανάπτυξης) ως προς τον συνολικό χρόνο που λαμβάνεται υπόψη.

3.3.3.3. Μέθοδος Απόδοσης Ομολογιών και Αμοιβής Κινδύνου

Η τελευταία μέθοδος υπολογισμού του κόστους αποθεματικών είναι η μέθοδος του αθροίσματος της αμοιβής των ομολογιών και της αμοιβής για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο.

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

Ο υπολογισμός της απόδοσης των ομολογιών δεν παρουσιάζει ιδιαίτερο πρόβλημα σε αντίθεση με τον υπολογισμό της αμοιβής κινδύνου. Η αμοιβή κινδύνου μπορεί να υπολογιστεί είτε με την εκπόνηση ειδικής μελέτης από αναλυτές είτε με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμιακών ροών.

3.3.3.4. Σύγκριση Μεθόδων Υπολογισμού Κόστους Αποθεματικών

Οι παραπάνω μέθοδοι που παρουσιάστηκαν για τον υπολογισμό του κόστους αποθεματικών είναι δυνατό να βγάλουν πολύ διαφορετικά αποτελέσματα. Για το λόγο αυτό είναι συνετό να υπολογίζεται ένα διάστημα για την εκτίμηση της κάθε μεθόδου, στη συνέχεια να υπολογίζεται ο αριθμητικός μέσος του κάθε διαστήματος και τελικά ο μέσος όλων των μεθόδων.

Σε κάθε περίπτωση είναι έργο των αναλυτών να επιλέξουν την κατάλληλη εκτίμηση με βάση τα δεδομένα που χρησιμοποιήθηκαν κατά την εφαρμογή κάθε μεθόδου αλλά και με τις ιδιαίτερες συνθήκες της κάθε επιχείρησης.

3.3.4. ΚΟΣΤΟΣ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Το κόστος του νέου κοινού μετοχικού κεφαλαίου είναι προφανώς μεγαλύτερο από την απαιτούμενη απόδοση των κοινών μετόχων, γεγονός που οφείλεται στην ύπαρξη σημαντικών εξόδων κατά την έκδοσή του. Για τον υπολογισμό του συγκεκριμένου κόστους μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε μια παραλλαγή του υποδείγματος Gordon που αναπτύξαμε παραπάνω.

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

όπου,

K_k = Κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου

M_1 = Μέρισμα ανά μετοχή στην περίοδο 1

KTK_0 = Καθαρή τιμή κοινής μετοχής στην περίοδο 0

g = Ρυθμός αύξησης μερισμάτων

Στην περίπτωση που το κόστος έκδοσης των κοινών μετοχών δίνεται με τη μορφή ποσοστού επί της τρέχουσας τιμής της κοινής μετοχής, η εξίσωση του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να διατυπωθεί με την ακόλουθη μορφή:

$$K_k = \frac{M_1}{(TK_0(1 - KEM))} + g$$

όπου,

KEM = Κόστος έκδοσης κοινών μετοχών

3.3.5. ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (ΜΣΚΚ)

Το συνολικό κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης είναι ο μέσος σταθμικός αριθμητικός του κόστους όλων των προαναφερθέντων πηγών χρηματοδότησης, με συντελεστές στάθμισης την αναλογία κάθε πηγής χρηματοδότησης στο συνολικό κεφάλαιο χρηματοδότησης της επιχείρησης. Αυτό το σταθμισμένο αναλογικά κόστος κεφαλαίου ονομάζεται μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (average weighting cost of capital – WACC) και υπολογίζεται ως εξής:

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

όπου,

K = Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Σ_1 = Αναλογία μακροπρόθεσμων δανείων

Σ_2 = Αναλογία προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

Σ_3 = Αναλογία αποθεματικών

Σ_4 = Αναλογία κοινού μετοχικού κεφαλαίου

Πολύ σημαντικός παράγοντας στον ορθό υπολογισμό του ΜΣΚΚ, είναι η σωστή επιλογή των συντελεστών στάθμισης. Οι συντελεστές αυτοί μπορούν να βασίζονται σε λογιστικές, τρέχουσες ή επιθυμητές αξίες.

- Με τις **λογιστικές αξίες** των κεφαλαίων των πηγών χρηματοδότησης, έχουμε το πλεονέκτημα ότι μπορούμε να τις γνωρίζουμε εύκολα από τις λογιστικές καταστάσεις της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά είναι πιθανό χρησιμοποιώντας αυτές τις αξίες να λάβουμε λανθασμένο κόστος κεφαλαίου μιας και οι τρέχουσες αξίες θα έχουν μεταβληθεί.
- Με τις **τρέχουσες αξίες** αποδίδεται η πραγματική αξία των στοιχείων του κόστους όπως αποτιμώνται καθημερινά, αλλά αυτό σημαίνει ότι καθημερινά θα πρέπει να γίνεται διαρκής αναπροσαρμογή του κόστους κεφαλαίου. Ακόμη, οι αναλογίες που αντανακλώνται στις τρέχουσες αξίες μπορεί να μην είναι οι αναλογίες με τις οποίες η επιχείρηση επιθυμεί να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές της (Αρτίκης 2002).
- Τέλος μέσω των **επιθυμητών αξιών** δύναται να εξασφαλιστεί η καλύτερη κεφαλαιακή διάρθρωση για την εκάστοτε επιχείρηση. Πρακτικά είναι οι αξίες οι οποίες η επιχείρηση επιθυμεί να διατηρήσει κατά την άντληση νέων κεφαλαίων για το λόγο αυτό είναι και οι πιο αντιπροσωπευτικές από τις τρεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 - ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΕΘΝΟΥΣ – ΕΥΡΩΠΑΙΚΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ

4.1. ΓΕΝΙΚΑ

Γενικά ακολουθείται η μέθοδος της top down analysis σύμφωνα με την οποία σε πρώτο επίπεδο παρατίθεται μια σύνοψη των κυριότερων διεθνών οικονομικών εξελίξεων και κατόπιν μια των κυριότερων γεγονότων σε εθνικό επίπεδο, πάντα εντός της πενταετίας 2006 – 2010.

Σε διεθνές επίπεδο το 2006 η παγκόσμια οικονομία εξακολούθησε να αναπτύσσεται με υψηλούς ρυθμούς, ταχύτερους μάλιστα από ότι το 2005, παρά τις ιστορικές υψηλές διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου και των λοιπών βασικών εμπορευμάτων και την περαιτέρω αύξηση των βασικών επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες σε αρκετές μεγάλες οικονομίες, η οποία απέβλεπε στη μείωση των πληθωριστικών πιέσεων. Θετικά χαρακτηριστικά των οικονομικών εξελίξεων το συγκεκριμένο έτος υπήρξαν η υψηλότερη της αναμενόμενης αύξηση του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ και η συγκράτηση του πληθωρισμού στις προηγμένες οικονομίες σε επίπεδα χαμηλότερα των προβλέψεων. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2006)

Ο ρυθμός ανόδου της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας παρέμεινε υψηλός και το 2007, παρά το γεγονός ότι το δεύτερο εξάμηνο χαρακτηρίστηκε από την αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς και από τη μεγάλη άνοδο των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2007)

Η αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, αφού ξεκίνησε τον Αύγουστο του 2007 στις ΗΠΑ, εξελίχθηκε κατά τη διάρκεια του 2008 στη μεγαλύτερη χρηματοπιστωτική κρίση από τη δεκαετία του 1930, με δυσμενείς συνέπειες για την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα και το παγκόσμιο εμπόριο. Ήδη από τις αρχές του 2008 η μετάδοση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής σε όλο τον κόσμο, σε συνδυασμό με την εξαιρετικά απότομη περαιτέρω άνοδο των τιμών βασικών

εμπορευμάτων (κυρίως του αργού πετρελαίου και των τροφίμων), είχε οδηγήσει σε επιβράδυνση της οικονομικής ανόδου των περισσότερων προηγμένων οικονομιών. Όμως από τα μέσα Σεπτεμβρίου 2008, όταν η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση κορυφώθηκε με την πτώχευση μεγάλης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ, παρατηρήθηκε ραγδαία περαιτέρω επιδείνωση των διεθνών οικονομικών συνθηκών, με γενικευμένη μείωση της εμπιστοσύνης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, δημιουργία συνθηκών πιστωτικής στενότητας, μεγάλη μείωση της αξίας των μετοχών και — σε ορισμένες οικονομίες— των τιμών των κατοικιών, καθώς και απότομη επιδείνωση των προσδοκιών των επιχειρήσεων και των καταναλωτών σε παγκόσμια κλίμακα.

Παρά τη λήψη σημαντικών και χωρίς προηγούμενο μέτρων από κυβερνήσεις, κεντρικές τράπεζες και διεθνείς οργανισμούς προκειμένου να περιοριστούν οι συστημικοί κίνδυνοι και να αποκατασταθεί η χρηματοοικονομική σταθερότητα, η χρηματοπιστωτική κρίση και οι επιδράσεις της στην πραγματική οικονομία επεκτάθηκαν σχεδόν σε όλες τις χώρες του κόσμου. Στα τέλη του 2008, οι περισσότερες προηγμένες οικονομίες ήδη βρισκόνταν σε κατάσταση ύφεσης ή στα πρόθυρα της, ενώ σημαντικά είχαν επηρεαστεί και οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, ιδίως εκείνες που χαρακτηρίζονται από σοβαρές μακροοικονομικές ανισορροπίες. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2008)

Από το 2009 άρχισαν να εμφανίζονται σε διεθνές επίπεδο οι πρώτες τάσεις σταθεροποίησης και σταδιακής ανάκαμψης. Η παγκόσμια οικονομία, έχοντας εισέλθει νωρίτερα από την ελληνική σε ύφεση, τη βαθύτερη μεταπολεμικά, βρίσκεται από το δεύτερο εξάμηνο του 2009 σε φάση ανάκαμψης, ο ρυθμός της οποίας διαφέρει κατά οικονομική περιοχή. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2009)

Μετά την ύφεση του 2009 που προκλήθηκε από τη χρηματοοικονομική κρίση, η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας το 2010 υπήρξε τελικά ισχυρότερη της αναμενόμενης, καθώς η ευνοϊκή επίδραση της επεκτατικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής και η έντονη ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου υπεραντιστάθμισαν τις επιπτώσεις της αβεβαιότητας την οποία προκαλούσαν τα υψηλά ποσοστά ανεργίας και η ανησυχία των διεθνών αγορών για την ευρωπαϊκή κρίση κρατικού χρέους. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2010)

4.2. ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΑΕΠ

Το 2006 ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ επιταχύνθηκε στο 5,4% από 4,9% το 2005, παραμένοντας για τρίτο κατά σειράν έτος υψηλότερος του μέσου όρου της περιόδου 1970-2006 (4,4%). Σημειώνεται ότι ο ρυθμός οικονομικής ανόδου της παγκόσμιας οικονομίας το 2006 αποτελεί την καλύτερη επίδοση της τελευταίας 30ετίας. Παρά την άνοδο των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, τα πραγματικά μακροπρόθεσμα επιτόκια παρέμειναν σε χαμηλά επίπεδα, ενώ οι κυριότεροι χρηματιστηριακοί δείκτες αυξήθηκαν περαιτέρω. Οι συνεχιζόμενες ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες, η άνοδος της κερδοφορίας και η περαιτέρω βελτίωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων ήταν μεταξύ των σπουδαιότερων παραγόντων που συνέβαλαν ώστε το διεθνές οικονομικό περιβάλλον να διατηρηθεί ευνοϊκό το 2006.

Η παγκόσμια οικονομική μεγέθυνση είχε πιο ισόρροπη γεωγραφική κατανομή το 2006, αφού εκτός των ΗΠΑ, της Κίνας και των λοιπών αναδυόμενων οικονομιών της Ασίας, σημαντική συμβολή σε αυτήν είχε, μετά από αρκετά έτη και η ζώνη του ευρώ, στην οποία ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ ήταν αρκετά υψηλός.

Στις προηγμένες οικονομίες η άνοδος του ΑΕΠ επιταχύνθηκε στο 3,1% το 2006 από 2,5% το 2005, κυρίως λόγω των εξελίξεων στη ζώνη του ευρώ. Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, οι οποίες παράγουν περίπου το 48% του παγκόσμιου προϊόντος, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επίσης επιταχύνθηκε (στο 7,9% το 2006 από 7,5% το 2005): τις υψηλότερες επιδόσεις εξακολούθησαν να έχουν οι αναδυόμενες οικονομίες της Ασίας, κυρίως η Κίνα και η Ινδία, καθώς και η Ρωσία και οι άλλες οικονομίες της Κοινοπολιτείας Ανεξάρτητων Κρατών, πολλές από τις οποίες συνεχίζουν να ευνοούνται από τις υψηλές τιμές των καυσίμων. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2006)

Ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε 4,9% το 2007 (ελαφρά μόνο χαμηλότερος σε σύγκριση με το 2006) και υπερέβη επί τέταρτο συνεχές έτος το μέσο όρο των προηγούμενων δεκαετιών. Στην αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ το 2007 συνέβαλαν η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης, στην οποία επέδρασαν θετικά η ικανοποιητική αύξηση της απασχόλησης και των εισοδημάτων των νοικοκυριών, η άνοδος των επενδύσεων, οι οποίες ευνοήθηκαν από την περαιτέρω βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, και η διατήρηση ενός ικανοποιητικού ρυθμού ανόδου

του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου, κυρίως λόγω των υψηλών ρυθμών ανάπτυξης των αναδυόμενων οικονομιών. Οι ευνοϊκοί αυτοί παράγοντες αντιστάθμισαν εν μέρει την αρνητική επίδραση την οποία άσκησαν, ιδίως το δεύτερο εξάμηνο του έτους, αφενός η περαιτέρω αύξηση των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων σε νέα ιστορικά υψηλά επίπεδα και αφετέρου η αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές και η επιδείνωση των εξελίξεων στην αγορά κατοικίας, κυρίως στις ΗΠΑ.

Στις προηγμένες οικονομίες το ΑΕΠ αυξήθηκε το 2007 κατά 2,7% (έναντι 3,0% το 2006), ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης των αναδυόμενων και αναπτυσσόμενων οικονομιών διατηρήθηκε υψηλός (7,9%, έναντι 7,8% το 2006). Ειδικότερα, η Κίνα και η Ινδία σημείωσαν πολύ υψηλούς ρυθμούς, 11,4% και 9,2% αντίστοιχα. Έτσι, διαφοροποιήθηκαν οι συμβολές των επιμέρους γεωγραφικών περιοχών στην αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ. Ενώ μέχρι πρόσφατα οι ΗΠΑ είχαν τη μεγαλύτερη συμβολή στην παγκόσμια οικονομική μεγέθυνση, το 2007 για πρώτη φορά η Κίνα συνέβαλε περισσότερο από τις ΗΠΑ, ενώ η συμβολή της ζώνης του ευρώ, ύστερα από πολλά έτη, ήταν εξίσου σημαντική με εκείνη των ΗΠΑ. Επισημαίνεται επίσης η διατήρηση το 2007 υψηλών ρυθμών ανόδου του ΑΕΠ στις χώρες της Κοινοπολιτείας Ανεξάρτητων Κρατών (συμπεριλαμβανομένης της Ρωσίας), της Λατινικής Αμερικής και της Αφρικής (8,5%, 5,6% και 6,2% αντίστοιχα). (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2007)

Το 2008 το εξωτερικό περιβάλλον της ελληνικής οικονομίας επιδεινώθηκε δραματικά, ιδίως το δεύτερο εξάμηνο, καθώς η παγκόσμια οικονομία βρέθηκε στη δίνη της δυσμενέστερης μεταπολεμικά οικονομικής συγκυρίας, αντιμετωπίζοντας διπλή κρίση, αρχικά στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα και εν συνεχεία στην πραγματική οικονομία. Η επιδείνωση του διεθνούς οικονομικού περιβάλλοντος το 2008 οφείλεται κυρίως σε δύο εξωτερικές οικονομικές διαταραχές:

- Αρχικά στην εξαιρετικά μεγάλη περαιτέρω αύξηση των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων (κυρίως του αργού πετρελαίου και των τροφίμων) το πρώτο εξάμηνο του 2008, η οποία εκτίναξε τον πληθωρισμό και συμπίεσε το πραγματικό εισόδημα και την κατανάλωση, και
- Κατόπιν στην απροσδόκητη αύξηση της έντασης και της έκτασης της διεθνούς χρηματοπιστωτικής αναταραχής το δεύτερο εξάμηνο του 2008. Η αναταραχή, εισερχόμενη στο δεύτερο έτος της, μετατράπηκε από κρίση ρευστότητας στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές σε κίνδυνο κατάρρευσης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος, προκάλεσε απότομη αύξηση της αβεβαιότητας και δραματική επιδείνωση των προσδοκιών και τελικά οδήγησε σε

ύφεση την παγκόσμια οικονομία. Η οικονομική ύφεση ανατροφοδοτεί, με τη σειρά της, τις δυσκολίες του χρηματοπιστωτικού τομέα και δυσχεραίνει την έξοδο από την κρίση.

Οι δύο αυτές οικονομικές διαταραχές, μετά από μια περίοδο παρατεταμένης και ισχυρής οικονομικής ανόδου (2004-2007), επιτάχυναν την είσοδο της παγκόσμιας και ευρωπαϊκής οικονομίας στην καθοδική φάση του οικονομικού κύκλου και οδήγησαν, μεταξύ άλλων, σε αντιστροφή της τάσης των διεθνών τιμών των καυσίμων και των άλλων βασικών εμπορευμάτων.

Αξιοσημείωτο είναι ότι οι δυσμενείς οικονομικές εξελίξεις του 2008, ιδίως από τα μέσα Σεπτεμβρίου του 2008, όταν ανακοινώθηκε η πτώχευση της μεγάλης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ Lehman Brothers, υπήρξαν απροσδόκητα ραγδαίες και έλαβαν τελικά παγκόσμιο χαρακτήρα, ξεπερνώντας συνεχώς κάθε διαδοχική εκτίμηση των διεθνών οργανισμών. Η ταυτόχρονη εμφάνιση σε όλες σχεδόν τις οικονομίες, κυρίως τις προηγμένες, των επιπτώσεων της διπλής κρίσης, καθώς και το μεγάλο εύρος και βάθος τους, οδήγησαν σε πρωτοφανή στη σύγχρονη οικονομική ιστορία διεθνή συνεργασία για τη λήψη εκτάκτων και μεγάλης κλίμακας μέτρων προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι συνέπειες της.

Ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ υποχώρησε σημαντικά το 2008 και διαμορφώθηκε στο 3,2%, από 5,2% το 2007. Στις προηγμένες οικονομίες ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιβραδύνθηκε απότομα το 2008 (στο 0,8% από 2,7% το 2007), ενώ στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, αν και επίσης υποχώρησε, παρέμεινε σχετικά υψηλός (6,1% από 8,3% το 2007). Από τις αναδυόμενες οικονομίες, εκείνες της Κίνας, της Ινδίας, της Ρωσίας και της Βραζιλίας, οι οποίες παράγουν το 1/5 του παγκόσμιου προϊόντος, σημείωσαν επιβράδυνση, αλλά συνέχισαν να στηρίζουν την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα, καθώς οι ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ τους το 2008 ήταν μεταξύ 5,1% και 9,0%. Μεταξύ των προηγμένων οικονομιών, συγκριτικά μεγαλύτερη επιδείνωση όσον αφορά το ΑΕΠ παρουσίασαν το 2008 η Ιαπωνία (-0,6% από 2,4% το 2007), το Ηνωμένο Βασίλειο (0,7% από 3,0% το 2007), ο Καναδάς (0,5% από 2,7% το 2007) και η ζώνη του ευρώ (0,8% από 2,6%). Στις ΗΠΑ η οικονομική επιβράδυνση ήταν συγκριτικά μικρότερη το 2008 (1,1% από 2,0% το 2007), καθώς οι επιπτώσεις από την κρίση των στεγαστικών δανείων χαμηλής εξασφάλισης είχαν ήδη γίνει αισθητές από το τελευταίο τρίμηνο του 2007.

Στις προηγμένες οικονομίες η επιδείνωση του ρυθμού μεταβολής του ΑΕΠ σε τριμηνιαία βάση κατά τη διάρκεια του έτους υπήρξε εντονότερη από ό,τι δείχνει ο μέσος ετήσιος ρυθμός. Σε ύφεση βρέθηκαν, ήδη από το γ' τρίμηνο του 2008, η ζώνη του ευρώ

και η Ιαπωνία και από το δ' τρίμηνο οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Η επιβράδυνση του ΑΕΠ στις προηγμένες οικονομίες το 2008 αντανάκλα την υποχώρηση του ρυθμού αύξησης τόσο της εγχώριας όσο και της εξωτερικής ζήτησης. Η μεγάλη επιβράδυνση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων οφειλόταν στην αυξημένη αβεβαιότητα και τη γενικευμένη υποχώρηση της εμπιστοσύνης και των προσδοκιών. Στη δυσμενή εξέλιξη της εγχώριας ζήτησης συνέβαλαν η επιδείνωση των πιστωτικών συνθηκών, η σταδιακή άνοδος του ποσοστού ανεργίας, η διάβρωση της αγοραστικής δύναμης των εισοδημάτων λόγω της ανόδου του πληθωρισμού το πρώτο εξάμηνο του έτους και η μείωση της αξίας του πλούτου των νοικοκυριών, εξαιτίας της εκτεταμένης προσαρμογής της αγοράς ακινήτων σε πολλές οικονομίες και της μεγάλης πτώσης των τιμών των μετοχών διεθνώς εντός του 2008. Επιπλέον, η χειροτέρευση των καθαρών εξαγωγών των κυριότερων εξαγωγικών οικονομιών εκτός των ΗΠΑ οφειλόταν στη σημαντική υποχώρηση της διεθνούς ζήτησης και την επιβράδυνση της ανόδου του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου (σε 4,1% από 7,2% το 2007, σύμφωνα με το ΔΝΤ, ή σε 2,5% από 6,9%, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ). (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2008)

Από το δεύτερο εξάμηνο το 2009 το διεθνές περιβάλλον και βασικά οι προηγμένες οικονομίες παρουσιάζουν σημάδια ανάκαμψης. Η όμως ανάκαμψη στις προηγμένες οικονομίες είναι ακόμη εύθραυστη και αντανάκλα σε μεγάλο βαθμό την επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική που ακολουθήθηκε για να αντιμετωπιστεί η κρίση. Ωστόσο, παρά τη σημαντική βελτίωση των συνθηκών στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων, δεν έχει αποκατασταθεί πλήρως η ομαλή χρηματοδότηση της οικονομίας, ενώ η χρηματοοικονομική κατάσταση των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων και του δημόσιου τομέα επιδεινώθηκε σοβαρά κατά τη διάρκεια της κρίσης. Η ανάκαμψη όμως είναι ισχυρότερη στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, με κινητήρια δύναμη τις οικονομίες της Κίνας και της Ινδίας. Μάλιστα, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ της Κίνας, κυρίως λόγω της συνεχιζόμενης τόνωσης της εγχώριας ζήτησης από τις αρχές, έχει ήδη επανέλθει στα προ της κρίσης επίπεδα.

Το τρίτο τρίμηνο του 2009 σημειώθηκε αύξηση του ΑΕΠ στις ΗΠΑ και τη ζώνη του ευρώ (στην Ιαπωνία η ανάκαμψη είχε ήδη αρχίσει από το β' τρίμηνο του έτους), μετά από μείωση επί πέντε συνεχή τρίμηνα στη ζώνη του ευρώ και τέσσερα τρίμηνα στις ΗΠΑ. Η αντιστροφή της πτωτικής τάσης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας οφείλεται σε μεγάλο βαθμό σε προσωρινούς παράγοντες, όπως είναι η χωρίς προηγούμενο τόνωση της ζήτησης με δημοσιονομικά και νομισματικά μέτρα, αλλά και η κυκλική μεταβολή των αποθεμάτων.

Για το σύνολο του 2009, ωστόσο η μεταβολή του ΑΕΠ στις προηγμένες οικονομίες ήταν έντονα αρνητική (-3,2% έναντι +0,5% το 2008), αντανakλώντας τον ασυνήθιστο συγχρονισμό της υποχώρησης όλων των μεγάλων οικονομιών κατά την ύφεση της περιόδου 2008-2009. Οι αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες είχαν ισχυρή εγχώρια ζήτηση και συγκριτικά μικρότερη έκθεση στα χρηματοπιστωτικά προβλήματα. Για το λόγο αυτό επλήγησαν λιγότερο και κατέγραψαν σημαντική επιβράδυνση της ανόδου της δραστηριότητας, αλλά όχι ύφεση (2,4% το 2009 έναντι 6,1% το 2008).

Το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ πιο συγκεκριμένα για το σύνολο του 2009 εκτιμάται ότι σημείωσε τη μεγαλύτερη πτώση μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο (-4,1% το 2009 από +0,6% το 2008). Στην πτώση αυτή συνέβαλαν τόσο η υποχώρηση της τελικής εγχώριας ζήτησης (αρνητική συμβολή κατά 2,4 εκατοστιαίες μονάδες, έναντι θετικής συμβολής κατά 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας το 2008) και των αποθεμάτων (-0,6 έναντι +0,1) όσο και οι καθαρές εξαγωγές (-0,9 έναντι 0 το 2008). Μεγαλύτερη ύφεση αντιμετώπισαν το 2009 η Φινλανδία (με πτώση του ΑΕΠ κατά 7,8%), η Σλοβενία (-7,3%), η Ιρλανδία (-7,1%), η Ιταλία και η Γερμανία (-5,0%) και η Σλοβακία (-4,7%), ενώ η μικρότερη μείωση του ΑΕΠ καταγράφηκε στην Κύπρο (-1,7%) τη Μάλτα (-1,9%) και την Ελλάδα (-2,0%). (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2009)

Το παγκόσμιο ΑΕΠ, μετά τη μείωση του 2009, την πρώτη από το 1946, αυξήθηκε κατά 5,0% το 2010. Ειδικότερα, στις προηγμένες οικονομίες, οι οποίες επλήγησαν περισσότερο από την κρίση, η ανάκαμψη υπήρξε εντονότερη (+3,0%, έναντι -3,4% το 2009) και σε σημαντικό βαθμό συγχρονισμένη. Ωστόσο, το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε περαιτέρω στο 8,3% (από 8% το 2009). Στις ΗΠΑ, όπου η ανάκαμψη βασίστηκε στην εγχώρια ζήτηση και την αύξηση των αποθεμάτων, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,9% το 2010, μετά από μείωση κατά 2,6% το 2009. Στην Ιαπωνία, όπου η ανάκαμψη βασίστηκε στην εξωτερική ζήτηση, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 3,9% το 2010 (2009: -6,3%) και στη ζώνη του ευρώ κατά 1,7% (2009: -4,1%). Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιταχύνθηκε σε 7,3%, από 2,7% το 2009. Στην Κίνα, όπου σε αντίθεση με τις περισσότερες προηγμένες οικονομίες, η νομισματική πολιτική γίνεται περιοριστική λόγω υψηλού πληθωρισμού ενώ η δημοσιονομική πολιτική εξακολουθεί να είναι επεκτατική, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ επιταχύνθηκε στο 10,3%, από 9,2% το 2009.

Η οικονομική ανάκαμψη τέλος στη ζώνη του ευρώ το 2010 συνοδεύθηκε από τη διεύρυνση των διαφορών στις οικονομικές επιδόσεις των επιμέρους χωρών. Συγκεκριμένα, καταγράφηκαν υψηλός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ στη Γερμανία (3,5%), η οικονομία της οποίας επωφελήθηκε περισσότερο από την έντονη ανάκαμψη του

διεθνούς εμπορίου, στασιμότητα ή αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης σε οικονομίες οι οποίες είναι στο επίκεντρο της δημοσιονομικής κρίσης (Ελλάδα, Ιρλανδία) και στην Ισπανία, καθώς και μέτριοι ρυθμοί στις περισσότερες άλλες οικονομίες της ζώνης του ευρώ. Η Πορτογαλία διατήρησε θετικό ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ, καθώς η επίδραση της δημοσιονομικής προσαρμογής θα γίνει αισθητή μετά το 2011. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2010)

Ακολουθούν πίνακες οι οποίοι απεικονίζουν την πορεία αντιπροσωπευτικού δείγματος του παγκόσμιου ΑΕΠ για αρκετά έτη συμπεριλαμβανομένου και της πενταετίας που εξετάζουμε 2006 – 2010.

Πίνακας 1: Παγκόσμιο Α.Ε.Π. Ι (2002 - 2008)

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές όγκου)

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

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Οκτώβριος 2008, *WEO Update*, 28.1.2009 και *Global economic prospects and policies*, 19.3.2009. Επίσης: ΟΟΣΑ, *Economic Outlook – Interim Report*, 31.3.2009

Πίνακας 2: Παγκόσμιο Α.Ε.Π. ΙΙ (2009 - 2010, με προβλέψεις για 2011 & 2012)

	Αριθμός κρατών	Μερίδιο στο ΑΕΠ ¹ %	ΑΕΠ (ετήσιες % μεταβολές όγκου)			
			2009	2010	2011	2012
Παγκόσμιο σύνολο	185	100,0	-0,5	5,0	4,4	4,5
<i>1. Προηγμένες οικονομίες</i>	<i>35</i>	<i>52,3</i>	<i>-3,4</i>	<i>3,0</i>	<i>2,4</i>	<i>2,6</i>
ΗΠΑ		19,7	-2,6	2,8	2,8	2,9
Ιαπωνία		5,8	-6,3	3,9	1,4	2,1
Ην. Βασίλειο		2,9	-4,9	1,3	1,7	2,3
Ζώνη του ευρώ	17	14,6	-4,1	1,7	1,6	1,8
<i>2. Αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες</i>	<i>150</i>	<i>47,7</i>	<i>2,7</i>	<i>7,3</i>	<i>6,5</i>	<i>6,5</i>
Κίνα		13,6	9,2	10,3	9,6	9,5

Πηγές: ΔΝΤ, *World Economic Outlook*, Οκτ. 2011.

Στους παραπάνω πίνακες παρατηρούμε τις μεταβολές στο παγκόσμιο ΑΕΠ με την πάροδο των ετών. Είναι χωρισμένο σε δύο πίνακες διότι από το 2009 και έπειτα προστέθηκαν κι άλλες χώρες στη μελέτη. Βασικότερες αλλαγές ήταν ότι προστέθηκαν πρώτον χώρες στη ζώνη του ευρώ και δεύτερον στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομικά.

4.3. ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΣ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Παρά την μεγάλη αύξηση των τιμών του πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων που σημειώθηκε στην παγκόσμια αγορά κατά το 2006, ο πληθωρισμός παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητος. Ωστόσο οι αυξήσεις των βασικών επιτοκίων νομισματικής πολιτικής σε πολλές οικονομίες, αλλά και η υποχώρηση των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων που παρατηρήθηκε τους τελευταίους μήνες του έτους συνέβαλαν στη συγκράτηση των πληθωριστικών προσδοκιών. Οι τιμές καταναλωτή αυξήθηκαν στις προηγμένες οικονομίες κατά 2,3% το 2006, δηλαδή όσο και το 2005, και στις λοιπές οικονομίες αυξήθηκαν κατά 5,3%, έναντι 5,4% το 2005.

Οι κυριότεροι λόγοι για τη σχετικά περιορισμένη μετακύλιση της αύξησης των τιμών του πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων στον εγχώριο πληθωρισμό είναι οι εξής: (α) η αντιστάθμιση — και συχνά υπεραντιστάθμιση— των υψηλότερων τιμών των πρώτων υλών από τις χαμηλότερες τιμές των ενδιάμεσων και τελικών προϊόντων τα οποία εισάγονται από χώρες με χαμηλό κόστος παραγωγής, κυρίως τις αναδυόμενες ασιατικές οικονομίες, (β) η συγκράτηση, τα τελευταία έτη, των μισθολογικών αυξήσεων και (γ) η διατήρηση των πληθωριστικών προσδοκιών σε χαμηλά επίπεδα, η οποία οφείλεται κυρίως στη συνεπή και αξιόπιστη άσκηση νομισματικής πολιτικής προσανατολισμένης στην καταπολέμηση του πληθωρισμού, τόσο στις προηγμένες όσο και σε πολλές αναπτυσσόμενες και αναδυόμενες οικονομίες.

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, μετρούμενος βάσει του ΕνΔΤΚ, σημείωσε έντονη μεταβλητότητα το 2006, αντανακλώντας κυρίως την εξέλιξη των τιμών του πετρελαίου. Ο πληθωρισμός παρέμεινε άνω του 2% (μεταξύ 2,2% και 2,5%) μέχρι και τον Αύγουστο, ενώ στη συνέχεια υποχώρησε (αντανακλώντας τη μείωση των τιμών των καυσίμων σε σύγκριση με τα υψηλά τους επίπεδα τους αντίστοιχους μήνες του 2005) και διαμορφώθηκε σε μέσο ετήσιο επίπεδο 2,2%, δηλαδή όσο και το 2005. Ο πληθωρισμός χωρίς τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής παρέμεινε στο 1,5% το 2006, όπως και το 2005. Τον Ιανουάριο και το Φεβρουάριο του 2007 ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε στο 1,8% και το Μάρτιο στο 1,9%. (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2006)

Ο πληθωρισμός αυξήθηκε σημαντικά διεθνώς το τελευταίο τρίμηνο του 2007, σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2006, κυρίως λόγω της μεγάλης ανόδου των διεθνών

τιμών των βασικών εμπορευμάτων, ιδίως του πετρελαίου και των τροφίμων. Σε πολλές αναδυόμενες οικονομίες (π.χ. στην Κίνα) ο πληθωρισμός ενισχύθηκε ακόμη περισσότερο αυτή την περίοδο, τόσο λόγω των υψηλών ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης, όσο και επειδή η συμμετοχή των ειδών διατροφής στο γενικό δείκτη τιμών είναι πολύ μεγαλύτερη από ότι στις προηγμένες οικονομίες (με αποτέλεσμα να είναι πιο σημαντική και η επίπτωση της άνοδου των τιμών τους).

Ενώ το 2007 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός υποχώρησε ελαφρά στις προηγμένες οικονομίες (στο 2,2% από 2,4% το 2006), στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες αυξήθηκε (στο 6,4% από 5,4% το 2006). Εξάλλου, ο πυρήνας του πληθωρισμού αυξήθηκε σε αρκετές προηγμένες οικονομίες, κυρίως εξαιτίας της παρατεταμένης άνοδου των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, της λειτουργίας πολλών από τις εν λόγω οικονομίες στα όρια των παραγωγικών τους δυνατοτήτων, αλλά και εξαιτίας άλλων παραγόντων (π.χ. της αύξησης του ΦΠΑ στη Γερμανία στις αρχές του 2007). Ήδη ο πληθωρισμός εμφάνιζε άνοδο παντού και το Φεβρουάριο του επόμενου έτους είχε φθάσει το 8,7% στην Κίνα, το 4% στις ΗΠΑ και το 3,3% στη ζώνη του ευρώ (όπου το Μάρτιο αυξήθηκε περαιτέρω στο 3,6%) κυρίως λόγω της αύξησης των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων, εν μέρει για συγκυριακούς και εν μέρει για μονιμότερους λόγους διαρθρωτικού χαρακτήρα. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2007)

Το πρώτο εξάμηνο 2008 ο πληθωρισμός σημείωσε έντονη άνοδο και στην πορεία αποκλιμακώθηκε ραγδαία σε όλες τις οικονομικές περιοχές, ακολουθώντας σε μεγάλο βαθμό την αντίστοιχη εξέλιξη των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, κυρίως του πετρελαίου. Σε μέσα επίπεδα έτους, παρά τη σημαντική υποχώρηση του τους τελευταίους μήνες, ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες αυξήθηκε στο 3,5% το 2008, από 2,1% το 2007.

Η διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου συνέχισε να αυξάνεται επί έκτο κατά σειρά έτος και μάλιστα αυξήθηκε ραγδαία το πρώτο εξάμηνο του 2008, φθάνοντας σε νέα ιστορικά υψηλά επίπεδα (ονομαστικά αλλά και αποπληθωρισμένα) στο μέσο του έτους. Το δεύτερο εξάμηνο όμως υποχώρησε έντονα, καθώς οι προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας επιδεινώθηκαν απότομα και το δολάριο άρχισε να ανατιμάται. Τελικά, η μέση ετήσια τιμή των βασικών τύπων αργού πετρελαίου σε δολάρια ΗΠΑ αυξήθηκε το 2008 κατά 36,4% (έναντι αύξησης 10,7% το 2007), ενώ η (σωρευτική άνοδος της σε σύγκριση με το 2002 ήταν σχεδόν 300%. Σε όρους ευρώ, η μέση ετήσια τιμή του αργού πετρελαίου, η οποία λόγω της σημαντικής ενίσχυσης του ευρώ έναντι του δολαρίου είχε παραμείνει σχεδόν αμετάβλητη το 2007 (51,9 ευρώ το βαρέλι), το

2008 αυξήθηκε στα 66,0 ευρώ (+27%). Το πρώτο τρίμηνο του 2009 η μέση τιμή του πετρελαίου κυμαινόταν περί τα 45 δολάρια το βαρέλι.

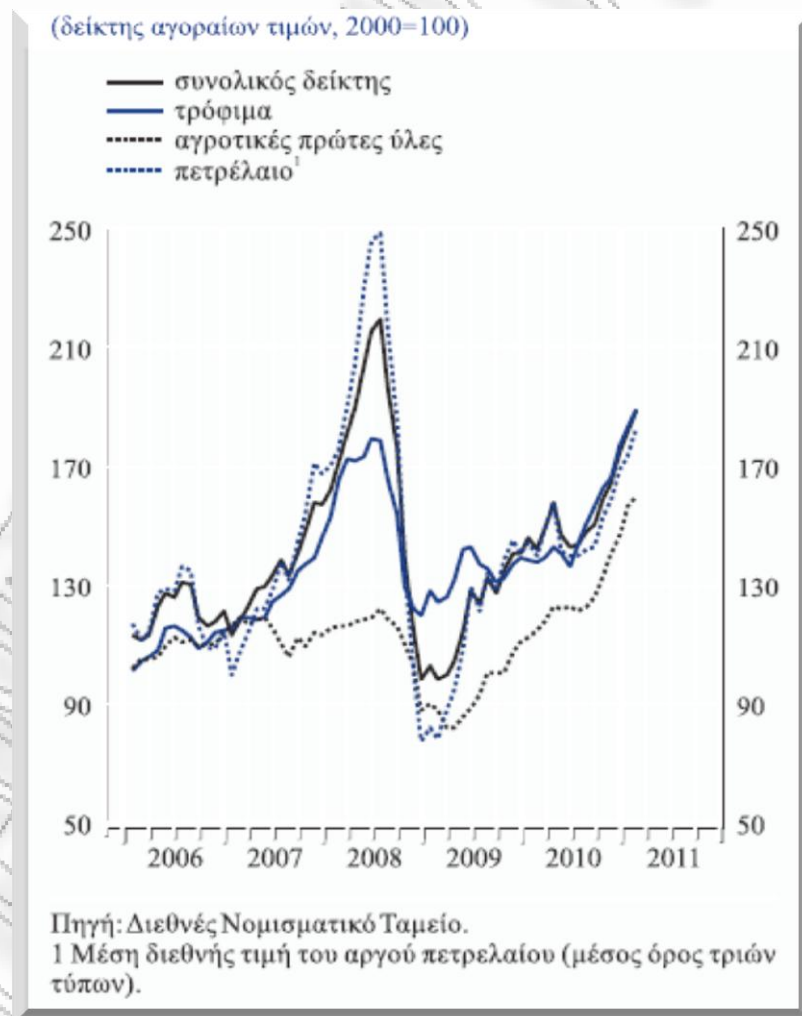
Οι διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων εκτός ενέργειας, σε δολάρια ΗΠΑ, υποχώρησαν ραγδαία το δεύτερο εξάμηνο του 2008, αλλά το μέσο ετήσιο επίπεδο τους αυξήθηκε κατά 7,4%, ιδίως των αγροτικών προϊόντων και των ειδών διατροφής. Η αύξηση των τιμών των ειδών διατροφής οφειλόταν στην υψηλή και αυξανόμενη παγκόσμια ζήτηση, ιδίως από την Κίνα και την Ινδία (όπου η άνοδος των εισοδημάτων μεταβάλλει τις διατροφικές προτιμήσεις των νοικοκυριών), τη μεγάλη ζήτηση βασικών αγροτικών προϊόντων για παραγωγή βιοκαυσίμων, αλλά και την επιβολή περιορισμών στις εξαγωγές από σημαντικές χώρες – παραγωγούς.

Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ, μετρούμενος βάσει του ΕνΔΤΚ, κινήθηκε ανοδικό κατά το πρώτο εξάμηνο του 2008, καθώς από 3,2% τον Ιανουάριο ανήλθε σε 4,0% τον Ιούνιο και τον Ιούλιο, εξαιτίας της έντονης αύξησης των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων, και καθοδικά το δεύτερο εξάμηνο αντανακλώντας κυρίως τη ραγδαία υποχώρηση των διεθνών τιμών των εν λόγω προϊόντων, ιδιαίτερα του πετρελαίου. Ο πληθωρισμός υποχώρησε σε 1,6% το Δεκέμβριο. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2008)

Το 2009 στις προηγμένες οικονομίες υπήρξε μεγάλη υποχώρηση του πληθωρισμού (από 3,4% το 2008 στο 0,1%) λόγω της ύφεσης και της εξέλιξης των τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Αντιστοίχως και στη ζώνη του ευρώ ο πληθωρισμός κινήθηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα στη διάρκεια του έτους, σημειώνοντας μάλιστα ελαφρά αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς επί πεντάμηνο, μεταξύ Ιουνίου και Οκτωβρίου, κυρίως εξαιτίας των πολύ υψηλών διεθνών τιμών των καυσίμων και άλλων πρώτων υλών το αντίστοιχο διάστημα του 2008. Από το Νοέμβριο ο πληθωρισμός, μετρούμενος με τον Εναρμονιζόμενο ΔΤΚ, επανήλθε σε θετικές τιμές, και τελικά διαμορφώθηκε στο 0,3% το 2009 έναντι 3,3% το 2008. Η επίπτωση στον ΕνΔΤΚ από τον υψηλό ρυθμό ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (3,8%) υπεραντισταθμίστηκε από την επίδραση της μεγαλύτερης υποαπασχόλησης του παραγωγικού δυναμικού και της απότομης διεύρυνσης του παραγωγικού κενού (-4,5% του δυνητικού προϊόντος, από +0,7% το 2008), αλλά και της δραστηκής μείωσης της διεθνούς τιμής του αργού πετρελαίου (κατά 323% το 2009 σε όρους ευρώ). Τον Ιανουάριο του 2010 ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ διαμορφώθηκε σε 1,0%. και το Φεβρουάριο σε 0,9%, ενώ το Μάρτιο επιταχύνθηκε στο 1,4%, αντανακλώντας κυρίως την επίδραση από τη βάση σύγκρισης λόγω των πολύ χαμηλών τιμών του πετρελαίου κατά το προηγούμενο έτος. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2009)

Το τελευταίο έτος μελέτης το 2010 ο πληθωρισμός αυξήθηκε στις προηγμένες οικονομίες (στο 1,6%, από 0,1% το 2009), κυρίως λόγω της ανόδου των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, παρέμεινε όμως γενικά χαμηλός λόγω των συνθηκών υποαπασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών παρά τη σημειωθείσα ανάκαμψη. Στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες η έντονη οικονομική δραστηριότητα και η αύξηση των τιμών των τροφίμων είχαν ως αποτέλεσμα την άνοδο του πληθωρισμού στο 6,2%. Ο πληθωρισμός στη ζώνη του ευρώ αντιστοίχως αυξήθηκε στο 1,6% το 2010 από 0,3% το 2009, κυρίως λόγω της ανόδου των τιμών των καυσίμων και των τροφίμων. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2010)

Ακολουθεί διάγραμμα στο οποίο διαγράφεται η πορεία των τιμών βασικών εμπορευμάτων σε παγκόσμια κλίμακα στην υπό εξέταση πενταετία.



Διάγραμμα 1: Διεθνείς τιμές βασικών εμπορευμάτων

4.4. ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΑΝΕΡΓΙΑ

Η σταδιακή βελτίωση των συνθηκών στην αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ τα τελευταία έτη συνεχίστηκε με εντονότερο ρυθμό το 2006. Η απασχόληση αυξήθηκε κατά 1,4% και το μέσο ετήσιο ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο 7,7% (από 8,6% το 2005). Τον Ιανουάριο του ίδιου έτους το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε περαιτέρω σε 7,4%. Η θετική εξέλιξη των συνθηκών στην αγορά εργασίας οφείλεται κυρίως στην άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας και στη βελτίωση των προοπτικών των οικονομιών της ζώνης του ευρώ, αντανακλά όμως και τα αποτελέσματα των μεταρρυθμίσεων στην αγορά εργασίας σε αρκετές χώρες-μέλη τα προηγούμενα έτη. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2006)

Αξιοσημείωτη εξέλιξη αποτέλεσε η σημαντική περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας κατά το 2007 σχεδόν σε όλες τις οικονομικές περιοχές, λόγω των υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης και των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που εφαρμόστηκαν. Στις χώρες – μέλη του ΟΟΣΑ το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε από 5,9% το 2006 σε 5,4% το 2007, δηλαδή στο χαμηλότερο επίπεδο από το 1990. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2007)

Το ποσοστό ανεργίας στις προηγμένες οικονομίες, αφού είχε υποχωρήσει σε πολύ χαμηλά επίπεδα, ήδη το 2008 άρχισε να αυξάνεται εκ νέου παντού, λόγω της σφοδρότητας των επιπτώσεων της διεθνούς κρίσης στην επιχειρηματική δραστηριότητα και στις προσδοκίες καταναλωτών και επενδυτών. Στις ΗΠΑ το ποσοστό ανεργίας έφθασε στο 7,2% το Δεκέμβριο, το υψηλότερο επίπεδο από το 1993, έναντι 5% το Δεκέμβριο του 2007, ενώ το Μάρτιο του 2009 αυξήθηκε στο 8,5% (το υψηλότερο επίπεδο της τελευταίας 25ετίας).

Ο ρυθμός μεταβολής της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ έβαινε μειούμενος, από 0,4% το α' τρίμηνο του 2008 έναντι του προηγούμενου τριμήνου σε 0,2% το β' τρίμηνο και σε μηδενικό και αρνητικό επίπεδο (-0,3%) το γ' και δ' τρίμηνο αντίστοιχα. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2008)

Οι επιπτώσεις της οικονομικής ύφεσης στην αγορά εργασίας της ζώνης του ευρώ υπήρξαν σημαντικές, αν και η απασχόληση μειώθηκε λιγότερο από ότι το ΑΕΠ.

Συγκεκριμένα, η απασχόληση μειώθηκε κατά 1,9% το 2009 και το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε σχεδόν κατά 2 εκατοστιαίες μονάδες στο 9,4%. Υπήρξαν, ωστόσο, σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών – μελών της ζώνης του ευρώ. Στη Γερμανία π.χ. παρά τη μεγάλη πτώση του ΑΕΠ το 2009 κατά 5,0%, η απασχόληση έμεινε σταθερή και το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε μόλις κατά 0,2% στο 7,4%. Η μεγάλη ανθεκτικότητα της αγοράς εργασίας στη Γερμανία εν μέσω της χειρότερης ύφεσης των τελευταίων δεκαετιών αποτέλεσε αντικείμενο πολλών ερευνών και αναλύσεων. Αντίθετα, στην Ισπανία και την Ιρλανδία, οι οποίες επλήγησαν ιδιαίτερα από τη ραγδαία πτώση της δραστηριότητας στον κλάδο των κατασκευών (που είναι κλάδος έντασης εργασίας), η απασχόληση μειώθηκε περίπου κατά 6% και το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε κατά 6-7 εκατοστιαίες μονάδες (σε 18,0% στην Ισπανία και 11,8% στην Ιρλανδία). (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2009)

Το ποσοστό ανεργίας το 2010 αυξήθηκε περαιτέρω στο 8,3% (από 8% το 2009). Το επόμενο χρονικό διάστημα το ποσοστό ανεργίας προβλέπεται να παραμείνει ουσιαστικά αμετάβλητο, γύρω στο 10% του εργατικού δυναμικού, ενώ έντονες αναμένεται να παραμείνουν οι διαφορές σ' αυτό τον τομέα μεταξύ των επιμέρους χωρών. Οι καλύτερες επιδόσεις αναμένεται να σημειωθούν στην Αυστρία (4,3%) και την Ολλανδία (4,4%) και, από τις μεγαλύτερες οικονομίες, τη Γερμανία (6,6%), ενώ η Ισπανία θα εξακολουθήσει να καταγράφει το υψηλότερο ποσοστό ανεργίας (19,4%). (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2010)

4.5. ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

ΤΟ 2006 το δημοσιονομικό έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης στις μεγαλύτερες προηγμένες οικονομίες ως σύνολο υποχώρησε περαιτέρω ως ποσοστό του ΑΕΠ (στο 2,7% από 3,5% το 2005), παρέμεινε ωστόσο αρκετά υψηλό, κυρίως στην Ιαπωνία (4,3%) και την Ιταλία (4,4%). Η βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης στις προηγμένες οικονομίες προήλθε γενικά τόσο από την αύξηση των εσόδων λόγω της ανοδικής φάσης του οικονομικού κύκλου όσο και από τη δημοσιονομική πολιτική, η οποία συνέχισε να κινείται προς περιοριστική κατεύθυνση το 2006, καθώς το διαρθρωτικό δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ περιορίστηκε στο 2,7% του

δυναμικού ΑΕΠ από 3,3% το 2005. Σύμφωνα με το ΔΝΤ, η μείωση του διαρθρωτικού ελλείμματος ήταν μεγαλύτερη στις ΗΠΑ (στο 2,7% από 3,6% το 2005), τη Γερμανία (στο 1,8% από 2,8% το 2005) και τη Γαλλία (στο 1,4% από 2,2% το 2005). Το ύψος του ακαθάριστου δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ εκτιμάται ότι επίσης υποχώρησε ελαφρά το 2006 στις ΗΠΑ (στο 59,6%) και στη ζώνη του ευρώ (στο 69,3%), ενώ αυξήθηκε ελαφρά στο Ηνωμένο Βασίλειο (στο 43,2%). Στην Ιαπωνία το ύψος του ακαθάριστου δημόσιου χρέους, το οποίο αυξάνεται αλματωδώς ως ποσοστό του ΑΕΠ την τελευταία δεκαετία, διαμορφώθηκε στο 184,8% το 2006, από 182,9% το 2005. (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2006)

Η δημοσιονομική προσαρμογή συνεχίστηκε σε πολλές οικονομίες το 2007, βοηθούμενη όμως σημαντικά από τις ευνοϊκές κυκλικές συνθήκες και από έκτακτα έσοδα. Στο σύνολο των χωρών – μελών του ΟΟΣΑ, το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι υποχώρησε στο 1,6% του ΑΕΠ το 2007, από 1,8% το 2006. Στη ζώνη του ευρώ επιτεύχθηκε σημαντική βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης, με παράλληλη μείωση του κυκλικά προσαρμοσμένου ελλείμματος ως ποσοστού του ΑΕΠ. Αντίθετα, τα δημοσιονομικά ελλείμματα αυξήθηκαν στις ΗΠΑ, την Ιαπωνία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Σημειώνεται ότι η πρόοδος προς τη δημοσιονομική ισορροπία επιτρέπει τη λειτουργία των αυτόματων δημοσιονομικών σταθεροποιητών στην παρούσα φάση της οικονομικής επιβράδυνσης χωρίς να διακυβεύεται η δημοσιονομική σταθερότητα. (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2007)

Οι δυσμενείς αλληλεπιδράσεις των χρηματοπιστωτικών και των μακροοικονομικών εξελίξεων, ο διαφαινόμενος κίνδυνος μετεξέλιξης της ύφεσης σε βαθιά οικονομική κρίση σε παγκόσμιο επίπεδο και τα διδάγματα από το παρελθόν ώθησαν τις οικονομικές αρχές το 2008 στην εξαγγελία και τη λήψη έκτακτων μακροοικονομικών μέτρων, ιδίως το διάστημα Οκτωβρίου – Δεκεμβρίου, για την τόνωση της επιβραδυνόμενης οικονομικής δραστηριότητας. Επίσης οδήγησαν στη λήψη μέτρων για την ενίσχυση των εθνικών χρηματοπιστωτικών συστημάτων και τη μεταρρύθμιση του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Τα εκτεταμένα δημοσιονομικά μέτρα (αύξησης των δαπανών και μείωσης των φόρων) εκτιμήθηκε ότι θα επιδείνωναν τα δημοσιονομικά ελλείμματα και το δημόσιο χρέος κυρίως το 2009 και το 2010. Το 2008 το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ διευρύνθηκε στις ΗΠΑ στο 5,8% από 2,9% το 2007, ενώ στην Ιαπωνία έμεινε ουσιαστικά αμετάβλητο (2,6% έναντι 2,5% το 2007). Το δημοσιονομικό έλλειμμα της ζώνης του ευρώ επίσης αυξήθηκε το 2008, στο 1,8% του ΑΕΠ από το ιστορικά χαμηλό επίπεδο 0,7% του 2007 (εκτιμήσεις ΟΟΣΑ). (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2008)

Η οικονομική κρίση και η μεγάλη πτώση της οικονομικής δραστηριότητας είχαν, όπως αναμενόταν, δυσμενείς επιπτώσεις στα δημόσια οικονομικά των κρατών – μελών της ΕΕ και της ζώνης του ευρώ. Για τη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, το έλλειμμα του τομέα της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται ότι υπερτριπλασιάστηκε το 2009, σε 6,3% του ΑΕΠ από 2,0% το 2008. Επίσης, το δημόσιο χρέος υπολογίζεται ότι αυξήθηκε κατά περίπου 9 εκατοστιαίες μονάδες το 2009, σε 78,3% του ΑΕΠ. Συμφωνά με εκτιμήσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, περισσότερο από το μισό της αύξησης του ελλείμματος στη ζώνη του ευρώ το 2009 οφείλεται στην επίδραση του οικονομικού κύκλου, μέσω της λειτουργίας των αυτόματων δημοσιονομικών σταθεροποιητών. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2009)

Παρά τη σημαντική ανάκαμψη του ΑΕΠ που υπήρξε το 2010, η δημοσιονομική θέση των προηγμένων οικονομιών σημείωσε περιορισμένη μόνο βελτίωση (το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε κατά 1 εκατ. μονάδα στο 7,7% του ΑΕΠ), ενώ το διαρθρωτικό έλλειμμα ως ποσοστό του δυνητικού προϊόντος συνέχισε να αυξάνεται (σε 5,7%, από 5,4% του ΑΕΠ το 2009). Τα αποτελέσματα των προγραμμάτων περιστολής των δημοσιονομικών ελλειμμάτων που εφαρμόζονται σε ολόένα περισσότερες προηγμένες οικονομίες θα γίνουν πιο ορατά από το 2011. Ωστόσο, το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ προβλέπεται να αυξηθεί το 2011 σε όλες τις μεγάλες προηγμένες οικονομίες εκτός της Γερμανίας. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2010)

4.6. ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Το 2006 η νομισματική πολιτική στις κυριότερες προηγμένες οικονομίες βρέθηκε αντιμέτωπη με διαφορετικές προκλήσεις —κυρίως λόγω διαφορών, τόσο ως προς την κυκλική θέση των αντίστοιχων οικονομιών όσο και ως προς την ένταση των πληθωριστικών πιέσεων π.χ. μεταξύ των ΗΠΑ και των ευρωπαϊκών οικονομιών— ωστόσο κινήθηκε γενικά προς λιγότερο διευκολυντική κατεύθυνση για τρίτο συνεχές έτος. Οι κυριότερες αιτίες της αύξησης των βασικών επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες υπήρξαν οι πληθωριστικοί κίνδυνοι που συνδέονται με την άνοδο των τιμών των βασικών εμπορευμάτων και με τον υψηλό βαθμό χρησιμοποίησης των

παραγωγικών πόρων, καθώς και η γενικώς ταχεία πιστωτική επέκταση. Στις ΗΠΑ, το βασικό επιτόκιο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας αυξήθηκε περαιτέρω κατά 100 μονάδες βάσης το 2006 (με τέσσερις ισόποσες διαδοχικές αυξήσεις κατά 25 μονάδες βάσης) και διαμορφώθηκε στις 29.6.2006 στο 5,25%, επίπεδο στο οποίο παραμένει έως σήμερα.

Η ΕΚΤ, αφού διατήρησε τα επιτόκια της αμετάβλητα από τον Ιούνιο του 2003 μέχρι και το Νοέμβριο του 2005, στη συνέχεια τα αύξησε επτά φορές (κατά 175 μονάδες βάσης συνολικά) από τις 6.12.2005 έως και τις 14.3.2007, όταν το βασικό επιτόκιο της διαμορφώθηκε στο 3,75%. Στην Ιαπωνία, όπου παρά την προβλεπόμενη διατήρηση ικανοποιητικού ρυθμού οικονομικής ανόδου, δεν έχει ακόμη εδραιωθεί θετικός ρυθμός πληθωρισμού, η Τράπεζα της Ιαπωνίας προέβη σε δύο μόνο αυξήσεις του βασικού της επιτοκίου. Το βασικό της αναπροεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο βρισκόταν στο 0,1% από τις 19.9.2001, αυξήθηκε στις 14.7.2006 και στις 21.2.2007 και διαμορφώθηκε στο 0,75%. Στο Ηνωμένο Βασίλειο η Τράπεζα της Αγγλίας αύξησε —δύο φορές εντός του 2006 και άλλη μία φορά στις αρχές του τρέχοντος έτους— το βασικό βραχυπρόθεσμο επιτόκιο της, το οποίο διαμορφώθηκε στο 5,25% στις 11.1.2007. Παρόμοια πολιτική αυξήσεων των βασικών τους βραχυπρόθεσμων επιτοκίων ακολούθησαν μέσα στο 2006 οι κεντρικές τράπεζες και αρκετών άλλων οικονομιών, τόσο προηγμένων (π.χ. της Ελβετίας, της Δανίας, της Νορβηγίας, του Καναδά, της Αυστραλίας) όσο και αναδυόμενων (π.χ. της Ινδίας, της Κίνας, της Ρωσίας και της Τουρκίας). (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2006)

Η περιοριστική κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής η οποία εφαρμοζόταν σε αρκετές προηγμένες οικονομίες μέχρι και το πρώτο εξάμηνο του 2007 μεταβλήθηκε από το καλοκαίρι (είτε τηρήθηκε στάση αναμονής, όπως στη ζώνη του ευρώ και την Ελβετία, είτε η κατεύθυνση της πολιτικής αντιστράφηκε, όπως στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και τον Καναδά), καθώς η αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές οδήγησε σε έλλειψη ρευστότητας και αύξηση της μεταβλητότητας στις αγορές χρήματος, σε επανεκτίμηση προς τα άνω του επενδυτικού κινδύνου, υποχώρηση των δεικτών στις σημαντικότερες χρηματιστηριακές αγορές και αυξημένη αβεβαιότητα σχετικά με τις επιπτώσεις της αναταραχής στην οικονομική δραστηριότητα. Στις ΗΠΑ σημειώθηκε η πλέον δραστική μεταβολή νομισματικής πολιτικής, με στόχο την ομαλοποίηση των συνθηκών στις χρηματοπιστωτικές αγορές και τη σταθεροποίηση της οικονομικής δραστηριότητας. Από το Σεπτέμβριο του 2007 έως και το Μάρτιο του 2008 η Ομοσπονδιακή Τράπεζα προέβη σε μειώσεις επιτοκίου συνολικά κατά 300 μονάδες βάσης, με αποτέλεσμα το παρεμβατικό της επιτόκιο να διαμορφωθεί στο 2,25% στις 18 Μαρτίου 2008. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2007)

Κατά το έτος 2008 η νομισματική πολιτική κινήθηκε δραστικά στις περισσότερες οικονομίες, έχοντας να αντιμετωπίσει διαφορετικό "μείγμα" διαταραχών στη διάρκεια του έτους. Οι κεντρικές τράπεζες παρέσχεσαν έκτακτη ρευστότητα και εγγυήσεις και μείωσαν σημαντικά τα επιτόκια, ιδίως μετά το Σεπτέμβριο, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις προέβησαν σε αγορά προβληματικών περιουσιακών στοιχείων. Στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο τα βασικά επιτόκια μειώθηκαν ήδη από τις αρχές του 2008. Στη ζώνη του ευρώ η ΕΚΤ προχώρησε σε μείωση των επιτοκίων μετά τη ραγδαία υποχώρηση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων το δεύτερο εξάμηνο του 2008. Στις ΗΠΑ τα επιτόκια παρέμβασης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας διαμορφώθηκαν σχεδόν στο μηδέν το Δεκέμβριο του 2008, και λίγο αργότερα της ΕΚΤ στο 1,25% και της Τράπεζας της Αγγλίας στο 0,5%. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2008)

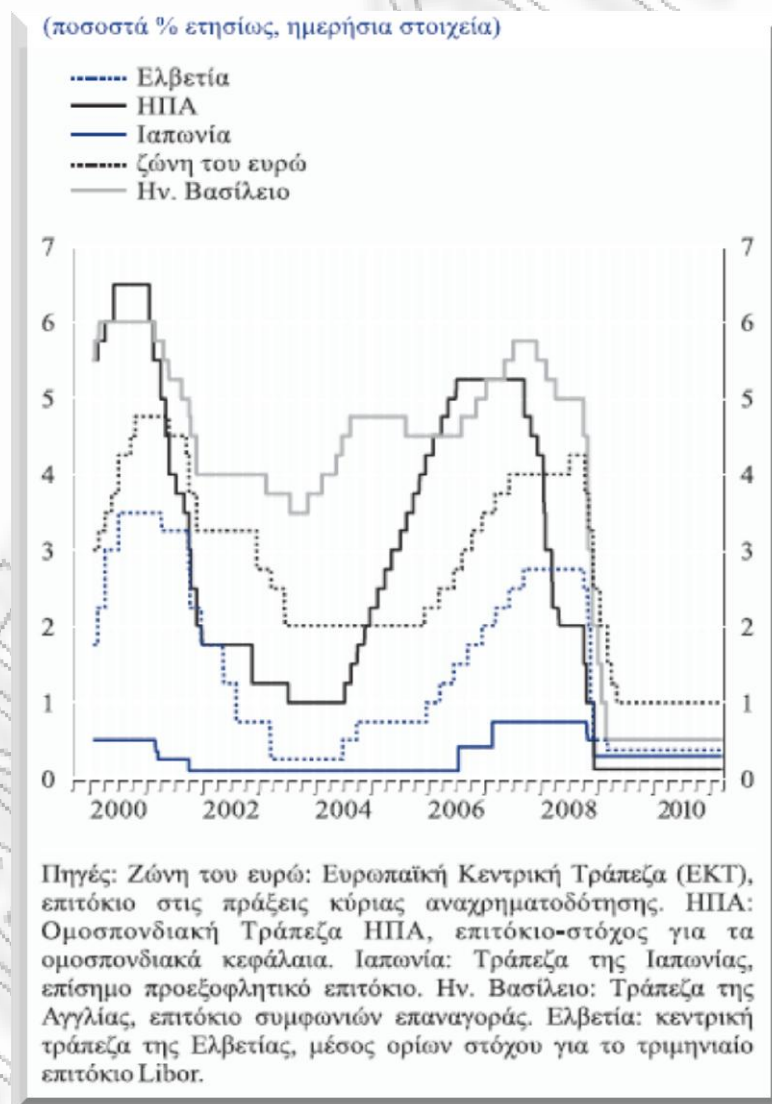
Η μεγάλη υποχώρηση του πληθωρισμού (στις προηγμένες οικονομίες στο 0,1% από 3,4% το 2008), κατά το 2009 όπως προαναφέραμε λόγω της ύφεσης και της εξέλιξης των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, έχει επιτρέψει στη νομισματική πολιτική να παραμένει εξαιρετικά χαλαρή στις περισσότερες μεγάλες οικονομίες. Το βασικά επιτόκια πολιτικής των κεντρικών τραπεζών των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας, του Ηνωμένου Βασιλείου και της ζώνης του ευρώ παραμένουν αμετάβλητα από το Μάιο του 2009, μεταξύ 0% και 1%.

Η μεταβλητότητα στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των κυριότερων νομισμάτων υποχώρησε κατά τη διάρκεια του 2009, αντανakλώντας τη σταδιακή μείωση της αβεβαιότητας στις διεθνείς αγορές για τις πιθανές επιπτώσεις της κρίσης στις παγκόσμιες μακροοικονομικές ανισορροπίες. Η εξέλιξη αυτή συνδυάστηκε με την υποχώρηση της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του δολαρίου κατά τη διάρκεια του 2009, ενώ το γιεν βρέθηκε στα υψηλότερα επίπεδα των τελευταίων προηγούμενων 14 ετών ως προς το δολάριο. Ο ευρύς δείκτης ονομαστικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας (ΣΣΙ) του ευρώ ενισχυόταν σχεδόν καθ' όλη τη διάρκεια του 2009 και σε μέσα επίπεδα ανατιμήθηκε κατά 2,2% έναντι του 2008. Σημειώνεται ότι ο ευρύς δείκτης ονομαστικής ΣΣΙ του ευρώ ήταν το 2009 (σε μέσα επίπεδα έτους) ανατιμημένος κατά 37,3% έναντι του 2000, ενώ ο αντίστοιχος δείκτης πραγματικής ΣΣΙ (με βάση τους ΔΤΚ) ήταν ανατιμημένος κατά 25,7% το 2009. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2009)

Το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών των περισσότερων χωρών παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα το 2010 και σε αρκετές από αυτές αυξήθηκε σημαντικά (στην Τουρκία, τη Ρουμανία και τη Σερβία). Εξαίρεση αποτελεί η Βουλγαρία, ο

εξωτερικός τομέας της οποίας, έστω και οριακά, κατέγραψε πλεόνασμα. Οι εισροές κεφαλαίων για άμεσες επενδύσεις κινήθηκαν σε χαμηλά επίπεδα, ενώ οι αυξήσεις των εισροών στην Τουρκία κυρίως αφορούν επενδύσεις χαρτοφυλακίου. Η πολιτική της νομισματικής χαλάρωσης, που υιοθετήθηκε και συνεχίστηκε καθ' όλη τη διάρκεια του 2010, λειτούργησε αποτελεσματικά, όπως πιστοποιούν οι θετικοί ρυθμοί ανάπτυξης που καταγράφονται πλέον στο σύνολο των χωρών από το τελευταίο τρίμηνο του 2010, φαίνεται όμως ότι τείνει να ολοκληρωθεί. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2010)

Στο διάγραμμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η μεταβολή των επιτοκίων κεντρικών τραπεζών για ολόκληρη την περασμένη δεκαετία.



Διάγραμμα 2: Βασικά επιτόκια κεντρικών τραπεζών

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 - ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ

5.1. ΓΕΝΙΚΑ

Η ελληνική οικονομία το 2006 εξακολούθησε να αναπτύσσεται με υψηλό ρυθμό, που έφθασε το 4,3%. Πρόκειται για μια σημαντική άνοδο του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ) επί 14 έτη χωρίς διακοπή, δηλαδή για τη μακρότερη περίοδο συνεχούς οικονομικής ανάπτυξης μετά τις δεκαετίες του 1950 και του 1960. Ιδιαίτερα τα χρόνια 1996 – 2006, κατά τα οποία ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε 4,1% και του κατά κεφαλήν ΑΕΠ σε 3,7%, οι αναπτυξιακές επιδόσεις της Ελλάδος ήταν μεταξύ των καλύτερων στη ζώνη του ευρώ, με αποτέλεσμα να υπάρξει σημαντική πρόοδος όσον αφορά τη σύγκλιση του βιοτικού επιπέδου της χώρας προς το μέσο όρο των περισσότερο ανεπτυγμένων οικονομιών της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Εκτός όμως από τη διατήρηση του ρυθμού ανάπτυξης σε υψηλό επίπεδο, σημειώθηκαν και άλλες σημαντικές θετικές εξελίξεις το 2006. Η απασχόληση παρουσίασε αξιόλογη αύξηση κατά 1,9%, ενώ το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο 8,9% (από 9,9% το 2005 και 12,1% το 1999). Η παραγωγικότητα αυξήθηκε σχεδόν κατά 2,5%, ενώ ο πληθωρισμός (βάσει του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή) υποχώρησε ελαφρά στο 3,3% (από 3,5% το 2005) παρά τη μεγάλη αύξηση της διεθνούς τιμής του πετρελαίου. Ιδιαίτερα σημαντική ήταν η βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών, καθώς το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε σε 2,6% του ΑΕΠ (από 5,5% το 2005), δηλαδή κάτω από την τιμή αναφοράς (3%) της Συνθήκης του Μάαστριχτ, ενώ το δημόσιο χρέος μειώθηκε στο 104,6% του ΑΕΠ (από 107,5% το 2005). (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2006)

Το κύριο χαρακτηριστικό των οικονομικών εξελίξεων το 2007 ήταν η διεθνής χρηματοπιστωτική αναταραχή και η άνοδος των τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων στις διεθνείς αγορές. Τα φαινόμενα αυτά εκδηλώθηκαν το δεύτερο εξάμηνο του έτους και οδήγησαν σε ένταση των πληθωριστικών πιέσεων και επιβράδυνση του

ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς, ιδίως τους τελευταίους μήνες του 2007. Αυτές οι διεθνείς οικονομικές εξελίξεις έχουν επηρεάσει δυσμενώς τον πληθωρισμό και το ρυθμό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ) επιβραδύνθηκε αισθητά, από 4,2% το πρώτο εξάμηνο σε 3,7% το δεύτερο εξάμηνο του 2007. Ο πληθωρισμός επιταχύνθηκε σημαντικά τους τελευταίους μήνες του 2007, αντανακλώντας κυρίως την αύξηση του εισαγόμενου πληθωρισμού (ιδίως των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των τροφίμων, εν μέρει για συγκυριακούς και εν μέρει για μονιμότερους λόγους διαρθρωτικού χαρακτήρα) και σε μικρότερο βαθμό του κόστους παραγωγής. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2007)

Η διεθνής κρίση που εμφανίστηκε το δεύτερο μισό του 2007 αρχίζει να επηρεάζει εμφανώς την ελληνική οικονομία το 2008. Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υποχώρησε στο 2,9% το 2008 από 4,0% το 2007, κυρίως λόγω της μεγάλης μείωσης των επενδύσεων. Ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης σημείωσε σταδιακή επιβράδυνση κατά τη διάρκεια του 2008 και για ολόκληρο το έτος υποχώρησε στο 2,2% από 3,0% το 2007. Ωστόσο, εξακολούθησε να αποτελεί τη σημαντικότερη συνιστώσα του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.

Αντίθετα, οι επενδύσεις σε κατοικίες συρρικνώθηκαν (πτώση κατά 29,1%) και οι επενδύσεις σε εξοπλισμό μειώθηκαν κατά 9,6%-, αντισταθμίζοντας έτσι τη θετική συμβολή της αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης στην εγχώρια ζήτηση. Η εγχώρια ζήτηση τελικά μειώθηκε και έτσι η αύξηση του ΑΕΠ αντανακλούσε κυρίως τη βελτίωση του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου αγαθών και υπηρεσιών (καθώς οι εισαγωγές μειώθηκαν αισθητά, ενώ οι εξαγωγές σημείωσαν μικρή αύξηση) και τη σημαντική (μη επιδιωχθείσα) συσσώρευση αποθεμάτων. Με άλλα λόγια, η εγχώρια ζήτηση μειώθηκε, ενώ το άθροισμα της εγχώριας και της καθαρής εξωτερικής ζήτησης αυξήθηκε, αλλά λιγότερο από ότι η παραγωγή, με αποτέλεσμα μέρος του παραχθέντος προϊόντος να παραμείνει αδιάθετο και να αυτοματοποιηθεί. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2008)

Ήδη το 2009 η ελληνική οικονομία αντιμετωπίζει μια βαθιά κρίση, με κυρία χαρακτηριστικά το πολύ μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα, το τεράστιο χρέος και τη συνεχή διάβρωση της ανταγωνιστικής της θέσης. Τα προβλήματα αυτά προϋπήρχαν της διεθνούς κρίσης του 2008 και ήταν αναπόφευκτο, χωρίς τολμηρές και αποφασιστικές παρεμβάσεις, να οδηγήσουν, αργά ή γρήγορα, σε αδιέξοδο. Καθώς οι παρεμβάσεις αυτές δεν έγιναν, η κατάσταση επιδεινώθηκε, με αποκορύφωμα το δημοσιονομικό εκτροχιασμό το 2008 και το 2009 και την κλιμάκωση της διαφοράς

αποδόσεων μεταξύ ελληνικών και γερμανικών κρατικών ομολόγων που ακολούθησε. Παράλληλα, η διεθνής κρίση μεγέθυνε τις συσσωρευμένες αρνητικές επιπτώσεις αυτών των χρόνιων αδυναμιών και επιτάχυνε την πτωτική πορεία της οικονομίας.

Οι εξελίξεις που ακολούθησαν δυστυχώς επιβεβαίωσαν τις δυσοίωνες προβλέψεις. Τον Απρίλιο του 2009 η Ελλάδα υπήχθη στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος, καθώς τα ελλείμματα του 2007 και του 2008 υπερέβαιναν την τιμή αναφοράς της Συνθήκης. Το 2009 το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης, όπως εγκαίρως είχε προειδοποιήσει η Τράπεζα της Ελλάδος, διαμορφώθηκε σε διψήφιο ποσοστό του ΑΕΠ (12,9%, σύμφωνα με τα στοιχεία που υποβλήθηκαν στη Eurostat στις 21.10.2009, και τελικά 13,6% σύμφωνα με αναθεωρημένα στοιχεία που δημοσιεύθηκαν από τη Eurostat στις 22.4.2010), ενώ το δημόσιο χρέος έφθασε το 115,1% του ΑΕΠ. Οι αρνητικές αυτές εξελίξεις προκάλεσαν μια σειρά υποβαθμίσεων της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας και μεγάλη διεύρυνση της διαφοράς αποδόσεων μεταξύ ελληνικών και γερμανικών κρατικών ομολόγων. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2009)

Η οικονομική κατάσταση για την ελληνική οικονομία επιδεινώθηκε στη διάρκεια του 2010, καθώς τα μέτρα για τον αναγκαίο περιορισμό του δημοσιονομικού ελλείμματος άρχισαν να επηρεάζουν όλους τους τομείς οικονομικής δραστηριότητας και ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης υποχώρησε σημαντικά. Σύμφωνα με εκτιμήσεις της ΕΛΣΤΑΤ (18.3.2011), το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 4,5% το 2010, μετά από μείωση κατά 2% το 2009. Μέσα σε αυτό το δυσμενές οικονομικό κλίμα η Ελλάδα αναγκάστηκε την άνοιξη του 2010 να προσφύγει στο Μηχανισμό Στήριξης με ό,τι σήμαινε αυτό για την ελληνική οικονομία. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2010)

5.2. ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΪΟΝ

Ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας επιταχύνθηκε το 2006. Συγκεκριμένα, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 4,3%, έναντι 3,7% το 2005, υπερβαίνοντας τις αρχικές εκτιμήσεις και προβλέψεις που είχαν διατυπωθεί από τους διεθνείς οργανισμούς, το Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών και την Τράπεζα της Ελλάδος. Η εγχώρια

ζήτηση ήταν ο κύριος προωθητικός παράγοντας αυτής της ανόδου, ενώ η μεταβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου (σε εθνικολογιστική βάση) είχε αρνητική συμβολή στο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ, έναντι θετικής συμβολής το 2005. Παρά την αύξηση των βασικών επιτοκίων από την ΕΚΤ και την άνοδο της πραγματικής σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ, οι νομισματικές και χρηματοπιστωτικές συνθήκες παρέμειναν ευνοϊκές για την οικονομική δραστηριότητα και επέτρεψαν την περαιτέρω χρηματοδότηση της δαπάνης των νοικοκυριών και των επιχειρηματικών επενδύσεων, θετικά επίσης συνέβαλε και το ευνοϊκό διεθνές περιβάλλον, ιδίως η αύξηση του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου, η οποία στήριξε την άνοδο των εξαγωγών αγαθών.

Επιπλέον, οι διαρθρωτικές παρεμβάσεις που έχουν ήδη υλοποιηθεί —αν και ο ρυθμός εφαρμογής τους δεν έχει φθάσει ακόμη στο επίπεδο που απαιτείται για την ταχεία διόρθωση των διαρθρωτικών αδυναμιών της οικονομίας— συνέτειναν στην ενίσχυση του παραγωγικού δυναμικού και την αποτελεσματικότερη λειτουργία των αγορών, συμβάλλοντας έτσι στη διαμόρφωση του υψηλού ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ. Παρά την ύπαρξη ορισμένων αδυναμιών, αυτοί οι ευνοϊκοί παράγοντες, σε συνδυασμό με τη βελτίωση του περιβάλλοντος μακροοικονομικής σταθερότητας και τη διαμόρφωση θετικών προοπτικών, αντιστάθμισαν πλήρως την επιβραδυντική επίδραση που είχαν στην οικονομική δραστηριότητα η σημαντική άνοδος των τιμών του πετρελαίου τους πρώτους οκτώ μήνες του 2006, η οποία επηρέασε δυσμενώς την εμπιστοσύνη των επιχειρήσεων και —σε περιορισμένη έκταση— την αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων των νοικοκυριών (αν και τελικά ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός υποχώρησε σε σύγκριση με το 2005).

Η ελληνική οικονομία ήταν το 2006 —μαζί με εκείνες της Ιρλανδίας, της Φινλανδίας και του Λουξεμβούργου— μια από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες οικονομίες μεταξύ των 15 πιο ανεπτυγμένων χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (δηλ. της ΕΕ-15), υπερβαίνοντας επίσης σημαντικά το ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο.

Σύμφωνα με τις εθνικολογιστικές εκτιμήσεις του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, η ιδιωτική κατανάλωση διατήρησε υψηλό ρυθμό ανόδου, ο οποίος μάλιστα επιταχύνθηκε (στο 3,9%, από 3,4% το 2005), και εξακολούθησε να αποτελεί τον κύριο προωθητικό παράγοντα της εγχώριας ζήτησης. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλαν η ταχύτερη αύξηση της μισθωτής απασχόλησης και του μέσου πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των μισθωτών, καθώς και ο υψηλός ρυθμός ανόδου των εισοδηματικών μεταβιβάσεων κοινωνικού χαρακτήρα προς οικονομικά ασθενέστερες

ομάδες του πληθυσμού που χαρακτηρίζονται από υψηλή ροπή προς κατανάλωση. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των καταναλωτικών δανείων, αν και υποχώρησε στο 23,9% το Δεκέμβριο του 2006 από 28,7% το Δεκέμβριο του 2005, παρέμεινε υψηλός και ενίσχυσε την καταναλωτική δαπάνη. Επιπλέον, αυξήθηκε η αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών: αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι εξακολούθησαν να αυξάνονται τόσο οι τιμές των κατοικιών, οι οποίες αποτελούν το σημαντικότερο περιουσιακό στοιχείο των νοικοκυριών στην Ελλάδα, όσο και οι τιμές των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Η δημόσια κατανάλωση αντιστοίχως αυξήθηκε το 2006 κατά 0,6% έναντι 1,0% το 2005. Η άνοδος αυτή θα πρέπει να αποδοθεί κυρίως στην αύξηση της απασχόλησης στο Δημόσιο.

Οι συνολικές ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου ανέκαμψαν το 2006 και σημείωσαν ρυθμό ανόδου 12,7%, μετά την ελαφρά κάμψη που είχαν καταγράψει το 2005 κυρίως λόγω της δραστικής περικοπής των δημόσιων επενδύσεων στο πλαίσιο της δημοσιονομικής προσαρμογής. Το 2006 οι δημόσιες επενδύσεις αυξήθηκαν κατά 7,6%, ενώ ο ρυθμός ανόδου των επιχειρηματικών επενδύσεων επιταχύνθηκε σημαντικά (σε 8,6%, από 1,5% το 2005), παρότι οι επενδύσεις των δημόσιων επιχειρήσεων μειώθηκαν.

Οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών ανέκαμψαν και αυξήθηκαν κατά 9,8%, σύμφωνα με τις εθνικολογιστικές εκτιμήσεις του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, μετά την κάμψη κατά 1,2% που είχαν σημειώσει το 2005. Η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου των εισαγωγών αποδίδεται κυρίως στους υψηλούς ρυθμούς ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης, καθώς και στην έντονη επενδυτική δραστηριότητα στον επιχειρηματικό τομέα της οικονομίας.

Οι υπηρεσίες, η συμμετοχή των οποίων στην εγχώρια παραγωγή αυξανόταν προοδευτικά με τα χρόνια, στήριξαν την άνοδο του ΑΕΠ το 2006. Κλάδοι όπως ο χρηματοπιστωτικός, οι τηλεπικοινωνίες, η διαχείριση ακίνητης περιουσίας και το εμπόριο είχαν ιδιαίτερα ικανοποιητικές επιδόσεις. Αντίθετα, η ακαθάριστη προστιθέμενη αξία της γεωργίας (σε σταθερές τιμές) μειώθηκε κατά 8,4%. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2006)

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ, το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 4,0%, έναντι 4,3% το 2006. Έτσι, ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ το 2007 και πάλι υπερέβη τον αντίστοιχο ρυθμό της ζώνης του ευρώ (2,6%) και η ελληνική οικονομία παρέμεινε μια από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες οικονομίες της ΕΕ. Ο υψηλός ρυθμός ανόδου της οικονομικής

δραστηριότητας το 2007 οφείλεται, όπως και τα προηγούμενα έτη, στη θετική συμβολή της εγχώριας ζήτησης (τόσο της ιδιωτικής κατανάλωσης όσο και των επενδύσεων, αν και ο ρυθμός ανόδου και των δυο εμφάνισε επιβράδυνση σε σύγκριση με το 2006), ενώ η μεταβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου (δηλαδή της διαφοράς μεταξύ εξαγωγών και εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών σε σταθερές τιμές) επέδρασε ανασχετικά στο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ.

Όσον αφορά τα βασικά μεγέθη της ζήτησης, η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης επιβραδύνθηκε αισθητά στο 3,2% το 2007, από 4,2% το 2006. Ο όγκος των λιανικών πωλήσεων (εκτός πωλήσεων αυτοκινήτων και καυσίμων) αυξήθηκε το 2007 κατά 2,3%, έναντι 8,0% το 2006,2 ενώ ο αριθμός των αυτοκινήτων Ι.Χ. που τέθηκαν για πρώτη φορά σε κυκλοφορία, αυξήθηκε το 2007 κατά 4,3% (2006: +0,5%).

Η άνοδος της ιδιωτικής κατανάλωσης συνέχισε να στηρίζεται κυρίως στην αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών και στην επέκταση της καταναλωτικής πίστης. Η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών αντανακλούσε κυρίως την άνοδο των μέσων πραγματικών αποδοχών (κατά 2,4%) και της απασχόλησης, καθώς και τα μέτρα που ενίσχυσαν τα πιο χαμηλά εισοδήματα, όπως ήταν η αύξηση του Επιδόματος Κοινωνικής Αλληλεγγύης Συνταξιούχων - ΕΚΑΣ, των συντάξεων του ΟΓΑ και του επιδόματος ανεργίας. Στη διαμόρφωση και διατήρηση του ρυθμού αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης σε υψηλά επίπεδα τα τελευταία χρόνια έχει συμβάλει επίσης και η αύξηση του πληθυσμού λόγω της συνεχιζόμενης εισροής οικονομικών μεταναστών.

Η δημόσια κατανάλωση (σε εθνικολογιστική βάση και σε σταθερές τιμές) αυξήθηκε κατά 7,4% το 2007, ενώ το 2006 είχε αυξηθεί μόνο κατά 0,3%. Η μεγάλη αυτή άνοδος αντανακλά κυρίως τις δαπάνες που συνδέονται με τις καταστροφικές πυρκαγιές του καλοκαιριού, καθώς και τις δαπάνες διεξαγωγής των βουλευτικών εκλογών του Σεπτεμβρίου του 2007.

Ειδικότερα, η μείωση των επενδύσεων σε κατοικίες κατά 6,8% το 2007 (μετά από αύξηση κατά 21,5% το 2006) συνδέεται κυρίως με τη μεγάλη αύξηση του αποθέματος των διαθέσιμων κατοικιών και την ικανοποίηση μεγάλου μέρους των στεγαστικών αναγκών του πληθυσμού, ύστερα από μια μακρά περίοδο έντονης κατασκευαστικής δραστηριότητας. Πάντως, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων παρέμεινε υψηλός, αν και υποχώρησε στο 21,4% το Δεκέμβριο του 2007, από 25,8% το Δεκέμβριο του 2006. Επισημαίνεται ότι οι επενδύσεις σε άλλες κατασκευές αυξήθηκαν κατά 11,4%, με αποτέλεσμα οι συνολικές επενδύσεις σε κατασκευές να αυξηθούν κατά 1,9%.

Οι επιχειρηματικές επενδύσεις αυξήθηκαν κατά 10,3% το 2007, έναντι 13,3% το 2006, και η συμβολή τους στο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ ήταν ιδιαίτερα σημαντική (1,7 εκατοστιαία μονάδα). Ο ρυθμός ανόδου των δημόσιων επενδύσεων (σε σταθερές τιμές) επιβραδύνθηκε αισθητά στο 1,7% το 2007, από 7,7% το 2006. Σχετικά μικρότερη επιβράδυνση παρατηρήθηκε στις εκταμιεύσεις του Προγράμματος Δημόσιων Επενδύσεων, οι οποίες αυξήθηκαν το 2007 κατά 7,6% (σε τρέχουσες τιμές), έναντι 8,9% το 2006.

Ο ρυθμός ανόδου τέλος των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών παρέμεινε το 2007 υψηλότερος από το ρυθμό ανόδου της εγχώριας ζήτησης. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι η διάρθρωση της εγχώριας παραγωγής αγαθών δεν ανταποκρίνεται επαρκώς στην εγχώρια ζήτηση, ενώ αντανακλά και τη σωρευτική απώλεια διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές κατά τα τελευταία έτη. Η υποχώρηση του ρυθμού ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης, αλλά και των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου, είχε ως συνέπεια ο ρυθμός ανόδου των εισαγωγών αγαθών και υπηρεσιών σε σταθερές τιμές (σε εθνικολογιστική βάση) να υποχωρήσει αισθητά το 2007 στο 7,0% από 8,7% το 2006. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2007)

Η επιβράδυνση που εμφάνισε ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας από το τέταρτο τρίμηνο του 2007 κατά τη διάρκεια του 2008 σταδιακά έγινε εντονότερη, επηρεάζοντας όλους τους τομείς της οικονομίας. Ο μέσος ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ το 2008 υποχώρησε στο 2,9%, από 4% το 2007.

Η σταδιακή επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας και η διαμόρφωση τους, σε όλη τη διάρκεια του 2008, σε επίπεδα που σαφώς υπολείπονται του μεσοπρόθεσμου δυναμικού ρυθμού οφείλεται αφενός στην αποδυνάμωση μιας σειράς παραγόντων που επηρέαζαν ευνοϊκά την οικονομία συνεχώς τα προηγούμενα έτη και αφετέρου στις επιπτώσεις της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής αναταραχής (που εξελίχθηκε σε κρίση), οι οποίες έγιναν αισθητές στην Ελλάδα με κάποια καθυστέρηση, κυρίως από το δεύτερο εξάμηνο του 2008.

Η εγχώρια τελική ζήτηση το 2008 υποχώρησε (κατά 0,6%) για πρώτη φορά από την ένταξη της χώρας στη ζώνη του ευρώ, συμβάλλοντας αρνητικά κατά 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας στο ρυθμό ανόδου του ΑΕΠ. Συγκεκριμένα, η αρνητική συμβολή (2,8 εκατ. μονάδες) της μείωσης των επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου υπεραντιστάθμισε τη θετική συμβολή (2,1 εκατ. μονάδες) της αύξησης της ιδιωτικής και της δημόσιας κατανάλωσης. Η συρρίκνωση των επενδύσεων σε κατοικίες (κατά 29,1%) καθόρισε σε μεγάλο βαθμό την αρνητική εξέλιξη της εγχώριας ζήτησης. Αντίθετα, η μεταβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου σε εθνικολογιστική βάση συνέβαλε θετικά (κατά 2,1

εκατ. μονάδες) στην άνοδο του ΑΕΠ, αποκλειστικά λόγω της σημαντικής μείωσης των εισαγωγών. Στην άνοδο του ΑΕΠ συνέβαλε (κατά 1,5 εκατ. μονάδα) και η καταγραφείσα συσσώρευση των αποθεμάτων (βλ. Πίνακα V.1). Με απλούστερη διατύπωση, η εγχώρια ζήτηση μειώθηκε, ενώ το άθροισμα της εγχώριας και της εξωτερικής ζήτησης αυξήθηκε, αλλά λιγότερο από ότι η παραγωγή, με αποτέλεσμα να αποθεματοποιηθεί μέρος του παραχθέντος προϊόντος.

Ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης σημείωσε σταδιακή επιβράδυνση κατά τη διάρκεια του 2008 και για ολόκληρο το έτος διαμορφώθηκε στο 2,2%, έναντι 3,0% το 2007. Ωστόσο, εξακολούθησε να αποτελεί τη σημαντικότερη συνιστώσα του ρυθμού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Στην άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης το 2008 συνέβαλε η αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών, αλλά και η επέκταση της καταναλωτικής πίστης, ο ετήσιος ρυθμός της οποίας παρέμεινε υψηλός, αν και επιβραδύνθηκε το τελευταίο τρίμηνο του 2008. Η βελτίωση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών αντανάκλασε κυρίως τη σημαντική άνοδο των μέσων προ φορολογίας αποδοχών, την αύξηση της απασχόλησης, την παρατηρηθείσα υστέρηση των εσόδων από τη φορολογία φυσικών προσώπων, αλλά και τη σημαντική αύξηση των μεταβιβαστικών πληρωμών κοινωνικού χαρακτήρα προς ορισμένες ευπαθείς ομάδες του πληθυσμού. Επιπλέον, τα εισοδήματα των νοικοκυριών ενισχύθηκαν από την πτώση του πληθωρισμού τους τελευταίους μήνες του έτους. Η αυξανόμενη αβεβαιότητα που συνδέεται με τη χρηματοπιστωτική κρίση οδήγησε σε μικρή αύξηση του ποσοστού αποταμίευσης. Η άνοδος της δημόσιας κατανάλωσης (σε σταθερές τιμές) παρέμεινε υψηλή στο 3,2% το 2008, αν και περιορίστηκε κάπως σε σύγκριση με το 2007 (7,7%).

Η μεγάλη μείωση της ζήτησης επενδυτικών αγαθών το 2008 (κατά 11,5%, έναντι ανόδου κατά 4,9% το 2007) προήλθε κυρίως από την καθίζηση των επενδύσεων σε κατοικίες, αλλά και την υποχώρηση των επενδύσεων σε εξοπλισμό κατά 9,6% (έναντι αύξησης κατά 9,1% το 2007). Επισημαίνεται ότι η σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του υπολοίπου των στεγαστικών δανείων επηρέασε αρνητικά την απορρόφηση του πλεονάσματος νεόδμητων και παλαιότερων κατοικιών και λειτούργησε αποτρεπτικά για νέες επενδύσεις. Σημειώνεται πάντως ότι οι επενδύσεις σε κατασκευές εκτός κατοικιών αυξήθηκαν κατά 8,7% το 2008, περιορίζοντας κάπως την υποχώρηση των συνολικών επενδύσεων σε κατασκευές στο -14,6%. Από την άλλη πλευρά οι δημόσιες επενδύσεις έμειναν σχεδόν αμετάβλητες, έναντι αύξησης της τάξεως του 2% το 2007, ενώ οι επιχειρηματικές επενδύσεις μειώθηκαν, εξέλιξη που εν μέρει αντανάκλασε την καθυστέρηση ή και την αναβολή υλοποίησης των επενδυτικών σχεδίων των επιχειρήσεων.

Οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών σε εθνικολογιστική βάση αυξήθηκαν κατά 2,2% το 2008, αντανakλώντας τη σημαντική αύξηση των εισπράξεων από υπηρεσίες μεταφορών (ναυτιλιακές) που καταγραφόταν έως και τον Οκτώβριο. Το τέταρτο τρίμηνο του έτους όμως, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των εξαγωγών υπηρεσιών μεταστράφηκε σε αρνητικό. Οι εξαγωγές αγαθών εξακολούθησαν να υποχωρούν και το 2008, αλλά με σαφώς ασθενέστερο ρυθμό (-1,1% έναντι-7,3% το 2007). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη συνεχιζόμενη μείωση της ανταγωνιστικότητας. Οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών σημείωσαν έντονη πτώση κατά 4,4% το 2008, μετά από άνοδο κατά 6,7% το 2007. Η αντιστροφή αυτή αντανakλά την υποτονικότητα της εγχώριας ζήτησης, συγκεκριμένα την επιβράδυνση της ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης και τη μείωση της επενδυτικής ζήτησης. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2008)

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ παρέμεινε αρνητικός σε όλη τη διάρκεια του 2009 (-1,0% το πρώτο τρίμηνο, -1,9% το δεύτερο, -2,5% το τρίτο και το τέταρτο τρίμηνο), ενώ για ολόκληρο το έτος κατά μέσο όρο διαμορφώθηκε στο -2,0% (2008: +2,0%). Η σταδιακή επιδείνωση επιβεβαιώνεται και από την εξέλιξη του σύνθετου δείκτη οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος. Αντίθετα, ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος για την Ελλάδα (που καταρτίζεται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή βάσει των ερευνών που διεξάγει το IOBE στις επιχειρήσεις και τους καταναλωτές) εμφάνισε σχετική βελτίωση στο διάστημα Απριλίου-Οκτωβρίου.

Εξάλλου, εκτιμάται ότι το παραγωγικό κενό της οικονομίας ήταν αρνητικό το 2009 παρότι και ο δυναμικός ρυθμός ανάπτυξης υποχώρησε σημαντικά σε σύγκριση με το 2008, αντανakλώντας τη σημαντική μείωση της συμβολής του κεφαλαίου λόγω της μείωσης των επενδύσεων.

Το 2009 η εγχώρια ζήτηση συνέβαλε αρνητικά (για πρώτη φορά από το 1992) στη μεταβολή του ΑΕΠ, αντανakλώντας κυρίως τη μείωση των επενδύσεων και της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η δημόσια κατανάλωση συνέβαλε θετικά στη μεταβολή του ΑΕΠ. Οι αρνητικές εξελίξεις στην τελική εγχώρια ζήτηση αντισταθμίστηκαν μόνο εν μέρει από τη θετική συμβολή του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου (δηλαδή των καθαρών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών), η οποία αντανakλούσε το γεγονός ότι λόγω της ύφεσης οι εισαγωγές μειώθηκαν, σε απόλυτα επίπεδα, περισσότερο από τις εξαγωγές.

Η μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης σε σταθερές τιμές κατά 1,8% αποτυπώνεται στη σημαντική μείωση του όγκου λιανικών πωλήσεων (πλην αυτοκινήτων και καυσίμων) κατά 9,3% και του αριθμού των νέων Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων που τέθηκαν στην κυκλοφορία κατά 17,4%. Η μείωση αυτή οφείλεται κυρίως στη μείωση της

απασχόλησης και την επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του διαθέσιμου εισοδήματος ακόμη και των ατόμων που δεν έχασαν μεν τις θέσεις εργασίας τους, αλλά αντιμετώπισαν περιορισμό του μέσου χρόνου απασχόλησης τους. Η κάμψη της ιδιωτικής κατανάλωσης τεκμαίρεται εξάλλου και από τη μεγάλη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των καταναλωτικών δανείων (σε 2,0% το Δεκέμβριο του 2009 από 16,0% στο τέλος του 2008).

Η δημόσια κατανάλωση αυξήθηκε κατά 9,6% σε σταθερές τιμές (έναντι μόνο 0,6% το 2008), αντανakλώντας τόσο την άνοδο της συνολικής δαπάνης για αμοιβές εργαζομένων στον τομέα της γενικής κυβέρνησης όσο και την αύξηση των λοιπών καταναλωτικών δαπανών (της ενδιάμεσης κατανάλωσης) του ίδιου τομέα.

Οι ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου (δημόσιες και ιδιωτικές) μειώθηκαν κατά 13,9% σε σταθερές τιμές το 2009, μετά από μείωση κατά 7,4% το 2008. Οι επενδύσεις της γενικής κυβέρνησης, αυξήθηκαν κατά 3,5% περίπου σε σταθερές τιμές. Η σημαντική υποχώρηση της επενδυτικής δαπάνης στον ιδιωτικό τομέα συνδέεται κατ' αρχάς με την πτώση των επενδύσεων σε κατοικίες κατά 21,7% (μετά από μείωση κατά 29,1% το 2008), η οποία αντανakλάται και στη μεγάλη επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού ανόδου της στεγαστικής πίστης σε 3,7% το Δεκέμβριο του 2009, από 11,5% το Δεκέμβριο του 2008. Ταυτόχρονα, ο ετήσιος ρυθμός πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις επιβραδύνθηκε σημαντικά στο 5,1% το Δεκέμβριο του 2009 από 18,7% το Δεκέμβριο του 2008. Η μείωση των επενδύσεων για δεύτερο συνεχόμενο έτος επηρέασε αρνητικά το ρυθμό μεταβολής τόσο του τρέχοντος ΑΕΠ όσο και του δυνητικού προϊόντος. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2009)

Το 2010 σύμφωνα με εκτιμήσεις της ΕΛΣΤΑΤ (18.3.2011), το ΑΕΠ μειώθηκε κατά 4,5%, μετά από μείωση κατά 2% το 2009. Η μεταβολή της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας (σε σταθερές τιμές συντελεστών παραγωγής, δηλ. αφού αφαιρεθούν οι έμμεσοι φόροι και προστεθούν οι επιδοτήσεις) ήταν -5,2%. Για το 2010, η διαφορά ανάμεσα στις πραγματοποιήσεις και τις προβλέψεις των περισσότερων οργανισμών (για μείωση κοντά στο 4%) εξηγείται από τη μεγαλύτερη της αναμενόμενης μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης και των επενδύσεων και τη μικρότερη της αναμενόμενης υποχώρηση των εισαγωγών (που ήταν πάντως μεγάλη).

Γενικά η οικονομική κατάσταση της χώρας επιδεινώθηκε στη διάρκεια του 2010, καθώς τα μέτρα για τον αναγκαίο περιορισμό του δημοσιονομικού ελλείμματος άρχισαν να επηρεάζουν όλους τους τομείς οικονομικής δραστηριότητας και ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης υποχώρησε σημαντικά. Ωστόσο, ελλείπει εποχικά διορθωμένων εθνολογιστικών τριμηνιαίων στοιχείων, είναι προς το παρόν δύσκολο να γίνουν

ακριβείς εκτιμήσεις για την πορεία του ΑΕΠ μέσα στο έτος (δηλαδή για τη μεταβολή του κάθε τριμήνου σε σύγκριση με το αμέσως προηγούμενο τρίμηνο). Επισημαίνεται πάντως ότι ο ετήσιος ρυθμός μείωσης του ΑΕΠ έφθασε το -6,6% το δ' τρίμηνο του 2010, από -0,7% το α' τρίμηνο, -5,0% το β' και -5,1% το γ' τρίμηνο του έτους.

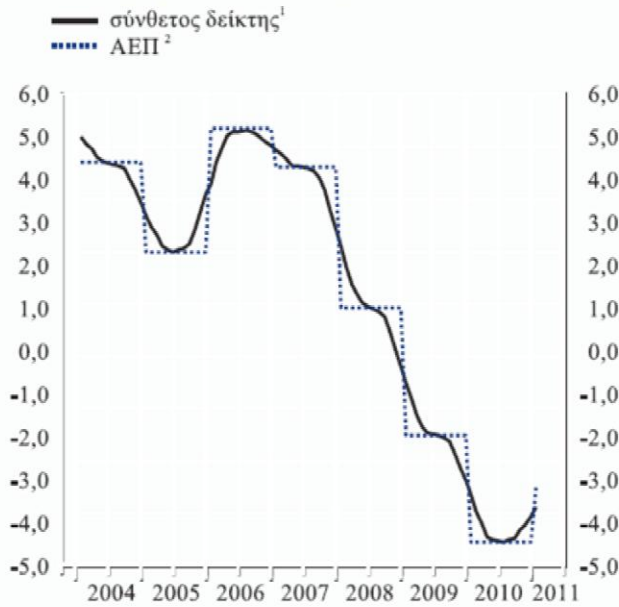
Από την πλευρά της δαπάνης, τη μεγαλύτερη συμβολή στην υποχώρηση του ΑΕΠ είχαν η ιδιωτική κατανάλωση (μειώθηκε κατά 4,5% σε σταθερές τιμές, συμβάλλοντας κατά 3,3 εκατοστιαίες μονάδες) και οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου (μειώθηκαν κατά 16,5%, συμβάλλοντας κατά 3,1 εκατ. μονάδες). Η μείωση της δημόσιας κατανάλωσης κατά 6,5% συνέβαλε κατά 1,3 εκατ. μονάδα στην υποχώρηση του ΑΕΠ. Οι ανωτέρω μειώσεις εν μέρει αντισταθμίστηκαν από τη θετική συμβολή (κατά 2,3 εκατ. μονάδες) της μεταβολής του πραγματικού εξωτερικού ισοζυγίου (δηλ. των καθαρών εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών) κυρίως λόγω της σημαντικής μείωσης (κατά 8,4%) των εισαγωγών αγαθών και λόγω της ανόδου των εξαγωγών αγαθών κατά 4,8% και υπηρεσιών κατά 3,2%.

Η μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης αποτυπώνεται στη σημαντική μείωση του όγκου λιανικών πωλήσεων (πλην αυτοκινήτων και καυσίμων) κατά 6,9% και του αριθμού των νέων Ι.Χ. επιβατικών αυτοκινήτων που τέθηκαν σε κυκλοφορία κατά 37,2%.

Όσον αφορά τις εξελίξεις από την πλευρά της προσφοράς, το προϊόν μειώθηκε σε όλους τους τομείς με εξαίρεση τον πρωτογενή τομέα. Στη μείωση του συνολικού προϊόντος συνετέλεσε περισσότερο ο τομέας των υπηρεσιών λόγω της σημαντικής υποχώρησης της προστιθέμενης αξίας που παράγει, καθώς και της μεγάλης σημασίας του για την οικονομία συνολικά. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2010)

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η μεταβολή της εθνικής οικονομικής δραστηριότητας την εξεταζόμενη περίοδο, παράλληλα στον πίνακα εμφανίζονται τα μεγέθη του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος και της ακαθάριστης εθνικής δαπάνης.

A. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος (Ιανουάριος 2004 - Ιανουάριος 2011)



B. Ο σύνθετος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας που καταρτίζεται από την Τράπεζα της Ελλάδος και ο δείκτης οικονομικού κλίματος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την Ελλάδα (Ιανουάριος 2004 - Μάρτιος 2011)



Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος (για το σύνθετο δείκτη, καθώς και για το ΑΕΠ του 2011), ΕΛΣΤΑΤ (για το ΑΕΠ 2004 - 2010) και Ευρωπαϊκή Επιτροπή (για το δείκτη οικονομικού κλίματος).

- 1 Μηνιαίοι ρυθμοί εκατοστιαίας μεταβολής, που έχουν αναχθεί σε ετήσια βάση.
- 2 Ετήσιος ρυθμός.
- 3 Μηνιαία στοιχεία.

Διάγραμμα 3: Πορεία δεικτών ελληνικής οικονομικής δραστηριότητας (Α.Ε.Π.)

Πίνακας 3: Ακαθάριστη δαπάνη της ελληνικής οικονομίας και ακαθάριστο εγχώριο προϊόν

(σταθερές αγοραίες τιμές έτους 2000)

	Αξία σε εκατ. ευρώ	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές							
		2000	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1. Ιδιωτική κατανάλωση	98.627	3,8	4,5	5,2	2,8	3,2	-2,2	-4,5	
2. Δημόσια κατανάλωση	24.271	3,5	1,1	8,8	8,2	1,5	10,3	-6,5	
3. Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου	29.450	0,4	-6,3	10,6	5,5	-7,5	-11,2	-16,5	
3.1 Κατασκευές	17.944	-3,0	-7,8	16,4	-4,1	-18,9	-12,3	-12,5	
3.2 Εξοπλισμός	10.415	4,5	-4,8	3,0	22,3	6,6	-11,8	-23,5	
3.2 Λοιπές	1.091	8,6	-1,9	7,1	-12,2	-11,7	13,6	22,0	
4. Εγχώρια τελική ζήτηση ¹	152.349	3,0	1,7	6,8	4,2	0,8	-1,8	-6,9	
5. Αποθέματα και στατιστικές διαφορές (% του ΑΕΠ)	2.328	0,5	-0,3	-0,6	1,1	1,6	-0,9	0,0	
6. Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	33.882	17,3	2,5	5,3	5,8	4,0	-20,1	3,8	
6.1 Εξαγωγές αγαθών	14.253	9,4	6,3	11,7	1,5	3,8	-18,0	4,8	
6.2 Εξαγωγές υπηρεσιών	19.629	22,8	0,1	1,0	9,0	4,1	-21,5	3,2	
7. Τελική ζήτηση	188.558	4,7	1,3	6,3	5,8	1,7	-6,8	-4,6	
8. Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών	52.277	5,7	-1,5	9,7	9,9	4,0	-18,6	-4,9	
8.1 Εισαγωγές αγαθών	40.730	4,4	-1,2	10,7	10,2	2,1	-18,5	-8,4	
8.2 Εισαγωγές υπηρεσιών	11.548	11,7	-2,9	4,9	8,1	13,7	-18,9	11,1	
ΑΕΠ σε αγοραίες τιμές	136.281	4,4	2,3	5,2	4,3	1,0	-2,0	-4,5	

Συμβολή στη μεταβολή του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (εκατοστιαίες μονάδες)

1. Ιδιωτική κατανάλωση		2,8	3,2	3,8	2,0	2,3	-1,6	-3,3
2. Δημόσια κατανάλωση		0,6	0,2	1,4	1,4	0,3	1,8	-1,3
3. Ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου		0,1	-1,5	2,3	1,2	-1,7	-2,3	-3,1
3.1 Κατασκευές		-0,4	-1,0	1,9	-0,5	-2,3	-1,2	-1,1
3.2 Εξοπλισμός		0,4	-0,4	0,3	1,9	0,7	-1,2	-2,2
3.3 Λοιπές		0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,2
4. Εγχώρια τελική ζήτηση ¹		3,4	1,9	7,5	4,7	0,9	-2,0	-7,7
5. Αποθέματα και στατιστικές διαφορές		-0,7	-0,7	-0,4	1,7	0,5	-2,5	0,9
6. Εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών		3,6	0,6	1,2	1,3	0,9	-4,9	0,8
6.1 Εξαγωγές αγαθών		0,8	0,6	1,1	0,2	0,4	-1,9	0,4
6.2 Εξαγωγές υπηρεσιών		2,6	0,0	0,1	1,2	0,6	-3,0	0,4
7. Τελική ζήτηση		6,3	1,7	8,4	7,8	2,3	-9,4	-6,0
8. Εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών		2,0	-0,5	3,3	3,5	1,5	-7,1	-1,5
8.1 Εισαγωγές αγαθών		1,3	-0,3	2,9	3,0	0,6	-5,7	-2,2
8.2 Εισαγωγές υπηρεσιών		0,7	-0,2	0,3	0,5	0,9	-1,4	0,7
9. Ισοζύγιο αγαθών και υπηρεσιών (καθαρές εξαγωγές)		1,6	1,1	-2,0	-2,1	-0,5	2,2	2,3
ΑΕΠ σε αγοραίες τιμές		4,4	2,3	5,2	4,3	1,0	-2,0	-4,5

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Εθνικοί Λογαριασμοί, αναθεωρημένα στοιχεία για τα έτη 2004-2009 και προσωρινές εκτιμήσεις για το 2010, Μάρτιος 2011.
1 Δεν περιλαμβάνονται αποθέματα και στατιστικές διαφορές.

5.3. ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

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

Η περιορισμένη υποχώρηση του πληθωρισμού το 2006 αντανακλά το γεγονός ότι οι ευνοϊκές επιδράσεις ορισμένων παραγόντων αντισταθμίστηκαν σε μεγάλο βαθμό από τις δυσμενείς επιδράσεις άλλων. Ειδικότερα ευνοϊκά επέδρασαν η σταδιακή εξάλειψη (από τον Απρίλιο του 2006 και μετά) της επίδρασης που είχε στον ετήσιο ρυθμό ανόδου των τιμών καταναλωτή η αύξηση των συντελεστών έμμεσης φορολογίας (από τον Απρίλιο του 2005 και μετά), η σημαντική επιβράδυνση του μέσου ετήσιου ρυθμού αύξησης των τιμών του αργού πετρελαίου και των εγχώριων λιανικών τιμών των καυσίμων, σε κάποιο βαθμό η δημοσιονομική πολιτική, καθώς και η ενίσχυση του ανταγωνισμού στον τομέα του λιανικού εμπορίου. Ακόμη, ο πληθωρισμός θα ήταν υψηλότερος εάν οι αυξήσεις των τιμολογίων των επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας αντανακλούσαν πλήρως τις αυξήσεις των στοιχείων του κόστους. Δυσμενώς επέδρασαν στον πληθωρισμό η μεγάλη επιτάχυνση της ανόδου των τιμών των βασικών εμπορευμάτων (εκτός καυσίμων) στην παγκόσμια αγορά και των τιμών των εισαγόμενων αγαθών (επίσης εκτός καυσίμων), καθώς και το γεγονός ότι οι τιμές των νωπών οπωροκηπευτικών αυξήθηκαν το 2006, ενώ το 2005 είχαν μειωθεί. Επίσης, δυσμενώς επέδρασε η σημαντικά ταχύτερη από ότι το 2005 άνοδος του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, η οποία επηρεάστηκε και από το γεγονός ότι η υπερβάλλουσα ζήτηση στην οικονομία εξακολούθησε να ασκεί πληθωριστικές πιέσεις.

Δεδομένου ότι στη ζώνη του ευρώ ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ και ο πυρήνας του πληθωρισμού έμειναν αμετάβλητοι το 2006 (στο 2,2% και 1,5%, αντίστοιχα), η απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο μειώθηκε σε 1,1 εκατοστιαία μονάδα (από 1,3 εκατοστιαία μονάδα το

2005) και η απόκλιση του πυρήνα σε 1,4 εκατ. μονάδα (από 1,7 εκατ. μονάδα το 2005). Όπως και τα προηγούμενα έτη, η διαφορά μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ως προς την ετήσια άνοδο του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (2,4 εκατοστιαίες μονάδες) ήταν μεγαλύτερη από τη διαφορά του πληθωρισμού. Η διαφορά του πληθωρισμού συνεπάγεται σημαντική μείωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές, η οποία αντανάκλαται εν μέρει στο διευρυνόμενο έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και στο γεγονός ότι το ποσοστό ανεργίας, αν και μειώθηκε, παραμένει σχετικά υψηλό.

Κατά ένα μέρος, η προς τα άνω απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο οφείλεται στη σύγκλιση του επιπέδου των τιμών και των εισοδημάτων στην Ελλάδα προς το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ. (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2006)

Το 2007 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ) υποχώρησε στο 3,0%, από 3,3% το 2006. Η υποχώρηση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού οφείλεται κυρίως σε προσωρινούς ευνοϊκούς παράγοντες, ιδίως όσον αφορά την εξέλιξη της τιμής των καυσίμων, οι οποίοι στη συνέχεια αντιστράφηκαν. Στην υποχώρηση του μέσου ετήσιου πληθωρισμού συνέβαλε επίσης η επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού άνοδου των τιμών των επεξεργασμένων ειδών διατροφής έως το Σεπτέμβριο (αντίθετα, το τελευταίο τρίμηνο του έτους ο ρυθμός αυτός επιταχύνθηκε). Έτσι, το τέταρτο τρίμηνο του 2007 ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού διαμορφώθηκε σε υψηλότερο επίπεδο από ότι το αντίστοιχο τρίμηνο του 2006 (3,6% έναντι 3,2%).

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

Η απόκλιση του πληθωρισμού στην Ελλάδα από το αντίστοιχο μέγεθος στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο παρέμεινε μεγάλη το 2007, αν και μειώθηκε ελαφρά - σε 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας, από 1,1 εκατοστιαία μονάδα το 2006. Μεγάλη παρέμεινε επίσης η απόκλιση του πυρήνα του πληθωρισμού, η οποία πάντως μειώθηκε ελαφρά - σε 1,2 εκατοστιαία μονάδα, από 1,4 εκατοστιαία μονάδα το 2006.

Λόγω της παραπάνω διαφοράς του πληθωρισμού, συνεχίστηκε η υποχώρηση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας ως προς τις τιμές. Συγκεκριμένα,

υπολογίζεται ότι η πραγματική σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (έναντι 28 εμπορικών εταίρων της χώρας) με βάση τις τιμές καταναλωτή (δηλαδή οι σχετικές τιμές καταναλωτή εκφρασμένες σε κοινό νόμισμα) αυξήθηκε σωρευτικά κατά 15% μεταξύ του 2000 και του 2007, ενώ το σχετικό κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, εκφρασμένο σε κοινό νόμισμα, αυξήθηκε σωρευτικά σχεδόν κατά 20% στο σύνολο της οικονομίας και κατά 41% στη μεταποίηση. Οι αυξήσεις αυτές ισοδυναμούν με αντίστοιχη απώλεια ανταγωνιστικότητας.

Η ανατίμηση του ευρώ έναντι του δολαρίου και άλλων νομισμάτων στη διάρκεια του 2007 συνέβαλε σημαντικά στη μείωση του εισαγόμενου πληθωρισμού. Το ευρώ ανατιμήθηκε κατά 10,3% έναντι του δολαρίου μεταξύ Δεκεμβρίου του 2006 και Δεκεμβρίου του 2007, ενώ η μέση ετήσια ανατίμηση του ήταν 9,15%. Εξάλλου, η ονομαστική ισοτιμία του ευρώ έναντι όλων των άλλων νομισμάτων, σταθμισμένη με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος, αυξήθηκε κατά 1,9% μεταξύ Δεκεμβρίου του 2006 και Δεκεμβρίου του 2007, ενώ η μέση ετήσια ανατίμηση ήταν 1,4%.

Όσον αφορά τα περιθώρια κέρδους, τα διαθέσιμα στοιχεία αφορούν κυρίως τα ετήσια αποτελέσματα χρήσεως των εταιριών με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑ, ενώ τα εμφανιζόμενα κέρδη αντανάκλουν και έσοδα από εργασίες των εταιριών εκτός Ελλάδος, καθώς και έκτακτα έσοδα.

Οι πληθωριστικές πιέσεις από την πλευρά της ζήτησης παρέμειναν ισχυρές το 2007. Συγκεκριμένα, οι ρυθμοί ανόδου της καταναλωτικής και της επενδυτικής ζήτησης διατηρήθηκαν υψηλοί το 2007, αν και επιβραδύνθηκαν. (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2007)

Ο πληθωρισμός εμφάνισε μεγάλη μεταβλητότητα στη διάρκεια του 2008. Τους πρώτους επτά μήνες του έτους, όταν οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου αυξάνονταν συνεχώς, ο ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού (βάσει του ΕνΔΤΚ) είχε φθάσει στο υψηλότερο επίπεδο από το 1998 (4,9% το Μάιο, τον Ιούνιο και τον Ιούλιο). Στη συνέχεια όμως, λόγω της μεγάλης πτώσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων, ο πληθωρισμός υποχώρησε ραγδαία και το Δεκέμβριο διαμορφώθηκε στο 2,2%, δηλαδή στο χαμηλότερο επίπεδο από το 2000. Λόγω των εξελίξεων έως και τον Ιούλιο, ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός διαμορφώθηκε το 2008 σε επίπεδο σημαντικά υψηλότερο από ότι το 2007 (4,2% έναντι 3,0%).

Ο πυρήνας του πληθωρισμού (που δεν περιλαμβάνει τις τιμές της ενεργείας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής) διατηρήθηκε σε υψηλό επίπεδο το 2008 (3,4% κατά μέσο όρο, σημειώνοντας μόνο μικρή αύξηση σε σύγκριση με το 2007 (3,2%), καθώς

δέχθηκε αντίρροπες επιδράσεις. Συγκεκριμένα, από την πλευρά της ζήτησης οι πληθωριστικές πιέσεις μειώθηκαν, ενώ από την πλευρά της προσφοράς ο ρυθμός ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος επιταχύνθηκε.

Η διεθνής τιμή του Αργού πετρελαίου τύπου Brent σε δολάρια ΗΠΑ αυξανόταν συνεχώς έως τον Ιούλιο του 2008, στη συνέχεια όμως υποχώρησε σημαντικά έως το Δεκέμβριο. Εξαιτίας αυτής της μεταβλητότητας, η εν λόγω τιμή εμφάνισε μέση ετήσια αύξηση 33,9% το 2008, αλλά το Δεκέμβριο του 2008 ήταν μειωμένη κατά 52,8% σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2007. Οι ανωτέρω εξελίξεις επηρέασαν ανάλογα τις τιμές των εισαγόμενων και των εγχωρίως πωλουμένων καυσίμων.

Το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας εκτιμάται ότι αυξήθηκε το 2008 κατά 5,4%, δηλαδή περισσότερο από ότι το 2007 (4,0%). Στον επιχειρηματικό τομέα (που περιλαμβάνει τις δημόσιες και τις ιδιωτικές επιχειρήσεις και τις τράπεζες) το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 4,7%, έναντι 4,8% το 2007. Η επιτάχυνση της ανόδου του κόστους εργασίας στο σύνολο της οικονομίας οφείλεται κυρίως στο ότι ο ρυθμός αύξησης των μέσων ονομαστικών προ φορολογίας αποδοχών επιταχύνθηκε στο 6,6%, από 5,2% το 2007, ενώ ο ρυθμός ανόδου της παραγωγικότητας ήταν ελαφρά χαμηλότερος από ότι το 2007. (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2008)

Το 2009 ακολούθως ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός υποχώρησε στο 1,3%, έναντι 4,2% το 2008. Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού, που είχε αρχίσει να επιβραδύνεται από τον Αύγουστο του 2008, συνέχισε να υποχωρεί έως και το Σεπτέμβριο του 2009, όταν διαμορφώθηκε στο 0,7%. Από τον Οκτώβριο όμως, και ιδίως από το Νοέμβριο, άρχισε και πάλι να αυξάνεται, κυρίως λόγω της σημαντικής ανόδου των τιμών των καυσίμων σε σύγκριση με τα πολύ χαμηλά επίπεδα του τελευταίου διμήνου του 2008, και το Δεκέμβριο έφθασε στο 2,6%. Ο πυρήνας του πληθωρισμού, ο οποίος δεν περιλαμβάνει τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων ειδών διατροφής, εμφάνισε σχεδόν συνεχή επιβράδυνση από τον Οκτώβριο του 2008 και μετά, με αποτέλεσμα το Δεκέμβριο του 2009 να διαμορφωθεί στο 1,8%, ενώ το μέσο επίπεδο του το 2009 ήταν σημαντικά χαμηλότερο από εκείνο του 2008.

Η μεγάλη αποκλιμάκωση του γενικού πληθωρισμού το 2009 αντανακλά, σε σημαντικό βαθμό, τη ραγδαία υποχώρηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων το δεύτερο εξάμηνο του. Αν και το επίπεδο της τιμής του αργού πετρελαίου (σε δολάρια) στην παγκόσμια αγορά εμφάνισε ανάκαμψη από τις αρχές του 2009, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της σε ευρώ παρέμεινε αρνητικός έως και

τον Οκτώβριο, εξακολουθώντας έτσι να συμβάλλει στη διαμόρφωση χαμηλών επιπέδων του πληθωρισμού. Εξάλλου, στην υποχώρηση του πυρήνα του πληθωρισμού συνετέλεσε σημαντικά η μείωση της συνολικής ζήτησης. Το 2009 η πλευρά της ζήτησης άσκησε αντιπληθωριστικές πιέσεις, αντίθετα από ό,τι συνέβαινε τα προηγούμενα χρόνια. Η εξασθένηση της ζήτησης συνοδεύθηκε τόσο από στασιμότητα ή μείωση των περιθωρίων κέρδους των επιχειρήσεων όσο και από αξιόλογη επιβράδυνση της ανόδου του κόστους εργασίας (ιδίως στον επιχειρηματικό τομέα) δηλαδή από εξελίξεις που συνετέλεσαν και από την πλευρά της προσφοράς στην υποχώρηση του πυρήνα του πληθωρισμού.

Παρόλα αυτά ο πυρήνας του πληθωρισμού παρέμεινε υψηλότερος από ότι στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο (κατά 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας το 2009, έναντι 1 εκατοστιαίας μονάδας το 2008), επειδή η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να χαρακτηρίζεται από συνθήκες ατελούς ανταγωνισμού στις αγορές των συντελεστών παραγωγής. Οι συνθήκες αυτές επηρεάζουν δυσμενώς τη διαμόρφωση των τιμών. Παρομοίως, όσον αφορά τον ετήσιο ρυθμό πληθωρισμού βάσει του ΕνΔΤΚ, η διαφορά έναντι της ζώνης του ευρώ ήταν 1 εκατοστιαία μονάδα το 2009 (έναντι 0,9 της εκατοστιαίας μονάδας το 2008).

Η διεθνής τιμή του αργού πετρελαίου τύπου Brent σε δολάρια ΗΠΑ, η οποία αυξανόταν συνεχώς έως τον Ιούλιο του 2008, στη συνέχεια υποχώρησε ραγδαία έως το Δεκέμβριο και από τον Ιανουάριο του 2009 εμφάνισε ανάκαμψη. Έτσι, το Δεκέμβριο του 2009 η τιμή του πετρελαίου σε ευρώ ήταν αυξημένη κατά 60,7% σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2008. Όμως, η μέση ετήσια τιμή σε ευρώ για ολόκληρο το 2009 ήταν μειωμένη κατά 32,3%. Οι εξελίξεις αυτές επηρέασαν ανάλογα τις τιμές των εισαγόμενων και των εγχωρίως πωλούμενων καυσίμων. Επιπλέον, οι τιμές των εισαγωγών εκτός ενέργειας (σύμφωνα με το σχετικό δείκτη της ΕΣΥΕ για τη βιομηχανία) εμφάνισαν το 2009 σημαντική επιβράδυνση του μέσου ετήσιου ρυθμού ανόδου τους (σε 0,5%, έναντι 2,5% το 2008), η οποία επίσης συνέβαλε στην υποχώρηση του πληθωρισμού. Η επιβράδυνση αυτή της ανόδου των τιμών των εισαγωγών σε ευρώ αντανάκλα τη σημαντική μείωση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων εκτός ενέργειας σε δολάρια ΗΠΑ και των ρυθμών πληθωρισμού παγκοσμίως, η οποία υπεραντιστάθμισε την πληθωριστική επίδραση που προήλθε από το γεγονός ότι η μέση ετήσια άνοδος της ονομαστικής ισοτιμίας του ευρώ σταθμισμένης βάσει του εξωτερικού εμπορίου της Ελλάδος ήταν το 2009 μικρότερη από αυτή το 2008 (1,2%, έναντι 2,5%).

Η αισθητή μείωση της ζήτησης το 2009 συνεπάγεται, σύμφωνα με τις διαθέσιμες εκτιμήσεις, ότι το "παραγωγικό κενό" της ελληνικής οικονομίας ήταν αρνητικό το 2009,

ενώ όλα τα τελευταία χρόνια ήταν θετικό. Το αρνητικό "παραγωγικό κενό" συνετέλεσε σε μείωση του πυρήνα του πληθωρισμού, ο οποίος μάλιστα θα ήταν χαμηλότερος αν δεν επικρατούσαν συνθήκες ατελούς ανταγωνισμού στην οικονομία. Η εξέλιξη της ζήτησης και το αρνητικό "παραγωγικό κενό" αντανακλώνται και στην επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος και στη στασιμότητα ή συμπίεση των περιθωρίων κέρδους το 2009. (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2009)

Το 2010 παρά την υποχώρηση της ζήτησης και τη μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, σημειώθηκε προσωρινή έξαρση του πληθωρισμού, που οφειλόταν κυρίως στη μεγάλη αύξηση της έμμεσης φορολογίας, αλλά και στην ταχεία άνοδο της τιμής του πετρελαίου. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) εμφάνισε έντονη επιτάχυνση από 2,3% τον Ιανουάριο του 2010 σε 5,7% το Σεπτέμβριο, φθάνοντας στο υψηλότερο επίπεδο από τον Αύγουστο του 1997, ενώ στη συνέχεια υποχώρησε ελαφρά και το Δεκέμβριο διαμορφώθηκε στο 5,2%.

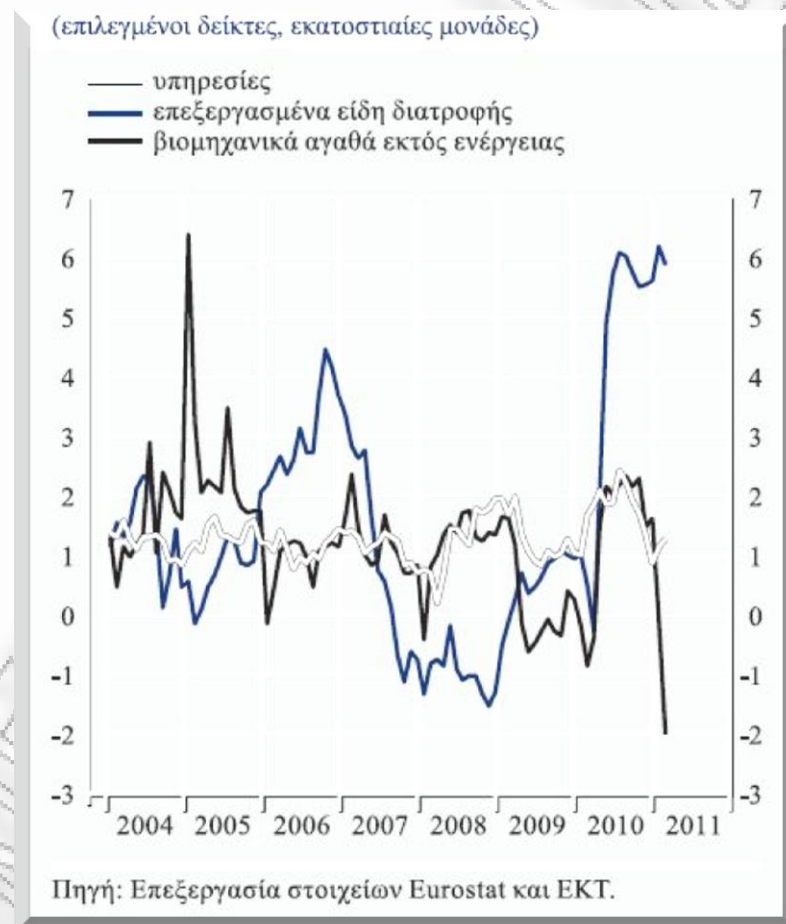
Άνοδο επίσης σε υψηλό επίπεδο εμφάνισε και ο πυρήνας του πληθωρισμού (που δεν περιλαμβάνει τις τιμές της ενέργειας και των μη επεξεργασμένων τροφίμων), από 1,4% τον Ιανουάριο του 2010 στο 3,9% τον Αύγουστο, ενώ στη συνέχεια υποχώρησε στο 3,0% το Δεκέμβριο. Για ολόκληρο το 2010, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΕνΔΤΚ έφθασε το 4,7%, από 1,3% το 2009, ενώ το μέσο επίπεδο του πυρήνα του πληθωρισμού διαμορφώθηκε στο 3,0%, από 2,2% το 2009.

Η άνοδος της τιμής του αργού πετρελαίου στην παγκόσμια αγορά, που σε μέσα ετήσια επίπεδα έφθασε το 36,1% σε όρους ευρώ το 2010, έναντι μείωσης κατά 32,3% το 2009 (πετρέλαιο τύπου Brent). Παράλληλα, στην έξαρση του πληθωρισμού το 2010 συνέβαλε, αλλά σε πολύ μικρότερο βαθμό, και η ανάκαμψη των τιμών των εισαγόμενων προϊόντων εκτός της ενέργειας. Στην άνοδο των τιμών αυτών σε ευρώ συνετέλεσε και το ότι η μέση ετήσια ισοτιμία του ευρώ σταθμισμένη με βάση το εξωτερικό εμπόριο της Ελλάδος υποχώρησε κατά 2,8% το 2010.

Αντίθετα, επιβραδυντικό ρόλο στη διαμόρφωση του πληθωρισμού είχε το 2010 η υποχώρηση της ζήτησης, που αντανακλάται και στον περιορισμό των περιθωρίων κέρδους. Πράγματι, τα περιθώρια κέρδους μειώθηκαν, καθώς, σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία που αφορούν τα ετήσια αποτελέσματα του 2010 για 193 εταιρίες με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, οι οποίες δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα, τα μικτά κέρδη μειώθηκαν κατά 16,0% σε σύγκριση με το 2009, τα δε καθαρά κέρδη προ φόρων μειώθηκαν κατά 66,4%. Επιβραδυντικό ρόλο

στη διαμόρφωση του πληθωρισμού είχε και η εκτιμώμενη μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος το 2010 κατά 3,0% στο σύνολο της οικονομίας (μετά από αύξηση 5,4% το 2009) και κατά 1,8% στον επιχειρηματικό τομέα (2009: +3,4%). Αξίζει να σημειωθεί ότι στη ζώνη του ευρώ το κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας μειώθηκε κατά 0,7% το 2010. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2010)

Στο παρακάτω διάγραμμα αλλά και τους πίνακες εμφανίζονται οι μεταβολές σημαντικών στοιχείων που αναφέρθηκαν παραπάνω την εξεταζόμενη περίοδο.



Διάγραμμα 4: Διαφορές ετήσιων ρυθμών πληθωρισμού της Ελλάδας και της ζώνης του ευρώ

Πίνακας 4: Συμβολές στη διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδας και ζώνης του ευρώ

(εκατοστιαίες μονάδες)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Διαφορά μέσων ετήσιων ρυθμών μεταβολής ΕνΔΤΚ	1,3	1,1	0,9	1,0	1,1	3,1
Συμβολές:						
Πυρήνας του πληθωρισμού	1,40	1,15	1,00	0,77	0,91	1,60
<i>εκ του οποίου</i>						
Υπηρεσίες	0,51	0,43	0,50	0,56	0,64	0,71
Επεξεργασμένα είδη διατροφής	0,10	0,44	0,13	-0,14	0,14	0,52
Βιομηχανικά αγαθά χωρίς τιμές ενέργειας	0,79	0,28	0,35	0,35	0,13	0,37
Μη επεξεργασμένα είδη διατροφής	-0,30	-0,12	-0,06	0,03	0,39	-0,12
Ενέργεια	0,20	0,11	-0,03	0,24	-0,25	1,66

Πηγή: Επεξεργασία στοιχείων Eurostat και Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Πίνακας 5: Αποδοχές και κόστος εργασίας Ελλάδας

(ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (εκτίμ.)	2011 (προβλ.)
Ελλάδα								
Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (ονομαστικές):								
- στο σύνολο της οικονομίας	7,2	4,4	5,7	5,2	6,2	4,6	-5,0	-2,7
- στο Δημόσιο ¹	9,7	2,3	3,1	3,8	7,1	5,2	-9,5	-3,0
- στις επιχειρήσεις κοινής ωφελείας	9,9	7,6	7,0	7,1	8,2	7,7	-5,5	-6,2
- στις τράπεζες	8,0	1,5 ²	10,8	8,9	0,0	3,7	-1,8	-3,3
- στο μη τραπεζικό ιδιωτικό τομέα	5,8	5,6	6,8	6,1	6,5	2,8	-2,9	-1,7
Κατώτατες αποδοχές	4,8	4,9	6,2	5,4	6,2	5,7	1,7	0,9
Μέσες ακαθάριστες αποδοχές (πραγματικές)	4,2	0,9	2,4	2,2	1,9	3,3	-9,3	-5,0 έως -5,8
Συνολική δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές	8,9	5,8	7,8	8,2	8,5	3,2	-7,3	-5,1
Δαπάνη για αποδοχές και εργοδοτικές εισφορές ανά μισθωτό	7,6	3,9	5,9	5,6	6,8	4,9	-4,5	-2,2
Κόστος εργασίας ανά μονάδα προϊόντος:³								
- στο σύνολο της οικονομίας	4,3	3,4	3,2	3,8	7,4	5,4	-3,0	-2,0
- στον επιχειρηματικό τομέα ⁴	3,0	3,8	3,8	4,5	6,7	3,4	-1,8	-2,7

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ (ΑΕΠ 2004-2010), εκτιμήσεις-προβλέψεις της Τράπεζας της Ελλάδος (για το ΑΕΠ το 2011 και για τα υπόλοιπα έτη μεγέθη το 2004-2011).

1 Μέση μισθολογική δαπάνη.

2 Ο σχετικά χαμηλός ρυθμός αύξησης των μέσων αποδοχών στις τράπεζες αντανάκλα κυρίως μεταβολές στη διάρθρωση του προσωπικού.

3 Υπολογισμοί του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος βάσει του αναθεωρημένου ΑΕΠ (Μάρτιος 2011).

4 Ο επιχειρηματικός τομέας περιλαμβάνει τις ιδιωτικές και τις δημόσιες επιχειρήσεις και τις τράπεζες.

5.4. ΑΝΕΡΓΙΑ

Η άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας το 2006 συνοδεύθηκε από σημαντική αύξηση της απασχόλησης κατά 1,9%, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ), και από μείωση του ποσοστού ανεργίας σε 8,9%, από 9,9% το 2005.

Η αύξηση της απασχόλησης το 2006 ήταν σημαντική και αρκετά υψηλότερη από εκείνη που καταγράφηκε την περίοδο 2000-2005, όταν ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ (4,4%) συνοδεύθηκε από μέση ετήσια αύξηση της απασχόλησης κατά 1,3% περίπου. Η αύξηση του αριθμού των απασχολουμένων οδήγησε σε άνοδο του ποσοστού απασχόλησης για τις ηλικίες 15-64 ετών σε 61 % το 2006, από 58,1% κατά μέσον όρο την περίοδο 2000-2005. Η μεταβολή αυτή προήλθε από την αύξηση της απασχόλησης ατόμων άνω των 25 ετών, η οποία ήταν ταχύτερη από την αύξηση του πληθυσμού της ίδιας ηλικίας και υψηλότερη για τις γυναίκες από ότι για τους άνδρες. Αντίθετα, όσον αφορά τα άτομα 15-24 ετών παρατηρήθηκε υποχώρηση του ποσοστού απασχόλησης, καθώς η απασχόληση μειώθηκε ταχύτερα από ότι ο πληθυσμός της ίδιας ηλικίας.

Στην αύξηση της απασχόλησης το 2006 συνέβαλαν κατά 1,2 εκατοστιαίες μονάδες η άνοδος του αριθμού των μισθωτών (+1,8%), κατά 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας η άνοδος του αριθμού των αυτοαπασχολουμένων (+ 1,3%) και κατά 0,3 η άνοδος του αριθμού των "βοηθών στην οικογενειακή επιχείρηση" (+ 5,5%).

Η άνοδος της απασχόλησης προήλθε κυρίως από τον τριτογενή τομέα (υπηρεσίες) και επισημαίνεται ότι —σύμφωνα με την ΕΕΔ— σε αυτήν συνέβαλε σημαντικά η αύξηση της απασχόλησης στη δημόσια διοίκηση. Αντίθετα, στον πρωτογενή τομέα καταγράφηκε υποχώρηση της απασχόλησης, ενώ στο δευτερογενή τομέα (μεταποίηση, ηλεκτρισμός – φωταέριο – νερό και κατασκευές) συνολικά καταγράφηκε οριακή αύξηση.

Βάσει των στοιχείων τόσο της ΕΕΔ όσο και του ΟΑΕΔ παρουσιάζεται σημαντική μείωση του αριθμού των ανέργων το 2006. Σύμφωνα με τον ορισμό και τα στοιχεία της ΕΕΔ, ο μέσος αριθμός των ανέργων το 2006 ήταν 434 χιλ. άτομα (ποσοστό ανεργίας

8,9%), δηλαδή μικρότερος κατά 43 χιλ. από ό, τι το 2005 (ποσοστό ανεργίας 9,9%). Μείωση του αριθμού των ανέργων παρατηρήθηκε σε όλες τις ηλικιακές ομάδες και για τα δύο φύλα, με μόνη εξαίρεση τους άνδρες ηλικίας 15-19 ετών, όπου υπήρξε μικρή αύξηση του αριθμού των ανέργων. Η υποχώρηση του μέσου αριθμού των ανέργων το 2006 μπορεί να αποδοθεί για τους μεν άνδρες κυρίως στον περιορισμό του αριθμού εκείνων που έχασαν την εργασία τους μέσα στο έτος, για τις δε γυναίκες κυρίως στην αύξηση των δυνατοτήτων εύρεσης εργασίας.

Οι εξελίξεις αυτές συνάδουν με την ιδιαίτερα σημαντική μείωση το 2006 του αριθμού των ατόμων με διάρκεια ανεργίας μικρότερη των δύο μηνών. Αντίθετα, το μέσο ποσοστό των μακροχρόνια ανέργων (δηλ. εκείνων που είναι άνεργοι για 12 ή περισσότερους μήνες) επί του συνολικού αριθμού των ανέργων αυξήθηκε σε 56,0% το 2006, από 54,2% το 2005, επειδή ο αριθμός των μακροχρόνια ανέργων μειώθηκε λιγότερο από τον αριθμό των ατόμων που ήταν άνεργα για βραχύτερο χρονικό διάστημα. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2006)

Αντίστοιχα με το 2006 έτσι και το 2007 η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας συνοδεύθηκε από άνοδο της απασχόλησης κατά 1,3% και μείωση του ποσοστού ανεργίας στο 8,3% (από 8,9% το 2006). Η άνοδος της απασχόλησης προήλθε κυρίως από τον ιδιωτικό μη αγροτικό τομέα και δευτερευόντως από το δημόσιο τομέα, ενώ στον αγροτικό τομέα όπως και τα προηγούμενα έτη η απασχόληση συνέχισε να μειώνεται. της συνολικής απασχόλησης. Η αυξημένη ζήτηση εργασίας φαίνεται ότι προήλθε κυρίως από επιχειρήσεις με 10 ή λιγότερους απασχολούμενους, ενώ μικρότερη ήταν η άνοδος στις μεγαλύτερες επιχειρήσεις.

Σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ), η αύξηση της απασχόλησης στον ιδιωτικό μη αγροτικό τομέα προήλθε κυρίως από την άνοδο του αριθμού των μισθωτών στον τομέα αυτό κατά 3,2% ενώ ο αριθμός των αυτοαπασχολούμενων και των βοηθών στις οικογενειακές επιχειρήσεις αυξήθηκε οριακά (0,1%). Οι εβδομαδιαίες ώρες απασχόλησης των μισθωτών στον ιδιωτικό μη αγροτικό τομέα και στο δημόσιο υποχώρησαν κατά 1% και 1,8% αντίστοιχα. Μείωση παρατηρήθηκε και στις μέσες εβδομαδιαίες ώρες απασχόλησης των αυτοαπασχολούμενων.

Ως προς τις μορφές τώρα απασχόλησης, το ποσοστό των μισθωτών στη μη αγροτική οικονομία (ιδιωτικό και δημόσιο τομέα) με συμβάσεις αορίστου χρόνου δεν μεταβλήθηκε σημαντικά (από 89,7% το 2006 διαμορφώθηκε σε 89,4% το 2007). Ωστόσο, ανάμεσα στους νέους (15-29 ετών) το ποσοστό αυτό μειώθηκε ελαφρά, από 81,9% το 2006 σε 80,8% το 2007, λόγω της διεύρυνσης του ποσοστού εκείνων που

εργάζονται με συμβάσεις ορισμένου χρόνου.

Στον πρωτογενή τομέα ο μέσος ετήσιος αριθμός των απασχολουμένων το 2007 ήταν κατά 2,5% χαμηλότερος από ότι το 2006 (520 χιλ. άτομα έναντι 533 χιλ. ατόμων). Η υποχώρηση αυτή είναι υψηλότερη από εκείνη που καταγράφηκε τα προηγούμενα έτη. Στο δευτερογενή τομέα η αύξηση του αριθμού των απασχολουμένων κατά 3,3% αντανακλά κυρίως την άνοδο του αριθμού των απασχολουμένων στον κλάδο των κατασκευών (+8,9%). Άνοδος, αλλά πολύ μικρότερη, καταγράφηκε και στους κλάδους παροχής ηλεκτρισμού, φωταερίου και νερού (+1,6%), καθώς και στα ορυχεία και λατομεία (+2,0%), ενώ στη μεταποίηση καταγράφηκε οριακή υποχώρηση (-0,2%). Τέλος άνοδος παρατηρήθηκε και στον τομέα των υπηρεσιών η οποία προήλθε από το εμπόριο, τα ξενοδοχεία – εστιατόρια, τον κλάδο της υγείας και τη δημόσια διοίκηση.

Μείωση του ποσοστού ανεργίας παρατηρήθηκε σχεδόν σε όλες τις ηλικιακές ομάδες, με εξαίρεση τα άτομα ηλικίας 25-29 ετών, όπου παρατηρήθηκε οριακή αύξηση. Η υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας συνοδεύθηκε και από μείωση της διάρκειας της ανεργίας. Ειδικότερα, το ποσοστό εκείνων που παρέμειναν άνεργοι για ένα έτος και πλέον (μακροχρόνια άνεργοι), παρότι εξακολουθεί να είναι πολύ υψηλό, μειώθηκε από 56,0% (του συνόλου των ανέργων» το 2006 σε 51,7% το 2007. Παρά τις θετικές εξελίξεις το 2007 όσον αφορά την απασχόληση και την ανεργία, φαίνεται ότι η ελληνική οικονομία χαρακτηρίζεται ακόμη από μικρότερη δυνατότητα δημιουργίας θέσεων εργασίας σε σύγκριση με άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2007)

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του συνολικού αριθμού των απασχολουμένων το 2008 διαμορφώθηκε στο 1,1%, έναντι 1,3% το 2007. Λόγω της υστέρησης με την οποία μεταβάλλεται ο αριθμός των απασχολουμένων όταν επιβραδύνεται η οικονομική δραστηριότητα, η υποχώρηση του ρυθμού μεταβολής της απασχόλησης έγινε ιδιαίτερα εμφανής μόνο στο τελευταίο τρίμηνο του έτους, όταν ο ετήσιος ρυθμός ανόδου διαμορφώθηκε σε 0,8%, έναντι 1,3% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2007. Η απασχόληση αυξήθηκε με ετήσιο ρυθμό υψηλότερο από ότι το εργατικό δυναμικό (0,4%), το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 7,6% το 2008 από 8,3% το 2007.

Ενώ το πρώτο εξάμηνο του 2008 η άνοδος της απασχόλησης προήλθε σχεδόν αποκλειστικά από την αύξηση του αριθμού των μισθωτών στον ιδιωτικό μη αγροτικό τομέα, το δεύτερο εξάμηνο καταγράφηκε σημαντική άνοδος του αριθμού των αυτοαπασχολουμένων, ιδίως των γυναικών. Η εξέλιξη αυτή είναι πιθανό να οφείλεται στο ότι η επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης οδήγησε άτομα που δεν κατόρθωσαν να βρουν εργασία ως μισθωτοί να αναπτύξουν δική τους επιχειρηματική δραστηριότητα.

Ταυτόχρονα, φαίνεται ότι το δεύτερο εξάμηνο του 2008 η οικονομική συγκυρία αποθάρρυνε την έξοδο απασχολουμένων από τον αγροτικό τομέα, όπου για πρώτη φορά μετά από πολλά χρόνια καταγράφηκε αύξηση της απασχόλησης, έστω και οριακή.

Στον ιδιωτικό μη αγροτικό τομέα, στον οποίο ο ετήσιος ρυθμός ανόδου της απασχόλησης το 2008 ήταν 1,7% κατά μέσον όρο (1,4% στο τελευταίο τρίμηνο), η εξέλιξη του αριθμού των απασχολουμένων κατά κλάδο δραστηριότητας το εννεάμηνο Ιανουαρίου-Σεπτεμβρίου του 2008 έναντι της αντίστοιχης περιόδου του 2007, βάσει της ΕΕΔ αλλά και ειδικών ερευνών (της ΕΣΥΕ σε επιχειρήσεις λιανικού εμπορίου, του Δείκτη Υπευθύνων Προμηθειών – PMI), ήταν αρνητική στη μεταποίηση (-1,9%), στις κατασκευές (-2,5%), στις μεταφορές-επικοινωνίες (-2,8%) και στην υγεία (-1,7%), ενώ αντίθετα στο εμπόριο και στον κλάδο των ξενοδοχείων και εστιατορίων παρατηρήθηκε άνοδος (+5% και + 1,4% αντίστοιχα).

Οι μέσες εβδομαδιαίες συνολικές (κανονικές και υπερωρίες) ώρες εργασίας των μισθωτών στον ιδιωτικό μη αγροτικό τομέα μειώθηκαν κατά 0,3% το 2008. Παρά την υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού ανόδου της απασχόλησης το 2008, το ποσοστό των ατόμων με περισσότερες της μιας εργασίας δεν μειώθηκε.

Η μείωση του συνολικού ποσοστού ανεργίας το 2008 αντανάκλα κυρίως την υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας των γυναικών (από 12,8% το 2007 σε 11,4% το 2008), ενώ αντίθετα το ποσοστό ανεργίας των ανδρών μειώθηκε πολύ λιγότερο (από 5,2% το 2007 σε 5,1% το 2008) και στις ηλικίες 15-24 ετών αυξήθηκε. Η άνοδος του ποσοστού ανεργίας των ανδρών ηλικίας 15-24 ετών αντανάκλα την αύξηση του ποσοστού ανεργίας των ανδρών που δεν έχουν ελληνική υπηκοότητα. Υποχώρηση σημείωσε το 2008 το ποσοστό των ατόμων που έχουν παραμείνει άνεργα επί ένα έτος ή περισσότερο (μακροχρόνια άνεργοι) σε 49,5% του συνολικού αριθμού των ανέργων, από 51,7% το 2007. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2008)

Η κατάσταση στην αγορά εργασίας επιδεινώθηκε σταδιακά στη διάρκεια του 2009, όπως φαίνεται από τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΣΥΕ για το 2009. Η εξέλιξη αυτή αντανάκλα την υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας και της ανταγωνιστικότητας. Το 2009 ο μέσος αριθμός των απασχολουμένων μειώθηκε κατά 1,1% έναντι του 2008. Ακολουθώντας τις μεταβολές στην οικονομική δραστηριότητα, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης επιταχύνθηκε μέσα στο έτος από -0,6% το πρώτο τρίμηνο σε -1,7% το τελευταίο τρίμηνο. Το μέσο ποσοστό απασχόλησης των ατόμων ηλικίας 15-64 ετών διαμορφώθηκε σε 61,2% το 2009 από 61,9% το 2008.

Η μείωση της απασχόλησης το 2009 οφείλεται κυρίως στην αύξηση του αριθμού των ατόμων που απολύθηκαν ή των οποίων η σύμβαση δεν ανανεώθηκε και λιγότερο στη μειωμένη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Ωστόσο, οι νέες θέσεις μισθωτής εργασίας ήταν σε μεγαλύτερο ποσοστό από ότι σε προηγούμενα χρόνια θέσεις ορισμένου χρόνου (2007: 50,1%, 2008: 54,1%, 2009: 54,6%).

Η υποχώρηση της απασχόλησης ήταν εντονότερη για τους μισθωτούς, ο αριθμός των οποίων μειώθηκε κατά 1,6% το 2009. Ωστόσο, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης στο τελευταίο τρίμηνο ήταν σημαντικά υψηλότερος (-2,1%). Το 2009 ο συνολικός αριθμός των αυτοαπασχολούμενων αυξήθηκε, αν και οριακά (+0,09%), λόγω της άνοδου του αριθμού των αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό, ο αριθμός των οποίων αυξήθηκε σε όλα τα τρίμηνα του έτους. Η άνοδος του αριθμού των αυτοαπασχολούμενων αντανάκλα άνοδο του εργατικού δυναμικού και μετακίνηση ορισμένων ατόμων από μισθωτή εργασία σε αυτοαπασχόληση.

Πέραν του αριθμού των απασχολούμενων, μείωση εμφάνισαν και οι μέσες ανά μισθωτό πραγματοποιηθείσες ώρες εργασίας (κανονικές και υπερωρίες), οι οποίες στο μη αγροτικό ιδιωτικό τομέα της οικονομίας μειώθηκαν κατά 1,3% το 2009 έναντι του 2008.

Ο μέσος αριθμός των ανέργων σύμφωνα με τον ορισμό του Διεθνούς Γραφείου Εργασίας ήταν 471,1 χιλιάδες το 2009, δηλαδή κατά 93,2 χιλιάδες άτομα υψηλότερος από ότι το 2008. Το μέσο ποσοστό ανεργίας το 2009 ήταν 9,5% δηλαδή κατά 1,9 εκατοστιαία μονάδα υψηλότερο από ότι το 2008. Η άνοδος του ποσοστού ανεργίας επιταχύνθηκε στη διάρκεια του έτους, από μία εκατοστιαία μονάδα το πρώτο τρίμηνο του 2009 σε 2,4 εκατοστιαίες μονάδες το τελευταίο τρίμηνο. (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2009)

Ο μέσος αριθμός των απασχολούμενων το 2010, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ) της ΕΛΣΤΑΤ, μειώθηκε έναντι του 2009 κατά 120,0 χιλ. άτομα (-2,7%). Παράλληλα όμως, ήταν ταχεία η επιδείνωση στη διάρκεια του έτους (α' τρίμηνο: 60,2χιλ. άτομα ή -1,3%, β' τρίμηνο: 104,9 χιλ. ή -2,3%, γ' τρίμηνο: 137,2 χιλ. ή 3,0%, δ' τρίμηνο: 177,8 χιλ. ή 4,0%, έναντι των αντίστοιχων τριμήνων του 2009), η οποία αντανάκλα την παρατεταμένη μείωση της οικονομικής δραστηριότητας.

Ο αριθμός των απασχολούμενων το τελευταίο τρίμηνο του 2010 ήταν χαμηλότερος κατά 5,6% από ό,τι το τέταρτο τρίμηνο του 2008, όταν άρχισε η πτώση της οικονομικής δραστηριότητας.

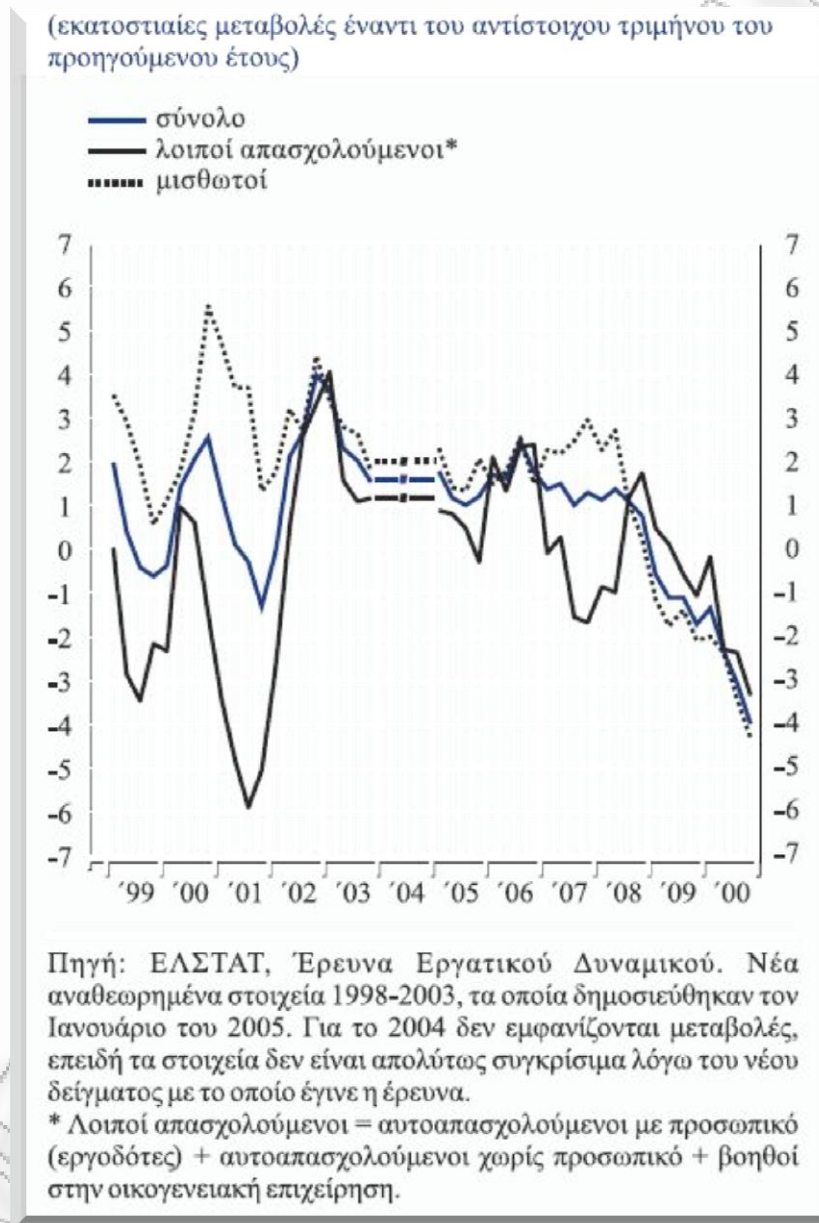
Η υποχώρηση της απασχόλησης αντανακλά τόσο τη μείωση του αριθμού των μισθωτών (μέση ετήσια μεταβολή: -3,0%, ετήσιος ρυθμός του τελευταίου τριμήνου: -4,3%) όσο και την αποχώρηση από την οικονομική δραστηριότητα αυτοαπασχολούμενων με προσωπικό (εργοδοτών), αυτοαπασχολούμενων χωρίς προσωπικό, καθώς και βοηθών σε οικογενειακές επιχειρήσεις (μέση ετήσια μεταβολή: -2,0%, ετήσιος ρυθμός τελευταίου τριμήνου: -3,3%).

Ο αριθμός των ανέργων αυξήθηκε σημαντικά στη διάρκεια του 2010, τόσο λόγω της μείωσης του αριθμού των απασχολούμενων όσο και λόγω της αύξησης της συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό. Το εργατικό δυναμικό αυξήθηκε, παρότι εμφάνισε άνοδο ο αριθμός των ατόμων που αναφέρουν ότι συνταξιοδοτήθηκαν με κανονική ή πρόωρη συνταξιοδότηση. Ειδικότερα, το τέταρτο τρίμηνο του 2010 περίπου 170,8 χιλ. άτομα που δεν είχαν εργαστεί ποτέ στο παρελθόν αναζητούσαν εργασία. Τα αντίστοιχα μεγέθη το τελευταίο τρίμηνο του 2009 και του 2008 ήταν 136 χιλ. και 137 χιλ. άτομα. Στο τέλος του α' τριμήνου του 2010 ο αριθμός των ανέργων ήταν 586,8 χιλιάδες, αλλά στο τέλος του δ' τριμήνου έφθασε τις 712,1 χιλιάδες. Το ποσοστό ανεργίας το τελευταίο τρίμηνο του 2010 διαμορφώθηκε στο 14,2%, από 10,3% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2009 (14,8% το Δεκέμβριο του 2010, έναντι 10,2% το Δεκέμβριο του 2009). Η άνοδος του ποσοστού ανεργίας εντάθηκε στη διάρκεια του έτους από 2,4 εκατοστιαίες μονάδες το α' τρίμηνο του 2010, σε 3,9 εκατοστιαίες μονάδες το τελευταίο τρίμηνο.

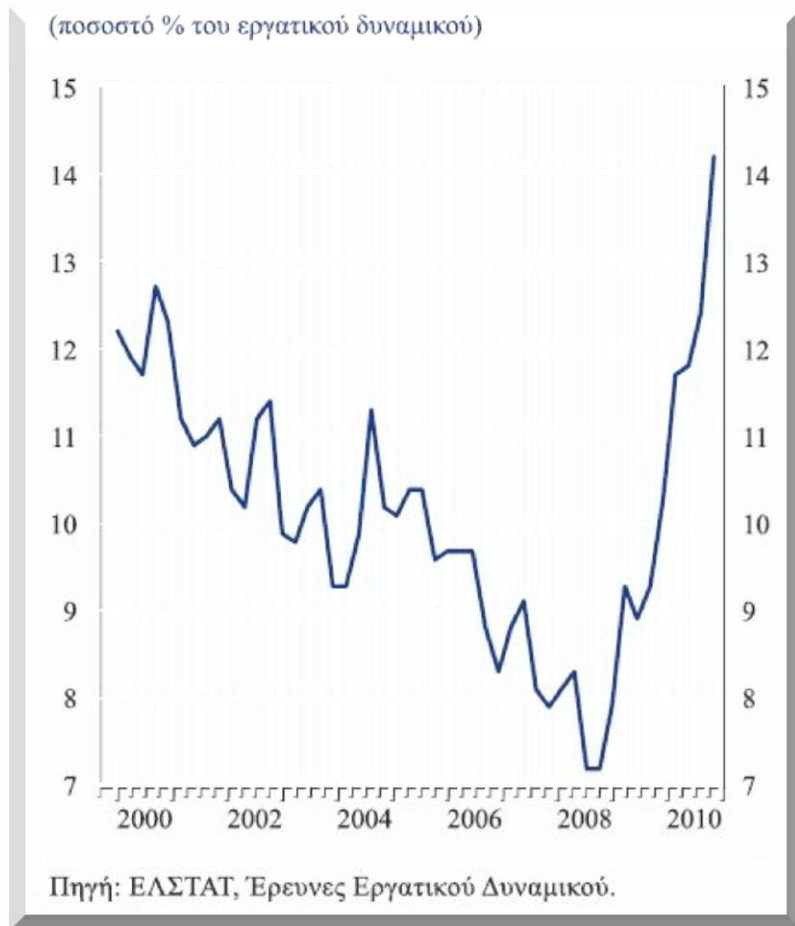
Ανησυχητική είναι επίσης η άνοδος του ποσοστού των μακροχρόνια ανέργων. Πρόκειται για τα άτομα που έχουν παραμείνει άνεργα πάνω από ένα έτος όπως έχουμε προαναφέρει, ως ποσοστό του συνολικού αριθμού των ανέργων (2009: 42,8%, 2010: 47,2%). Η ανησυχία προέρχεται από το γεγονός ότι οι πιθανότητες ένταξης σε θέση εργασίας μειώνονται όσο επιμηκύνεται η διάρκεια της ανεργίας και υπάρχει ο κίνδυνος η πρόσκαιρη ανεργία να μετατραπεί σε διαρθρωτική ανεργία. Αξίζει να σημειωθεί ότι ερευνητές του ΟΟΣΑ έχουν εκτιμήσει ότι στην ελληνική αγορά εργασίας η άνοδος του συνολικού ποσοστού ανεργίας κατά μία μονάδα οδηγεί εντός τριών ή τεσσάρων ετών σε άνοδο του ποσοστού μακροχρόνιας ανεργίας (δηλαδή του αριθμού των μακροχρόνια ανέργων ως ποσοστού του εργατικού δυναμικού) κατά 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας. Το τελευταίο τρίμηνο του 2010 το ποσοστό μακροχρόνιας ανεργίας στην Ελλάδα ήταν 6,8%. Επιπλέον, επειδή το εκπαιδευτικό επίπεδο και η επαγγελματική εξειδίκευση των μακροχρόνια ανέργων είναι εν γένει χαμηλά, έχει πολύ μεγάλη σημασία η άμεση παρέμβαση της πολιτείας με ενεργητικές πολιτικές απασχόλησης. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2010)

Στα παρακάτω διαγράμματα αλλά και στον πίνακα παρουσιάζονται οι μεταβολές στην

απασχόληση και την ανεργία με την πάροδο των ετών στην Ελλάδα.



Διάγραμμα 5: Μεταβολή απασχόλησης στην Ελλάδα



Διάγραμμα 6: Ποσοστό συνολικής ανεργίας στην Ελλάδα

Πίνακας 6: Πληθυσμός, εργατικό δυναμικό, απασχόληση και ανεργία: β' τρίμηνο πενταετίας

(χιλιάδες άτομα)

	Πληθυσμός					Εργατικό δυναμικό					Απασχολούμενοι					Ανεργοί					Ποσοστό ανεργίας (%)				
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
Άνδρες και γυναίκες																									
- σύνολο (15 ετών και άνω)	9.150	9.207	9.230	9262	9.302	4.880	4.918	4.939	4.974	5.021	4.453	4.520	4.582	4.532	4.427	427	398	357	443	594	8,8	8,1	7,2	8,9	11,8
- 15-64 ετών	7.152	7.208	7.228	7220	7231	4.792	4.827	4.854	4.887	4.940	4.366	4.431	4.497	4.445	4.347	426	397	357	442	593	8,9	8,2	7,3	9,0	12,0
- 15-24 ετών	1.216	1.172	1.151	1.123	1.103	395	364	349	343	333	298	284	277	259	229	97	80	72	84	105	24,5	22,0	20,6	24,5	31,4
- 25 ετών και άνω	7.935	8.034	8.079	8.140	8.198	4.485	4.554	4.591	4.632	4.688	4.155	4.236	4.305	4.273	4.199	331	318	285	358	490	7,4	7,0	6,2	7,7	10,4
Άνδρες																									
- σύνολο (15 ετών και άνω)	4.454	4.490	4.503	4518	4.539	2.887	2.906	2.925	2.915	2.918	2.726	2.762	2.789	2.730	2.645	161	144	137	185	273	5,6	5,0	4,7	6,3	9,4
- 15-64 ετών	3.567	3.602	3.615	3613	3.622	2.821	2.841	2.862	2.854	2.862	2.661	2.698	2.726	2.670	2.589	160	143	136	184	272	5,7	5,0	4,8	6,5	9,5
- 15-24 ετών	611	590	579	564	554	223	203	197	192	186	184	174	167	157	140	38	29	30	34	46	17,3	14,1	15,1	18,0	24,8
- 25 ετών και άνω	3.842	3.900	3.924	3954	3.985	2.664	2.703	2.728	2.723	2.732	2.542	2.587	2.622	2.573	2.505	122	115	107	150	227	4,6	4,3	3,9	5,5	8,3
Γυναίκες																									
- σύνολο (15 ετών και άνω)	4.696	4.717	4.728	4744	4.762	1.994	2.012	2.014	2.059	2.103	1.727	1.758	1.794	1.802	1.782	267	254	221	258	321	13,4	12,6	10,9	12,5	15,3
- 15-64 ετών	3.586	3.605	3.613	3607	3.608	1.971	1.986	1.991	2.033	2.078	1.705	1.733	1.771	1.776	1.757	266	254	221	258	321	13,5	12,8	11,1	12,7	15,4
- 15-24 ετών	604	583	572	559	549	172	161	152	151	147	114	109	110	101	89	58	52	42	50	59	33,9	32,1	27,7	32,9	39,7
- 25 ετών και άνω	4.092	4.134	4.155	4186	4.213	1.821	1.851	1.862	1.908	1.956	1.613	1.649	1.684	1.700	1.693	208	202	178	208	263	11,4	10,9	9,6	10,9	13,4

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, Έρευνα Εργατικού Δυναμικού.

5.5. ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Το 2006 η κατεύθυνση της δημοσιονομικής πολιτικής παρέμεινε επί δεύτερο κατά σειράν έτος ιδιαίτερα περιοριστική. Η συνέχιση της δημοσιονομικής προσαρμογής ήταν απαραίτητη για τον περιορισμό των δημοσιονομικών ανισορροπιών, καθώς και για τη μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης κάτω του 3% του ΑΕΠ ώστε να ανταποκριθεί η Ελλάδα στις υποχρεώσεις της που απορρέουν από την απόφαση του Συμβουλίου ECOFIN της 17ης Φεβρουαρίου 2005 σχετικά με το υπερβολικό έλλειμμα. Αποτέλεσμα των προσπαθειών αυτών ήταν η επίτευξη του στόχου για μείωση του ελλείμματος σε 2,6% του ΑΕΠ, από 5,5% του ΑΕΠ το 2005. Μετά τον υποδιπλασιασμό του ελλείμματος το 2006 και την προβλεπόμενη περαιτέρω μείωση του το 2007, δημιουργούνται οι προϋποθέσεις για την έξοδο της χώρας από τη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (σύμφωνα με το άρθρο 104 της Συνθήκης για την Ευρωπαϊκή Ένωση).

Η μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης προήλθε κυρίως από τον κρατικό προϋπολογισμό, το έλλειμμα του οποίου μειώθηκε κατά 1,9 εκατοστιαία μονάδα του ΑΕΠ. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται πρωτίστως στην καλή πορεία των εσόδων, τόσο του τακτικού προϋπολογισμού όσο και του προϋπολογισμού δημόσιων επενδύσεων. Οφείλεται επίσης στη συγκράτηση των δαπανών του τακτικού προϋπολογισμού περίπου στα όρια των προβλέψεων του προϋπολογισμού, καθώς και στην περικοπή των δαπανών δημοσίων επενδύσεων.

Πέραν του κρατικού προϋπολογισμού, στη μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης συνέβαλε και το αυξημένο πλεόνασμα τόσο των ασφαλιστικών οργανισμών (2005: 2.071 εκατ. ευρώ, 2006: 3.528 εκατ. ευρώ) όσο και των νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου (2005: 340 εκατ. ευρώ, 2006: 600 εκατ. ευρώ).

Το χρέος της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε στο 104,6% ΑΕΠ λόγω της περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής, της αύξησης του ρυθμού ανάπτυξης και των χαμηλά κυμαινόμενων επιτοκίων. Το πρόβλημα όμως έγκειται στην επιβάρυνση του προϋπολογισμού από δαπάνες εξαιτίας της γήρανσης του πληθυσμού και γενικότερα υπάρχει ανάγκη για δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2006)

Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης έφθασε το 2007 στο 2,8% του ΑΕΠ, έναντι

ελλείμματος 2,6% το 2006 και στόχου για έλλειμμα 2,2%. Στην αύξηση του ελλείμματος συνέβαλαν, μεταξύ άλλων, και ορισμένα έκτακτα γεγονότα, όπως η καταβολή αναδρομικών εισφορών στον Κοινοτικό Προϋπολογισμό λόγω της αναθεώρησης του ΑΕΠ, οι δαπάνες λόγω των καταστροφικών πυρκαγιών του καλοκαιριού, οι δαπάνες διεξαγωγής των βουλευτικών εκλογών και η ρύθμιση των εκκρεμοτήτων μεταξύ του Δημοσίου και της Ολυμπιακής Αεροπορίας. Συγχρόνως όμως, το έλλειμμα επηρεάστηκε ευνοϊκά από τις έκτακτες εισπράξεις από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της ΕΕ. Όπως υπολογίζεται, η διεύρυνση του ελλείμματος εντοπίζεται κυρίως στην κεντρική κυβέρνηση, το έλλειμμα της οποίας αυξήθηκε σε σχέση με το 2006 σχεδόν κατά 0,4 της εκατοστιαίας μονάδας του ΑΕΠ, καθώς και στην υστέρηση του πλεονάσματος των ασφαλιστικών οργανισμών και των οργανισμών τοπικής αυτοδιοίκησης, έναντι του αρχικού στόχου, κατά 576 εκατ. ευρώ, ή 0,25% του ΑΕΠ. Λόγω των εξελίξεων αυτών, το πρωτογενές πλεόνασμα περιορίστηκε από 1,4% του ΑΕΠ το 2006 σε 1,2% το 2007.

Το ενοποιημένο χρέος της γενικής κυβέρνησης, ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώθηκε σε 94,5% στο τέλος του 2007. Έναντι του τέλους του 2006 η μείωση του χρέους περιορίστηκε σε 0,8 της εκατοστιαίας μονάδας του ΑΕΠ. Το δημόσιο χρέος της Ελλάδος παρέμενε το δεύτερο υψηλότερο μεταξύ των 27 χωρών της ΕΕ και εξακολουθούσε να υπερβαίνει σημαντικά την τιμή αναφοράς (60% του ΑΕΠ) της Συνθήκης του Μάαστριχτ. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2007)

Η δημοσιονομική πολιτική σχετικά παρέμεινε χαλαρή και το 2008. Παράλληλα, στο τελευταίο δίμηνο του έτους οι επιπτώσεις της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης στην ελληνική οικονομία επηρέασαν αρνητικά τη δημοσιονομική διαχείριση, με αποτέλεσμα το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης να υπερβεί για δεύτερη συνεχή χρονιά την τιμή αναφοράς της Συνθήκης του Μάαστριχτ (3,0% του ΑΕΠ). Λόγω αυτών των εξελίξεων, έχει ήδη ενεργοποιηθεί η Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος για την Ελλάδα.

Το 2008 το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης διαμορφώθηκε, σύμφωνα με εκτιμήσεις του Επικαιροποιημένου Προγράμματος Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2008-2011, σε 3,7% του ΑΕΠ. Αφού όμως ελήφθησαν υπόψη νεότερα δεδομένα, το μέγεθος αυτό έχει έκτοτε αναθεωρηθεί προς τα άνω και έχει υπερβεί το 4% του ΑΕΠ. Σημειώνεται ότι ο στόχος για το 2008 ήταν 1,6% του ΑΕΠ, ενώ το έλλειμμα του 2007 ήταν 3,5% του ΑΕΠ. Με βάση τις αρχικές εκτιμήσεις του ΕΓΤΣΑ, η διεύρυνση του ελλείμματος εντοπίζεται αποκλειστικά στην κεντρική κυβέρνηση, το έλλειμμα της οποίας αυξήθηκε κατά 1,4 εκατοστιαία μονάδα σε σχέση με το 2007 και διαμορφώθηκε στο 6,3% του ΑΕΠ. Η αύξηση αυτή αντισταθμίστηκε σε κάποιο βαθμό από τη διεύρυνση του ενοποιημένου πλεονάσματος των ασφαλιστικών οργανισμών, των οργανισμών τοπικής

αυτοδιοίκησης και των λοιπών ΝΠΔΔ σε 2,6% του ΑΕΠ το 2008 από 1,4% του ΑΕΠ το 2007.

Σημειώνεται ότι κατά τη διάρκεια του 2008 παρατηρήθηκε αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ (το έλλειμμα της οποίας έφρασε το 1,8% του ΑΕΠ έναντι 0,7% το 2007), είτε διότι οι οικονομίες τους εισήλθαν σε ύφεση είτε διότι απαιτήθηκε να ενισχυθούν με μεγάλα χρηματικά ποσά ορισμένες τράπεζες.

Οι δανειακές ανάγκες (ταμειακό έλλειμμα) της κεντρικής κυβέρνησης το 2008 διευρύνθηκαν στο 7,0% του ΑΕΠ έναντι 6,0% το 2007. Η αύξηση του ελλείματος εντοπίζεται κυρίως στον τακτικό προϋπολογισμό και σε μικρό μόνο βαθμό στον προϋπολογισμό δημόσιων επενδύσεων. Το έλλειμμα του τακτικού προϋπολογισμού παρουσίασε σημαντική άνοδο λόγω της υστέρησης των εσόδων αλλά και της υπέρβασης των δαπανών σε σχέση με τις προβλέψεις του προϋπολογισμού του 2008, παρά το ότι τα έσοδα ενισχύθηκαν με μεταφορά ποσού ύψους 534 εκατ. ευρώ από τους ειδικούς λογαριασμούς". Αντίθετα, η διεύρυνση του ελλείματος του προϋπολογισμού επενδύσεων ήταν περιορισμένη λόγω είσπραξης (κυρίως από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης) πρόσθετων, μη προϋπολογισμένων, εσόδων ύψους 446 εκατ. ευρώ.

Η εν εξελίξει διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση ανέδειξε με τον πλέον έντονο και σαφή τρόπο τους κίνδυνους που εγκυμονεί για μια χώρα το δημόσιο χρέος, ιδίως όταν παραμένει σε υψηλά επίπεδα για μεγάλο χρονικό διάστημα. Παρά τη σημαντική μείωση του λόγου του χρέους εξαιτίας της αναθεώρησης του ΑΕΠ το 2007, αυτός παρέμενε σε υψηλά επίπεδα (ο δεύτερος κατά σειρά στην ΕΕ) και αποτελούσε μια από τις σημαντικότερες πηγές μακροοικονομικής ανισορροπίας. Αποτελούσε επίσης έναν από τους κυριότερους λόγους για του οποίους η διαφορά αποδόσεων των ελληνικών από τα γερμανικά ομόλογα είχε διευρυνθεί το δεύτερο εξάμηνο του 2008 σε πρωτοφανή επίπεδα. (Εκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2008)

Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2009 εκτοξεύθηκε — συμφωνά με τις εκτιμήσεις του Επικαιροποιημένου Προγράμματος Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2009-2013 — στο 12,9% του ΑΕΠ, έναντι ελλείματος 7,7% του ΑΕΠ το 2008. Σημειώνεται ότι ο στόχος για το έλλειμμα του 2009 ήταν αρχικά 2,0% και στη συνέχεια (ΕΠΣΑ 2008-2011) αναθεωρήθηκε σε 3,7% του ΑΕΠ. Παράλληλα, το πρωτογενές έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης έφθασε το 7,8% του ΑΕΠ το 2009, έναντι πρωτογενούς ελλείματος 3,2% το 2008. Σημειώνεται βεβαίως ότι το 2009 σε όλες τις χώρες της ζώνης του ευρώ πλην του Λουξεμβούργου και της Φινλανδίας καταγράφηκαν μεγάλα δημοσιονομικά ελλείματα, με αποτέλεσμα το έλλειμμα της ευρωζώνης να

υπερτριπλασιαστεί και από 2,0% του ΑΕΠ το 2008 να φθάσει στο 6,3% του ΑΕΠ το 2009.

Οι δανειακές ανάγκες (ταμειακό έλλειμμα) της κεντρικής κυβέρνησης σχεδόν διπλασιάστηκαν το 2009 και έφθασαν το 13,0% του ΑΕΠ, έναντι 7,2% το 2008. Σε όλη τη διάρκεια του 2009 οι δανειακές ανάγκες ήταν σημαντικά αυξημένες σε σχέση με το αντίστοιχο μέγεθος του 2008, υποδηλώνοντας τη μεγάλη αύξηση του ετήσιου ελλείμματος. Όπως και το 2008, η αύξηση του ελλείμματος εντοπίζεται πρωτίστως στον τακτικό προϋπολογισμό, το έλλειμμα του οποίου διπλασιάστηκε σε σχέση με το 2008 (2008: 5,3% του ΑΕΠ, 2009: 10,7% του ΑΕΠ). Αλλά και το έλλειμμα του προϋπολογισμού δημοσίων επενδύσεων διευρύνθηκε σε σχέση με το προηγούμενο έτος (2008: 2,0% του ΑΕΠ, 2009: 3,1% του ΑΕΠ). Αντίθετα, ο λογαριασμός εισοδηματικής ενίσχυσης των αγροτών (ΟΠΕΚΕΠΕ) παρουσίασε μεγάλο πλεόνασμα, ύψους 0,7% του ΑΕΠ (έναντι πλεονάσματος 0,1% του 2008), γεγονός που συνέβαλε στη συγκράτηση του ελλείμματος της κεντρικής κυβέρνησης το 2009 κατά 0,7% του ΑΕΠ. Το πλεόνασμα αυτό οφείλεται αφενός στο γεγονός ότι στο τέλος του 2008 είχαν καταβληθεί ορισμένες επιδοτήσεις που αφορούσαν το 2009 και αφετέρου στο ότι το Δεκέμβριο του 2009 καταβλήθηκε μόνο το 40% των προβλεπόμενων αγροτικών ενισχύσεων.

Όπως το 2008 έτσι και το 2009 το έλλειμμα του τακτικού προϋπολογισμού παρουσίασε σημαντική άνοδο, λόγω της μεγάλης υστέρησης των εσόδων αλλά και της υπέρβασης των δαπανών σε σχέση με τις προβλέψεις του προϋπολογισμού του συγκεκριμένου έτους, όπως αυτές τροποποιήθηκαν τον Ιανουάριο του 2009 με το ΕΠΣΑ 2008-2011. Τέλος, το 2009 σημειώθηκε και μεγάλη διεύρυνση του ελλείμματος του προϋπολογισμού δημοσίων επενδύσεων, λόγω της μεγάλης υστέρησης των εισπράξεων από τα Διαρθρωτικά Ταμεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (κατά 1.642 εκατ. ευρώ) σε σχέση με τις προβλέψεις του προϋπολογισμού, αλλά και λόγω της υπέρβασης των δαπανών για επενδύσεις.

Το 2009 το ενοποιημένο χρέος της γενικής κυβέρνησης παρουσίασε πολύ μεγάλη άνοδο (15,5 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ) και έφθασε στο 114,7% του ΑΕΠ, έναντι 99,2% το 2008 και 95,6% το 2007. Δηλαδή τη διετία 2008-2009 το χρέος αυξήθηκε κατά 19,1 εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2009)

Λόγω των κλιμακούμενων πιέσεων στην αγορά ομολόγων και της δραματικής αύξησης του κόστους δανεισμού, παρά τα διαδοχικά μέτρα που ελήφθησαν έως το Μάρτιο του 2010, οι ελληνικές αρχές στις 23 Απριλίου 2010 απηύθυναν προς τις χώρες της ζώνης

του ευρώ και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) επίσημο αίτημα χρηματοδοτικής συνδρομής. Στις 2 Μαΐου 2010, στο πλαίσιο του Μνημονίου Οικονομικής και Χρηματοπιστωτικής Πολιτικής, που συμφωνήθηκε με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, σε συνεργασία με την ΕΚΤ και με το ΔΝΤ, και βάσει του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής (ΠΟΠ) που υιοθετήθηκε, αποφασίστηκε να γίνει πιο εμπροσθοβαρής η δημοσιονομική προσαρμογή. Έτσι, ο στόχος για το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2010 διαμορφώθηκε στο 8,1% του ΑΕΠ (αντί του 8,7% που προβλεπόταν στο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης του Ιανουαρίου 2010), έναντι του αναθεωρημένου (βάσει των τότε δεδομένων) ελλείμματος του 2009 που ήταν ίσο με 13,6% του ΑΕΠ.

Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης το 2010 (σε εθνολογιστική βάση συμφωνά με το ευρωπαϊκό σύστημα λογαριασμών ESA 1995) θα διαμορφωθεί σε περίπου $9\frac{1}{2}\%$ του ΑΕΠ ή περίπου 22 δισεκ. ευρώ, δηλαδή όσο ήταν και ο αναθεωρημένος στόχος που αναφερόταν για το 2010 στην Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2011 (21,9 δισεκ. ευρώ). Επιπλέον, οι εκθέσεις επισήμαιναν ότι επιτεύχθηκαν όλοι σχεδόν οι ποσοτικοί στόχοι όπως έχουν τεθεί από τα ποσοτικά κριτήρια απόδοσης σε ταμειακή βάση έως το τέλος του 2010.

Το ταμειακό έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού μειώθηκε, συμφωνά με τα διαθέσιμα στοιχεία, κατά 28,3% το 2010 και διαμορφώθηκαν στα 23.396 εκατ. ευρώ ή 10,2% του ΑΕΠ, έναντι 13,9% του ΑΕΠ το 2009. Η υποχώρηση του ελλείμματος θα ήταν μεγαλύτερη κατά 0,2% του ΑΕΠ περίπου, εάν το ονομαστικό ΑΕΠ του 2010 δεν ήταν μειωμένο έναντι του 2009. Ο περιορισμός του ελλείμματος εντοπίζεται κυρίως στη μείωση του ταμειακού ελλείμματος του τακτικού προϋπολογισμού από 25.318 σε 18.333 εκατ. ευρώ και δευτερευόντως στη μείωση του ελλείμματος του προϋπολογισμού δημοσίων επενδύσεων στο 2,2% του ΑΕΠ το 2010 από 3,1% το 2009. Η μείωση του ελλείμματος του κρατικού προϋπολογισμού το 2010 οφείλεται τόσο στην αύξηση των εσόδων όσο και στη μείωση των δαπανών.

Το 2010 το χρέος της γενικής κυβέρνησης εκτιμάται στα 330,4 δισεκ. ευρώ σύμφωνα με την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2011. Το μέγεθος αυτό αντιστοιχεί στο 143,5% του αναθεωρημένου ΑΕΠ του 2010. Όπως είχε επισημανθεί από την Τράπεζα της Ελλάδος, η μεγάλη αύξηση του χρέους της γενικής κυβέρνησης αντανακλά και την προς τα άνω αναθεώρηση των δημοσιονομικών μεγεθών της γενικής κυβέρνησης (του ελλείμματος και του χρέους σε εθνολογιστική βάση) για την περίοδο 2006-2009. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2010)

Στον ακόλουθο πίνακα απεικονίζεται η πορεία του ελλείμματος της κεντρικής κυβέρνησης, βάση του οποίου αξιολογείται η δημοσιονομική θέση της κάθε χώρας σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι με τον όρο γενική κυβέρνηση νοείται η γενική κυβέρνηση, οι Ο.Τ.Α. και οι Ο.Κ.Α., οι Οργανισμοί δηλαδή Κοινωνικής Ασφάλειας).

Πίνακας 7: Ελλείμματα γενικής κυβέρνησης και κρατικού προϋπολογισμού

(ως ποσοστό του ΑΕΠ)

	2006	2007	2008	2009	2010*
Έλλειμμα γενικής κυβέρνησης ¹ (στοιχεία εθνικών λογαριασμών – κριτήριο σύγκλισης)	-5,7	-6,4	-9,4	-15,4	-9,5
– Κεντρική κυβέρνηση	-6,1	-6,4	-9,8	-15,1	-
– Ασφαλιστικοί οργανισμοί, οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και ΝΠΔΔ	0,4	0,1	0,4	-0,3	-
Έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού ² (δημοσιονομικά στοιχεία)	-3,9	-4,4	-5,9	-13,1	-8,4
Έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού ³ (ταμειακά στοιχεία)	-5,4	-5,5	-7,3	-13,9	-10,2

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομικών και ΕΛΣΤΑΤ.

* Προσωρινά στοιχεία.

1 Στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ, όπως γνωστοποιούνται στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος). Για το 2010 το ποσοστό του ελλείμματος είναι εκτίμηση και αναφέρεται στην επικαιροποίηση του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής το Φεβρουάριο του 2011. Το άθροισμα των επιμέρους στοιχείων ενδέχεται να μη συμφωνεί με το σύνολο λόγω στρογγυλοποίησης.

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

3 Στοιχεία Τράπεζας της Ελλάδος. Τα στοιχεία αυτά αφορούν μόνο το έλλειμμα του κρατικού προϋπολογισμού σε ταμειακή βάση χωρίς την κίνηση του λογαριασμού του ΟΠΕΚΕΠΕ.

Στη συνέχεια παρουσιάζεται και η εξέλιξη του ελληνικού χρέους γενικής κυβέρνησης με την πάροδο των εξεταζόμενων ετών.

Πίνακας 8: Ανάλυση των μεταβολών του λόγου του χρέους της γενικής κυβέρνησης προς το Α.Ε.Π.¹

(εκατοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Λόγος χρέους γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ	101,7	97,4	98,9	109,0	106,1	105,1	110,3	126,8	143,5
Μεταβολές λόγου χρέους γενικής κυβέρνησης προς το ΑΕΠ	-2,1	-4,2	1,4	10,2	-2,9	-1,0	5,3	16,5	16,7
- Επίδραση του προπογενούς αποτελέσματος	-0,7	0,7	2,6	0,7	1,4	1,9	4,5	10,1	3,8
- Επίδραση από τη μεταβολή του ΑΕΠ και τη μεταβολή των επιτοκίων	-1,2	-4,4	-1,8	-0,4	-4,2	-2,9	0,5	6,2	8,4
- Προσαρμογή ελλείμματος-χρέους ²	-0,1	-0,5	0,7	9,8	-0,2	0,0	0,2	0,2	4,5

Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών, Γενική Διεύθυνση Οικονομικής Πολιτικής, "Hellas: Macroeconomic Aggregates".

* Προσωρινά στοιχεία από την Εισηγητική Έκθεση του Προϋπολογισμού του 2011.

1 Η μαθηματική σχέση που χρησιμοποιείται για την ανάλυση των μεταβολών του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ είναι η εξής:

$$\left(\frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) = \frac{PB_t}{Y_t} + \left(\frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} \cdot \frac{i_t - g_t}{1 + g_t}\right) + \frac{SF_t}{Y_t}$$

όπου D_t = χρέος γενικής κυβέρνησης

PB_t = προπογενές αποτέλεσμα (έλλειμμα ή πλεόνασμα)

Y_t = ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές

g_t = ονομαστικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ

i_t = μέσο ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού του Δημοσίου

SF_t = προσαρμογή ελλείμματος-χρέους

2 Η "προσαρμογή ελλείμματος-χρέους" περιλαμβάνει και δαπάνες ή ανάληψη υποχρεώσεων που, ενώ δεν επηρεάζουν το έλλειμμα, αυξάνουν το χρέος, καθώς και εισπράξεις (π.χ. από αποκρατικοποιήσεις) οι οποίες δεν επηρεάζουν το έλλειμμα αλλά μειώνουν το χρέος.

Πίνακας 9: Ενοποιημένο χρέος γενικής κυβέρνησης¹

(εκατ. ευρώ)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	2.839	1.337	2.347	1.940	5.551	12.065	-
– τίτλοι	2.568	1.156	943	1.625	5.496	10.820	-
– δάνεια	271	181	1.404	315	55	1.245	-
Μεσομακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	179.342	209.846	220.869	235.948	255.117	284.490	-
– τίτλοι	156.969	168.336	178.600	192.712	210.643	241.901	-
– δάνεια	22.373	41.510	42.269	43.236	44.474	42.589	-
Κέρματα και καταθέσεις	1.006	1.235	988	693	728	1.477	-
Σύνολο	183.187	212.418	224.204	238.581	261.396	298.032	330.400
% του ΑΕΠ	98,9	109,0	106,1	105,1	110,3	126,8	143,5
– χρέος σε ευρώ	180.684	209.671	222.148	236.665	259.764	296.772	324.387
<i>εκ του οποίου:</i>							
(προς την Τράπεζα της Ελλάδος)	(8.488)	(7.988)	(7.991)	(7.521)	(7.051)	(6.581)	(6.154)
(προς το Μηχανισμό Στήριξης)							(27.121)
– χρέος σε νομίσματα εκτός ευρώ	2.503	2.747	2.056	1.916	1.632	1.260	6.013 ²
<i>(εκ του οποίου: προς το Μηχανισμό Στήριξης)</i>							
<i>(4.704)</i>							

Πηγές: Γενικό Λογιστήριο του Κράτους.

* Προσωρινά στοιχεία.

1 Σύμφωνα με τον ορισμό της Συνθήκης του Μάαστριχτ.

2 Αποτίμηση με βάση τις συναλλαγματικές ισοτιμίες στις 31/12/2010.

5.6. ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Στη διάρκεια του 2006 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του μεγέθους που αποτελεί την ελληνική συμβολή στο M3 της ζώνης του ευρώ παρουσίασε επιτάχυνση (δ' τρίμηνο 2006: 10,6%, δ' τρίμηνο 2005: 6,9%). Από το δεύτερο τρίμηνο του 2006 ο ρυθμός αυτός υπερβαίνει εκείνον του αντίστοιχου μεγέθους της ζώνης του ευρώ. Το 2006, μετά τις αυξήσεις των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αυξήθηκαν περισσότερο από ότι τα μακροπρόθεσμα και αυτό συνέβαλε στη μετατόπιση κεφαλαίων από τοποθετήσεις εκτός M3 (όπως μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων) προς τοποθετήσεις που περιλαμβάνονται στο M3 (ιδίως προς καταθέσεις προθεσμίας έως δύο έτη).

Η συνολική χρηματοδότηση της οικονομίας από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI) παρουσίασε επιτάχυνση το 2006 και ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της ανήλθε σε 15,3% το τέταρτο τρίμηνο του έτους, από 14,0% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2005. Στην επιτάχυνση αυτή τη σημαντικότερη συμβολή είχε η εξέλιξη της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών από τα NXI. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών διαμορφώθηκε σε 21,3% το τελευταίο τρίμηνο του 2006, εμφανίζοντας επιτάχυνση σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2005. Η εξέλιξη αυτή αποτελεί τη συνισταμένη των αντίρροπων τάσεων που επικράτησαν στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Σημαντική επιτάχυνση παρουσίασε ο ρυθμός ανόδου της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια του 2006, ο οποίος διαμορφώθηκε σε αρκετά υψηλό επίπεδο (δ' τρίμηνο 2006: 16,8%, δ' τρίμηνο 2005: 12,7%). Αντίθετα, ο ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των νοικοκυριών παρουσίασε σημαντική επιβράδυνση (δ' τρίμηνο 2006: 26,7%, δ' τρίμηνο 2005: 30,6%).

Ο ρυθμός ανόδου των βραχυπρόθεσμων δανείων (δηλ. με αρχική διάρκεια μέχρι και ένα έτος) επιταχύνθηκε το 2006 (δ' τρίμηνο 2006: 8,5%, δ' τρίμηνο 2005: 5,3%). Αντίθετα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου των δανείων μέσης και μακράς διάρκειας (δηλ. τα δάνεια με αρχική περίοδο μεγαλύτερη του έτους) διατηρήθηκε και το 2006 σε σημαντικά υψηλό επίπεδο (δ' τρίμηνο 2006: 20,7%, δ' τρίμηνο 2005: 21,8%) με συνέπεια να αυξηθεί η συμμετοχή τους στο σύνολο των δανείων (Δεκέμβριος 2006: 64,9%, Δεκέμβριος 2005: 62,4%).

Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε ο υψηλός ρυθμός αύξησης των στεγαστικών δανείων, τα οποία σχεδόν στο σύνολο τους (Δεκέμβριος 2006: 98,3%) έχουν αρχική διάρκεια μεγαλύτερη των πέντε ετών. Σημαντικό μέρος των καταναλωτικών δανείων (Δεκέμβριος 2006: 48,5%) αποτελούν τα δάνεια με διάρκεια μικρότερη του έτους, που περιλαμβάνουν τα δάνεια μέσω πιστωτικών καρτών και τα ανοικτά δάνεια, τα οποία κατατάσσονται στα βραχυπρόθεσμα δάνεια. Όσον αφορά τις επιχειρήσεις, παρά την τάση επιμήκυνσης της μέσης διάρκειας των δανείων που παρατηρείται τα τελευταία έτη, τα βραχυπρόθεσμα δάνεια εξακολουθούν να αποτελούν το μεγαλύτερο μέρος του συνόλου (Δεκέμβριος 2006: 53,4%), καθώς περίπου το 1/3 των πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις παρέχεται μέσω αλληλόχρεων λογαριασμών.

Τα τραπεζικά επιτόκια ακολούθησαν ανοδική πορεία κατά τη διάρκεια του 2006 σε όλες τις κατηγορίες καταθέσεων και στις περισσότερες κατηγορίες δανείων, καθώς επηρεάστηκαν από τη σταδιακή αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ, η οποία είχε

αρχίσει από το Δεκέμβριο του 2005. Ειδικότερα, όσον αφορά το επιτόκιο των νέων καταθέσεων των νοικοκυριών, τη μεγαλύτερη αύξηση (108 μονάδες βάσης) σημείωσε το επιτόκιο των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος. Άνοδος επίσης παρατηρήθηκε και στα επιτόκια των περισσότερων κατηγοριών δανείων. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2006)

Εν συνεχεία για το 2007 η ελληνική συμβολή στο M3 της ζώνης του ευρώ (εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία) επιταχύνθηκε περαιτέρω και το τέταρτο τρίμηνο διαμορφώθηκε σε 14,7%, έναντι 10,6% το τέταρτο τρίμηνο του 2006. Η άνοδος των επιτοκίων στην αγορά χρήματος (λόγω της αύξησης των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ το πρώτο εξάμηνο του 2007 αλλά και της αναταραχής που εκδηλώθηκε στις χρηματοπιστωτικές αγορές το δεύτερο εξάμηνο) επηρέασε αυξητικά τα τραπεζικά επιτόκια (ιδίως ορισμένων κατηγοριών καταθέσεων). Έτσι, συνεχίστηκε με εντονότερο ρυθμό η μετατόπιση κεφαλαίων από στοιχεία εκτός του M3 (όπως μερίδια ορισμένων κατηγοριών αμοιβαίων κεφαλαίων) προς στοιχεία που περιλαμβάνονται στο M3 (όπως καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο έτη και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων), καθώς οι επενδυτές προτίμησαν τις ανωτέρω τοποθετήσεις, οι οποίες χαρακτηρίζονταν από ελκυστικότερο συνδυασμό απόδοσης, ρευστότητας και ασφάλειας. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ελληνικού M3 (εκτός του νομίσματος σε κυκλοφορία) συνέχισε να κινείται σε επίπεδο υψηλότερο από εκείνο του αντίστοιχου μεγέθους στη ζώνη του ευρώ.

Η συνολική χρηματοδότηση της οικονομίας από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI) συνέχισε να αυξάνεται το 2007 με υψηλό ρυθμό (δ' τρίμηνο 2007: 13,1%, δ' τρίμηνο 2006: 15,3%), καθώς ο ρυθμός αυτός, μετά την επιβράδυνση που παρουσίασε το δεύτερο εξάμηνο του 2006 και τους πρώτους μήνες του 2007, σταθεροποιήθηκε σε επίπεδο που παραμένει υψηλό. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη συμβολή της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα (των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών), η οποία μάλιστα από το δεύτερο τρίμηνο του έτους διευρύνθηκε, καθώς επιταχύνθηκε ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις.

Η πιστωτική αυτή επέκταση προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά σε υψηλό επίπεδο κατά τη διάρκεια του 2007 (δ' τρίμηνο 2007: 21,2%, δ' τρίμηνο 2006: 21,3%) ήταν αποτέλεσμα αντίρροπων εξελίξεων στους δύο τομείς. Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, συνεχίζοντας την ανοδική τάση που ακολουθεί περίπου από τα μέσα του 2005, παρουσίασε αξιόλογη περαιτέρω επιτάχυνση (δ' τρίμηνο 2007: 19,3%, δ' τρίμηνο 2006: 16,8%) και διαμορφώθηκε πλέον σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο. Αντίθετα, ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τα

νοικοκυριά εμφάνισε σημαντική επιβράδυνση κατά τη διάρκεια του 2007 (δ' τρίμηνο 2007: 23,2%, δ' τρίμηνο 2006: 26,7%).

Όσον αφορά την ανάλυση των δανείων προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά σύμφωνα με την αρχική τους διάρκεια, το 2007 παρατηρήθηκε μικρή επιμήκυνση της μέσης διάρκειας. Συγκεκριμένα, ο ρυθμός αύξησης των δανείων με μέση και μακρά διάρκεια (δηλ. αρχική διάρκεια άνω του ενός έτους) εξακολούθησε να είναι υψηλότερος αυτού των δανείων με μικρή διάρκεια. Κατά συνέπεια, η συμμετοχή των πρώτων στο σύνολο των δανείων το Δεκέμβριο του 2007 αυξήθηκε περαιτέρω σε 67,5% (Δεκέμβριος 2006: 64,9%).

Τα τραπεζικά επιτόκια συνέχισαν την ανοδική τους πορεία κατά το 2007 σε όλες τις κατηγορίες καταθέσεων και στις περισσότερες κατηγορίες δανείων, καθώς επηρεάστηκαν από την αύξηση των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ (το πρώτο εξάμηνο του έτους), αλλά και την άνοδο των επιτοκίων στην αγορά χρήματος εξαιτίας της αναταραχής που εκδηλώθηκε στις χρηματοπιστωτικές αγορές το δεύτερο εξάμηνο. Ειδικότερα όσον αφορά τα επιτόκια των νέων καταθέσεων των νοικοκυριών, η μεγαλύτερη αύξηση (105 μονάδες βάσης) σημειώθηκε στο επιτόκιο των καταθέσεων με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος καθώς οι τράπεζες, προκειμένου να ενισχύσουν τη ρευστότητα τους, ιδίως κατά το δεύτερο εξάμηνο, προσέφεραν ακόμη υψηλότερα επιτόκια στη σημαντικότερη πλέον κατηγορία καταθέσεων των νοικοκυριών. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2007)

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του νομισματικού μεγέθους M3, μετά την επιτάχυνση που σημείωσε έως το Σεπτέμβριο του 2008, επιβραδύνθηκε τους τελευταίους τρεις μήνες του έτους. Η εν λόγω επιβράδυνση συνδέεται με τις αυστηρότερες συνθήκες χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα εκ μέρους των Νομισματικών Χρηματοπιστωτικών Ιδρυμάτων (NXI) που παρατηρούνται από το δ' τρίμηνο του 2008, καθώς και με την εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας. Ο ρυθμός ανόδου του M3 θα ήταν γενικότερα σε χαμηλότερο επίπεδο αν κατά το προηγούμενο έτος δεν είχε σημειωθεί μετατόπιση κεφαλαίων από στοιχεία εκτός του M3 προς τοποθετήσεις που περιλαμβάνονται στο M3, ιδίως καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δυο έτη. Σημειώνεται ωστόσο ότι ο εν λόγω ρυθμός διατηρήθηκε σε επίπεδο υψηλότερο από εκείνον του αντίστοιχου μεγέθους στη ζώνη του ευρώ, ο οποίος σημείωσε σημαντική επιβράδυνση.

Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του υπολοίπου της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα εγχώρια NXI, μετά την επιτάχυνση που παρουσίασε την περίοδο Ιανουαρίου – Σεπτεμβρίου 2008, επιβραδύνθηκε τους τελευταίους μήνες του έτους (δ'

τρίμηνο 2008: 16,6%, δ' τρίμηνο 2007: 13,5%). Η επιβράδυνση αυτή αντικατοπτρίζει την έντονη υποχώρηση που σημειώθηκε στο ρυθμό πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα την αντίστοιχη περίοδο. Αντίθετα, ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου της χρηματοδότησης της γενικής κυβέρνησης συνέχισε να επιταχύνεται (Φεβρουάριος 2009: 21,3%, δ' τρίμηνο 2008: 8,1%, δ' τρίμηνο 2007: -16,1%), αντανακλώντας εν μέρει τις μεγαλύτερες τοποθετήσεις των ΝΧΙ σε κρατικούς τίτλους.

Η πρόσφατη επιβράδυνση του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα (επιχειρήσεις και νοικοκυριά) αντανακλά την υποχώρηση του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά. Αυτό αποδίδεται στη μετάδοση των επιπτώσεων της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην πραγματική οικονομία και στις δυσμενείς προβλέψεις για την οικονομική δραστηριότητα στο μέλλον. Τα ανωτέρω ενισχύουν την αβεβαιότητα των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων αναφορικά με την πορεία των εισοδημάτων ή των κερδών τους αντίστοιχα, καθώς και των ΝΧΙ για τη διατήρηση της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειζομένων.

Τα επιτόκια των τραπεζικών δανείων στην Ελλάδα δεν κινήθηκαν ομοιόμορφα κατά το 2008. Τα επιτόκια των νέων δανείων υποχώρησαν σχεδόν σε όλες τις κατηγορίες το τελευταίο δίμηνο του 2008. Ωστόσο, το Δεκέμβριο του 2008 τα επιτόκια των νέων δανείων προς τα νοικοκυριά ήταν υψηλότερα από το Δεκέμβριο του 2007, ενώ τα επιτόκια των δανείων προς τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις ήταν χαμηλότερα. Η συνολική μείωση των επιτοκίων των επιχειρηματικών δανείων το 2008, που ήταν μικρότερη από εκείνη των επιτοκίων της διατραπεζικής αγοράς, αντισταθμίστηκε από την αύξηση των επιτοκίων σε όλες τις κατηγορίες δανείων προς τα νοικοκυριά. Έτσι, το μέσο επιτόκιο του συνόλου των νέων δανείων κατέγραψε οριακή αύξηση το 2008.

Οι ανωτέρω εξελίξεις οφείλονται κυρίως στο ότι οι τράπεζες, αντιμετωπίζοντας δυσχέρειες άντλησης κεφαλαίων από τη διατραπεζική αγορά και προκειμένου να αποκτήσουν ρευστότητα, προσέφεραν υψηλά επιτόκια στις προθεσμιακές καταθέσεις, οπότε αναγκάζονταν να διατηρούν υψηλά και τα επιτόκια των δανείων. Επίσης, οι όροι δανεισμού των ελληνικών τραπεζών επηρεάστηκαν δυσμενώς από την αύξηση του περιθωρίου επιτοκίων των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου που προαναφέραμε έναντι των αντίστοιχων γερμανικών. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2008)

Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του νομισματικού μεγέθους M3 διατήρησε τους τελευταίους μήνες του 2009 την πτωτική πορεία που είχε αρχίσει από το δ' τρίμηνο του 2008 και περιορίστηκε σταδιακά σε 4,8% το δ' τρίμηνο (δ' τρίμηνο 2008: 14,4%). Η υποχώρηση του ρυθμού μεταβολής του M3 στην Ελλάδα συνδέεται κυρίως με την

υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας και την έντονη επιβράδυνση της συνολικής πιστωτικής επέκτασης. Σε μικρότερο βαθμό σχετίζεται με τη μείωση των επιτοκίων των καταθέσεων που περιλαμβάνονται στο M3, η οποία τις κατέστησε λιγότερο ελκυστικές και συνέβαλε στη μετατόπιση αποταμιευτικών διαθεσίμων από στοιχεία του M3 (ιδίως από τις καταθέσεις προθεσμίας με διάρκεια έως δύο έτη) προς στοιχεία εκτός του M3. Η υποχώρηση επίσης του ρυθμού στα τέλη του 2009 συνδέεται, αλλά σε πολύ μικρότερο βαθμό, με τη μετατόπιση αποταμιευτικών κεφαλαίων προς το εξωτερικό.

Οι καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας ενισχύθηκαν σταδιακά και ο ρυθμός ανόδου τους διαμορφώθηκε το δ' τρίμηνο του 2009 σε διψήφιο ποσοστό (Φεβρουάριος 2010: 13,1%, δ' τρίμηνο 2009: 11,4%). Αντίθετα, ο ρυθμός μεταβολής των καταθέσεων προθεσμίας σημείωσε ραγδαία υποχώρηση και το Νοέμβριο, για πρώτη φορά από το Μάρτιο του 2002, έγινε αρνητικός (Φεβρουάριος 2010: -9,0%, δ' τρίμηνο 2009: 2,7%). Οι τοποθετήσεις σε γeros όσο και οι τοποθετήσεις σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων συνέχισαν να μειώνονται.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI), μετά τη σχετική σταθερότητα που εμφάνισε κατά το τρίμηνο Ιανουαρίου-Μαρτίου 2009, επιβραδύνθηκε σημαντικά στη συνέχεια του έτους και διαμορφώθηκε σε 6,7% το Δεκέμβριο (δ' τρίμηνο 2009: 6,6%, δ' τρίμηνο 2008: 16,6%). Η επιβράδυνση που σημειώθηκε το 2009 αντανάκλα τη συνεχή υποχώρηση του ετήσιου ρυθμού της πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα (επιχειρήσεις και νοικοκυριά) σε 4,2% το Δεκέμβριο (δ' τρίμηνο 2009: 4,5%, δ' τρίμηνο 2008: 18,3%), ενώ αντίθετα ο ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τη γενική κυβέρνηση γενικά επιταχύνθηκε (δ' τρίμηνο 2009: 18,9%, δ' τρίμηνο 2008: 8,1%). Ο ρυθμός αυτός, μετά την αξιοσημείωτη άνοδο που κατέγραψε τους πρώτους πέντε μήνες του 2009, ακολούθησε στη συνέχεια πτωτική πορεία και διαμορφώθηκε σε 21,1% το Δεκέμβριο. Οι υψηλοί ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης από τα εγχώρια NXI προς τη γενική κυβέρνηση κατά το 2009 οφείλονται στις αυξημένες τοποθετήσεις κεφαλαίων των πιστωτικών ιδρυμάτων σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου. Από την πλευρά της προσφοράς, οι τοποθετήσεις αυτές ενισχύθηκαν από τις αυξημένες εκδόσεις τίτλων Ελληνικού Δημοσίου το 2009, τάση η οποία παρατηρήθηκε συνολικά και στις υπόλοιπες χώρες-μέλη της ζώνης του ευρώ λόγω των δημοσιονομικών εξελίξεων. Από την πλευρά της ζήτησης, στην Ελλάδα, όπως και στο σύνολο της ζώνης του ευρώ, η αύξηση των τοποθετήσεων των τραπεζών στους τίτλους αυτούς συνδέεται και με την υποχώρηση της ζήτησης δανείων από τον ιδιωτικό τομέα το 2009.

Η παρατηρηθείσα το 2009 εξασθένηση του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα οφείλεται στον περιορισμό τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς τραπεζικών πιστώσεων. Από την πλευρά της ζήτησης, η αναβολή των επενδυτικών σχεδίων των επιχειρήσεων και η μείωση των πωλήσεων και της παραγωγής κατά τη διάρκεια του 2009, η επιδείνωση των προσδοκιών των νοικοκυριών, η αβεβαιότητα για την εξέλιξη του εισοδήματος τους και η επιφυλακτικότητα τους για τις προοπτικές στην αγορά ακινήτων περιόρισαν τη διάθεση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών να αναλάβουν περαιτέρω δανειακές υποχρεώσεις. Από την πλευρά της προσφοράς, η παρατηρούμενη αύξηση των επισφαλών δανείων των τραπεζών, οι προβλέψεις για επιδείνωση της οικονομικής δραστηριότητας και η συνακόλουθη αύξηση του πιστωτικού κίνδυνου οδήγησαν σε υιοθέτηση αυστηρότερων κριτηρίων και όρων χρηματοδότησης. Έτσι, ο ρυθμός πιστωτικής επέκτασης τόσο προς τις επιχειρήσεις όσο και προς τα νοικοκυριά επιβραδύνθηκε το Δεκέμβριο του 2009 σε 5,1% και 3,1% αντίστοιχα (δ' τρίμηνο 2009: επιχειρήσεις: 5,5%, νοικοκυριά: 3,3%, δ' τρίμηνο 2008: επιχειρήσεις: 21,6%, νοικοκυριά: 14,8%), αντανakλώντας τη σημαντική πτώση των μηνιαίων καθαρών ροών χρηματοδότησης προς τις επιχειρήσεις και προς τα νοικοκυριά το 2009 σε σύγκριση με το 2008.

Μικτές ήταν οι εξελίξεις στα επιτόκια των νέων τραπεζικών δανείων τους τελευταίους μήνες του 2009, καθώς η έντονη μείωση που είχε καταγραφεί στη διάρκεια του οκταμήνου Ιανουαρίου – Αύγουστου περιορίστηκε σημαντικά, ενώ σε ορισμένες κατηγορίες δανείων ανακόπηκε. Ανάλογη ήταν η πορεία των επιτοκίων των τραπεζικών δανείων στη ζώνη του ευρώ, τα οποία ωστόσο το 2009 μειώθηκαν περισσότερο από τα αντίστοιχα ελληνικά, με αποτέλεσμα να αποκλίνουν περισσότερο από τα γενικώς υψηλότερα επιτόκια στην Ελλάδα στις περισσότερες κατηγορίες δανείων. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2009)

Το νομισματικά μέγεθος M3 (χωρίς πάντα το νόμισμα σε κυκλοφορία) μειώθηκε έντονα το 2010, με ετήσιο ρυθμό μεταβολής ο οποίος διαμορφώθηκε σε -7,5% κατά μέσο όρο. Ο ρυθμός μείωσης του M3 επιταχύνθηκε κατά τη διάρκεια του έτους, ιδιαίτερα το πρώτο εξάμηνο, και έφθασε το -11,8% το δ' τρίμηνο, ενώ επιβραδύνθηκε το πρώτο δίμηνο του 2011. Αντίθετα, στη ζώνη του ευρώ ο ρυθμός μεταβολής του M3 έλαβε θετικές τιμές το δεύτερο εξάμηνο του 2010, όπως και τους δύο πρώτους μήνες του 2011. Έτσι, η διαφορά μεταξύ των δύο ρυθμών διευρύνθηκε σημαντικά κατά την εξεταζόμενη περίοδο, αντανakλώντας προφανώς τη διαφορά φάσης των οικονομικών κύκλων μεταξύ της Ελλάδος και των λοιπών χωρών της ζώνης του ευρώ.

Η υποχώρηση του M3 στην Ελλάδα, το οποίο σχεδόν στο σύνολο του αποτελείται από

καταθέσεις, αποδίδεται κυρίως στην έντονη επιδείνωση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Η πτώση της οικονομικής δραστηριότητας και συνεπώς των εισοδημάτων των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών επιδείνωσε τη ρευστότητα τους και τα οδήγησε να χρησιμοποιήσουν τις υφιστάμενες καταθέσεις τους για να καλύψουν λειτουργικές ή καταναλωτικές δαπάνες. Σε μικρότερο βαθμό, η υποχώρηση των καταθέσεων συνδέεται επίσης με την παρατηρούμενη μείωση των δανειακών υποχρεώσεων των νοικοκυριών και την αλλαγή της συναλλακτικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων. Κατά περιόδους, ιδιαίτερα το πρώτο εξάμηνο του 2010, η υποχώρηση του M3 ενισχύθηκε από την αυξημένη αβεβαιότητα των αποταμιευτών, η οποία συνέβαλε στη μετατόπιση κεφαλαίων από στοιχεία που περιλαμβάνονται στο M3 (κυρίως από καταθέσεις προθεσμίας) προς στοιχεία εκτός του M3.

Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του υπολοίπου της συνολικής χρηματοδότησης της οικονομίας από τα εγχώρια Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα (NXI) επιβραδύνθηκε το 2010, από 6,6% το Δεκέμβριο του 2009 σε 5,7% το Δεκέμβριο του 2010. Η επιβράδυνση αυτή είναι αποτέλεσμα αντίθετων τάσεων που παρουσίασαν οι ρυθμοί αύξησης της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα και της γενικής κυβέρνησης, καθώς ο πρώτος κατέγραψε συνεχή πτώση, ενώ ο δεύτερος επιταχύνθηκε συνολικά, με διακυμάνσεις. Έτσι, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της χρηματοδότησης προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα ήταν για πρώτη φορά μηδενικός το Δεκέμβριο του 2010 (Δεκέμβριος 2009: 4,1%), ενώ ο ετήσιος ρυθμός της πιστωτικής επέκτασης προς τη γενική κυβέρνηση ανήλθε σε 28,6% τον ίδιο μήνα (Δεκέμβριος 2009: 19,4%).

Τα επιτόκια των νέων τραπεζικών καταθέσεων στην Ελλάδα αυξήθηκαν σημαντικά στις καταθέσεις με συμφωνημένη διάρκεια έως ένα έτος και παρέμειναν σχεδόν σταθερά στις καταθέσεις διάρκειας μίας ημέρας. Η άνοδος αυτή του επιτοκίου των καταθέσεων προθεσμίας σημειώθηκε κυρίως το πρώτο εξάμηνο του έτους. Το δεύτερο εξάμηνο το επιτόκιο παρέμεινε σχεδόν σταθερό. Η εξέλιξη των επιτοκίων καταθέσεων κατά την εξεταζόμενη περίοδο μερικώς μόνο αποδίδεται στην άνοδο των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά, ενώ αντανακλά κυρίως τις συνθήκες περιορισμένης ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών. Οι συνθήκες αυτές οδήγησαν τα πιστωτικά ιδρύματα να προσφέρουν υψηλότερα επιτόκια στους καταθέτες προκειμένου να προσελκύσουν αποταμιευτικά κεφάλαια. (Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας 2010)

Στους παρακάτω πίνακες και στα διαγράμματα θα συνοψίσουμε τις μεταβολές των σημαντικότερων νομισματικών μεγεθών που προαναφέραμε για την περίοδο την οποία μελετούμε.

Πίνακας 10: Ελληνική συμβολή στα βασικά νομισματικά μεγέθη της ζώνης του ευρώ

(μη εποχικώς διορθωμένα στοιχεία)

	Υπόλοιπα 28.2.2011 (εκατ. ευρώ)	Ετήσιες εκατοστιαίες μεταβολές ¹											
		2005	2006	2007	2008	2009		2010				2010	
		δ' τρίμ. ²	δ' τρίμ. ²	δ' τρίμ. ²	δ' τρίμ. ²	δ' τρίμ. ²	Δεκ. ³	α' τρίμ. ²	β' τρίμ. ²	γ' τρίμ. ²	δ' τρίμ. ²	Δεκ. ³	Φεβρ. ³
1. Καταθέσεις μίας ημέρας	87.488	9,3	0,7	-0,9	-7,0	11,4	13,9	13,4	4,2	-4,1	-8,0	-11,9	-11,5
1.1 Όψεως και τρεχούμενοι λογαριασμοί	25.770	20,2	1,8	10,3	-3,6	15,7	19,8	14,4	3,7	-4,7	-7,6	-13,1	-7,9
1.2 Απλού ταμειυτηρίου	61.718	6,3	0,2	-4,6	-7,9	9,5	11,5	12,8	4,5	-3,7	-8,1	-11,4	-13,2
2. Καταθέσεις προθεσμίας έως 2 ετών	115.197	45,2	37,5	42,2	39,1	2,7	-2,4	-7,3	-13,6	-15,0	-13,8	-12,8	-9,8
3. Καταθέσεις υπό προειδοποίηση έως 3 μηνών ⁴	2.887	105,2	-24,4	-20,3	-24,1	64,2	69,9	56,9	14,9	5,3	-7,0	-9,6	-8,3
4. Σύνολο καταθέσεων (1+2+3)	205.572	20,7	12,1	15,9	15,3	6,6	4,6	1,2	-6,3	-10,3	-11,3	-12,4	-10,5
5. Συμφωνίες επαναγοράς (repos)	102	-72,8	-35,7	-54,3	-11,4	-67,1	-50,0	-39,6	-51,4	-50,1	-48,9	-54,3	-31,8
6. Μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων	995	-51,8	-2,5	40,5	-58,8	-44,8	-32,1	-27,7	-33,8	-46,3	-45,8	-39,2	-23,8
7. Χρεόγραφα διάρκειας έως 2 ετών ⁵	5	-42,2	24,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
8. Μ3 χωρίς το νόμισμα σε κυκλοφορία (4+5+6+7)	206.674	6,9	10,6	14,7	14,4	4,8	3,2	0,1	-7,3	-11,1	-11,8	-12,5	-10,6

Πηγές: Τράπεζα της Ελλάδος και ΕΚΤ.

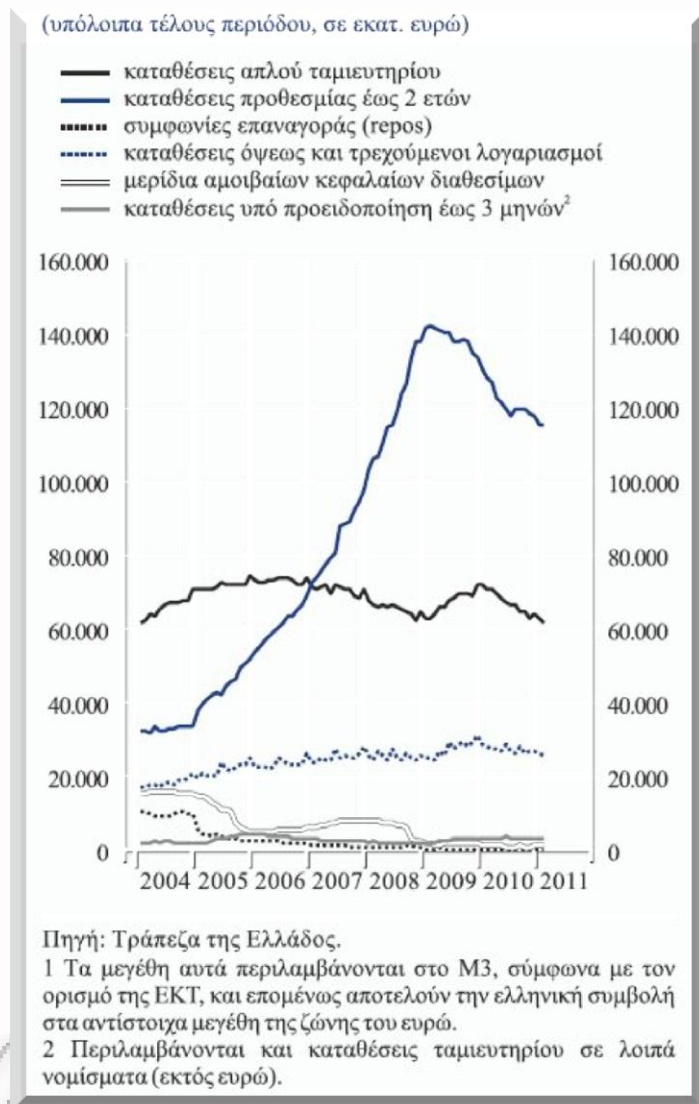
1 Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής του αντίστοιχου δείκτη. Κάθε δείκτης καταρτίζεται με βάση το υπόλοιπο του σχετικού νομισματικού μεγέθους το Δεκέμβριο του 2001 και τις σωρευμένες μηνιαίες ροές, διορθωμένες για διακυμάνσεις συναλλαγματικών ισοτιμιών, σφάλματα ταξινόμησης κ.ά.

2 Μέσοι όροι τριμήνου, οι οποίοι προκύπτουν από τους αριθμητικούς μέσους ετήσιους ρυθμούς για κάθε μήνα και όχι από τους ρυθμούς στο τέλος του μήνος. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός για κάθε μήνα υπολογίζεται ως ο μέσος όρος του ρυθμού στο τέλος του μηνός αναφοράς και στο τέλος του μηνός που προηγείται του μηνός αναφοράς (βλ. τις "Τεχνικές σημειώσεις" στο τμήμα "Στατιστικά στοιχεία για τη ζώνη του ευρώ" του Μηνιαίου Δελτίου της ΕΚΤ).

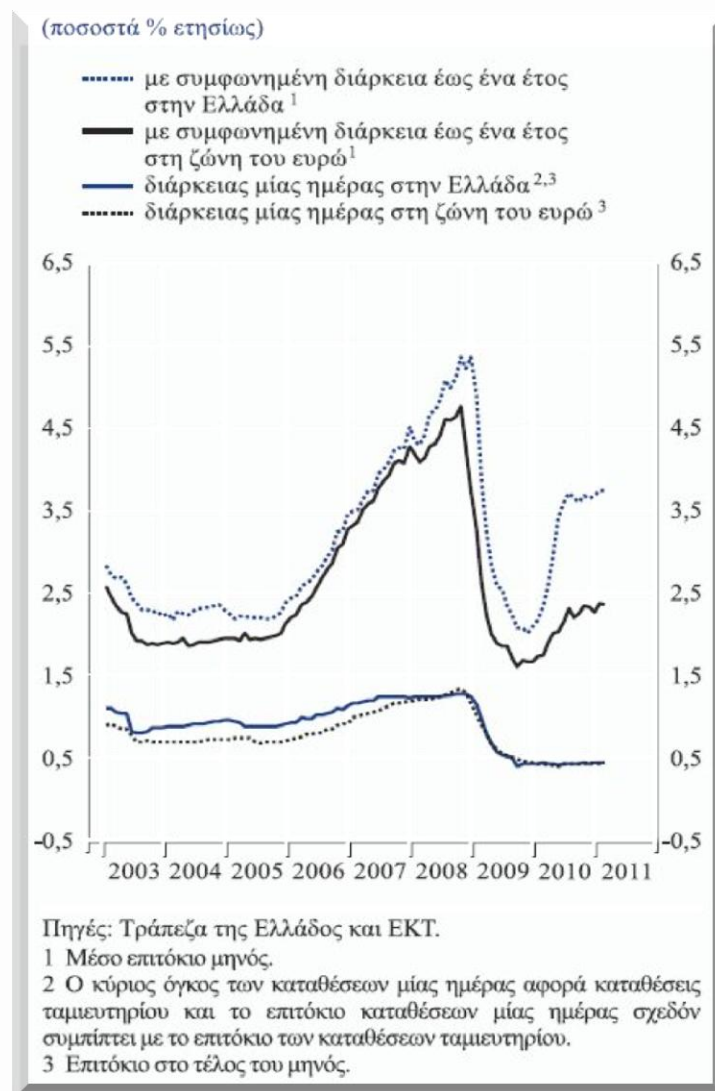
3 Ετήσιοι ρυθμοί μεταβολής με βάση το σχετικό δείκτη στο τέλος του μηνός.

4 Περιλαμβάνονται και καταθέσεις ταμειυτηρίου σε λοιπά νομίσματα (εκτός ευρώ).

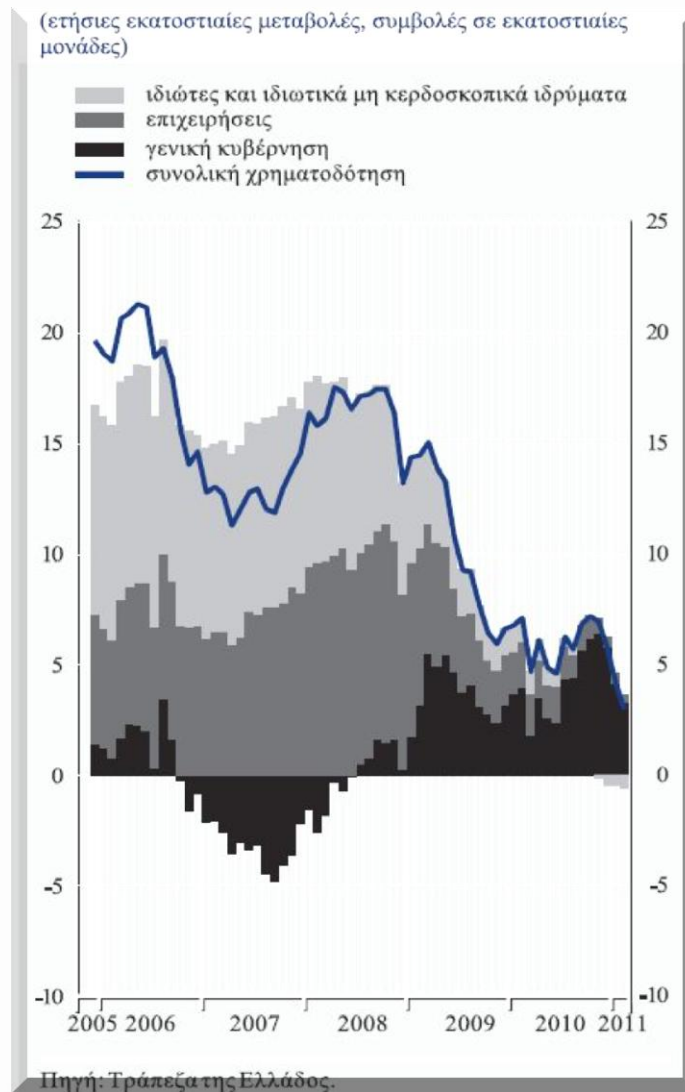
5 Το μέγεθος αυτό υπολογίζεται σε ενοποιημένη βάση με τις άλλες χώρες της ζώνης του ευρώ. Επομένως, από τα χρεόγραφα διάρκειας έως δύο ετών που έχουν εκδοθεί από τα εγχώρια ΝΧΙ στην Ελλάδα αφαιρούνται οι τοποθετήσεις τους σε χρεόγραφα έως δύο ετών που έχουν εκδοθεί από τα ΝΧΙ της υπόλοιπης ζώνης του ευρώ.



Διάγραμμα 7: Εξέλιξη των καταθέσεων, των συμφωνιών επαναγοράς και των μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων διαθεσίμων στην Ελλάδα¹



Διάγραμμα 8: Επιτόκια νέων τραπεζικών καταθέσεων από τα νοικοκυριά στην Ελλάδα και στη ζώνη του ευρώ



Διάγραμμα 9: Συμβολή της χρηματοδότησης των επιμέρους τομέων στη συνολική χρηματοδότηση της οικονομίας από τα εγχώρια NXI



Διάγραμμα 10: Διαφορές επιτοκίων νέων τραπεζικών δανείων μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 - ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ Ο.Τ.Ε. Α.Ε.

6.1. ΓΕΝΙΚΑ

Ο Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος (ΟΤΕ Α.Ε.) είναι ο μεγαλύτερος τηλεπικοινωνιακός πάροχος στην Ελλάδα, ενώ μαζί με τις θυγατρικές του αποτελεί σήμερα έναν από τους μεγαλύτερους τηλεπικοινωνιακούς ομίλους στη Νοτιοανατολική Ευρώπη.

Ο ΟΤΕ είναι μία από τις πέντε μεγαλύτερες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, σύμφωνα με την κεφαλαιοποίηση, ενώ οι μετοχές του διαπραγματεύονται στο διεθνές χρηματιστήριο του Λονδίνου. Ξεκινώντας από το 1996, το Ελληνικό Δημόσιο μείωσε σταδιακά τη συμμετοχή του στο μετοχικό κεφάλαιο του ΟΤΕ. Στις 14 Μαΐου 2008 υπεγράφη συμφωνία ανάμεσα στην Ελληνική Κυβέρνηση και στην Deutsche Telekom σχετικά με τη συμμετοχή της τελευταίας στο μετοχικό κεφάλαιο του ΟΤΕ. Μετά από επιπλέον πωλήσεις μετοχών και δικαιωμάτων ψήφου του Ελληνικού Δημοσίου το ποσοστό της Deutsche Telekom στον ΟΤΕ ανέρχεται, από τις 11 Ιουλίου 2011, σε 40% και του Ελληνικού Δημοσίου σε 10%.

Ο όμιλος ΟΤΕ προσφέρει ευρυζωνικές υπηρεσίες, σταθερή και κινητή τηλεφωνία, επικοινωνία δεδομένων υψηλών ταχυτήτων και υπηρεσίες μισθωμένων γραμμών. Παράλληλα με τις κύριες τηλεπικοινωνιακές του δραστηριότητες, δραστηριοποιείται στην Ελλάδα και στους τομείς των δορυφορικών επικοινωνιών, των ακινήτων και της εκπαίδευσης. Ο όμιλος ΟΤΕ απασχολεί περίπου 30.000 άτομα σε 4 χώρες.

6.2. ΙΣΤΟΡΙΑ, ΟΡΑΜΑ & ΕΠΙΔΙΩΞΕΙΣ ΤΟΥ Ο.Τ.Ε.

❖ Ιστορία

Ο ΟΤΕ είναι μια από τις μακροβιότερες εταιρίες στην Ελλάδα, ιδρύθηκε το 1949 και μέχρι σήμερα έχει σημειώσει συνεχείς καινοτομίες και αξιόλογες δράσεις. Μερικές από τις χρονιές – σταθμούς που αξίζει να αναφερθούν σε αυτή την πορεία των 70 ετών και πλέον είναι:

- 1990: Εγκαθίσταται ένα ευρύ δίκτυο Οπτικών Ινών
- 1996: Εισάγεται ο ΟΤΕ στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και διευρύνονται οι δραστηριότητες του σε Βαλκάνια, Ανατολική Ευρώπη και Μέση Ανατολή
- 2001: Ο ΟΤΕ λειτουργεί σε απελευθερωμένη αγορά Τηλεπικοινωνιών
- 2001 – 2003: Ο ΟΤΕ συγκαταλέγεται, από άποψη χρηματιστηριακής αξίας, μεταξύ των πρώτων 500 επιχειρήσεων παγκοσμίως και μεταξύ των δέκα πρώτων τηλεπικοινωνιακών οργανισμών στην Ευρώπη
- 2003: Ο ΟΤΕ ξεκινά την παροχή υπηρεσιών ADSL στην Ελλάδα
- 2005 – 2006: Χάρη στην υποδομή του ΟΤΕ, η Ελλάδα κατατάσσεται ως η ταχύτερα αναπτυσσόμενη χώρα στον κόσμο, όσον αφορά στον ποσοστιαίο ρυθμό αύξησης των ευρυζωνικών συνδέσεων
- 2007: Οι ευρυζωνικές συνδέσεις του ΟΤΕ ανήλθαν σε 825.000, ενώ στο δίκτυο του οι διαθέσιμες πόρτες ξεπέρασαν τις 1.200.000 και διατέθηκαν νέες ταχύτητες πρόσβασης που φτάνουν τα 24Mbps, επίσης το ελληνικό δημόσιο πωλεί 10,7% του μετοχικού κεφαλαίου του ΟΤΕ σε θεσμικούς επενδυτές.
- 2008: Ο ΟΤΕ αποκτά το 100% της COSMOTE και η μετοχή της διαγράφεται από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, υπογράφεται η συμφωνία μεταξύ Ελληνικής Κυβέρνησης και Deutsche Telekom, με βάση την οποία, από 5 Νοεμβρίου 2008 κατέχουν ο καθένας 25% συν μία μετοχή του μετοχικού κεφαλαίου του ΟΤΕ
- 2009: Μετά την πώληση επιπλέον 5% μετοχών και δικαιωμάτων ψήφου του Ελληνικού Δημοσίου, το ποσοστό της Deutsche Telekom στον ΟΤΕ ανέρχεται σε 30% και του Ελληνικού Δημοσίου σε 20%. Η COSMOTE κατέχει πλέον το 100% της ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ, της τηλεπικοινωνιακής αλυσίδας λιανικής στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης, με 1075 καταστήματα

- 2010:
 - Ο ΟΤΕ συγκαταλέγεται στην παγκόσμια λίστα των κορυφαίων 1000 κοινωνικά υπεύθυνων επιχειρήσεων, σύμφωνα με διεθνή έρευνα που βασίζεται στο πλαίσιο των δεικτών GRI
 - ΟΤΕ προχωρά στην επόμενη μέρα της ευρυζωνικότητας υλοποιώντας ένα δίκτυο οπτικών ινών νέας τεχνολογίας σε επιλεγμένες περιοχές, ταυτόχρονα, το δίκτυο ADSL του ΟΤΕ συνεχίζει να επεκτείνεται με πάνω από 1.5 εκατ. εγκατεστημένες πόρτες ADSL, σε περισσότερα από 1.500 διαφορετικά σημεία πανελλαδικά
 - Έξοδος του ΟΤΕ από το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE)
 - Ο ΟΤΕ βρίσκεται στους Διεθνείς Χρηματιστηριακούς Δείκτες FTSE4GOOD για κοινωνικά υπεύθυνες επιχειρήσεις
 - Απονέμεται στον ΟΤΕ το βραβείο καλύτερης εταιρίας στην Ελλάδα στον τομέα της Εταιρικής Διακυβέρνησης για το 2010
- 2011: Μετά από επιπλέον πώληση μετοχών και δικαιωμάτων ψήφου του Ελληνικού Δημοσίου, το ποσοστό της Deutsche Telekom στον ΟΤΕ ανέρχεται, από τις 11 Ιουλίου 2011, σε 40% και του Ελληνικού Δημοσίου σε 10%.

Στο πλαίσιο της διεθνούς επενδυτικής του στρατηγικής, ο όμιλος ΟΤΕ δραστηριοποιείται από το 1997 στην αγορά τηλεπικοινωνιών της Νοτιοανατολικής Ευρώπης με την εξαγορά μεριδίων σημαντικών τηλεπικοινωνιακών εταιρειών. Συγκεκριμένα, ο ΟΤΕ κατέχει το 54% του Ρουμανικού Οργανισμού Τηλεπικοινωνιών (RomTelecom) και το 20% του δημοσίου Τηλεπικοινωνιακού Σερβικού Οργανισμού (TelecomSerbia). Παράλληλα, δραστηριοποιείται στην αγορά κινητής τηλεφωνίας στη Βουλγαρία, μέσω της GloBul, στην Αλβανία μέσω της AMC και στη Ρουμανία μέσω της COSMOTE Romania.

❖ Όραμα

Όραμα του ΟΤΕ είναι να προσφέρει ολοκληρωμένες τηλεπικοινωνιακές υπηρεσίες υψηλού επιπέδου έτσι ώστε να αποτελεί την πρώτη επιλογή των πελατών στην Ελλάδα και τη Ν.Α Ευρώπη, καθώς και να ενεργεί ως «υπεύθυνος πολίτης» έτσι ώστε η παρουσία και η δράση του να προσθέτουν αξία σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη στις χώρες όπου δραστηριοποιείται.

❖ Βασικές Επιδιώξεις

Οι βασικές στρατηγικές επιδιώξεις της εταιρίας είναι:

- **Βελτιστοποίηση** όλων των **διαδικασιών** του ΟΤΕ μέσα από **βιώσιμες του μειώσεις κόστους** και παράλληλα διαρκής βελτίωση στην **ευελιξία** και την **παραγωγικότητα**,
- **Επέκταση της διείσδυσης της ευρυζωνικότητας** στην εγχώρια αγορά και διατήρηση της ηγετικής θέσης του ΟΤΕ με μέγιστη αξιοποίηση των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων της εταιρίας, μέσω της παροχής καινοτόμων προϊόντων, υπηρεσιών και ολοκληρωμένων λύσεων τηλεπικοινωνιών και πληροφορικής,
- **Αξιοποίηση της σύγκλισης των τεχνολογιών** με τη δημιουργία εμπορικών προτάσεων και συνεχή βελτίωση της εξυπηρέτησης πελατών,
- **Εστίαση σε εγχώριες και διεθνείς δραστηριότητες** που παρουσιάζουν προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης και τέλος
- **Ενίσχυση της στενότερης συνεργασίας των θυγατρικών** τόσο μεταξύ τους όσο και με τη μητρική εταιρία.

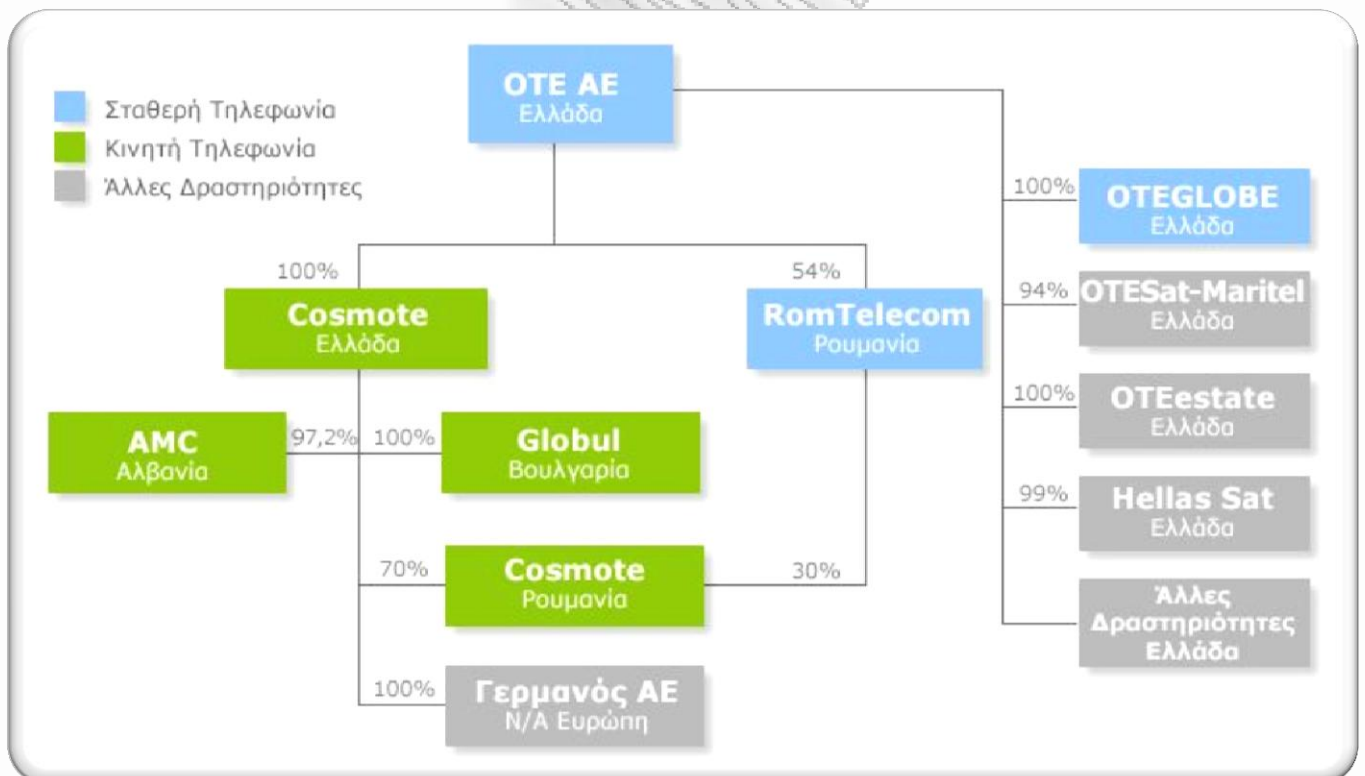
6.3. ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΟΜΙΛΟΥ

Στοχεύοντας στην παροχή ολοκληρωμένων υπηρεσιών και προϊόντων που καλύπτουν τις σύγχρονες ανάγκες επικοινωνίας επιχειρήσεων και ιδιωτών, ο ΟΤΕ εκτός από ευρυζωνικές υπηρεσίες και σταθερή τηλεφωνία, δραστηριοποιείται μέσω θυγατρικών του και στους εξής τομείς:

- **Κινητή τηλεφωνία** από την COSMOTE, που βρίσκεται στην πρώτη θέση στην ελληνική αγορά
- **Ηλεκτρονικές συναλλαγές B2B** (CosmoOne)

- **Διεθνείς τηλεπικοινωνιακές υπηρεσίες χονδρικής** σε παρόχους και πολυεθνικές εταιρείες στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης (OTEGlobe)
- **Ασύρματες και δορυφορικές επικοινωνίες** καθώς και υπηρεσίες για τη **ναυτιλία** (OTESAT-MARITEL)
- **Δορυφορικές τηλεπικοινωνιακές υπηρεσίες**, μέσω της θυγατρικής του, Hellas Sat A.E., κατόχου του ελληνικού δορυφόρου Hellas-Sat 2
- **Συμβουλευτικές υπηρεσίες** (OTEPlus)

Επίσης για την αξιοποίηση της σημαντικής ακίνητης περιουσίας του ΟΤΕ δημιουργήθηκε η **OTE Estate**, ενώ η **OTE Academy** προσφέρει ένα ευρύ φάσμα εκπαιδευτικών σεμιναρίων που φιλοδοξεί να καλύψει τις εκπαιδευτικές ανάγκες τόσο των εργαζομένων του ομίλου ΟΤΕ όσο και του ευρύτερου δημόσιου και ιδιωτικού τομέα. Τέλος, στον όμιλο ΟΤΕ ανήκει από το 2006 και το δίκτυο καταστημάτων **ΓΕΡΜΑΝΟΣ**, η τηλεπικοινωνιακή αλυσίδα λιανικής στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.



Σχήμα 1: Οργανόγραμμα ομίλου Ο.Τ.Ε.

(Πηγή: <http://www.ote.gr>)

6.4. ΜΕΤΟΧΗ Ο.Τ.Ε.

6.4.1. ΓΕΝΙΚΑ

Οι μετοχές του ΟΤΕ διαπραγματεύονται στα Χρηματιστήρια Αθηνών και Λονδίνου (GDRs). Από το Σεπτέμβριο του 2010 έπαψε η διαπραγμάτευση των μετοχών του ΟΤΕ στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Στη συνέχεια της εξόδου από το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, οι Αμερικάνικοι Αποθετήριοι Τίτλοι (ADRs) του ΟΤΕ διαπραγματεύονται πλέον στην αγορά OTC (Over the Counter) με ticker HLTOY με το πρόγραμμα Level I ADRs. Ο ΟΤΕ συνεχίζει τις υποχρεώσεις αναφοράς στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ.

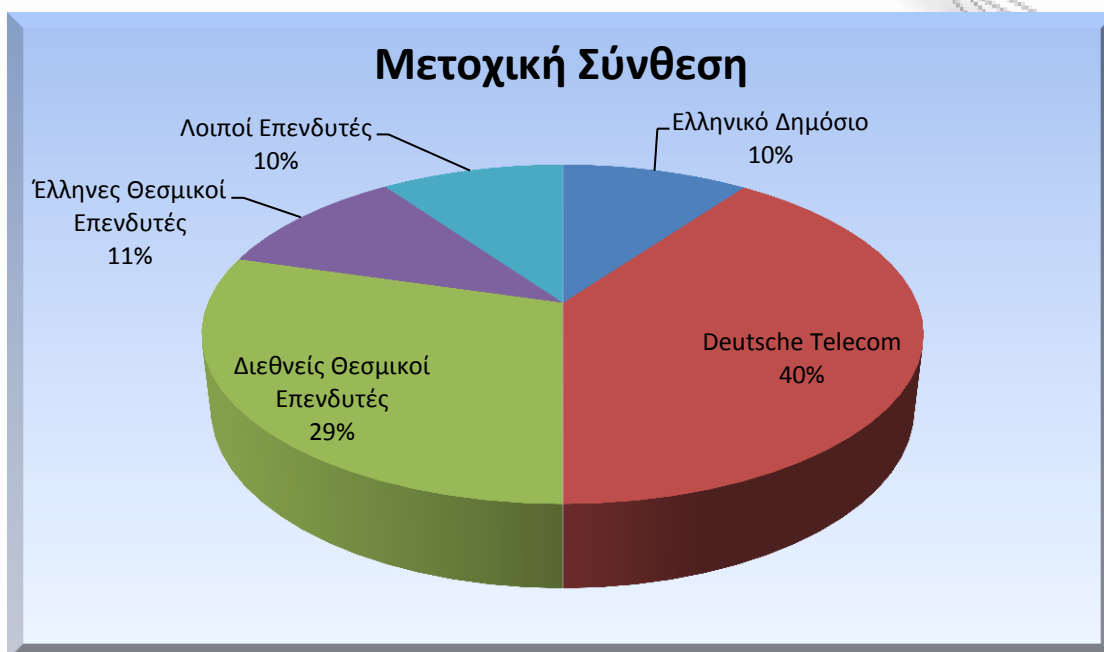
Ο αριθμός των κυκλοφορούντων μετοχών του ΟΤΕ τα τελευταία χρόνια τα οποία και θα μελετήσουμε είναι 490.150.389.

6.4.2. ΜΕΤΟΧΙΚΗ ΣΥΝΘΕΣΗ ΤΟΥ Ο.Τ.Ε. ΤΟ 2011

Πίνακας 11: Μετοχική σύνθεση ομίλου Ο.Τ.Ε.

(Πηγή: <http://www.ote.gr>)

Μέτοχος	Ποσοστό
Ελληνικό Δημόσιο	10%
Deutsche Telecom	40%
Διεθνείς Θεσμικοί Επενδυτές	29,5%
Έλληνες Θεσμικοί Επενδυτές	10,7%
Λοιποί Επενδυτές	9,8%



Διάγραμμα 11: Μετοχική σύνθεση ομίλου Ο.Τ.Ε.

6.4.3. ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ

Σύμφωνα με την Ελληνική Νομοθεσία οι εταιρείες υποχρεούνται να διανέμουν στους μετόχους τους μέρισμα 6% τουλάχιστον επί του καταβεβλημένου κεφαλαίου τους ή ποσοστό 35% επί των κερδών που προκύπτουν από τα λογιστικά τους βιβλία (δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις) μετά την αφαίρεση του φόρου εισοδήματος και του τακτικού αποθεματικού, εφόσον αυτό είναι μεγαλύτερο από το 6% του καταβεβλημένου κεφαλαίου. Παρά ταύτα, οι εταιρείες δύναται να μη διανείμουν μέρισμα με τη σύμφωνη γνώμη του συνόλου των μετόχων τους.

Το ποσό που ορίζεται ως μέρισμα πρέπει να μοιρασθεί στους μετόχους μέσα σε διάρκεια δύο μηνών από την Ετήσια Γενική Συνέλευση Μετόχων που επικυρώνει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και αποφασίζει την διανομή τέτοιου μερίσματος.

Ακολουθεί μία ιστορική παρουσίαση των μερισμάτων του ΟΤΕ:

Πίνακας 12: Ιστορική παρουσίαση των μερισμάτων του Ο.Τ.Ε.

(Πηγή: <http://www.ote.gr>)

Έτος	Μέρισμα σε ευρώ ανά μετοχή	Ημερομηνία Απόφασης ΓΣΜ
1999	0,60	29 Ιουνίου, 2000
2000	0,70	26 Ιουνίου, 2001
2001	0,70	19 Ιουνίου, 2002
2002	0,70	30 Ιουνίου, 2003
2003	0,35	17 Ιουνίου, 2004
2004	-	16 Ιουνίου, 2005
2005	-	22 Ιουνίου, 2006
2006	0,55	21 Ιουνίου, 2007
2007	0,75	26 Ιουνίου, 2008
2008	0,75	24 Ιουνίου, 2009
2009	0,19	16 Ιουνίου, 2010
2010	0,1179	23 Ιουνίου, 2011

6.5. ΠΡΟΣΦΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης ο Κύκλος Εργασιών του Ομίλου ΟΤΕ κατά το 2010 ανήλθε στα € 5,482.8 εκατ. εμφανίζοντας μείωση κατά 8% σε σχέση με το 2009. Η μείωση αυτή οφείλεται στις δυσχερείς οικονομικές συνθήκες, οι οποίες επηρεάζουν τις δραστηριότητες του ομίλου σε όλες τις χώρες στις οποίες δραστηριοποιείται. Τα Λειτουργικά Κέρδη του ομίλου προ αποσβέσεων (προσαρμοσμένο EBITDA) μειώθηκαν κατά 11,5% σε € 1.919,4 εκατ. κατά το 2009.

6.6. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΥΠΕΥΘΥΝΟΤΗΤΑ

Ο ΟΤΕ έχει ενσωματώσει τις αξίες της Εταιρικής Υπευθυνότητας τόσο στην επιχειρησιακή του στρατηγική όσο και στον καθημερινό τρόπο λειτουργίας της εταιρίας. Στις χώρες που δραστηριοποιείται στοχεύει στην προσφορά σύγχρονων τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών, συνδυάζοντας την οικονομική ανάπτυξη με την ικανοποίηση όλων των ενδιαφερομένων μερών.

Μέσω του Προγράμματος Εταιρικής Υπευθυνότητας που υλοποιεί με τίτλο «Σχέση Ευθύνης» και βασικές προτεραιότητες την κοινωνία, τους ανθρώπους, το περιβάλλον και την αγορά, εδραιώνεται καθημερινά η παρουσία του ΟΤΕ ως «υπεύθυνης επιχείρησης». Παράλληλα, ο ΟΤΕ εμπλουτίζει και αναπροσαρμόζει τις πρακτικές του, σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα και τις εντάσσει στον επιχειρηματικό σχεδιασμό και την απόδοση της εταιρίας.

Ο ΟΤΕ αποτελεί μία από τις πρώτες ελληνικές εταιρίες που προχώρησε στη σταδιακή εναρμόνιση του απολογισμού εταιρικής υπευθυνότητας, σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα Global Reporting Initiative (GRI) τα οποία λαμβάνει υπόψη 3 βασικές αρχές: τη Συμμετοχικότητα (Inclusivity), την Ουσιαστικότητα (Materiality) και την Ανταπόκριση (Responsiveness).

Τέλος από το 2008, ο ΟΤΕ συμπεριλαμβάνεται στο Διεθνή Δείκτη FTSE4Good που αφορά σε εταιρείες, οι οποίες τηρούν διεθνώς αναγνωρισμένα πρότυπα σε θέματα εταιρικής υπευθυνότητας, διαφάνειας και ευθύνης. Η εταιρία συμμετέχει επίσης στο Δείκτη Εταιρικής Υπευθυνότητας (CRI) στην Ελλάδα, ο οποίος διαμορφώνεται σε συνεργασία με τον φορέα Business in the Community, λαμβάνοντας για τα έτη 2008 και 2009 τη διάκριση Silver, ενώ το 2010 διακρίθηκε με Gold, τη μεγαλύτερη διάκριση στην Ελλάδα.

Για την κοινωνία, ο ΟΤΕ προάγει το κοινό καλό, εξασφαλίζει την προστασία των πολιτών στις συναλλαγές τους με την εταιρία, ενισχύει νέους και παιδιά, προωθεί την έρευνα και την καινοτομία. Για τους ανθρώπους, εξασφαλίζει την εργασία σε ένα υγιές και ασφαλές περιβάλλον και προωθεί την εκπαίδευση και συνεχή εξέλιξη τους.

Όσον αφορά στο περιβάλλον, ο ΟΤΕ, αναγνωρίζοντας τη δική του ευθύνη, συμβάλει στην αντιμετώπιση των κοινών και κρίσιμων περιβαλλοντικών προβλημάτων που

αντιμετωπίζει η παγκόσμια κοινότητα, όπως η κλιματική αλλαγή και η προστασία φυσικών πόρων και αναπτύσσει μια σειρά από πρωτοβουλίες και δράσεις, συμβατές με διεθνείς κανόνες και πρακτικές, με ποιοτικούς και μετρήσιμους ποσοτικούς στόχους. Σκοπός είναι ο περιορισμός των επιπτώσεων που η λειτουργία του ΟΤΕ προκαλεί στο περιβάλλον, βοηθώντας έτσι στην καθιέρωση της εταιρικής περιβαλλοντικής ευθύνης.

6.7. ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

Η προσήλωση του ΟΤΕ στη διαφάνεια και την ακεραιότητα αποτυπώνεται και στις αρχές εταιρικής διακυβέρνησης της εταιρίας. Η εταιρική διακυβέρνηση αφορά στο σύνολο των αρχών που υιοθετεί μία εταιρία προκειμένου να διασφαλίσει την απόδοση της, τα συμφέροντα των μετόχων της και τα συμφέροντα όλων των ενδιαφερομένων μερών (stakeholders).

Ο ΟΤΕ αναγνωρίζοντας τη σημασία των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης και τα οφέλη που προκύπτουν από την εφαρμογή τους ακολουθεί την διεθνή πρακτική στον τομέα αυτό και επιδιώκει την συστηματική εφαρμογή αρχών εταιρικής διακυβέρνησης στις λειτουργίες του.

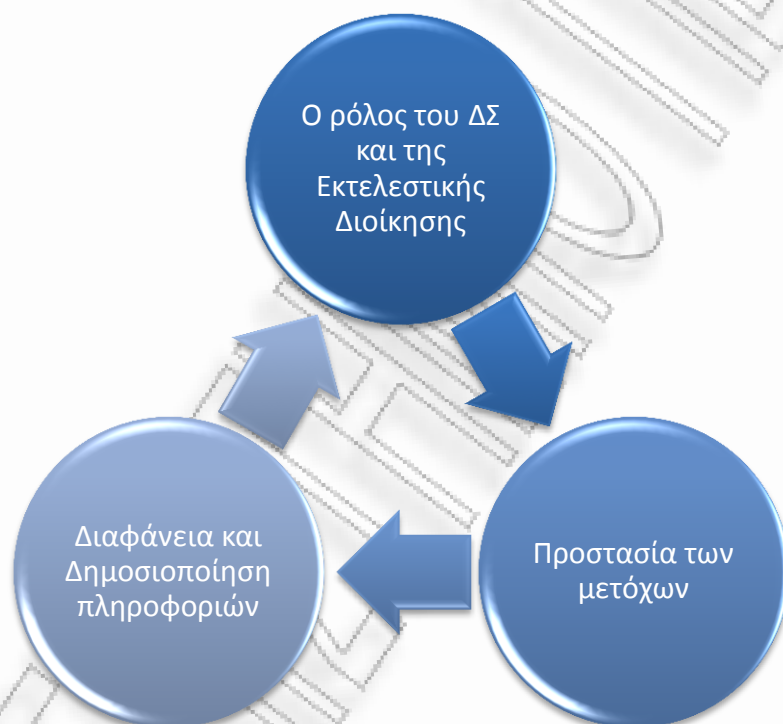
Ειδικότερα, ως ανώνυμη εταιρία εισηγμένη στην κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης στο Χρηματιστήριο Αθηνών και του Λονδίνου (LSE), ο ΟΤΕ ακολουθεί την κείμενη εγχώρια και ξένη νομοθεσία σε σχέση με την εταιρική διακυβέρνηση, έχοντας ενσωματώσει στην λειτουργία της εταιρίας κανονισμούς και πρακτικές συμμόρφωσης καθώς επίσης και πρακτικές που δεν είναι υποχρεωτικές από τους νόμους αλλά ακολουθούν διεθνή πρότυπα.

Η θέση αυτή αποτυπώνεται στο Καταστατικό, στον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας, στον Κώδικα Δεοντολογίας και Επιχειρηματικής Συμπεριφοράς, στον Γενικό Κανονισμό Προσωπικού και σε άλλους κανονισμούς της εταιρίας που ρυθμίζουν τις επιμέρους λειτουργίες της.

Οι βασικές αρχές, στις οποίες στηρίζεται το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης του ΟΤΕ είναι οι εξής:

- Διασφάλιση της διαφάνειας και του αποτελεσματικού ελέγχου στην άσκηση της διοίκησης
- Αμφίδρομη επικοινωνία με τα ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders) της εταιρίας
- Διασφάλιση της αποδοτικότητας της εταιρίας.

Οι τρεις βασικοί άξονες εφαρμογής των κανόνων και πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης αφορούν στο ρόλο του Διοικητικού Συμβουλίου, της εκτελεστικής διοίκησης και του ελέγχου, στην προστασία των μετόχων και στην ενίσχυση της διαφάνειας και της δημοσιοποίησης πληροφοριών.



Σχήμα 2: Άξονες εφαρμογής εταιρικής διακυβέρνησης στον Ο.Τ.Ε.

(Πηγή: <http://www.ote.gr>)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 - ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΤΑΙΡΙΑΣ Ο.Τ.Ε. Α.Ε.

7.1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ Ο.Τ.Ε.

Για την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων (Ισολογισμοί και Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσεων – Κ.Α.Χ.) του ΟΤΕ για την πενταετία 2006 – 2010 χρησιμοποιήθηκε η μεθοδολογία που αναπτύχθηκε στο Κεφάλαιο 2 στην υποενότητα Στατιστική Ανάλυση. Αρχικά, πραγματοποιήθηκε η εμφάνιση για κάθε κατηγορία των οικονομικών καταστάσεων σε κάθετη μορφή και η παράθεση του ενός δίπλα στον άλλο για τις διαδοχικές χρήσεις. Εν συνεχεία, πραγματοποιήθηκε ανάλυση κοινού μεγέθους τόσο για τους Ισολογισμούς όσο και για τις Κ.Α.Χ. καθώς και ανάλυση δεικτών και πινάκων κίνησης κεφαλαίων, έτσι όπως αυτά παρουσιάζονται στο θεωρητικό μέρος. (όλα τα προαναφερθέντα παρουσιάζονται αναλυτικά στο Παράρτημα της παρούσας εργασίας)

7.1.1. ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

Για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών χρησιμοποιήθηκαν οι τύποι που αναφέρονται στο Κεφάλαιο 2 με βάση τα διαθέσιμα δημοσιευμένα στοιχεία των Ισολογισμών και των Κ.Α.Χ. σε ενοποιημένη βάση. Παρακάτω θα αναλυθεί ο τρόπος υπολογισμού των δεικτών (όπου βεβαίως αυτό ήταν δυνατό λόγω έλλειψης στοιχείων) αναλυτικά οπουδήποτε χρειάζεται. Στον υπολογισμό των δεικτών θα πρέπει ακόμη να ληφθούν υπόψη διάφορες αδυναμίες οι οποίες θα αναφερθούν όπου αυτό απαιτείται λόγω μη δημοσίευσης ορισμένων κονδυλίων.

7.1.1.1. Αποδοτικότητα

Τα συνολικά κέρδη μιας επιχείρησης είναι το άθροισμα των ολικών αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης και των χρηματοπιστωτικών εξόδων, στη συγκεκριμένη περίπτωση για συνολικά κέρδη του ΟΤΕ λαμβάνουμε το κονδύλιο “Κέρδη/(ζημίες) προ φόρων” (δηλαδή “Λειτουργικά κέρδη/(ζημίες) προ χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων” συν “Σύνολο χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων”). Τα καθαρά κέρδη αντιστοίχως είναι ό,τι απομένει έπειτα και από την αφαίρεση του φόρου εισοδήματος δηλαδή τα “Κέρδη/(ζημίες) χρήσης”. Τέλος ως καθαρές πωλήσεις λαμβάνονται τα ποσά των κύκλων εργασιών, όπως αυτά αναφέρονται στις Κ.Α.Χ. των αντίστοιχων χρήσεων.

Η πορεία του δείκτη της συνολικής αποδοτικότητας παρουσιάζει πτωτική πορεία με εξαίρεση το έτος 2007 που φαίνεται ελαφρά ενισχυμένος. Η αύξηση στη συγκεκριμένη χρήση οφείλεται κυρίως στην αύξηση των συνολικών κερδών αφού το σύνολο του καθαρού ενεργητικού έμεινε σχεδόν αμετάβλητο. Τα επόμενα έτη ο δείκτης μειώνεται σημαντικά λόγω κυρίως της μείωσης των κερδών με αποκορύφωμα το 2010. Η πορεία του δείκτη είναι απολύτως λογική αν κάποιος αναλογιστεί την κρίση που πλήττει την Ελλάδα από το 2008 και έπειτα. Γενικά όμως, η τιμή του δείκτη βάσει της εγχώριας αλλά και της διεθνούς κατάστασης κυμαίνεται σε λογικά επίπεδα με ίσως μια εξαίρεση τον τελευταίο χρόνο, που είναι σημαντικά ελαττωμένος.



Διάγραμμα 12: Συνολική Αποδοτικότητα Ο.Τ.Ε.

Εξετάζοντας συναφείς και επικαλυπτόμενους δείκτες με αυτόν της συνολικής αποδοτικότητας, παρατηρούμε αρχικά το δείκτη μικτού κέρδους της εταιρίας ο οποίος όπως ήταν αναμενόμενο εμφανίζει ακριβώς την ίδια πορεία με τη συνολική απόδοση της εταιρίας. Συγκεκριμένα έχει πτωτική πορεία με εξαίρεση το 2007 που παρουσιάζεται αύξηση των συνολικών κερδών αφού ακόμη δεν έχει πληγεί η χώρα από την κρίση. Η ραγδαία αυτή συνολική μείωση οφείλεται κυρίως στα αυξημένα χρηματοπιστωτικά έξοδα που έχει να αντιμετωπίσει καθώς και στα μειωμένα με την πάροδο των ετών λειτουργικά κέρδη της εταιρίας. Παρόλα αυτά ο ΟΤΕ είναι ο κυρίαρχος πάροχος τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα πράγμα που τον τοποθετεί σε ευνοϊκότερη θέση σε σχέση με τους ανταγωνιστές του και μάλιστα με τα υψηλότερα περιθώρια κέρδους αφού του ανήκει το μεγαλύτερο μέρος του εθνικού δικτύου (δεν έχει επίσης έξοδα ενοικίασης ξένου δικτύου όπως οι ανταγωνιστές).



Διάγραμμα 13: Μικτό Περιθώριο Κέρδους για τον Ο.Τ.Ε.

Ο δείκτης του καθαρού περιθωρίου του κέρδους δεν παρουσιάζει κάτι διαφορετικό από τους δύο παραπάνω όσον αφορά την πορεία του, παρουσιάζει πτωτικές τάσεις με εξαίρεση το δεύτερο χρόνο. Στο δείκτη αυτό μπορούμε να εντοπίσουμε κι άλλον έναν παράγοντα που επηρεάζει το κέρδος και συγκεκριμένα το καθαρό κέρδος. Ο παράγοντας αυτός είναι η φορολογία εισοδήματος λόγω του οποίου ιδίως το έτος 2010 μειώνει πολύ το καθαρό κέρδος του ΟΤΕ.



Διάγραμμα 14: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους για τον Ο.Τ.Ε.

Όσον αφορά την ιδιωφελής αποδοτικότητα (ή αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων) παρουσιάζει κι αυτή πτώση εξαιρουμένου του έτους 2007 όπου αυξάνονται τα καθαρά κέρδη. Η σημαντική πτώση που παρατηρείται οφείλεται στη μεταβολή όλων των παραγόντων που προαναφέραμε δηλαδή στη μείωση των λειτουργικών αποτελεσμάτων (κυρίως το 2010), στην σταδιακή αύξηση των χρηματοπιστωτικών αποτελεσμάτων και τέλος στη μεταβολή της φορολογίας. Η συνεχώς καθοδική πορεία του δείκτη αυτού όπως και της συνολικής απόδοσης δείχνει πως πιθανόν μελλοντικά αν συνεχιστεί η πορεία αυτή, η εταιρία ίσως χάσει την εμπιστοσύνη των δανειστών της κι ακόμη η ξένη χρηματοδότηση μπορεί να γίνει μη συμφέρουσα. Τη στιγμή αυτή είναι αμφίβολο το κατά πόσο η επιχείρηση κάνει εύστοχη χρήση των κεφαλαίων της και μάλιστα των ιδίων.



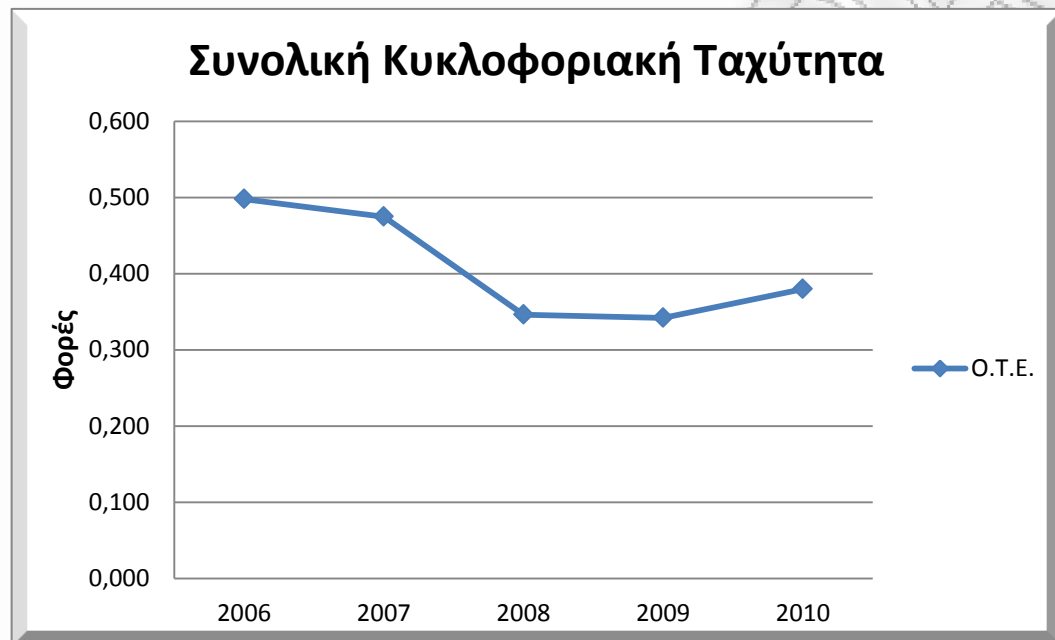
Διάγραμμα 15: Ιδιωφελής Αποδοτικότητα Ο.Τ.Ε.

7.1.1.2. Δραστηριότητα & Αποτελεσματικότητα

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι στους δείκτες που γίνεται χρήση του Μ.Ο. ορισμένων κονδυλίων όπως σε αυτούς της κυκλοφοριακής ταχύτητας, λόγω μη διάθεσης στοιχείων, χρησιμοποιήθηκαν τα αντίστοιχα ποσά από το τέλος της κάθε χρήσης. Επίσης το κονδύλιο “Καθαρές πωλήσεις με πίστωση”, επειδή δε δημοσιεύεται στις ετήσιες καταστάσεις του ΟΤΕ, υποθέτουμε πως είναι το ίδιο με τις καθαρές πωλήσεις, άλλωστε πρακτικά δεν έχει μεγάλη διαφορά η πορεία των απλών πωλήσεων και των πωλήσεων με πίστωση. Τον ίδιο τρόπο υπολογισμού ακολουθούμε και για το λογαριασμό “Αγορές με πίστωση”, που δε δημοσιεύεται, χρησιμοποιώντας για μια ακόμη φορά τις καθαρές πωλήσεις.

Ο δείκτης της συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας παρουσιάζει γενικά φθίνουσα πορεία με εξαίρεση το 2010 όπου αυξάνεται ανεπαίσθητα δείχνοντας ότι η εταιρία μειώνει τη χρήση των περιουσιακών στοιχείων της προκειμένου να πραγματοποιεί πωλήσεις, με άλλα λόγια υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στα στοιχεία του ενεργητικού, γεγονός που μπορεί να προκαλέσει προβλήματα που σχετίζονται με υποχρέωση καταβολής τόκων, δαπανών συντήρησης και άλλων σταθερών εξόδων.

Παράλληλα παρατηρείται και μια μικρή μείωση των πωλήσεων χρόνο με το χρόνο. Γενικά η τιμή του δείκτη κυμαίνεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα, αφού είναι διαρκώς κάτω από τη μισή φορά ανά οικονομική χρήση.



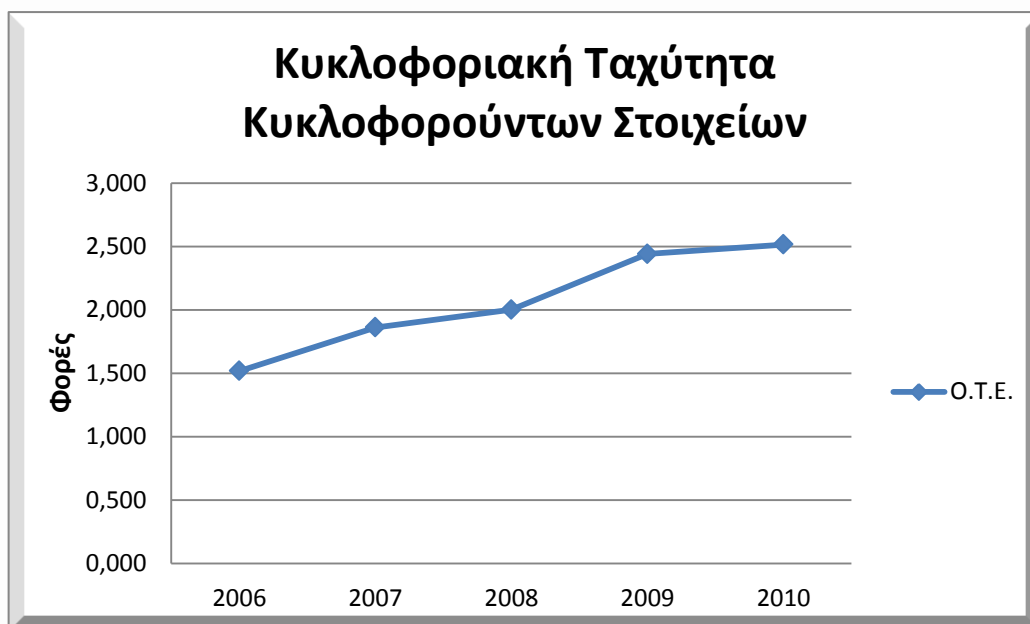
Διάγραμμα 16: Συνολική Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ο.Τ.Ε.

Στη συνέχεια έχουμε το δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων ο οποίος γενικά βαίνει μειούμενος ιδίως από το 2006 προς το 2007 και μάλιστα σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Το γεγονός αυτό έχει να κάνει κυρίως με την υπερεπένδυση της εταιρίας σε πάγια κατά την πάροδο των ετών.



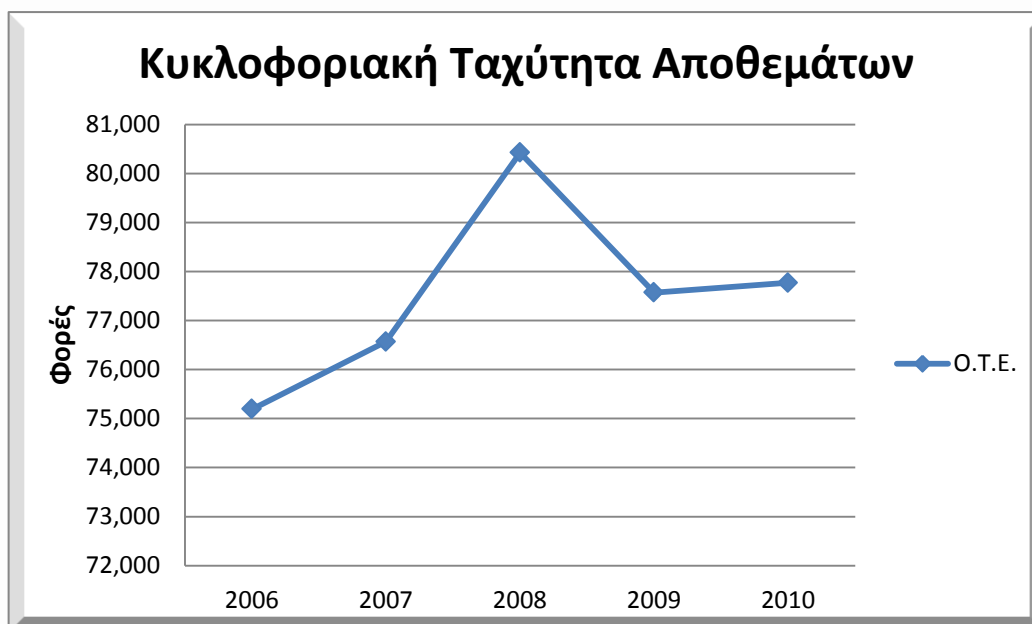
Διάγραμμα 17: Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων Στοιχείων για τον Ο.Τ.Ε.

Αντιθέτως με τον παραπάνω ο δείκτης της κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντων εμφανίζεται διαρκώς αυξανόμενος και μάλιστα πάντα αρκετά μεγαλύτερος της μονάδας, πράγμα που σημαίνει ότι η εταιρία χρησιμοποιεί τις πωλήσεις εντατικότερα από τα κυκλοφορούντα στοιχεία. Έχει επίσης άμεση σχέση με την υπερεπένδυση παγίων που προαναφέραμε αφού τα κυκλοφορούντα στοιχεία μειώνονται διαρκώς.



Διάγραμμα 18: Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Κυκλοφορούντων Στοιχείων για τον Ο.Τ.Ε.

Η αρκετά υψηλή τιμή του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων και η διαρκής του αύξηση (κυρίως το 2008) ως και το 2010 καταδεικνύει την καλή λειτουργία της επιχείρησης στη συχνότητα ανανέωσης των αποθεμάτων της μέσα σε ένα έτος και το γεγονός ότι δεν υπερ-αποθεματοποιεί, έχει δηλαδή καλό βαθμό ρευστότητας αποθεμάτων. Ωστόσο, η αρκετά υψηλή αυτή τιμή μπορεί να σημαίνει ή ότι η εταιρία διακρατεί ένα χαμηλό επίπεδο αποθεμάτων (τα αποθέματα παρατηρούμε πως πάντοτε διατηρούνται σε πολύ χαμηλά επίπεδα αναλογικά με το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού), το οποίο εύκολα εξαντλείται ή ότι υπάρχει συχνή ανανέωση των αποθεμάτων. Αυτό ωστόσο μπορεί να επιδράσει αρνητικά στη τρέχουσα ρευστότητα της εταιρίας, διότι οι μικρές και τακτικές αγορές αποθεμάτων συνεπάγονται αύξηση των εξόδων αγοράς και πώλησης, άρα πιθανό κίνδυνο για περαιτέρω μειωμένη ρευστότητα στο μέλλον. Τα ίδια αποτελέσματα εισπράττουμε και από το συναφή δείκτη της μέσης διάρκειας επένδυσης σε αποθέματα που μας δείχνει σε πόσο λίγες μέρες ανανεώνονται τα αποθέματα της εταιρίας.



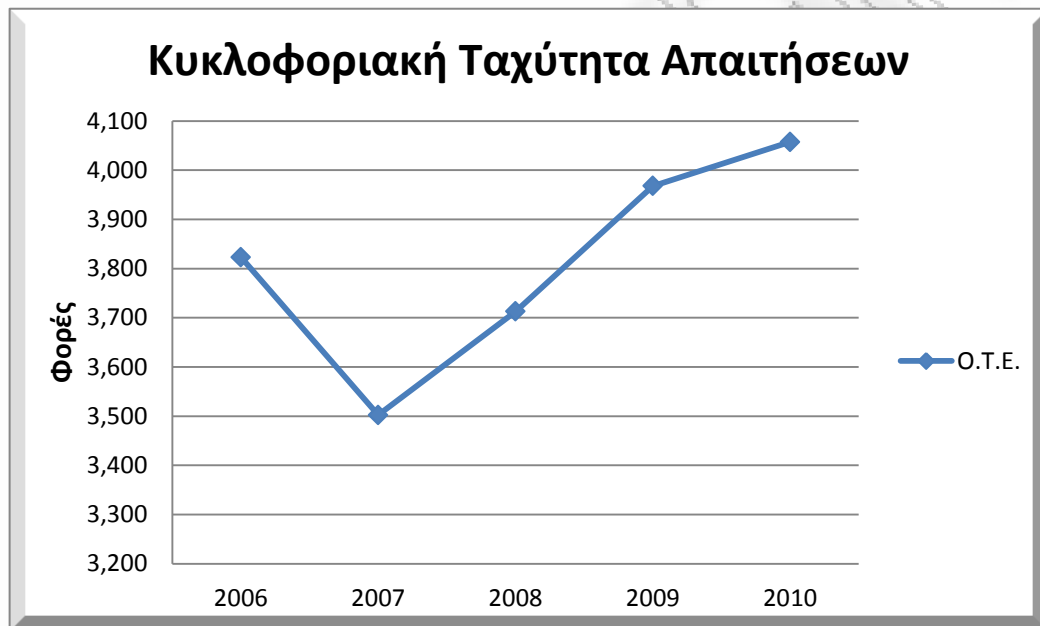
Διάγραμμα 19: Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων για τον Ο.Τ.Ε.



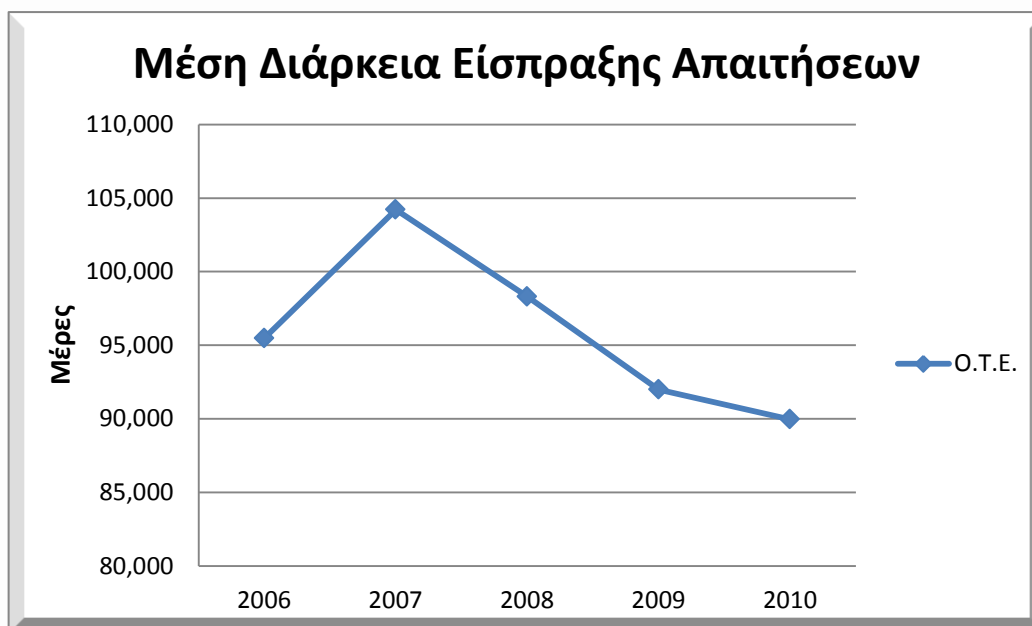
Διάγραμμα 20: Μέση Διάρκεια Επένδυσης σε Αποθέματα από τον Ο.Τ.Ε.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων τείνει συνεχώς αυξανόμενη τα υπό εξέταση έτη εκτός του 2007 που παρατηρείται μια μικρή εξασθένηση του δείκτη μα και πάλι πάνω από 3,5 φορές ανά οικονομικό έτος. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει είτε ότι η εταιρία εισπράττει αρκετά γρήγορα τις απαιτήσεις της είτε ότι δεν παρέχει σημαντικές

πιστώσεις προς τους πελάτες της. Η τιμή του δείκτη φανερώνει μειωμένες απαιτήσεις σε σχέση με τις πωλήσεις και παράλληλα μειωμένο κίνδυνο για επισφαλείς πελάτες. Σε παρόμοια συμπεράσματα μας οδηγεί και ο επικαλυπτόμενος δείκτης της μέσης είσπραξης απαιτήσεων, ο οποίος μόνο το 2007 αυξάνεται οριακά σε λογική βεβαίως τιμή, πράγμα που συνεπάγεται ότι γενικά μειώνεται ο μέσος χρόνος των ανείσπρακτων απαιτήσεων.

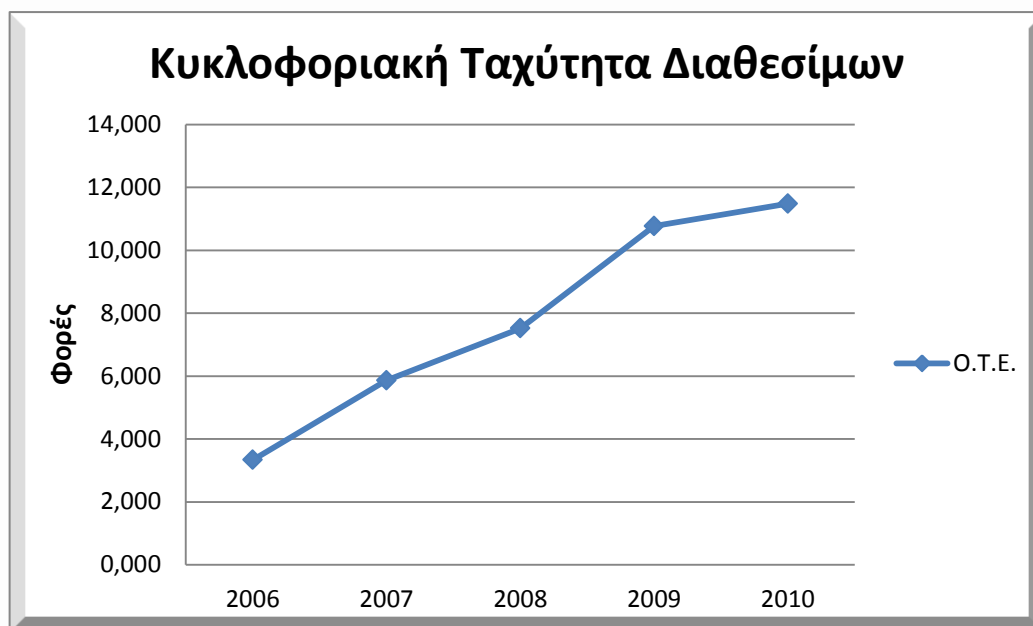


Διάγραμμα 21: Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων για τον Ο.Τ.Ε.



Διάγραμμα 22: Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων από τον Ο.Τ.Ε.

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας διαθεσίμων παρουσιάζεται διαρκώς αυξανόμενος για τις διαδοχικές χρήσεις και μάλιστα με αρκετά υψηλούς ρυθμούς. Αν κάποιος παρατηρούσε το συγκεκριμένο δείκτη αποσπασματικά θα του φαινόταν η εικόνα που παρουσιάζει ιδιαίτερα ικανοποιητική αφού ο κύκλος εργασιών υπερκαλύπτει τα ταμειακά διαθέσιμα, πράγμα που προσδίδει ρευστότητα. Τα συμπεράσματα αυτά όμως θα ήταν εσφαλμένα διότι ο δείκτης αυξάνεται λόγω της διαρκούς μείωσης των ταμειακών διαθεσίμων, αφού κι οι πωλήσεις μειώνονται αλλά με μικρότερο ρυθμό. Σε συνδυασμό λοιπόν και με τα υπόλοιπα στοιχεία δεν είναι τόσο υψηλή η ρευστότητα του ΟΤΕ όσο φαίνεται από τον συγκεκριμένο αριθμοδείκτη μα κάθε άλλο όπως θα προκύψει και παρακάτω.



Διάγραμμα 23: Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Διαθεσίμων για τον Ο.Τ.Ε.

Όσον αφορά το δείκτη διάρκειας πληρωμής υποχρεώσεων υποχωρεί συνεχώς έπειτα από το 2007 καταδεικνύοντας πως η εταιρία σταδιακά χάνει τη διαπραγματευτική δύναμη που είχε διασφαλίσει έναντι των πιστωτών της μέχρι και το 2007, διότι το διάστημα των πιστώσεων που δέχεται είναι διαρκώς και βραχύτερο. Κάτι εξίσου σημαντικό που αξίζει να σημειωθεί στο σημείο αυτό είναι πως, αν συγκρίνουμε το δείκτη αυτό με τον αντίστοιχο με τη μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων θα παρατηρήσουμε ότι ο ΟΤΕ πρέπει να εξοφλεί τους πιστωτές του προτού εισπράξει από τους οφειλέτες του. Αυτό κάνει τα πράγματα χειρότερα για την εταιρία και της μειώνει περαιτέρω τη διαθέσιμη ρευστότητα.



Διάγραμμα 24: Μέση Διάρκεια Πληρωμής Υποχρεώσεων από τον Ο.Τ.Ε.

7.1.1.3. Ρευστότητα

Ο δείκτης της τρέχουσας ρευστότητας ενώ το 2006 βρίσκεται σε ικανοποιητικά επίπεδα, πάνω από τη μονάδα, από το 2007 όμως παρουσιάζει σημαντική πτώση (κάτω από τη μονάδα) κι ενώ στη συνέχεια φαίνεται να ανακάμπτει, το 2010 παρουσιάζει τη μεγαλύτερη κάμψη του κάτω από το 0,4. Εκτός της χρήσης του 2006 καταδεικνύεται ότι οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρίας υπερβαίνουν τα κυκλοφορούντα στοιχεία και ο ΟΤΕ αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα ρευστότητας και εξυπηρέτησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών του. Στο γεγονός αυτό συνηγορεί και η σύνθεση του κυκλοφορούντος ενεργητικού ανά οικονομικό έτος, όπου οι απαιτήσεις καταλαμβάνουν ίσως το σημαντικότερο μέρος. Η ρευστότητα αυτή είναι γενικά αναμενόμενη αν αναλογιστεί κανείς τις δυσχερείς οικονομικές συνθήκες που μαστίζουν την ελληνική αγορά και κατά συνέπεια τις ελληνικές επιχειρήσεις.



Διάγραμμα 25: Τρέχουσα Ρευστότητα Ο.Τ.Ε.

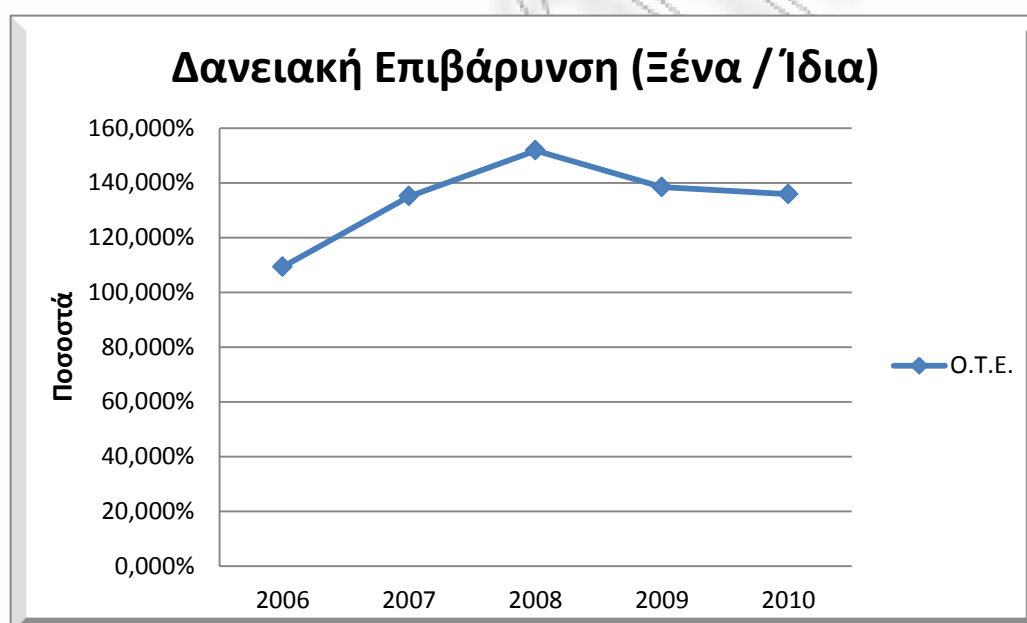
Την ίδια ακριβώς εικόνα παρουσιάζει και ο δείκτης της άμεσης ρευστότητας αφού τα αποθέματα έχουν αμελητέα σημασία στη σύνθεση του συνολικού κυκλοφορούντος ενεργητικού, οπότε δεν επηρεάζουν και το τελικό αποτέλεσμα.



Διάγραμμα 26: Άμεση Ρευστότητα Ο.Τ.Ε.

7.1.1.4. Δανειακή Επιβάρυνση

Ο δείκτης της δανειακής επιβάρυνσης ξένα προς ίδια κεφάλαια παρουσιάζεται πολύ υψηλός, κυρίως το 2008, και μάλιστα πάντοτε πάνω από το 100%. Η πολύ υψηλή αυτή τιμή του εξεταζόμενου δείκτη δείχνει ότι ο ΟΤΕ χρησιμοποιεί τα ξένα κεφάλαια περισσότερο από τα ίδια ή αλλιώς οι πιστωτές έχουν μεγαλύτερο χρηματοοικονομικό ενδιαφέρον στην επιχείρηση και το επίπεδο άσκησης κεφαλαιακής μόχλευσης είναι πολύ υψηλό. Σε διεπιχειρησιακή ανάλυση, η εν λόγω εταιρία είναι υπερχρεωμένη.



Διάγραμμα 27: Δανειακή Επιβάρυνση I του Ο.Τ.Ε. (Ξένα / Ίδια)

Ο συναφής με τον παραπάνω δείκτης του πηλίκου των ξένων μακροπρόθεσμων προς τα απασχοληθέντα κεφάλαια κυμαίνεται επίσης σε πολύ υψηλά επίπεδα και μάλιστα αυξανόμενος κάποιες περιόδους όπως φαίνεται και από το διάγραμμα, προσδιορίζοντας με τον τρόπο αυτό την αυξημένη συμμετοχή των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων στο σύνολο των απασχοληθέντων κεφαλαίων του ΟΤΕ.



Διάγραμμα 28: Δανειακή Επιβάρυνση II του Ο.Τ.Ε. (Ξένα Μακροπ. / Απασχοληθέντα)

7.1.1.5. Κάλυψη Τόκων & Μερισμάτων

Με εξαίρεση το έτος 2007 ο δείκτης κάλυψης τόκων αυξάνεται και υποδηλώνει την αυξημένη ικανότητα της εταιρίας να καταβάλει τα χρηματοοικονομικά της έξοδα, η τιμή του δείκτη είναι άνω της μονάδας και αυτό εξασφαλίζει την ικανότητα αυτή του ΟΤΕ. Το 2010 παρατηρούμε μια μεγάλη άνοδο του δείκτη που οφείλεται σε έσοδα που υπερκαλύπτουν τους χρεωστικούς τόκους της συγκεκριμένης χρήσης.



Διάγραμμα 29: Κάλυψη Τόκων από τον Ο.Τ.Ε.

Ο δείκτης κάλυψης μερισμάτων υπολογίζεται βάση του πρώτου μερίσματος που καταβάλλεται ανά οικονομική χρήση και έχει συμφωνηθεί από την Τακτική Συνέλευση των Μετόχων της εταιρίας, έτσι όπως αυτό καταγράφεται στα οικονομικά της αποτελέσματα.

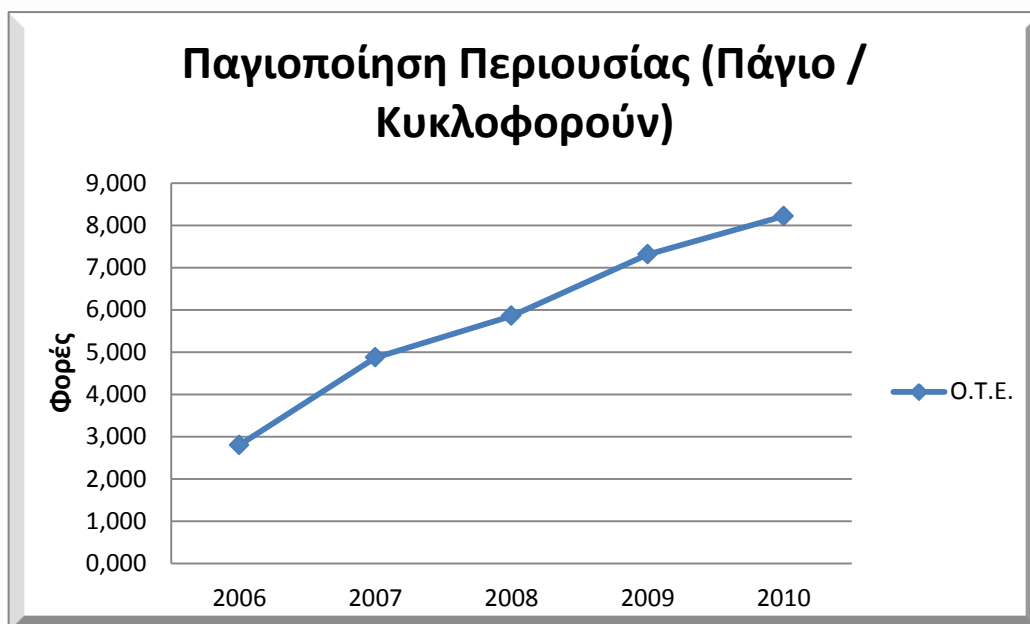
Ο δείκτης κάλυψης μερισμάτων του ΟΤΕ παρουσιάζει μειούμενη τάση με εξαίρεση το έτος 2009, παρόλα αυτά πάντα είναι πάνω από τη μονάδα ή κοντά σε αυτή, γεγονός που δείχνει ότι η εταιρία ακόμη και σε περίοδο τεταμένης κρίσης έχει τη δυνατότητα διαμοιρασμού μερισμάτων. Η πορεία αυτή του δείκτη δικαιολογείται από τα συνεχώς μειούμενα καθαρά κέρδη της εταιρίας λόγω του οικονομικού αναβρασμού των τελευταίων ετών. Ο συνεχής διαμοιρασμός μερισμάτων ακόμα και στις πολύ προβληματικές για την επιχείρηση περιπτώσεις γίνεται πιθανότητα για την ικανοποίηση των μετόχων.



Διάγραμμα 30: Κάλυψη Μερισμάτων από τον Ο.Τ.Ε.

7.1.1.6. Παγιοποίηση Περιουσίας

Μέσω της εξέτασης των δύο παρακάτω συναφών δεικτών παγιοποίησης της περιουσίας προκύπτει ότι ο ΟΤΕ είναι εντάσεως πάγιας περιουσίας και μάλιστα αυτό γίνεται όλο και πιο αισθητό με την πάροδο των ετών. Λόγω του προηγούμενου μπορούμε εύκολα να συμπεράνουμε ότι η εταιρία πιθανόν αντιμετωπίζει προβλήματα ανελαστικότητας του κόστους και της τιμολογιακής πολιτικής της, τα οποία ίσως και να επιδεινωθούν εάν δεν αλλάξει η υφισταμένη κατάσταση.



Διάγραμμα 31: Παγιοποίηση Περιουσίας I του Ο.Τ.Ε. (Πάγιο / Κυκλοφορούν)



Διάγραμμα 32: Παγιοποίηση Περιουσίας II Ο.Τ.Ε. (Πάγιο / Σύνολο Ενεργητικού)

7.1.1.7. Χρηματοδότηση Ενεργητικού

Οι δείκτες χρηματοδότησης πάγιου ενεργητικού εμφανίζουν γενικά πτωτική πορεία στα υπό εξέταση έτη, με εξαίρεση την περίοδο από το 2007 προς το 2008 που ανακάμπτουν αλλά και πάλι σε μη επιτρεπτά όρια. Η χρηματοδότηση πάγιου ενεργητικού φαίνεται ότι πραγματοποιήθηκε με κυρίως ξένα κεφάλαια μεγάλης διάρκειας αλλά και με ξένα κεφάλαια βραχείας διάρκειας, πράγμα μη επιτρεπτό για μια εταιρία, εκτός βεβαίως του έτους 2006. Διαφαίνεται μάλιστα από τη χρηματοδότηση παγίων με ίδια κεφάλαια ότι τα κεφάλαια αυτά δεν ήταν αρκετά και ο ΟΤΕ κατέφυγε σε ξένα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων.

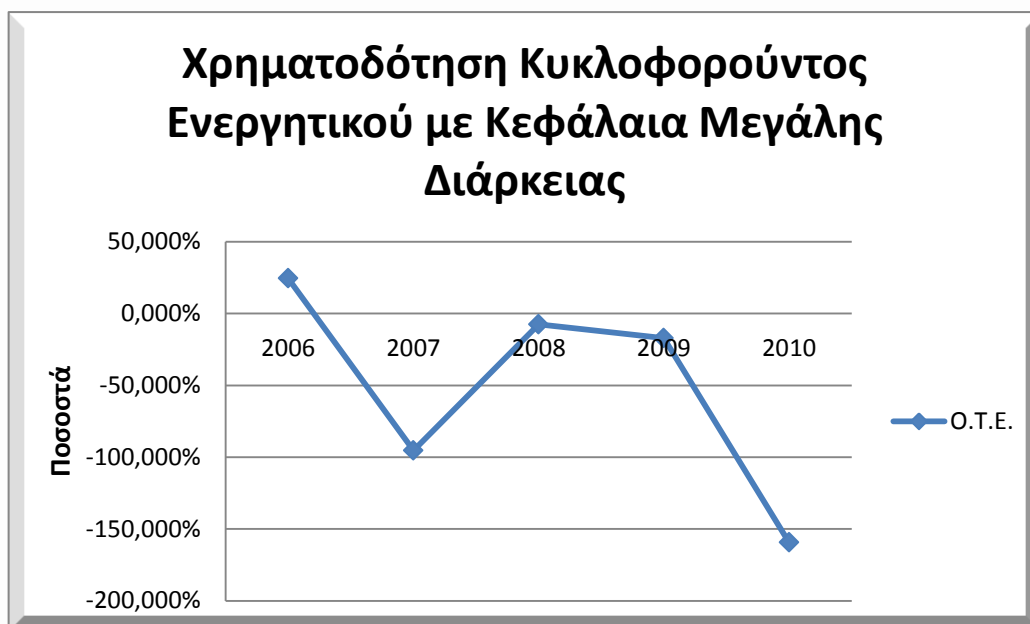


Διάγραμμα 33: Χρηματοδότηση Πάγιου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας από τον Ο.Τ.Ε.



Διάγραμμα 34: Χρηματοδότηση Πάγιου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια από τον Ο.Τ.Ε.

Αναφορικά τέλος με το δείκτη χρηματοδότησης κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας προκύπτει από την πορεία του πως τηρείται η Τρίτη αρχή. Οι αρνητικές τιμές που έλαβε ο δείκτης, υποδεικνύει ότι το καθαρό κεφάλαιο κίνησης της εταιρίας δεν επαρκεί για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της, ή άλλως ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό και η εξεύρεση κεφαλαίου κίνησης χρηματοδοτείται με ξένα κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.



Διάγραμμα 35: Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας από τον Ο.Τ.Ε.

Από όλα τα παραπάνω μπορούμε να συμπεράνουμε πως ο ΟΤΕ δεν εφαρμόζει ή ακριβέστερα δεν είναι πάντα σε θέση να εφαρμόσει τις δύο από τις αρχές σωστής χρηματοδότησης του ενεργητικού.

7.1.1.8. Δείκτες σε Τρέχουσες Αξίες

Για τον υπολογισμό των δεικτών σε τρέχουσες αξίες ως χρηματιστηριακές τιμές της μετοχής του ΟΤΕ χρησιμοποιήθηκαν οι τιμές κλεισίματος της μετοχής κατά την τελευταία ημέρα διαπραγμάτευσής της στο Χ.Α.Α ανά χρήση. Ενώ για τον υπολογισμό των λογιστικών αξιών των μετοχών του ΟΤΕ χρησιμοποιήθηκε το πηλίκο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας προς τον αριθμό των συνολικών μετοχών ανά χρήση.

Ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής προς τα πραγματικά κέρδη που αντιστοιχούν ανά μετοχή (P/E Ratio) παρουσιάζει διακυμάνσεις, το 2008 δείχνει μικρή πτώση αλλά αμέσως φαίνεται να ανακάμπτει έως το 2010 που υπερ-πολλαπλασιάζεται. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το τελευταίο έτος τα κέρδη της εταιρίας είναι πολύ λίγα

αναλογικά με τα προηγούμενα, αφού μπορεί κι η τρέχουσα τιμή να μειώνεται αλλά αυτό συμβαίνει με χαμηλότερο ρυθμό. Παρά τα μειωμένα κέρδη φαίνεται η μετοχή της εταιρίας να μη χάνει απόλυτα την εμπιστοσύνη του κοινού και πιθανόν σταδιακά να ξαναγίνεται ελκυστική στο επενδυτές.



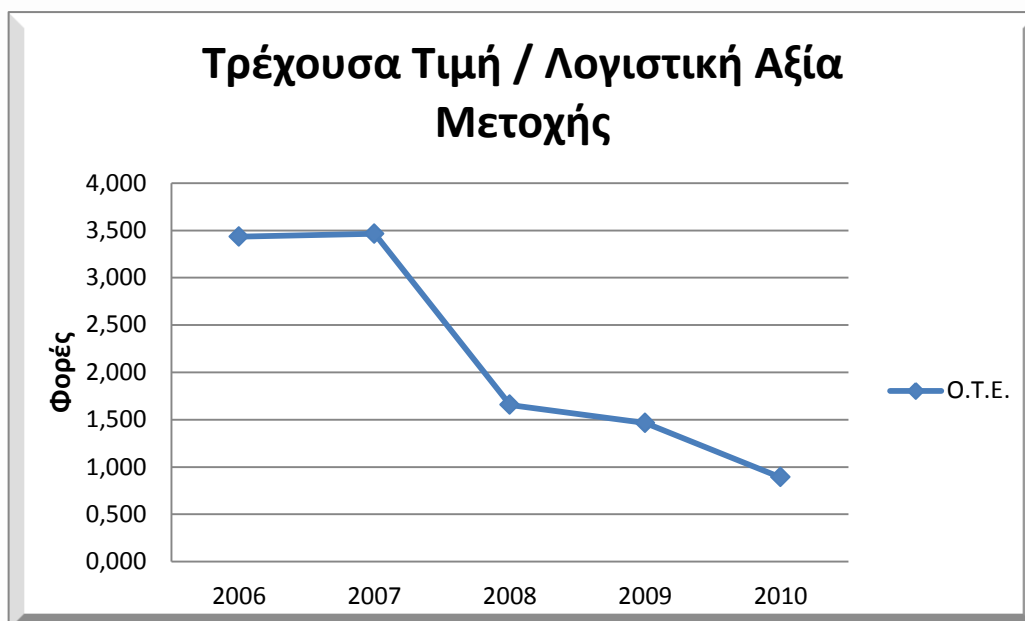
Διάγραμμα 36: Τρέχουσα Τιμή Μετοχής / Κέρδη Μετοχής για τον Ο.Τ.Ε.

Η μερισματική απόδοση των μετοχών του ΟΤΕ αυξάνεται έως το 2008 και στη συνέχεια παρουσιάζει σημαντική πτώση. Παρατηρούμε πως η εταιρία με εξαίρεση το έτος 2009 και αναλογικά πάντα με τα κέρδη της μοιράζει αρκετά υψηλά μερίσματα.



Διάγραμμα 37: Απόδοση Μερισμάτων για τον Ο.Τ.Ε.

Αναφορικά τέλος με το δείκτη της τρέχουσας τιμής προς την εσωτερική αξία της μετοχής παρουσιάζεται διαρκώς πτωτικός με εξαίρεση το 2007 που αυξάνεται οριακά. Η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη ενισχύει την άποψη ότι η αξία της μετοχής είναι υπερτιμημένη στη δευτερογενή αγορά. Παρόλο που παραμένει πάνω από τη μονάδα εκτός του 2010, η πορεία του συμφωνεί με την γενικότερη πορεία της εταιρίας καθώς και σχεδόν με το σύνολο των υπολοίπων αριθμοδεικτών.



Διάγραμμα 38: Τρέχουσα Τιμή Μετοχής / Λογιστική Αξία Μετοχής Ο.Τ.Ε.

7.1.2. ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Έχοντας ολοκληρώσει τη μελέτη της εξέλιξης των οικονομικών στοιχείων και των κυριότερων αριθμοδεικτών της επιχείρησης, επόμενο βήμα στην ανάλυση μας είναι η εξέταση των πινάκων κίνησης κεφαλαίων. Σκοπός αυτής της ενότητας είναι η κατανόηση της χρηματοδοτικής πολιτικής του ΟΤΕ, με τον εντοπισμό των κυριότερων πηγών προέλευσης των κεφαλαίων του και των δραστηριοτήτων στις οποίες τα κεφάλαια αυτά αναλώνονται.

7.1.2.1. Πίνακας Κίνησης Κεφαλαίων 2006 – 2007

Από την παράθεση του Πίνακα Πηγών και Χρήσεων Κεφαλαίων 2006 – 2007

προκύπτει ότι ο ΟΤΕ χρηματοδοτεί τα κεφάλαια που χρειάζεται κατά το ήμισυ και πλέον από ξένα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια. Σε ένα επίσης σεβαστό ποσοστό αλλά αρκετά μικρότερο του προηγούμενου κάνει χρήση των Ιδίων κεφαλαίων του και κυρίως των αδιάθετων κερδών προηγούμενων χρήσεων (υπόλοιπο κερδών εις νέο). Το 70% σχεδόν κατά συνέπεια των αντληθέντων κεφαλαίων προέρχεται από αύξηση των στοιχείων του Παθητικού, ενώ παράλληλα μειώνει τα πάγια του κυρίως τα ενσώματα και αντλεί από τα ταμειακά του διαθέσιμα τα υπόλοιπα. Οι προαναφερόμενοι πόροι χρησιμοποιούνται στο μεγαλύτερο μέρος τους για να καλύψουν μέρος του Πάγιου ενεργητικού κυρίως σε συμμετοχές του σε συγγενείς και συνδεδεμένες επιχειρήσεις. Ένα άλλο μέρος χρησιμοποιείται για την κάλυψη υποχρεώσεων με σημαντικότερη αυτή του λογαριασμού των συντάξεων, των αποζημιώσεων και λοιπών παροχών του προσωπικού (κόστος προγράμματος εθελούσιας εξόδου). Τα παραπάνω οδηγούν στο συμπέρασμα πως την τρέχουσα χρήση η εταιρία επενδύει κυρίως σε πάγια και τα χρηματοδοτεί με κεφάλαια κυρίως βραχείας διάρκειας.

7.1.2.2. Πίνακας Κίνησης Κεφαλαίων 2007 – 2008

Τη συγκεκριμένη οικονομική χρήση η υπό εξέταση εταιρία χρηματοδοτείται κατά κύριο λόγο μέσω μακροπρόθεσμου δανεισμού και ελάχιστα από βραχυπρόθεσμα κεφάλαια και ίδια (κυρίως τακτικό αποθεματικό). Αυτά από πλευράς αύξησης παθητικών στοιχείων, παράλληλα αντλεί κεφάλαια από διάφορα στοιχεία του ενεργητικού με κύρια αυτά των ενσώματων παγίων και των ταμειακών διαθεσίμων, όπως δηλαδή και στο προηγούμενο οικονομικό έτος. Τα κεφάλαια αυτά απαιτήθηκαν στο μεγαλύτερο μέρος τους για να μειώσουν τις υποχρεώσεις κυρίως τις βραχυπρόθεσμες και για να αυξήσουν εκ νέου τις συμμετοχές του ΟΤΕ σε συνδεδεμένες ή μη επιχειρήσεις όπως συνηθίζει άλλωστε η εταιρία. Αντιθέτως με τον προηγούμενο χρόνο παρατηρείται χρήση κυρίως μακροπρόθεσμων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των παγίων. Γενικά μπορούμε να αναφέρουμε πως η εταιρία κινείται κυρίως μέσω δανεισμού για την κάλυψη των υποχρεώσεων της, πράγμα που μας δείχνει μειωμένη ρευστότητα.

7.1.2.3. Πίνακας Κίνησης Κεφαλαίων 2008 – 2009

Το επόμενο οικονομικό έτος η εταιρία χρηματοδοτείται κατά 80% μέσω μείωσης στοιχείων του ενεργητικού με βασικότερο παράγοντα αυτόν της ρευστοποίησης παγίων ενσωμάτων. Ακόμη μειώνει τις συμμετοχές της σε συγγενικές και θυγατρικές εταιρίες, μειώνει τις πιστώσεις προς πελάτες και αντλεί για μια ακόμη φορά από τα διαθέσιμα της (τα διαθέσιμα μειώνονται διαρκώς, κάτι το οποίο είχαμε εντοπίσει και κατά την ανάλυση των αριθμοδεικτών στην προηγούμενη ενότητα). Την ίδια στιγμή αυξάνει σε χαμηλότερο βαθμό κάποια από τα ίδια και βραχυπρόθεσμα κεφάλαια της ώστε να συγκεντρώσει τελικά τα απαιτούμενα κεφάλαια. Τα κεφάλαια αυτά απατούνται όπως είναι φανερό από τον αντίστοιχο πίνακα σχεδόν εξολοκλήρου για τη μείωση των υποχρεώσεων της επιχείρησης. Το ήμισυ των υποχρεώσεων αυτών αποτελούν οι οφειλές σε μακροπρόθεσμα δάνεια, παράλληλα μειώνονται και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις με κυριότερες αυτές των προμηθευτών και των προγραμμάτων παροχών προσωπικού. Ελάχιστες είναι οι απαιτήσεις το τρέχον οικονομικό έτος για αύξηση κυκλοφορούντων στοιχείων.

7.1.2.4. Πίνακας Κίνησης Κεφαλαίων 2009 – 2010

Το τελευταίο εξεταζόμενο οικονομικό έτος ο ΟΤΕ για μια ακόμη φορά όπως και σε αρκετά προηγούμενα χρησιμοποιεί ως πηγές χρηματοδότησης κατά κύριο λόγο κεφάλαια βραχείας διάρκειας. Ταυτοχρόνως μέρος των απαιτούμενων κεφαλαίων αντλείται και από μείωση ενεργητικών στοιχείων μοιρασμένων μεταξύ κυκλοφορούντων και παγίων, συγκεκριμένα αναφερόμαστε κυρίως σε ενσώματα πάγια, σε ταμειακά διαθέσιμα και πελάτες. Με τα προηγούμενα χρηματοδοτούνται σε υψηλό βαθμό ξένες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις όπως δάνεια (ομολογιακά ή τραπεζικά) και σε χαμηλότερο βαθμό ίδια και βραχυπρόθεσμα παθητικά στοιχεία. Ένα πολύ μικρό μέρος των κεφαλαίων απαιτείται για αύξηση μη κυκλοφορούντων ενεργητικών στοιχείων. Για ακόμη ένα οικονομικό έτος είναι φανερό πως ο ΟΤΕ καταφεύγει στην ξένη χρηματοδότηση για κάλυψη των υποχρεώσεων του, μην έχοντας διαθέσιμο το κατάλληλο κεφάλαιο κίνησης.

Συμπερασματικά από την ανάλυση τόσο των αριθμοδεικτών όσο και των πινάκων κίνησης κεφαλαίων κυρίως διαφαίνονται η σημαντική παγιοποίηση περιουσίας, η υψηλή δανειακή επιβάρυνση της εταιρίας, η έλλειψη ρευστότητας και η μη τήρηση ανά περιόδους των αρχών ορθής χρηματοδότησης.

7.2. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ Ο.Τ.Ε.

Στην παρούσα ενότητα θα πραγματοποιηθεί ο υπολογισμός του Κόστους Κεφαλαίου για την εταιρία ΟΤΕ για δύο διαφορετικές χρήσεις πιο συγκεκριμένα για το οικονομικό έτος 2007 και για το 2010. Θα μπορούσαμε να υπολογίσουμε μόνο για το 2010 που πρακτικά έχει νόημα αφού είναι το πιο πρόσφατο μελετώμενο έτος αλλά μελετάμε και το 2007 που είναι το τελευταίο έτος πριν την αλλαγή στο ιδιοκτησιακό καθεστώς του ΟΤΕ όπως αναφέρθηκε και στα ιστορικά δεδομένα (υπογράφεται η συμφωνία μεταξύ Ελληνικής Κυβέρνησης και Deutsche Telekom, με βάση την οποία, από 5 Νοεμβρίου 2008 κατέχουν ο καθένας 25% συν μία μετοχή του μετοχικού κεφαλαίου του ΟΤΕ).

Για τον υπολογισμό του Κόστους Κεφαλαίου θα χρησιμοποιηθούν οι μέθοδοι και οι μαθηματικοί τύποι που αναφέρθηκαν στο Κεφάλαιο 3 και οπουδήποτε θα χρειάζονται διευκρινήσεις θα πραγματοποιούνται. Στους δύο πίνακες που παραθέτονται παρακάτω παρουσιάζεται η κατανομή των κεφαλαίων του ΟΤΕ τα υπό εξέταση έτη για τα οποία θα υπολογιστεί το αντίστοιχο κόστος και εν συνεχεία το ολικό Μέσο Σταθμικό Κόστος.

Πίνακας 13: Μακροπρόθεσμα Δανειακά Κεφάλαια Ο.Τ.Ε. 2007 & 2010

<i>(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ)</i> ΔΑΝΕΙΑΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	2007	2010
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ		
Μακροπρόθεσμα δάνεια	1285,200	1715,400
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	41,400	21,500
ΣΥΝΟΛΟ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ	1326,600	1736,900

Πίνακας 14: Ίδια Κεφάλαια Ο.Τ.Ε. 2007 & 2010

<i>(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ)</i> ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	2007	2010
ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ		
Κοινό μετοχικό κεφάλαιο	1171,500	1171,500
Προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο	-	-
Σύνολο	1171,500	1171,500
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ		
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	485,900	510,600
Τακτικό αποθεματικό	312,100	347,200
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	1596,900	1401,200
Αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	211,500	273,600
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	217,500	29,900
Λογαριασμός Νεότητος	273,500	301,400
Σύνολο	3097,400	2863,900
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	4268,900	4035,400

Επίσης παραθέτουμε και ορισμένα απαραίτητα στοιχεία για τους υπολογισμούς μας.

Πίνακας 15: Χρήσιμα στοιχεία για τον υπολογισμό του Κόστους Κεφαλαίου

	2007	2010
Συντελεστής Φορολογίας	25,000%	24,000%
Συντελεστής Βήτα (Beta - b)	0,587	0,558
Απόδοση χωρίς κίνδυνο	1,802%	1,802%
Απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς	18,800%	16,100%

7.2.1. ΚΟΣΤΟΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

Για τον υπολογισμό του κόστους μακροπρόθεσμου δανεισμού θα εφαρμόσουμε τον τύπο της θεωρίας για τον υπολογισμό του κόστους μακροπρόθεσμου δανεισμού προ φόρων:

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

Και στη συνέχεια θα τον προσαρμόσουμε στον:

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

όπου ο συντελεστής φορολογίας ($\Sigma\Phi$) αναφέρεται στον προηγούμενο πίνακα. Οι χρεωστικοί τόκοι θα ληφθούν από τον αντίστοιχο λογαριασμό της Κ.Α.Χ. "Χρεωστικοί τόκοι", ενώ ως αρχικό ποσό δανείου θα ληφθεί το ανώτερο υπολογισθέν Σύνολο

Δανεισμού.

7.2.2. ΚΟΣΤΟΣ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Όπως έχουμε ήδη διαπιστώσει στην εταιρία δεν υπάρχει προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο, οπότε και δε θα προχωρήσουμε στον υπολογισμό του· ούτε βεβαίως και θα το συμπεριλάβουμε στον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου.

7.2.3. ΚΟΣΤΟΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ

Για τον υπολογισμό του κόστους αποθεματικών θα χρησιμοποιηθεί το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM):

$$K_{\alpha} = A_{XK} + (A_{XA} - A_{XK})\beta$$

Όπου ως απόδοση χωρίς κίνδυνο (A_{XK}) θα λάβουμε την απόδοση του 10ετούς ομολόγου Γερμανικού Δημοσίου όπως αυτή αποτυπώθηκε στις 06/03/2012 το οποίο είναι 1,802%. Ως απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς (A_{XA}) θα χρησιμοποιήσουμε την απόδοση του Γερμανικού Χρηματιστηρίου Αξιών (DAX) κατά το κλείσιμο των συνεδριάσεων του αντίστοιχα οικονομικά έτη όπως αναφέρονται παραπάνω. (Λόγω της υφισταμένης χρηματοπιστωτικής της κατάστασης η Ελλάδα βρίσκεται σε αδυναμία εφαρμογής του CAPM, για το λόγο ακριβώς αυτό χρησιμοποιούμε τα προαναφερθέντα γερμανικά δεδομένα.) Τέλος, ως τιμή του συντελεστή συστηματικού κινδύνου (βήτα – b) θα χρησιμοποιήσουμε αυτή που παράγεται με τη χρήση της γραμμικής

παλινδρόμησης μεταξύ των FTSE/ATHEX 20 του Χ.Α.Α. τις αντίστοιχες περιόδους (ο υπολογισμός έχει πραγματοποιηθεί από το τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης του Πανεπιστημίου Πειραιώς).

Όπως παρατηρούμε στον πίνακα άνωθεν που αναφέρονται συγκεντρωτικά τα Αποθεματικά του ΟΤΕ, λαμβάνουμε υπόψη και προβλέψεις της εταιρίας για πιθανά έξοδα που όμως στον Ισολογισμό της τα είχε ως “Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις” (“Αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία”, “Κόστος προγράμματος εθελούσιας εξόδου” και “Λογαριασμός Νεότητας”).

7.2.4. ΚΟΣΤΟΣ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Ο υπολογισμός του κόστους κοινού μετοχικού κεφαλαίου θα γίνει με τη χρήση του Υποδείγματος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Υπόδειγμα Gordon):

$$K_{\kappa} = \frac{M_1}{KTK_0} + g$$

Ως καθαρή τιμή της κοινής μετοχής στην περίοδο 0 θα θεωρήσουμε την τρέχουσα τιμή της μετοχής στην έναρξη της εκάστοτε οικονομικής χρήσης, εξαιτίας της αδυναμίας εξεύρεσης του κόστους έκδοσης των μετοχών, και ως μέρισμα ανά μετοχή στην περίοδο 1 το μέρισμα που διανεμήθηκε στο τέλος της. Τέλος για τον υπολογισμό του ρυθμού αύξησης μερισμάτων (g) θα χρησιμοποιήσουμε το Υπόδειγμα Ρυθμού Παρακράτησης:

$$g = \Delta ΠΚ(A_{IK}) = \left(1 - \frac{Μέρισμα_1}{Κέρδη_1}\right) * Απόδοση_{IK}$$

Το μέρισμα και τα κέρδη στην περίοδο 1 είναι αυτά έχουμε στο τέλος της χρήσης βάσει των Ισολογισμών και Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (A_{IK}) είναι αυτή που υπολογίσαμε στους αριθμοδείκτες. Πιο συγκεκριμένα τελικά θα έχουμε:

Πίνακας 16: Στοιχεία για τον υπολογισμό του Υποδείγματος Gordon

	2007	2010
Μερίσματα ανά μετοχή	0,750	0,118
Τρέχουσα Τιμή Μετοχής (στην έναρξη του έτους)	22,760	10,290
Ρυθμός Αύξησης Μερισμάτων (g)	8,009%	0,230%

7.2.5. ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (WACC)

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου του ΟΤΕ για τα έτη 2007 και 2010 θα υπολογισθεί με τον τύπο:

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

Οι συντελεστές στάθμισης της αναλογίας κάθε πηγής χρηματοδότησης στο συνολικό κεφάλαιο χρηματοδότησης της επιχείρησης προκύπτουν από τα μεγέθη των ισολογισμών και είναι οι εξής:

Πίνακας 17: Πηγές χρηματοδότησης κεφαλαίου του Ο.Τ.Ε.

<i>(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ)</i> ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	2007	2010
Μακροπρόθεσμος δανεισμός	1326,600	1736,900
Σύνολο αποθεματικών	3097,400	2863,900
Κοινό μετοχικό κεφάλαιο	1171,500	1171,500
ΣΟΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	5595,500	5772,300

Πίνακας 18: Συντελεστές Στάθμισης της αναλογίας των πηγών χρηματοδότησης του Ο.Τ.Ε.

<i>(Αναλογία σε ποσοστά)</i> ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	2007	2010
Μακροπρόθεσμος δανεισμός	23,708%	30,090%
Σύνολο αποθεματικών	55,355%	49,615%
Κοινό μετοχικό κεφάλαιο	20,936%	20,295%
ΣΟΝΟΛΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	100,000%	100,000%

7.2.6. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

Βάσει των παραπάνω τύπων και των ποσών που προαναφέρθηκαν για τους υπολογισμούς του εκάστοτε Κόστους Κεφαλαίου, προκύπτουν τα εξής αποτελέσματα για τον ΟΤΕ:

Πίνακας 19: Κόστος Κεφαλαίου Ο.Τ.Ε. για τις χρήσεις 2007 & 2010

ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	2007	2010
Μακροπρόθεσμου δανεισμού	5,563%	8,712%
Συνόλου αποθεματικών	11,774%	9,780%
Κοινού μετοχικού κεφαλαίου	11,305%	1,376%
ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ	10,203%	7,753%

Από τα αποτελέσματα που εξήχθησαν από τους παραπάνω υπολογισμούς του κόστους των κεφαλαίων για τα δύο αυτά οικονομικά έτη είναι εμφανής η μείωση του κόστους το δεύτερο μελετώμενο χρόνο.

Η πτώση αυτή οφείλεται ιδίως στη σημαντική πτώση που σημειώθηκε στο κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου, τάξεως σχεδόν 10 εκατοστιαίων μονάδων. Η μείωση κόστους για το συγκεκριμένο τύπο κεφαλαίου είναι απόρροια της πολύ μεγάλης μείωσης του ρυθμού αύξησης μερισμάτων κατά τη χρήση του 2010. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει ότι πλέον το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας της κοστίζει πολύ λιγότερο, όμως αυτό οφείλεται στα διαρκώς μειούμενα κέρδη της επιχείρησης κι όχι σε κάποια επενδυτική δραστηριότητα ανάπτυξης, πράγμα που μπορεί να οδηγήσει σε δυσαρεστημένους μετόχους. Πρακτικά λοιπόν αντιλαμβανόμαστε πως η μείωση αυτή του κόστους δεν είναι μια τόσο θετική εξέλιξη όσο θα αναμενόταν.

Η διαρκής μείωση των διαμοιραζόμενων μερισμάτων μπορεί να οδηγήσει σταδιακά σε περαιτέρω προβλήματα αφού μάλιστα πραγματοποιείται λόγω αδυναμίας της επιχείρησης. Η δυσαρέσκεια των μετόχων είναι ένα βασικό πρόβλημα που πιθανόν να παρουσιαστεί και παράλληλα η μη προσέλκυση νέων υποψήφιων μετόχων είναι κάτι εξίσου βασικό. Η δυσαρέσκεια αυτή των υπαρχόντων και των υποψήφιων μετόχων μπορεί να εκφραστεί σε συνεχή μείωση της τρέχουσας τιμής της μετοχής, πράγμα που θα οδηγήσει σε δεινή θέση την εταιρία σε περίπτωση που επιθυμήσει να προβεί σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μελλοντικά. Σε περίπτωση που συμβεί κάτι τέτοιο αφενός θα αναγκαστεί να εκδώσει μετοχές σε πολύ χαμηλή τιμή (κάτω από την ήδη χαμηλή τρέχουσα τιμή εκείνης της περιόδου) κι αφετέρου πιθανόν να μην μπορεί να βρει υποψήφιους αγοραστές για αυτές.

Όσον αφορά το κόστος του μακροπρόθεσμου δανεισμού αυτός αυξήθηκε για την

επιχείρηση λόγω της αύξησης των χρηματοπιστωτικών εξόδων. Με άλλα λόγια είναι εμφανές πως πλέον στον ΟΤΕ στοιχίζει περισσότερο ο δανεισμός από ότι στο παρελθόν (πάντα αναφερόμαστε σε μακροπρόθεσμου τύπου δανεισμό). Αυτό συμβαίνει πρώτον διότι ήδη έχει δημιουργηθεί υψηλότερο χρέος το 2010 από τις προηγούμενες χρήσεις και δεύτερον αν και κατά το ήμισυ γερμανική η εταιρία, ανήκει και στο ελληνικό δημόσιο (μέχρι και το 2010 τουλάχιστον) και κυρίως δραστηριοποιείται στην ελληνική αγορά που πλήττεται από μεγάλη ύφεση. Τα στοιχεία αυτά είναι αρκετά ώστε να κάνουν λιγότερο συμφέρουσες τις δανειακές συμβάσεις της εταιρίας ανεβάζοντας πρακτικά τα επιτόκια δανεισμού της.

Στα αποθεματικά τέλος της εταιρίας, τα οποία βάσει των αναλογιών είναι διαχρονικά η σημαντικότερη πηγή χρηματοδότησης της, παρατηρείται μείωση του κόστους τους. Όπως είναι γνωστό το συγκεκριμένο κόστος είναι το κόστος ευκαιρίας των μετόχων οι οποίοι δεν εισπράττουν τα κέρδη τα οποία αποθεματοποιούνται. Το συγκεκριμένο κόστος κεφαλαίου έχει σημειώσει πτώση λόγω δύο παραγόντων, πρώτον λόγω της μείωσης των αποθεματικών που παρακρατά η εταιρία (αφού παρατηρείται και σημαντική μείωση των κερδών της) και δεύτερον και κυριότερο λόγω της μειωμένης απόδοσης του χαρτοφυλακίου αγοράς. Η χρηματοπιστωτική κρίση που μαστίζει τις δυτικές οικονομίες τα τελευταία χρόνια έχει μειώσει δραματικά τις επενδυτικές ευκαιρίες τις οποίες έχουν στη διάθεση τους οι εκάστοτε εταιρίες και κυρίως αυτές με υψηλή απόδοση.

Κάποιος θα ανέμενε το κόστος κεφαλαίου να μεταβαλλόταν δραματικά εξαιτίας της αλλαγής του ιδιοκτησιακού καθεστώτος της εταιρίας αλλά πρακτικά η σημαντικότερη μεταβολή παρατηρείται εξαιτίας της οικονομικής κρίσης που έχει εμφανιστεί στην ελληνική οικονομία από το 2008 κι έπειτα.

Συμπερασματικά διαφαίνεται πως και τις δύο εξεταζόμενες χρήσεις το κόστος κεφαλαίου κινείται σε χαμηλά επίπεδα και προπάντων τη δεύτερη, παρόλη τη γενικότερη οικονομική δυσχέρεια της Ελλάδας αλλά και τη μειωμένη απόδοση της ίδιας της εταιρίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

8.1. ΓΕΝΙΚΑ

Στα κεφάλαια της παρούσας εργασίας επιχειρήθηκε η χρηματοοικονομική ανάλυση κι ο υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου της εταιρίας ΟΤΕ Α.Ε. μέσω της απαγωγικής μεθόδου (top down method), αφού πρώτα είχε αναπτυχθεί το απαραίτητο θεωρητικό πλαίσιο. Αρχικά αναλύθηκε το διεθνές αλλά και το εγχώριο οικονομικό περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται η υπό εξέταση επιχείρηση. Στη συνέχεια πραγματοποιήθηκε μια επισκόπηση της συγκεκριμένης εταιρίας, στην οποία παρουσιάστηκαν τα βασικότερα χαρακτηριστικά της οικονομικά και μη. Τέλος, αφού είχε προηγηθεί μελέτη των οικονομικών στοιχείων για την πενταετία 2006 – 2010, πραγματοποιήθηκε ο υπολογισμός και η διερεύνηση των αριθμοδεικτών, των πινάκων κίνησης κεφαλαίων και του κόστους κεφαλαίου (το συγκεκριμένο μόνο για τα οικονομικά έτη 2007 και 2010) της εξεταζόμενης εταιρίας.

Στο σημείο αυτό, κρίνεται σκόπιμη η συγκέντρωση των συμπερασμάτων από τη μελέτη που πραγματοποιήθηκε στα προηγούμενα κεφάλαια. Επιπλέον στο τέλος της σύνοψης θα παρουσιαστούν προτάσεις περαιτέρω έρευνας για οποιοδήποτε επίδοξο μελλοντικό αναλυτή επιθυμεί να ασχοληθεί.

8.2. ΔΙΕΘΝΗΣ & ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η διεθνής και η ευρωπαϊκή οικονομία επηρεάζει τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στην Ελλάδα και κατά συνέπεια το περιβάλλον στο οποίο

δραστηριοποιούνται οι πάροχοι τηλεπικοινωνιακών υπηρεσιών βεβαίως και ο ΟΤΕ που μελετήσαμε συμπεριλαμβανόμενος.

Από τη γενική επισκόπηση του διεθνούς οικονομικού κλίματος προκύπτει ότι ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ επιταχύνθηκε στο 5,4% το 2006 αναλογικά με το 2005 λόγω κυρίως της ανάκαμψης της οικονομίας της ευρωζώνης. Το 2007 σημειώθηκε οριακά πτωτική πορεία του παγκόσμιου ΑΕΠ σε 4,7% εξαιτίας της ανόδου των τιμών του πετρελαίου και της απαρχής της χρηματοοικονομικής κρίσης στις ΗΠΑ (το δεύτερο μισό του έτους). Έπειτα, το 2008 ο ρυθμός ανόδου του παγκόσμιου ΑΕΠ υποχώρησε σημαντικά και διαμορφώθηκε στο 3,2% λόγω της κορύφωσης της διεθνούς οικονομικής κρίσης. Ήδη από το 2009 άρχισαν να εμφανίζονται σε διεθνές επίπεδο οι πρώτες τάσεις σταθεροποίησης και σταδιακής ανάκαμψης ιδίως στις ΗΠΑ. Παρόλα αυτά το ΑΕΠ στη ζώνη του ευρώ εκτιμάται ότι σημείωσε τη μεγαλύτερη πτώση μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο (-4,1% το 2009 από +0,8% το 2008). Τέλος, το 2010 το παγκόσμιο ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 5,0% έναντι το 2009. Στις προηγμένες οικονομίες, οι οποίες επλήγησαν περισσότερο από την κρίση, η ανάκαμψη υπήρξε εντονότερη (+3,0%) και σε σημαντικό βαθμό συγχρονισμένη.

Όσον αφορά για το δεύτερο μακροοικονομικό μέγεθος που μελετήθηκε, τον πληθωρισμό το 2006 παρέμεινε ουσιαστικά αμετάβλητο στο 2,3%, παρά την άνοδο της μέσης διεθνούς τιμής των διαφόρων τύπων πετρελαίου και της τιμής των λοιπών βασικών εμπορευμάτων. Ο πληθωρισμός συγκεκριμένα στη ζώνη του ευρώ, παρουσίασε έντονη μεταβλητότητα το ίδιο έτος, αντανakλώντας κυρίως τις εξελίξεις στις τιμές του πετρελαίου. Το 2007 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός υποχώρησε ελαφρά στις προηγμένες οικονομίες (στο 2,2%) ενώ αντιθέτως στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες αυξήθηκε στο 6,4% από 5,3% το 2006. Το γεγονός αυτό οφειλόταν κυρίως στην παρατεταμένη άνοδο των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Το επόμενο έτος ο πληθωρισμός στις προηγμένες οικονομίες αυξήθηκε στο 3,5% έναντι του 2,2 του 2007, ακολουθώντας σε μεγάλο βαθμό την αντίστοιχη εξέλιξη των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, κυρίως του πετρελαίου. Σχετικά με τη ζώνη του ευρώ, το 2009 ο πληθωρισμός κινήθηκε σε πολύ χαμηλά επίπεδα, σημειώνοντας μάλιστα ελαφρά αρνητικούς ετήσιους ρυθμούς επί πεντάμηνο, μεταξύ Ιουνίου και Οκτωβρίου. Από το Νοέμβριο ο πληθωρισμός επανήλθε σε θετικές τιμές και τελικά διαμορφώθηκε στο 0,3%. Τέλος, το 2010 ο πληθωρισμός αυξήθηκε στις προηγμένες οικονομίες στο 1,6%, κυρίως λόγω της ανόδου των διεθνών τιμών των βασικών εμπορευμάτων, παρέμεινε όμως γενικά χαμηλός λόγω των συνθηκών υποαπασχόλησης των παραγωγικών συντελεστών παρά τη σημειωθείσα ανάκαμψη.

Η απασχόληση το 2006 αυξήθηκε κατά 1,4% (έναντι 0,8% το 2005) λόγω της σταδιακής βελτίωσης των συνθηκών στην αγορά εργασίας της ευρωζώνης, έτσι το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο 7,7%. Στις χώρες – μέλη του ΟΟΣΑ το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε από 5,9% το 2006 σε 5,4% το 2007 λόγω των υψηλών ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης. Έως και τις αρχές του 2008 στις προηγμένες οικονομίες το ποσοστό ανεργίας υποχωρούσε και μάλιστα έφτασε στο χαμηλότερο επίπεδο των προηγούμενων δεκαετιών, στη συνέχεια όμως άρχισε εκ νέου να αυξάνεται λόγω της σφοδρότητας των επιπτώσεων της διεθνούς κρίσης στην επιχειρηματική δραστηριότητα και στις προσδοκίες καταναλωτών και επενδυτών. Στις ΗΠΑ το ποσοστό ανεργίας έφθασε στο 7,2% το Δεκέμβριο του έτους αυτού, έναντι 5% το Δεκέμβριο του 2007, ενώ το Μάρτιο του 2009 αυξήθηκε στο 8,5% (το υψηλότερο επίπεδο της προηγούμενης 25ετίας). Το 2009 ο ρυθμός μεταβολής της απασχόλησης στη ζώνη του ευρώ έβαινε διαρκώς μειούμενος, η απασχόληση συνολικά μειώθηκε κατά 1,9% το 2009 και το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε κατά δύο εκατοστιαίες μονάδες στο 9,4%. Τέλος το 2010 η παγκόσμια ανεργία υπέστη νέα αύξηση αγγίζοντας το 8,3% έναντι του 8% το 2009.

Το δημοσιονομικό έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης στις μεγαλύτερες προηγμένες οικονομίες ως σύνολο υποχώρησε περαιτέρω το 2006. Στο σύνολο των χωρών – μελών του ΟΟΣΑ εκτιμάται ότι υποχώρησε περαιτέρω στο 1,6% του ΑΕΠ το 2007. Στη ζώνη του ευρώ επιτεύχθηκε σημαντική βελτίωση της δημοσιονομικής θέσης, με μείωση του ελλείμματος αντιθέτως από ό,τι συνέβη στις ΗΠΑ, την Ιαπωνία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Το 2008 το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ διευρύνθηκε στις ΗΠΑ, ενώ στην Ιαπωνία έμεινε ουσιαστικά αμετάβλητο και στην ευρωζώνη επίσης αυξήθηκε. Το 2009 για τη ζώνη του ευρώ, το έλλειμμα του εκτιμάται ότι υπερτριπλασιάστηκε, σε 6,3% του ΑΕΠ από 2,0% το 2008. Παράλληλα το δημόσιο χρέος αυξήθηκε κατά περίπου 9 εκατοστιαίες μονάδες το 2009, σε 78,3% του ΑΕΠ. Τελικά το 2010 η δημοσιονομική θέση των προηγμένων οικονομιών σημείωσε περιορισμένη βελτίωση το 2010 (μειώθηκε κατά 1 εκατοστιαία μονάδα), ενώ πρακτικά το διαρθρωτικό έλλειμμα συνέχισε να αυξάνεται.

Τέλος η νομισματική πολιτική που ακολουθήθηκε καθόλη σχεδόν την εξεταζόμενη περίοδο ήταν χαλαρή εκτός από το 2006 που παρατηρήθηκε μια αύξηση των επιτοκίων που οφειλόταν κυρίως σε πληθωριστικούς κινδύνους που συνδέονται με την άνοδο των τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Η περιοριστική αυτή κατεύθυνση της νομισματικής πολιτικής η οποία εφαρμοζόταν σε αρκετές προηγμένες οικονομίες μέχρι και το πρώτο εξάμηνο του 2007 μεταβλήθηκε από το καλοκαίρι, καθώς η αναταραχή στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές είχε οδηγήσει σε έλλειψη ρευστότητας και

αύξηση της μεταβλητότητας στις αγορές χρήματος. Το 2008 οι κεντρικές τράπεζες παρέσχσαν έκτακτη ρευστότητα και εγγυήσεις και μείωσαν σημαντικά τα επιτόκια. Η γενικότερη υποχώρηση του πληθωρισμού στις προηγμένες οικονομίες, λόγω της ύφεσης και της εξέλιξης των τιμών των βασικών εμπορευμάτων, έχει επιτρέψει στη νομισματική πολιτική να παραμένει χαλαρή στις περισσότερες μεγάλες οικονομίες μέχρι και τους πρώτους μήνες του 2010. Το έλλειμμα του ισοζυγίου εν κατακλείδι τρεχουσών συναλλαγών των περισσότερων χωρών παρέμεινε σε αρκετά υψηλά επίπεδα το 2010.

8.3. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ – ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το 2006 παρατηρήθηκε σημαντική άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας ως αποτέλεσμα της αύξησης της εγχώριας ζήτησης, της ιδιωτικής κατανάλωσης και των εξαγωγικών δραστηριοτήτων των κρατών μελών και αυξήθηκαν σημαντικά οι επενδύσεις. Το ίδιο συνέβη και το 2007 όπου το ΑΕΠ αυξήθηκε με χαμηλότερο όμως ρυθμό ανόδου κατά 4% έναντι 4,3% που είχε σημειωθεί τον προηγούμενο χρόνο. Η διεθνής κρίση που εμφανίστηκε το δεύτερο μισό του 2007 άρχισε να επηρεάζει εμφανώς και την ελληνική οικονομία το 2008. Ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υποχώρησε στο 2,9% το 2008 από 4,0% το 2007. Το 2009 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ ήταν αρνητικός παρουσιάζοντας μείωση 2% και το 2010 μειώθηκε κατά 4,5%. Η σταδιακή αυτή επιβράδυνση των ρυθμών ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας οφειλόταν αφενός στην αποδυνάμωση μιας σειράς παραγόντων που επηρέαζαν την οικονομία συνεχώς τα προηγούμενα έτη και αφετέρου στις επιπτώσεις της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Οι μεταβολές του πληθωρισμού στην Ελλάδα κατά τη διάρκεια όλης της εξεταζόμενης περιόδου ήταν πτωτικές εκτός από το τελευταίο έτος που σημειώθηκε μεγάλη έξαρση του συγκεκριμένου δείκτη. Το 2006 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός στην Ελλάδα υποχώρησε ελαφρά στο 3,3%, από 3,5% το 2005, το ίδιο συνέβη σε γενικές γραμμές και το 2007 που υποχώρησε στο 3%. Ο πληθωρισμός εμφάνισε μεγάλη μεταβλητότητα στη διάρκεια του 2008. Τους πρώτους επτά μήνες του έτους, όταν οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου αυξάνονταν συνεχώς, ο ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού είχε φθάσει στο

υψηλότερο επίπεδο από το 1998 (4,9% το Μάιο, τον Ιούνιο και τον Ιούλιο). Στη συνέχεια όμως, λόγω της μεγάλης πτώσης των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των άλλων βασικών εμπορευμάτων, ο πληθωρισμός υποχώρησε ραγδαία και το Δεκέμβριο διαμορφώθηκε στο 2,2%. Το 2009 ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός υποχώρησε. Ειδικότερα, ο ετήσιος ρυθμός του πληθωρισμού, που είχε αρχίσει να επιβραδύνεται από τον Αύγουστο του 2008, συνέχισε να υποχωρεί και τελικά διαμορφώθηκε στο 0,7%. Το 2010 παρά την υποχώρηση της ζήτησης και τη μείωση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος, σημειώθηκε προσωρινή έξαρση του πληθωρισμού, που οφειλόταν κυρίως στη μεγάλη αύξηση της έμμεσης φορολογίας, αλλά και στην ταχεία άνοδο της τιμής του πετρελαίου.

Μέχρις ότου η οικονομική κρίση να πλήξει την ελληνική αγορά, δηλαδή έως και το 2008 οι δείκτες ανεργίας έβαιναν μειούμενοι. Συγκεκριμένα το 2006 συνοδεύθηκε από σημαντική αύξηση της απασχόλησης κατά 1,9%, σύμφωνα με τα στοιχεία της Έρευνας Εργατικού Δυναμικού (ΕΕΔ), και από μείωση του ποσοστού ανεργίας σε 8,9%, από 9,9% το 2005. Αντίστοιχα με το 2006 έτσι και το 2007 η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας συνοδεύθηκε από άνοδο της απασχόλησης κατά 1,3% και μείωση του ποσοστού ανεργίας στο 8,3%. Το 2008 ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του συνολικού αριθμού των απασχολουμένων διαμορφώθηκε στο 1,1% και το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε επιπλέον στο 7,6%. Η κατάσταση στην αγορά εργασίας επιδεινώθηκε σταδιακά στη διάρκεια του 2009 λόγω κυρίως της αύξησης των απολύσεων, οδηγώντας τα ποσοστά ανεργίας στο 9,5%. Το 2010 ο μέσος αριθμός των απασχολουμένων μειώθηκε περαιτέρω κατά -2,7% και το ποσοστό ανεργίας το τελευταίο τρίμηνο του έτους έφτασε το 14,2%.

Όσον αφορά το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ παρατηρείται να επιδεινώνεται συνεχώς μέσα σε όλη τη διάρκεια της πενταετίας. Το έλλειμμα έφθασε το 2007 στο 2,8% του ΑΕΠ, έναντι ελλείμματος 2,6% το 2006. Το 2008 συνέχισε να αυξάνεται και σύμφωνα με εκτιμήσεις του Επικαιροποιημένου Προγράμματος Σταθερότητας και Ανάπτυξης 2008 – 2011 υπερέβη το 4%. Η αποκορύφωση αυτής της ανόδου σημειώθηκε το 2009 που το έλλειμμα εκτοξεύτηκε στο 13,6% (μετά και από αναθεώρηση). Τελικά το 2010 σημείωσε σημαντική μείωση και διαμορφώθηκε στο 8,1% του ΑΕΠ. Οι δανειακές ανάγκες της χώρας παρουσίασαν μια μείωση το πρώτο έτος της πενταετίας και έπειτα διαρκής αύξηση.

Τα δύο πρώτα έτη της εξεταζόμενης πενταετίας ο ρυθμός ανόδου του μεγέθους που αποτελεί την ελληνική συμβολή στο Μ3 της ζώνης του ευρώ επιταχύνθηκε. Η επιτάχυνση αυτή της ανόδου του Μ3 οφείλεται κατά κύριο λόγο στη μετατόπιση

κεφαλαίων από τοποθετήσεις εκτός Μ3 (όπως μερίδια ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων) προς τοποθετήσεις που περιλαμβάνονται στο Μ3 (ιδίως προς καταθέσεις προθεσμίας έως δύο έτη). Το 2008 ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του νομισματικού μεγέθους Μ3, μετά την επιτάχυνση που είχε σημειώσει έως το Σεπτέμβριο του ίδιου έτους, επιβραδύνθηκε τους τελευταίους τρεις μήνες του έτους καθώς και το 2009. Η υποχώρηση αυτή του ρυθμού μεταβολής του Μ3 στην Ελλάδα συνδέεται κυρίως με την υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας και την έντονη επιβράδυνση της συνολικής πιστωτικής επέκτασης. Σε μικρότερο βαθμό σχετίζεται με τη μείωση των επιτοκίων των καταθέσεων που περιλαμβάνονται στο Μ3. Το τελευταίο έτος το 2010, ο νομισματικός δείκτης μειώθηκε έντονα με μέσο ετήσιο ρυθμό μεταβολής -7,5%. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της συνολικής χρηματοδότησης τέλος επιταχύνθηκε τα πρώτα δύο χρόνια της μελέτης και στα μέσα περίπου του 2008 άρχισε να επιβραδύνεται μέχρι και το 2010, γεγονός που καταδεικνύει τη δυσχερή θέση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και τις επιφυλάξεις τους για περαιτέρω ύφεση της κρίσης.

8.4. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ Ο.Τ.Ε.

Η ανάλυση των βασικών αριθμοδεικτών για τον ΟΤΕ ανέδειξε μια εταιρία, που αν και η μεγαλύτερη στον κλάδο της στην ελληνική αγορά, αντιμετωπίζει αρκετά προβλήματα ιδίως από το 2008 και έπειτα (σε συγκεκριμένους τομείς και από το 2007), από τότε δηλαδή που Ελλάδα ενεπλάκη στη διεθνή οικονομική κρίση. Στο γεγονός αυτό συνηγορούν η απόδοση της επιχείρησης καθώς και τα περιθώρια κέρδους της τα οποία μειώνονται αισθητά με την πάροδο των ετών λόγω της συνεχής μείωσης των κερδών της και της αύξησης των χρηματοπιστωτικών της εξόδων.

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα της μελετώμενης εταιρίας γενικά πάσχει αφού παρατηρείται αρκετά χαμηλή στους περισσότερους τομείς. Είναι εμφανής η υπερεπένδυση στοιχείων του ενεργητικού και μάλιστα όπως διαφαίνεται και από τους δείκτες παγιοποίησης περιουσίας του πάγιου ενεργητικού. Λόγω του ότι αναφερόμαστε σε μια εταιρία εντάσεως πάγιας περιουσίας μπορούμε εύκολα να συμπεράνουμε ότι η εταιρία πιθανόν αντιμετωπίζει προβλήματα ανελαστικότητας του κόστους και της τιμολογιακής της πολιτικής. Παράλληλα λόγω της πορείας του αυτής ο ΟΤΕ εμφανίζεται σταδιακά να

χάνει τη διαπραγματευτική δύναμη που είχε διασφαλίσει έναντι των πιστωτών του. Παρόλα αυτά δεν αντιμετωπίζει σοβαρά προβλήματα όσον αφορά την επισφάλεια των πελατών του.

Με εξαίρεση τον πρώτο χρόνο της μελέτης ο ΟΤΕ αντιμετωπίζει αρκετά σοβαρά προβλήματα ρευστότητας και εξυπηρέτησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων του για το λόγο αυτό καταφεύγει συνεχώς σε εξωτερικούς δανεισμούς, καταφέρνοντας με τον τρόπο αυτό να καλύπτει τους οφειλόμενους τόκους, τα επιθυμητά μερίσματα (μάλιστα αρκετά υψηλά αναλογικά με τα κέρδη) αλλά και τις υπόλοιπες υποχρεώσεις του. Η δανειακή επιβάρυνση της εταιρίας είναι πολύ υψηλή και μάλιστα καθόλη της διάρκεια των εξεταζόμενων χρήσεων τα ξένα κεφάλαια υπερβαίνουν τα ίδια.

Κάτι που αξίζει να σημειωθεί είναι το κατά πόσο η εταιρία τηρεί τις αρχές ορθής χρηματοδότησης του ενεργητικού της. Από την ενδελεχή ανάλυση που πραγματοποιήθηκε προκύπτει πως οι δύο αρχές από αυτές παραβιάζονται σε αρκετά υψηλό βαθμό εκτός του έτους 2006. Ο ΟΤΕ γενικά δανείζεται κεφάλαια βραχείας διάρκειας για τη χρηματοδότηση του πάγιου ενεργητικού του και επιπλέον δε χρησιμοποιεί αρκετά ίδια για τον ίδιο σκοπό. Αναφορικά τέλος με τους επενδυτικούς δείκτες της εταιρίας η μετοχή παρατηρείται σε γενικές γραμμές υπερεκτιμημένη αν και φαίνεται να διατηρεί μεγάλο μέρος της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού λόγω κυρίως των αυξημένων μερισμάτων ακόμα και σε περιόδους κρίσης (με εξαίρεση ίσως το 2010) αλλά και του ονόματος του έναντι των ανταγωνιστριών μετοχών στο ΧΑΑ.

Όσον αναφορά τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την ανάλυση των πινάκων κίνησης κεφαλαίων παρουσιάζονται παρόμοια με αυτά της ανάλυσης αριθμοδεικτών. Συγκεκριμένα είναι εμφανής γενικά η μειωμένη ρευστότητα η οποία οδηγεί στη συνεχή μείωση των διαθεσίμων και στην καταφυγή από μέρους της εταιρίας σε δανειακές συμφωνίες. Τα κεφάλαια που απαιτούνται πρωτίστως χρησιμοποιούνται για χρηματοδότηση του πάγιου ενεργητικού και δευτερευόντως για πληρωμές υποχρεώσεων. Στο σημείο αυτό παρουσιάζεται κατά περιόδους η παραβίαση των αρχών χρηματοδότησης αφού χρησιμοποιούνται και βραχυπρόθεσμα δάνεια για τη χρηματοδότηση παγίων. Τέλος είναι εμφανέστατες πρώτον η ολοένα και μεγαλύτερη παγιοποίηση της εταιρίας, αν και σε ορισμένες χρήσεις υπάρχει μείωση των ενσώματων παγίων, και δεύτερων η σημαντική δανειακή της επιβάρυνση.

Θέλοντας εν κατακλείδι να πραγματοποιήσουμε μια γενική κρίση για το μέγεθος του κόστους κεφαλαίου για τις δύο υπό εξέταση χρήσεις (2007 και 2010), μπορούμε να αποφανθούμε ότι κινείται σε σχετικά χαμηλά επίπεδα ιδίως τη δεύτερη. Το γεγονός αυτό μπορεί να αιτιολογηθεί πρώτον διότι αναφερόμαστε σε μια εταιρία που είναι

εισηγμένη στο ΧΑΑ μάλιστα με μεγάλη αναλογία στο δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης και παράλληλα στο διεθνές χρηματιστήριο του Λονδίνου. Ακόμη οι τιμές του κόστους μπορούν να αιτιολογηθούν με βάση το γεγονός ότι από το 2008 η Deutsche Telekom έγινε βασική μέτοχος του ΟΤΕ μαζί με το ελληνικό δημόσιο, πράγμα που κάνει το επενδυτικό κοινό να βλέπει στον ΟΤΕ υψηλότερη επενδυτική ασφάλεια.

Όπως προαναφέραμε όμως η μείωση που παρατηρείται στο κόστος των κεφαλαίων δεν είναι απαραίτητα μια θετική εξέλιξη, αφού οφείλεται πρωτίστως στη μεγάλη μείωση του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου του ΟΤΕ με ό,τι βεβαίως αυτό συνεπάγεται και δευτερευόντως στη μείωση του όγκου των αποθεματικών του.

8.5. ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Ο κλάδος των Σταθερών Τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα τα τελευταία χρόνια αποτελεί έναν δυναμικό κλάδο με έντονη ανάπτυξη τόσο σε εγχώριο όσο σε διεθνές επίπεδο και με έντονη κινητικότητα λόγω των διενεργούμενων επιθετικών στρατηγικών μέσω εξαγορών, συγχωνεύσεων αλλά και συμμαχιών με επιχειρήσεις τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού οι οποίες μπορεί να ανήκουν στον ίδιο κλάδο αλλά μπορεί να προσφέρουν και διαφορετικές υπηρεσίες (π.χ. συνδυασμός σταθερής τηλεφωνίας, κινητής τηλεφωνίας και ψηφιακής τηλεόρασης ή διάφοροι συνδυασμοί αυτών). Δεδομένου του προηγούμενου θα ήταν σκόπιμο πέρα από την αποτύπωση της χρηματοοικονομικής κατάστασης και του κόστους κεφαλαίου του κυρίαρχου τηλεπικοινωνιακού παρόχου σταθερής τηλεφωνίας και Ίντερνετ (του ΟΤΕ) στα πλαίσια της πενταετίας 2006 – 2010 να επιχειρηθεί:

- Πρόβλεψη με χρήση στατιστικών εργαλείων για την πορεία των αριθμοδεικτών αλλά και του κόστους κεφαλαίου για τον ΟΤΕ.
- Υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου με όλες τις διαθέσιμες μεθόδους για να διαπιστωθεί η συμφωνία των αποτελεσμάτων.

- Συγκριτική χρηματοοικονομική ανάλυση των ελληνικών αλλά και ξένων εταιριών που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των Σταθερών Τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα καθώς και σύγκριση για το κόστος των κεφαλαίων τους.
- Συγκριτική ανάλυση για όλα τα προαναφερθέντα των εταιριών που δραστηριοποιούνται στο συγκεκριμένο κλάδο με αντίστοιχους ευρωπαϊκούς παρόχους.
- Συγκριτική μελέτη με τον ίδιο τρόπο όπως αυτός που πραγματοποιήθηκε και των υπολοίπων θυγατρικών του ομίλου ΟΤΕ Α.Ε. με τους ανταγωνιστές που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά στους αντίστοιχους κλάδους.
- Εφαρμογή του υποδείγματος του Χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής για τις εταιρίες που δραστηριοποιούνται στην ελληνική αγορά στο συγκεκριμένο κλάδο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Αρτίκης Π. Γεώργιος, 2003, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα.
- Αρτίκης Π. Γεώργιος, 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Επενδύσεων, 3^η έκδοση, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα.
- Αρτίκης Π. Γεώργιος, 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, 3^η έκδοση, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα.
- Κάνζος Κωνσταντίνος, 2002, Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα.
- Καραθανάσης Α. Γεωργίου, 1999, Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές, 3^η έκδοση, Εκδόσεις Μπένου Ευγενίου, Αθήνα.
- Νιάρχος Α. Νικήτας, 2002, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, 6^η έκδοση, Εκδόσεις Σταμούλης Αθ., Αθήνα.

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

- Brealey A.R and Myers C.S., 2003, Principles of Corporate Finance, 7th edition, MCGraw-Hill, International Edition.

- Brigham F.E. and Gapenski C. L., 1994, Financial Management (Theory and Practice), 7th edition, International Edition.
- Bruner F. Robert, 2003, Managing for corporate value creation – Case studies in finance, 4th edition, McGraw-Hill.
- Fama Eugene & French Kenneth, 1999, The Corporate Cost of Capital and The Return on Corporate Investment, vol. 54, no. 6, Journal of Finance.
- Garrison, Noreen, Brewer, 2006, Managerial Accounting, 11th edition, Mc Graw-Hill, New York.
- Thomas L. Wheelen, David J. Hunger, 2004, Strategic Management and Business Policy, 9th edition, Prentice Hall.
- Van Horne C., 1995, Financial Management and Policy, 10th edition, Prentice Hall, International Edition.

ΕΚΘΕΣΕΙΣ

- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2006, Απρίλιος 2007, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Αθήνα, <<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2006.pdf>>.
- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2007, Απρίλιος 2008, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Αθήνα, <<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2007.pdf>>.
- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2008, Απρίλιος 2009, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Αθήνα, <<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2008.pdf>>.
- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2009, Απρίλιος 2010, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Αθήνα, <<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2009.pdf>>.

- Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2010, Απρίλιος 2011, Ίδρυμα Εκτύπωσης Τραπεζογραμματίων και Αξιών της Τράπεζας της Ελλάδος, Αθήνα, <<http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/ekthdkth2010.pdf>>.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

- Πληροφορίες για τον Οργανισμό Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος (εταιρικές πληροφορίες και επενδυτικές πληροφορίες), <<http://www.ote.gr>>.
- Οι συντελεστές beta των μετοχών του FTSE/ATHEX 20 ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2004 – 2007, <<https://www.euro2day.gr>>.
- Οι συντελεστές beta των μετοχών του FTSE/ATHEX 20 ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2007 – 2010, <<http://www.euro2day.gr>>.
- Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, <<http://www.ase.gr>>.
- Οικονομικά Στοιχεία για τη Μετοχή του ΟΤΕ, <<http://www.naftemporiki.gr>>.
- Οικονομικά Στοιχεία για τη Μετοχή του ΟΤΕ, <<http://www.omnifinance.gr>>.
- Οικονομικά και άλλα Στοιχεία για τον ΟΤΕ, <<http://www.greekfinanceforum.com>>.
- Ομολογιακή Έκδοση του ΟΤΕ, <<http://news.kathimerini.gr>>.
- Ιστορικά Στοιχεία για το Δείκτη DAX CFD, <<http://gr.forexpros.com>>.
- DAX Stock Index: Annual Returns, <<http://www.forecast-chart.com>>.
- Επιτόκια Αναφοράς και Χρηματοοικονομικοί Δείκτες, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, <<http://www.hba.gr>>.
- Αποδόσεις Γερμανικών Ομολόγων, <<http://www.bloomberg.com>>.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ Ο.Τ.Ε.

Πίνακας 20: Ισολογισμοί Ο.Τ.Ε. σε κάθετη μορφή

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ) ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	2006	2007	2008	2009	2010
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ενσώματα πάγια	2704,400	2361,900	2191,500	2026,700	1864,000
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	3,800	3,400	3,000	2,500	2,100
Συμμετοχές	1826,400	4104,900	4890,000	4777,400	4778,200
Δάνεια και προκαταβολές σε ασφαλιστικά ταμεία	188,100	229,800	194,500	154,500	126,200
Αναβαλλόμενοι φόροι	204,200	158,300	188,000	178,500	195,200
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	86,600	98,000	112,400	83,800	120,600
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	5013,500	6956,300	7579,400	7223,400	7086,300
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	36,100	34,700	32,200	31,100	27,900
Πελάτες	710,100	758,600	697,500	608,000	534,800
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	0,000	0,000	119,600	16,300	2,100
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	227,000	180,800	99,800	108,700	108,600
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	814,700	453,100	344,500	224,000	189,000
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	1787,900	1427,200	1293,600	988,100	862,400
ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	6801,400	8383,500	8873,000	8211,500	7948,700
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια κεφάλαια που αναλογούν στους μετόχους της εταιρίας					

Μετοχικό κεφάλαιο	1171,500	1171,500	1171,500	1171,500	1171,500
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	485,900	485,900	479,900	505,100	510,600
Τακτικό αποθεματικό	282,600	312,100	330,200	344,100	347,200
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπά αποθεματικά	0,000	0,000	1,400	4,800	-60,100
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	1309,700	1596,900	1541,000	1419,000	1401,200
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	3249,700	3566,400	3524,000	3444,500	3370,400
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμα δάνεια	1301,900	1285,200	3288,200	2930,100	1715,400
Αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	182,800	211,500	233,800	241,600	273,600
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	361,400	217,500	107,200	109,900	29,900
Λογαριασμός Νεότητας	277,300	273,500	286,300	282,300	301,400
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	79,500	41,400	41,400	45,000	21,500
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	2202,900	2029,100	3956,900	3608,900	2341,800
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές	562,200	608,900	526,100	373,100	351,500
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	0,000	1494,200	0,000	0,000	0,000
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	16,100	17,500	18,900	0,000	1119,100
Φόρος εισοδήματος	70,500	24,600	4,000	41,000	1,600
Έσοδα επόμενης χρήσης	109,000	135,300	158,400	225,300	233,100
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	316,700	200,200	275,800	149,000	189,400
Μερίσματα πληρωτέα	3,700	4,000	3,800	4,200	2,300
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	270,600	303,300	405,100	365,500	339,500
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	1348,800	2788,000	1392,100	1158,100	2236,500
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	6801,400	8383,500	8873,000	8211,500	7948,700

Πίνακας 21: Αποτελέσματα Χρήσης Ο.Τ.Ε. σε κάθετη μορφή

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ, πλην αριθμού μετοχών και στοιχείων ανά μετοχή)

	2006	2007	2008	2009	2010
Κύκλος εργασιών					
Έσοδα τηλεφωνίας εσωτερικού	1596,900	1495,400	1355,500	1223,400	1037,900
Έσοδα διεθνούς τηλεφωνίας	181,100	197,700	202,400	183,300	148,600

Έσοδα κινητής τηλεφωνίας	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Λοιπά έσοδα	936,500	963,800	1031,800	1005,700	983,300
Σύνολο κύκλου εργασιών	2714,500	2656,900	2589,700	2412,400	2169,800
Λοιπά έσοδα / έξοδα καθαρά	0,000	0,000	0,000	0,000	12,500
Λειτουργικά έξοδα					
Αποδοχές προσωπικού	-764,900	-723,800	-670,100	-712,600	-679,200
Κόστος προγράμματος πρόωρης απασχόλησης	49,800	-22,100	-12,200	38,900	-144,700
Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού και λογαριασμό νεότητας	0,000	0,000	-108,300	-90,200	-35,200
Χρεώσεις από διεθνείς τηλεπ/κούς παρόχους	-143,900	-146,800	-126,700	-129,400	-109,700
Χρεώσεις από εγχώριους τηλεπ/κούς παρόχους	-366,800	-323,900	-299,200	-227,600	-178,200
Αποσβέσεις	-528,000	-502,200	-465,000	-424,400	-374,200
Κόστος τηλεπικοινωνιακού εξοπλισμού	-128,300	-101,100	-102,500	-88,700	-78,800
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	-520,300	-526,300	-493,500	-471,900	-440,100
Σύνολο λειτουργικών εξόδων	-2402,400	-2346,200	-2277,500	-2105,900	-2040,100
Λειτουργικά κέρδη / (ζημίες) προ χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων	312,100	310,700	312,200	306,500	142,200
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα					
Χρεωστικοί τόκοι	-199,200	-98,400	-194,800	-225,800	-199,100
Πιστωτικοί τόκοι	45,700	47,100	36,300	17,400	8,400
Συναλλαγματικές διαφορές	2,600	-0,500	-6,000	2,700	-0,500
Έσοδα από μερίσματα	196,700	242,300	288,200	312,100	206,100
Κέρδη από συμμετοχές	297,900	287,100	15,900	-0,100	-2,300
Απομείωση αξίας συμμετοχών	0,000	0,000	-5,300	-0,700	-2,400
Σύνολο χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων	343,700	477,600	134,300	105,600	10,200
Κέρδη / (ζημίες) προ φόρων	655,800	788,300	446,500	412,100	152,400
Φόρος εισοδήματος	-124,600	-211,800	-83,200	-134,600	-91,500
Κέρδη / (ζημίες) χρήσης	531,200	576,500	363,300	277,500	60,900
Κατανεμόμενα σε:					
Μετόχους της μητρικής	531,200	576,500	363,300	277,500	60,900
Δικαιώματα μειοψηφίας	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

	531,200	576,500	363,300	277,500	60,900
Βασικά κέρδη / (ζημίες) ανά μετοχή	1,084	1,176	0,741	0,566	0,124
Απομειωμένα κέρδη / (ζημίες) ανά μετοχή	1,084	1,176	0,741	0,566	0,124
Μέσος σταθμικός αριθμός μετοχών	490150389	490150389	490150389	490150389	490150389

Πίνακας 22: Λοιπά στοιχεία I για τον Ο.Τ.Ε.

<i>(Συνολικό ποσό σε εκατομμύρια Ευρώ)</i> ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ	2006	2007	2008	2009	2010
Συνολικό ποσό	269,600	367,600	367,600	93,100	57,800
Ποσό ανά μετοχή	0,550	0,750	0,750	0,190	0,118

Πίνακας 23: Λοιπά στοιχεία II για τον Ο.Τ.Ε.

<i>(Ποσά σε Ευρώ)</i> ΜΕΤΟΧΗ	2006	2007	2008	2009	2010
Τρέχουσα Τιμή Μετοχής (στο κλείσιμο του έτους)	22,760	25,200	11,900	10,290	6,130
Λογιστική Αξία μετοχής	6,630	7,276	7,190	7,027	6,876

ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ Ο.Τ.Ε. ΜΕ ΒΑΣΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΓΕΘΟΥΣ

Πίνακας 24: Ισολογισμοί Ο.Τ.Ε. με βάση Ανάλυση Κοινού Μεγέθους

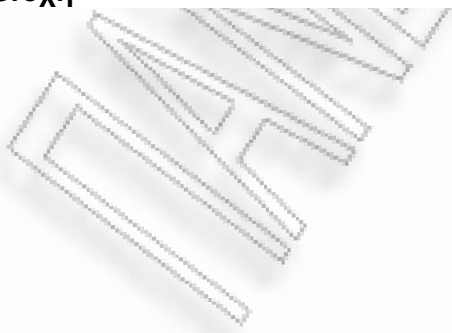
(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ) ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	2006	2007	2008	2009	2010
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ενσώματα πάγια	39,762%	28,173%	24,699%	24,681%	23,450%
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	0,056%	0,041%	0,034%	0,030%	0,026%
Συμμετοχές	26,853%	48,964%	55,111%	58,179%	60,113%
Δάνεια και προκαταβολές σε ασφαλιστικά ταμεία	2,766%	2,741%	2,192%	1,882%	1,588%
Αναβαλλόμενοι φόροι	3,002%	1,888%	2,119%	2,174%	2,456%
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	1,273%	1,169%	1,267%	1,021%	1,517%
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	73,713%	82,976%	85,421%	87,967%	89,150%
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	0,531%	0,414%	0,363%	0,379%	0,351%
Πελάτες	10,440%	9,049%	7,861%	7,404%	6,728%
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	0,000%	0,000%	1,348%	0,199%	0,026%
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	3,338%	2,157%	1,125%	1,324%	1,366%
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	11,978%	5,405%	3,883%	2,728%	2,378%
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	26,287%	17,024%	14,579%	12,033%	10,850%
ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	100,000%	100,000%	100,000%	100,000%	100,000%
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια κεφάλαια που αναλογούν στους μετόχους της εταιρίας					
Μετοχικό κεφάλαιο	17,224%	13,974%	13,203%	14,267%	14,738%
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	7,144%	5,796%	5,409%	6,151%	6,424%
Τακτικό αποθεματικό	4,155%	3,723%	3,721%	4,190%	4,368%
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπά αποθεματικά	0,000%	0,000%	0,016%	0,058%	-0,756%
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	19,256%	19,048%	17,367%	17,281%	17,628%
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	47,780%	42,541%	39,716%	41,947%	42,402%
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					

Μακροπρόθεσμα δάνεια	19,142%	15,330%	37,058%	35,683%	21,581%
Αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	2,688%	2,523%	2,635%	2,942%	3,442%
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	5,314%	2,594%	1,208%	1,338%	0,376%
Λογαριασμός Νεότητας	4,077%	3,262%	3,227%	3,438%	3,792%
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	1,169%	0,494%	0,467%	0,548%	0,270%
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	32,389%	24,203%	44,595%	43,949%	29,461%
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές	8,266%	7,263%	5,929%	4,544%	4,422%
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	0,000%	17,823%	0,000%	0,000%	0,000%
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	0,237%	0,209%	0,213%	0,000%	14,079%
Φόρος εισοδήματος	1,037%	0,293%	0,045%	0,499%	0,020%
Έσοδα επόμενης χρήσης	1,603%	1,614%	1,785%	2,744%	2,933%
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	4,656%	2,388%	3,108%	1,815%	2,383%
Μερίσματα πληρωτέα	0,054%	0,048%	0,043%	0,051%	0,029%
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	3,979%	3,618%	4,566%	4,451%	4,271%
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	19,831%	33,256%	15,689%	14,103%	28,137%
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	100,000%	100,000%	100,000%	100,000%	100,000%

Πίνακας 25: Αποτελέσματα Χρήσης Ο.Τ.Ε. με βάση Ανάλυση Κοινού Μεγέθους

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ, πλην αριθμού μετοχών και στοιχείων ανά μετοχή)	2006	2007	2008	2009	2010
Κύκλος εργασιών					
Έσοδα τηλεφωνίας εσωτερικού	58,829%	56,284%	52,342%	50,713%	47,834%
Έσοδα διεθνούς τηλεφωνίας	6,672%	7,441%	7,816%	7,598%	6,849%
Έσοδα κινητής τηλεφωνίας	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
Λοιπά έσοδα	34,500%	36,275%	39,842%	41,689%	45,318%
Σύνολο κύκλου εργασιών	100,000%	100,000%	100,000%	100,000%	100,000%
Λοιπά έσοδα / έξοδα καθαρά	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,576%
Λειτουργικά έξοδα					
Αποδοχές προσωπικού	-28,178%	-27,242%	-25,876%	-29,539%	-31,302%
Κόστος προγράμματος πρόωρης απασχόλησης	1,835%	-0,832%	-0,471%	1,613%	-6,669%

Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού και λογαριασμό νεότητας	0,000%	0,000%	-4,182%	-3,739%	-1,622%
Χρεώσεις από διεθνείς τηλεπ/κούς παρόχους	-5,301%	-5,525%	-4,892%	-5,364%	-5,056%
Χρεώσεις από εγχώριους τηλεπ/κούς παρόχους	-13,513%	-12,191%	-11,553%	-9,435%	-8,213%
Αποσβέσεις	-19,451%	-18,902%	-17,956%	-17,592%	-17,246%
Κόστος τηλεπικοινωνιακού εξοπλισμού	-4,726%	-3,805%	-3,958%	-3,677%	-3,632%
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	-19,167%	-19,809%	-19,056%	-19,561%	-20,283%
Σύνολο λειτουργικών εξόδων	-88,502%	-88,306%	-87,945%	-87,295%	-94,022%
Λειτουργικά κέρδη / (ζημίες) προ χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων	11,498%	11,694%	12,055%	12,705%	6,554%
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα					
Χρεωστικοί τόκοι	-7,338%	-3,704%	-7,522%	-9,360%	-9,176%
Πιστωτικοί τόκοι	1,684%	1,773%	1,402%	0,721%	0,387%
Συναλλαγματικές διαφορές	0,096%	-0,019%	-0,232%	0,112%	-0,023%
Έσοδα από μερίσματα	7,246%	9,120%	11,129%	12,937%	9,499%
Κέρδη από συμμετοχές	10,974%	10,806%	0,614%	-0,004%	-0,106%
Απομείωση αξίας συμμετοχών	0,000%	0,000%	-0,205%	-0,029%	-0,111%
Σύνολο χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων	12,662%	17,976%	5,186%	4,377%	0,470%
Κέρδη / (ζημίες) προ φόρων	24,159%	29,670%	17,241%	17,083%	7,024%
Φόρος εισοδήματος	-4,590%	-7,972%	-3,213%	-5,580%	-4,217%
Κέρδη / (ζημίες) χρήσης	19,569%	21,698%	14,029%	11,503%	2,807%
Κατανεμόμενα σε:					
Μετόχους της μητρικής	19,569%	21,698%	14,029%	11,503%	2,807%
Δικαιώματα μειοψηφίας	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%
	19,569%	21,698%	14,029%	11,503%	2,807%
Βασικά κέρδη / (ζημίες) ανά μετοχή	0,040%	0,044%	-	-	-
Απομειωμένα κέρδη / (ζημίες) ανά μετοχή	0,040%	0,044%	-	-	-



ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ Ο.Τ.Ε. ΜΕ ΒΑΣΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΑΣΗΣ

Πίνακας 26: Ισολογισμοί Ο.Τ.Ε. με βάση Ανάλυση Δεικτών Τάσης

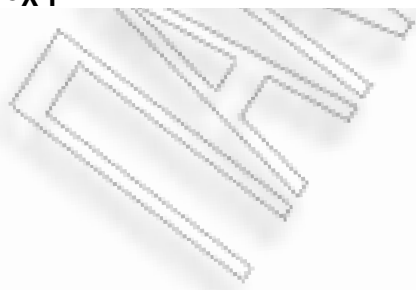
(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ) ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	2006	2007	2008	2009	2010
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ενσώματα πάγια	100,000%	87,335%	81,035%	74,941%	68,925%
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	100,000%	89,474%	78,947%	65,789%	55,263%
Συμμετοχές	100,000%	224,754%	267,740%	261,575%	261,618%
Δάνεια και προκαταβολές σε ασφαλιστικά ταμεία	100,000%	122,169%	103,402%	82,137%	67,092%
Αναβαλλόμενοι φόροι	100,000%	77,522%	92,067%	87,414%	95,593%
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	100,000%	113,164%	129,792%	96,767%	139,261%
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	100,000%	138,751%	151,180%	144,079%	141,344%
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	100,000%	96,122%	89,197%	86,150%	77,285%
Πελάτες	100,000%	106,830%	98,226%	85,622%	75,313%
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	-	-	100,000%	13,629%	1,756%
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	100,000%	79,648%	43,965%	47,885%	47,841%
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	100,000%	55,616%	42,286%	27,495%	23,199%
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων	100,000%	79,825%	72,353%	55,266%	48,235%
ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	100,000%	123,261%	130,458%	120,732%	116,869%
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια κεφάλαια που αναλογούν στους μετόχους της εταιρίας					
Μετοχικό κεφάλαιο	100,000%	100,000%	100,000%	100,000%	100,000%
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	100,000%	100,000%	98,765%	103,951%	105,083%
Τακτικό αποθεματικό	100,000%	110,439%	116,844%	121,762%	122,859%
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπά αποθεματικά	-	-	100,000%	342,857%	-4292,8%
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	100,000%	121,929%	117,661%	108,345%	106,986%
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	100,000%	109,746%	108,441%	105,994%	103,714%
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					

Μακροπρόθεσμα δάνεια	100,000%	98,717%	252,569%	225,063%	131,761%
Αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	100,000%	115,700%	127,899%	132,166%	149,672%
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	100,000%	60,183%	29,662%	30,410%	8,273%
Λογαριασμός Νεότητος	100,000%	98,630%	103,246%	101,803%	108,691%
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	100,000%	52,075%	52,075%	56,604%	27,044%
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	100,000%	92,110%	179,622%	163,825%	106,305%
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές	100,000%	108,307%	93,579%	66,364%	62,522%
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	-	100,000%	-	-	-
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	100,000%	108,696%	117,391%	-	6950,9%
Φόρος εισοδήματος	100,000%	34,894%	5,674%	58,156%	2,270%
Έσοδα επόμενης χρήσης	100,000%	124,128%	145,321%	206,697%	213,853%
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	100,000%	63,214%	87,086%	47,048%	59,804%
Μερίσματα πληρωτέα	100,000%	108,108%	102,703%	113,514%	62,162%
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	100,000%	112,084%	149,704%	135,070%	125,462%
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	100,000%	206,702%	103,210%	85,862%	165,814%
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	100,000%	123,261%	130,458%	120,732%	116,869%

Πίνακας 27: Αποτελέσματα Χρήσης Ο.Τ.Ε. με βάση Ανάλυση Δεικτών Τάσης

(Ποσά σε εκατομμύρια Ευρώ, πλην αριθμού μετοχών και στοιχείων ανά μετοχή)	2006	2007	2008	2009	2010
Κύκλος εργασιών					
Έσοδα τηλεφωνίας εσωτερικού	100,000%	93,644%	84,883%	76,611%	64,995%
Έσοδα διεθνούς τηλεφωνίας	100,000%	109,166%	111,761%	101,215%	82,054%
Έσοδα κινητής τηλεφωνίας	-	-	-	-	-
Λοιπά έσοδα	100,000%	102,915%	110,176%	107,389%	104,997%
Σύνολο κύκλου εργασιών	100,000%	97,878%	95,402%	88,871%	79,934%
Λοιπά έσοδα / έξοδα καθαρά	-	-	-	-	100,000%
Λειτουργικά έξοδα					
Αποδοχές προσωπικού	100,000%	94,627%	87,606%	93,163%	88,796%
Κόστος προγράμματος πρόωρης απασχόλησης	100,000%	-44,378%	-24,498%	78,112%	-290,562%

Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού και λογαριασμό νεότητας	-	-	100,000%	83,287%	32,502%
Χρεώσεις από διεθνείς τηλεπ/κούς παρόχους	100,000%	102,015%	88,047%	89,924%	76,233%
Χρεώσεις από εγχώριους τηλεπ/κούς παρόχους	100,000%	88,304%	81,570%	62,050%	48,582%
Αποσβέσεις	100,000%	95,114%	88,068%	80,379%	70,871%
Κόστος τηλεπικοινωνιακού εξοπλισμού	100,000%	78,800%	79,891%	69,135%	61,419%
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	100,000%	101,153%	94,849%	90,698%	84,586%
Σύνολο λειτουργικών εξόδων	100,000%	97,661%	94,801%	87,658%	84,919%
Λειτουργικά κέρδη / (ζημίες) προ χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων	100,000%	99,551%	100,032%	98,206%	45,562%
Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα					
Χρεωστικοί τόκοι	100,000%	49,398%	97,791%	113,353%	99,950%
Πιστωτικοί τόκοι	100,000%	103,063%	79,431%	38,074%	18,381%
Συναλλαγματικές διαφορές	100,000%	-19,231%	- 230,769%	103,846%	-19,231%
Έσοδα από μερίσματα	100,000%	123,183%	146,518%	158,668%	104,779%
Κέρδη από συμμετοχές	100,000%	96,375%	5,337%	-0,034%	-0,772%
Απομείωση αξίας συμμετοχών	-	-	100,000%	13,208%	45,283%
Σύνολο χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων	100,000%	138,958%	39,075%	30,724%	2,968%
Κέρδη / (ζημίες) προ φόρων	100,000%	120,204%	68,085%	62,839%	23,239%
Φόρος εισοδήματος	100,000%	169,984%	66,774%	108,026%	73,435%
Κέρδη / (ζημίες) χρήσης	100,000%	108,528%	68,392%	52,240%	11,465%
Κατανεμόμενα σε:					
Μετόχους της μητρικής	100,000%	108,528%	68,392%	52,240%	11,465%
Δικαιώματα μειοψηφίας	-	-	-	-	-
	100,000%	108,528%	68,392%	52,240%	11,465%
Βασικά κέρδη / (ζημίες) ανά μετοχή	100,000%	108,533%	-	-	-
Απομειωμένα κέρδη / (ζημίες) ανά μετοχή	100,000%	108,533%	-	-	-



ΒΑΣΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΓΙΑ ΤΟΝ Ο.Τ.Ε.

Πίνακας 28: Βασικοί Αριθμοδείκτες για τον Ο.Τ.Ε.

Δείκτες	Μονάδες	2006	2007	2008	2009	2010
ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ						
Συνολικά κέρδη / Σύνολο καθαρού ενεργητικού	%	12,027%	14,088%	5,969%	5,843%	2,668%
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ						
Συνολικά κέρδη / Καθαρές πωλήσεις	%	24,159%	29,670%	17,241%	17,083%	7,024%
Καθαρά κέρδη / Καθαρές πωλήσεις	%	19,569%	21,698%	14,029%	11,503%	2,807%
ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ						
Καθαρές πωλήσεις / Σύνολο καθαρού ενεργητικού	Φορές	0,498	0,475	0,346	0,342	0,380
Καθαρές πωλήσεις / Πάγιο ενεργητικό	Φορές	0,541	0,382	0,342	0,334	0,306
Καθαρές πωλήσεις / Κυκλοφορούν ενεργητικό	Φορές	1,518	1,862	2,002	2,441	2,516
Καθαρές πωλήσεις / Αποθέματα	Φορές	75,194	76,568	80,425	77,569	77,771
Καθαρές πωλήσεις με πίστωση/ Πελάτες	Φορές	3,823	3,502	3,713	3,968	4,057
Καθαρές πωλήσεις / Ταμείο+καταθέσεις (Διαθέσιμα)	Φορές	3,332	5,864	7,517	10,770	11,480
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ						
Καθαρά κέρδη / Ίδια κεφάλαια	%	20,180%	22,104%	12,670%	11,964%	4,522%
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ						
Αποθέματα x 365 μέρες / Καθαρές πωλήσεις	Μέρες	4,854	4,767	4,538	4,705	4,693
Πελάτες x 365 μέρες / Καθαρές πωλήσεις με πίστωση	"	95,482	104,215	98,308	91,991	89,963
Προμηθευτές x 365μέρες / Αγορές με πίστωση	"	75,595	83,650	74,150	56,451	59,129
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ						
Κυκλοφορούν ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Φορές	1,326	0,512	0,929	0,853	0,386
Κυκλοφορούν ενεργητικό–Αποθέματα / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Φορές	1,299	0,499	0,906	0,826	0,373

ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ						
Ξένα κεφάλαια / Ίδια κεφάλαια	%	109,293%	135,069%	151,788%	138,395%	135,838%
Ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια / Απασχοληθέντα κεφάλαια	%	40,401%	36,263%	52,893%	51,165%	40,996%
ΚΑΛΥΨΗ ΤΟΚΩΝ ΚΑΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ						
Συνολικά κέρδη / Χρηματοπιστωτικά έξοδα	Φορές	1,908	1,651	3,325	3,902	14,941
Καθαρά κέρδη / Μερίσματα	Φορές	1,970	1,568	0,988	2,981	1,054
ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ						
Πάγιο / Κυκλοφορούν ενεργητικό	Φορές	2,804	4,874	5,859	7,310	8,217
Πάγιο / Σύνολο ενεργητικού	Φορές	0,737	0,830	0,854	0,880	0,892
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ						
Απασχοληθέντα κεφάλαια / Πάγιο ενεργητικό	Φορές	1,088	0,804	0,987	0,976	0,806
Ίδια κεφάλαια / Πάγιο ενεργητικό	Φορές	0,648	0,513	0,465	0,477	0,476
Καθαρό κεφάλαιο κίνησης / Κυκλοφορούν ενεργητικό	%	24,560%	-95,348%	-7,614%	-17,205%	-159,334%
ΔΕΙΚΤΕΣ ΣΕ ΤΡΕΧΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ						
Τρέχουσα τιμή μετοχής / Κέρδη ανά μετοχή	Φορές	21,002	21,425	16,055	18,175	49,340
Μέρισμα ανά μετοχή / Τρέχουσα τιμή μετοχής	%	2,417%	2,976%	6,303%	1,846%	1,923%
Τρέχουσα τιμή μετοχής / Λογιστική αξία μετοχής	Φορές	3,433	3,463	1,655	1,464	0,891

ΠΙΝΑΚΕΣ ΚΙΝΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΓΙΑ ΤΟΝ Ο.Τ.Ε.

Πίνακας 29: Πίνακες Κίνησης Κεφαλαίων για τα έτη 2006 - 2007

	Ποσά	%
Κεφάλαια που απαιτήθηκαν:		
Για αύξηση των παρακάτω ενεργητικών στοιχείων:		
Συμμετοχές	2278,500	83,005%

Δάνεια και προκαταβολές σε ασφαλιστικά ταμεία	41,700	1,519%
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	11,400	0,415%
Πελάτες	48,500	1,767%
	2380,100	86,707%
Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων:		
Μακροπρόθεσμα δάνεια	16,700	0,608%
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	143,900	5,242%
Λογαριασμός Νεότητας	3,800	0,138%
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	38,100	1,388%
Φόρος εισοδήματος	45,900	1,672%
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	116,500	4,244%
	364,900	13,293%
	2745,000	100,000%
Πηγές χρηματοδότησης:		
Από αύξηση των παρακάτω παθητικών στοιχείων:		
Τακτικό αποθεματικό	29,500	1,075%
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	287,200	10,463%
Αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	28,700	1,046%
Προμηθευτές	46,700	1,701%
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	1494,200	54,434%
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	1,400	0,051%
Έσοδα επόμενης χρήσης	26,300	0,958%
Μερίσματα πληρωτέα	0,300	0,011%
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	32,700	1,191%
	1947,000	70,929%
Από μείωση ενεργητικών στοιχείων:		
Ενσώματα πάγια	342,500	12,477%
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	0,400	0,015%
Αναβαλλόμενοι φόροι	45,900	1,672%
Αποθέματα	1,400	0,051%
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	46,200	1,683%
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	361,600	13,173%
	798,000	29,071%
	2745,000	100,000%

Πίνακας 30: Πίνακες Κίνησης Κεφαλαίων για τα έτη 2007 - 2008

	Ποσά	%
Κεφάλαια που απαιτήθηκαν:		
Για αύξηση των παρακάτω ενεργητικών στοιχείων:		
Συμμετοχές	785,100	28,877%
Αναβαλλόμενοι φόροι	29,700	1,092%
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	14,400	0,530%
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	119,600	4,399%
	948,800	34,898%
Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων:		
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	6,000	0,221%
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	55,900	2,056%
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	110,300	4,057%
Προμηθευτές	82,800	3,045%
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	1494,200	54,958%
Φόρος εισοδήματος	20,600	0,758%
Μερίσματα πληρωτέα	0,200	0,007%
	1770,000	65,102%
	2718,800	100,000%
Πηγές χρηματοδότησης:		
Από αύξηση των παρακάτω παθητικών στοιχείων:		
Τακτικό αποθεματικό	18,100	0,666%
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπά αποθεματικά	1,400	0,051%
Μακροπρόθεσμα δάνεια	2003,000	73,672%
Αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	22,300	0,820%
Λογαριασμός Νεότητας	12,800	0,471%
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	1,400	0,051%
Έσοδα επόμενης χρήσης	23,100	0,850%
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	75,600	2,781%
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	101,800	3,744%
	2259,500	83,107%
Από μείωση ενεργητικών στοιχείων:		
Ενσώματα πάγια	170,400	6,267%
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	0,400	0,015%
Δάνεια και προκαταβολές σε ασφαλιστικά ταμεία	35,300	1,298%
Αποθέματα	2,500	0,092%

Πελάτες	61,100	2,247%
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	81,000	2,979%
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	108,600	3,994%
	459,300	16,893%
	2718,800	100,000%

Πίνακας 31: Πίνακες Κίνησης Κεφαλαίων για τα έτη 2008 - 2009

	Ποσά	%
Κεφάλαια που απαιτήθηκαν:		
Για αύξηση των παρακάτω ενεργητικών στοιχείων:		
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	8,900	1,071%
	8,900	1,071%
Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων:		
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	122,000	14,676%
Μακροπρόθεσμα δάνεια	358,100	43,077%
Λογαριασμός Νεότητας	4,000	0,481%
Προμηθευτές	153,000	18,405%
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	18,900	2,274%
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	126,800	15,253%
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	39,600	4,764%
	822,400	98,929%
	831,300	100,000%
Πηγές χρηματοδότησης:		
Από αύξηση των παρακάτω παθητικών στοιχείων:		
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	25,200	3,031%
Τακτικό αποθεματικό	13,900	1,672%
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπά αποθεματικά	3,400	0,409%
Αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	7,800	0,938%
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	2,700	0,325%
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	3,600	0,433%
Φόρος εισοδήματος	37,000	4,451%
Έσοδα επόμενης χρήσης	66,900	8,048%
Μερίσματα πληρωτέα	0,400	0,048%

	160,900	19,355%
Από μείωση ενεργητικών στοιχείων:		
Ενσώματα πάγια	164,800	19,824%
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	0,500	0,060%
Συμμετοχές	112,600	13,545%
Δάνεια και προκαταβολές σε ασφαλιστικά ταμεία	40,000	4,812%
Αναβαλλόμενοι φόροι	9,500	1,143%
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	28,600	3,440%
Αποθέματα	1,100	0,132%
Πελάτες	89,500	10,766%
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	103,300	12,426%
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	120,500	14,495%
	670,400	80,645%
	831,300	100,000%

Πίνακας 32: Πίνακες Κίνησης Κεφαλαίων για τα έτη 2009 - 2010

	Ποσά	%
Κεφάλαια που απαιτήθηκαν:		
Για αύξηση των παρακάτω ενεργητικών στοιχείων:		
Συμμετοχές	0,800	0,052%
Αναβαλλόμενοι φόροι	16,700	1,082%
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	36,800	2,383%
	54,300	3,517%
Για μείωση των παρακάτω υποχρεώσεων:		
Συναλλαγματικές διαφορές και λοιπά αποθεματικά	64,900	4,203%
Υπόλοιπο κερδών εις νέο	17,800	1,153%
Μακροπρόθεσμα δάνεια	1214,700	78,667%
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	80,000	5,181%
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	23,500	1,522%
Προμηθευτές	21,600	1,399%
Φόρος εισοδήματος	39,400	2,552%
Μερίσματα πληρωτέα	1,900	0,123%
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	26,000	1,684%
	1489,800	96,483%
	1544,100	100,000%

Πηγές χρηματοδότησης:		
Από αύξηση των παρακάτω παθητικών στοιχείων:		
Αποθεματικό υπέρ το άρτιο	5,500	0,356%
Τακτικό αποθεματικό	3,100	0,201%
Αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	32,000	2,072%
Λογαριασμός Νεότητας	19,100	1,237%
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	1119,100	72,476%
Έσοδα επόμενης χρήσης	7,800	0,505%
Κόστος προγράμματος εθελουσίας εξόδου	40,400	2,616%
	1227,000	79,464%
Από μείωση ενεργητικών στοιχείων:		
Ενσώματα πάγια	162,700	10,537%
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	0,400	0,026%
Δάνεια και προκαταβολές σε ασφαλιστικά ταμεία	28,300	1,833%
Αποθέματα	3,200	0,207%
Πελάτες	73,200	4,741%
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	14,200	0,920%
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	0,100	0,006%
Ταμειακά διαθέσιμα και ταμειακά ισοδύναμα	35,000	2,267%
	317,100	20,536%
	1544,100	100,000%

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ