



187

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΤΜΗΜΑ: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
 ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ



00145006

ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ ΣΥΝΤΑΞΗΣ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ

ΦΟΙΤΗΤΗΣ: κ. ΘΩΜΑΣ ΚΙΟΥΣΗΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: κ. ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΦΙΛΙΠΠΑΣ

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: κκ. ΝΙΚΗΤΑΣ ΠΙΤΤΗΣ, ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ
 ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ, ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΦΙΛΙΠΠΑΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ. ΕΙΣ.	45006
COMP.	75511
ΤΑΞΗ	332 024 Κ10
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1. Το πρόβλημα της σύνταξης

- 1.1. Οι διαστάσεις του προβλήματος
- 1.2. Δημοσιονομική κατάσταση
- 1.3. Κοινωνική ασφάλιση και βάρος συντάξεων
- 1.4. Αποταμίευση και κεφαλαιαγορές

2. Συνταξιοδοτικά Συστήματα

- 2.1. Τρόπος Χρηματοδότησης
- 2.2. Προσδιορισμός Παροχής
- 2.3. Επαγγελματικά και ατομικά προγράμματα συνταξιοδότησης

3. Προγραμματισμός Σύνταξης

- 3.1. Μακροχρόνιος σχεδιασμός
- 3.2. Προγραμματισμός για Οικονομική Εξασφάλιση
- 3.3. Προσδοκίες για την Περίοδο Συνταξιοδότησης
- 3.4. 10 κλειδιά για σχεδιασμό σύνταξης και επένδυσης
- 3.5. Η ευημερία στη συνταξιοδότηση

4. Οι αποφάσεις των ιδιωτών για τη σύνταξη

- 4.1. Παραγωγή και τιμές συντελεστών
- 4.2. Οι αποφάσεις των καταναλωτών
- 4.3. Αποταμιευτές που συμμετέχουν στο χρηματιστήριο
- 4.4. Αποταμιευτές που δεν συμμετέχουν στο χρηματιστήριο
- 4.5. Η απόφαση για συμμετοχή
- 4.6. Νέοι καταναλωτές που δεν αποταμιεύουν

5. Η Αναζήτηση της κατάλληλης επενδυτικής επιλογής για τη σύνταξη

- 5.1. Η εικόνα των αποδόσεων μακροπρόθεσμα
- 5.1.1. Το επενδυτικό περιβάλλον
- 5.1.2. Συγκριτική απεικόνιση
- 5.2. Η Αλήθεια για τις μετοχές μακροπρόθεσμα

6. Τα μετοχικά αμοιβαία εσωτερικού και η συσσώρευση ποσού για τη συνταξιοδότηση.

- 6.1. Αξιολόγηση αμοιβαίων
- 6.2. Μεταβλητές
- 6.3. Παρουσίαση και ανάλυση αποτελεσμάτων

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Παράρτημα 1

Βιβλιογραφία

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σε παγκόσμια κλίμακα η βασική υπευθυνότητα για παροχή επαρκούς σύνταξης μετακινείται από κυβερνήσεις, εργαζόμενους, εργατικές ενώσεις στα ίδια τα άτομα. Περνά δηλαδή σε ατομική βάση. Ο σχεδιασμός σύνταξης επίσης, περνά από συστήματα καθορισμένης παροχής σε καθορισμένης εισφοράς, οι συμμετέχοντες στα οποία να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις.

Η εξέλιξη αυτή αναδεικνύει τη καθοριστική σημασία που έχει η προσεκτική αποταμιευτική συμπεριφορά στα πλαίσια ενός σωστού σχεδιασμού για τη σύνταξη που να συμβαδίζει με τα εκάστοτε ατομικά δεδομένα.

Το πέρασμα της ευθύνης σε ατομική βάση, οφείλεται στα προβλήματα που παρουσιάζει το σύστημα ασφάλισης που παρέχεται από το δημόσιο φορέα που είναι πολλά και σημαντικά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα πολλές χώρες να επιχειρούν να επαναπροσδιορίσουν τον άριστο βαθμό εμπλοκής του δημόσιου τομέα στην παροχή ασφαλιστικών υπηρεσιών κάτι που μέχρι σήμερα καθοριζόνταν ως επί το πλείστον από τους ευρύτερους στόχους της κοινωνικής πολιτικής στις διάφορες χώρες.

Με βάση τα σημερινά δεδομένα και τις προοπτικές, σε κάποιες χώρες η κυβέρνηση θα μπορούσε να αυτοπεριοριστεί στο ρόλο του εγγυητή των αποταμιεύσεων των ασφαλισμένων παράλληλα με τη χορήγηση μιας βασικής ελάχιστης συντάξεως προς όλους τους εργαζόμενους ανεξάρτητα από τα ειδικά χαρακτηριστικά τους. Άλλες πάλι χώρες επιχειρούν να εξασφαλίζουν μέσα από τα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης ένα τυπικό επίπεδο διαβίωσης για κάθε άτομο συγκρίσιμο με αυτό που απολάμβανε κατά τη διάρκεια του εργάσιμου βίου του.

Σε αυτές τις χώρες, οι δημογραφικές αλλαγές έχουν επιβαρύνει ασφυκτικά το διανεμητικού χαρακτήρα (PAYG) σύστημα κοινωνικής ασφάλισης. Μια διαρκώς αυξανόμενη δαπάνη για συντάξεις πρέπει να χρηματοδοτηθεί από τις εισφορές ενός ολοένα μικρότερου αριθμού ατόμων.

Μπροστά στα αδιέξοδα των συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης η βασική ευθύνη για ικανοποιητική σύνταξη περνά όπως αναφέρθηκε στα

άτομα, που καλούνται να λάβουν αποφάσεις και να κάνουν επενδυτικές επιλογές σε ένα πολύπλοκο και αβέβαιο περιβάλλον.

Έχει μάλιστα επανειλημμένα αποδειχθεί ότι πέραν της αβεβαιότητας και του κινδύνου των αγορών, οι άνθρωποι κάνουν συχνά λάθη στις επενδυτικές αποφάσεις εξαιτίας ελλιπούς πληροφόρησης ή / και κατανόησης, λανθασμένης προσέγγισης, και λανθασμένων στατιστικών στοιχείων.

Η μελέτη ξεκινά με την παρουσίαση του προβλήματος της σύνταξης των διαστάσεων και της ευρύτερης σημασίας που έχει στα πλαίσια της οικονομίας. Στη συνέχεια και μετά την περιγραφή των συνταξιοδοτικών συστημάτων, καταδεικνύεται στη σημασία του σχεδιασμού για τη σύνταξη μέσω του οποίου οι άνθρωποι θέτουν στόχους και επιχειρούν να ικανοποιήσουν τις προσδοκίες τους για την περίοδο της συνταξιοδότησης. Στα πλαίσια αυτά, αναλύονται σημαντικές πλευρές του επενδυτικού σχεδιασμού για τη σύνταξη.

Οι ιδιώτες παρουσιάζουν διαφορετική συμπεριφορά και διαφέρουν οι επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνουν για τη σύνταξη. Αυτό προκύπτει από την ανάπτυξη ενός μοντέλου γενικής ισορροπίας με σταθερά κόστη συμμετοχής στο χρηματιστήριο και με ένα περιορισμό που εμποδίζει τους νέους καταναλωτές να δανειστούν για να χρηματοδοτήσουν την κατανάλωσή τους

Το πέμπτο κεφάλαιο προσεγγίζει το θέμα της αναζήτησης της κατάλληλης επενδυτικής επιλογής με εστίαση κυρίως στο χώρο των μετοχών και στο τελευταίο γίνεται εμπειρική αξιολόγηση των μετοχικών αμοιβαίων εσωτερικού σε σχέση με το κατά πόσο αποτελούν κατάλληλο μέσο με στόχο τη συσσώρευση ποσού για τη συνταξιοδότηση.

Στόχος επομένως της έρευνας αυτής είναι να αναδείξει μέσα από την παρουσίαση των προβλημάτων στην κοινωνική ασφάλιση: Πρώτον, τη σημασία και τις παραμέτρους του σωστού σχεδιασμού για τη σύνταξη, δεύτερον την πολυπλοκότητα και τη διαφοροποίηση που υπάρχει σε επίπεδο ατομικών επενδυτικών αποφάσεων και τρίτον τα συμπεράσματα για τη δυνατότητα των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων που επενδύουν κυρίως στο ελληνικό χρηματιστήριο, να αποτελέσουν αποτελεσματικό μέσο μακροχρόνιας

συσσώρευσης χρημάτων για τη συνταξιοδότηση. Οι τρεις αυτές διαστάσεις καθιστούν προφανές το πόσο σημαντική, σύνθετη και κρίσιμη είναι η υπόθεση της σύνταξης που περνά όλο και περισσότερο στην ευθύνη των ιδιωτών, οι οποίοι με τη σειρά τους θα πρέπει να υιοθετήσουν προσεκτική και ορθολογική συμπεριφορά.

Επώνυμο

Στα μέσα του αιώνα οι γυναίκες που εργάζονταν σε εργοστάσια ή σε άλλες βιομηχανίες ή σε υπηρεσίες είχαν να πληρώσουν το σύνταγό τους από το 1925 το σημαντικότερο ποσοστό των εργαζομένων στο σύνταγο των ΗΠΑ. Η ηλικία της συνταξιοδότησης αυξήθηκε από 65 σε 66 έτη το 1983 και η Αμερική θα είναι η μόνη χώρα που θα συνεχίσει να πληρώνει το σύνταγο των εργαζομένων από το 1994 και μετά από 50 χρόνια. Η συνταξιοδότηση από το κράτος είναι μικρότερη ακόμη και από τα τρέχοντα επίπεδα για τις περισσότερες χώρες της Ευρώπης. Η συνταξιοδότηση από το κράτος είναι μικρότερη ακόμη και από τα τρέχοντα επίπεδα για τις περισσότερες χώρες της Ευρώπης. Η συνταξιοδότηση από το κράτος είναι μικρότερη ακόμη και από τα τρέχοντα επίπεδα για τις περισσότερες χώρες της Ευρώπης.

Επίσης οι περισσότερες μεγάλες οικονομίες αντιμετωπίζουν και από μέγεθος του πληθυσμού τους πρόβλημα. Το μέγεθος του πληθυσμού αυξάνεται σημαντικά σε όλες τις χώρες. Ο πληθυσμός των 15 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης αυξήθηκε από 15 εκατ. άτομα το 1960, ενώ σήμερα ανήλθε τα 375 εκατ. Από το 1960 η αύξηση του πληθυσμού είναι 15%. Ο ρυθμός αύξησης παρουσιάζει μεγάλη τάση ανάταξη το 70 το 1960, ενώ ανήλθε σημαντικά στη δεκαετία του '90. Η αύξηση του πληθυσμού οικονομικά μεταναστευτών, η αύξηση της ηλικίας των ηλικιωμένων, ο ρυθμός γεννησιμότητας γενικά η αύξηση του πληθυσμού είναι βέβαια η μείωση του πληθυσμού.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. Το πρόβλημα της σύνταξης

1.1. Οι διαστάσεις του προβλήματος

Στην Ευρώπη συναντά κανείς την πλέον γηρασμένη δομή του πληθυσμού και ακολουθεί η Βόρεια Αμερική καθώς η λεγόμενη γενιά των baby boomers θα εισέρχεται σε ηλικία συνταξιοδότησης. Όπως αναφέρουν χαρακτηριστικά αρκετοί αναλυτές, το ποσοστό των ηλικιωμένων στο συνολικό πληθυσμό των ΗΠΑ θα υπερβαίνει σημαντικά γύρω στο 2025 το σημερινό ποσοστό των ηλικιωμένων στο σύνολο του πληθυσμού της περιοχής της Florida.

Στα μέσα του επόμενου αιώνα αναμένεται ότι η αναλογία των ηλικιωμένων ατόμων θα ανέλθει από 16% σε 28%.¹ Η Αφρική και η Ασία έχουν τους περισσότερο νεανικούς πληθυσμούς. Αυτές οι περιοχές έχουν υπερβολικά υψηλούς δείκτες γονιμότητας. Ακόμη και μετά από 50 χρόνια, η αναλογία των ηλικιωμένων ατόμων θα είναι μικρότερη ακόμη και από τα τρέχοντα επίπεδα στην Ευρώπη. Η απορρόφηση των εργαζομένων στις χώρες αυτές, εάν δεν επιτευχθεί με την προσέλκυση αποταμιευτικών πόρων, θα τείνει να δημιουργεί πιέσεις για την ανάπτυξη μεταναστευτικών ρευμάτων από τις περιοχές αυτές προς τις πιο γηρασμένες κοινωνίες της Δύσης.

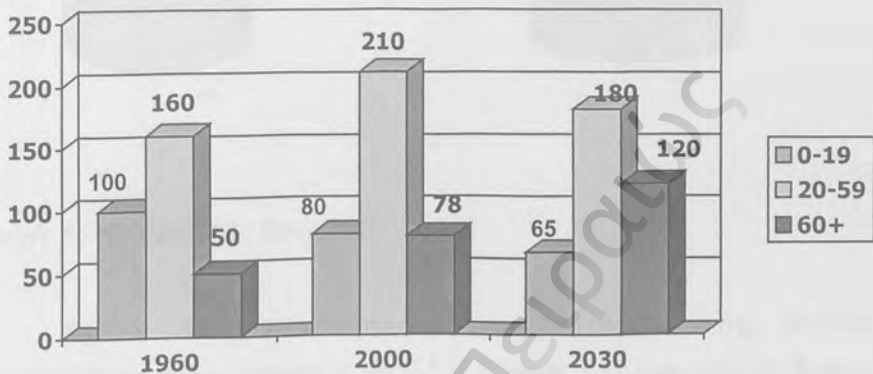
Εκτός από τη διάρθρωση, μεγάλες αλλαγές αναμένονται και στο μέγεθος του πληθυσμού της Ευρώπης, το οποίο πρόκειται να μειωθεί σημαντικά στα επόμενα χρόνια. Ο πληθυσμός των 15 χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης ήταν 315 εκατ. περίπου το 1960, ενώ σήμερα φθάνει τα 375 εκατ. Αυτό σημαίνει ένα ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης 0,45%. Ο ρυθμός ανόδου παρουσίαζε πτωτική τάση στις δεκαετίες '70 και '80, ενώ ανήλθε σημαντικά στη δεκαετία του '90, ως αποτέλεσμα της εισόδου οικονομικών μεταναστών.

Παρά την άνοδο της τελευταίας δεκαετίας, ο ρυθμός γονιμότητας κινείται σε τέτοια επίπεδα που θεωρείται πλέον βέβαιη η μείωση του

¹ Alpha Bank, "Η Γήρανση του πληθυσμού: Επιπτώσεις στην Οικονομία", Σεπτέμβριος 2001, τ. 79, p.

συνολικού πληθυσμού στις επόμενες δεκαετίες. Σύμφωνα με τις προβλέψεις των Ηνωμένων Εθνών ο πληθυσμός της Ευρωπαϊκής Ένωσης θα φτάσει το 2030 στο επίπεδο των 360 εκατ.

Διάγραμμα 1



Πηγή: Ηνωμένα Έθνη

Το Διάγραμμα 1 παρουσιάζει μια σύγκριση της τρέχουσας και της προσδοκώμενης δημογραφικής διάρθρωσης στην Ευρώπη σύμφωνα με στοιχεία των Ηνωμένων Εθνών. Ο δείκτης εξάρτησης των ηλικιωμένων ατόμων, οριζόμενος ως ο λόγος του αριθμού των ατόμων άνω των 60 προς τον αριθμό των εργαζομένων ηλικίας 20-59, θα συνεχίσει να αυξάνεται και αναμένεται να φθάσει το 0,7 το 2030 από 0,3 το 1960 και 0,4 το 2000².

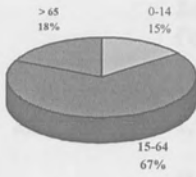
Στην Ελλάδα, η ηλικιακή διάρθρωση του πληθυσμού φαίνεται στο Διάγραμμα 2. Ο αριθμός των ατόμων ηλικίας άνω των 65 ετών, που ήταν μόλις 8% το 1960, διπλασιάστηκε για να φθάσει το 1998 το 16% του πληθυσμού. Σύμφωνα με τα στοιχεία των ΕΣΥΕ, ΙΝΕ/ΓΣΕΕ και τις προβλέψεις της Eurostat το ποσοστό αυτό θα ανέλθει στο 31% το 2050.

² Παναγής Βουρλούμης, "Το ασφαλιστικό με απλά λόγια", Εκδ. Ποταμός, 2002, p. 95

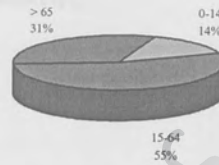
Διάγραμμα 2

Δημογραφικές Προβολές για τις Τριετείριες Περίοδοι

1999



2050



Πηγή: ΕΣΥΕ, ΙΝΕ/ΓΣΕΕ, Eurostat.

Κάποια επιπλέον στοιχεία για την περίπτωση της Ελλάδας απεικονίζονται στους Πίνακες 1 και 2.³ Ο Πίνακας 1.1. εμφανίζει τις βασικές παραδοχές για τη γονιμότητα, τη θνησιμότητα, και τη μετανάστευση στις τρεις διαφορετικές προβολές – παραλλαγές της Eurostat. Ο Πίνακας 2.2. παρουσιάζει την τάση του πληθυσμού στο μέλλον και ειδικότερα τις δημογραφικές πιέσεις με βάση την κεντρική παραλλαγή.

Πίνακας 2.2.
Προβλεπόμενος Πληθυσμός Εγγεγραμμένων Πόλιτων Συνεχόμενης με
Εξέλιξης της Ελλάδας, 2000-2050

Έτος	Συνολικός Πληθυσμός	Ανδρες	Γυναίκες	Ανδρες 0-14	Γυναίκες 0-14	Ανδρες > 65	Γυναίκες > 65
2000	11,5	5,8	5,7	2,3	2,4	1,8	1,7
2005	12,7	6,5	6,2	2,6	2,6	2,1	2,0
2010	13,9	7,2	6,7	2,9	2,9	2,4	2,3
2015	15,2	7,9	7,3	3,2	3,2	2,7	2,6
2020	16,5	8,6	7,9	3,5	3,5	3,0	2,9
2025	17,8	9,3	8,5	3,8	3,8	3,3	3,2
2030	19,2	10,0	9,2	4,1	4,1	3,6	3,5
2035	20,7	10,7	9,9	4,4	4,4	3,9	3,8
2040	22,3	11,5	10,8	4,7	4,7	4,2	4,1
2045	24,0	12,3	11,7	5,0	5,0	4,5	4,4
2050	25,8	13,2	12,6	5,3	5,3	4,8	4,7

³ Υπουργείο Εργασίας & Κοινωνικών Ασφαλίσεων, “Αναλογιστική Ανασκόπηση του Ελληνικού Ασφαλιστικού Συστήματος” (Έκθεση Αγγλων Αναλογιστών), Απρίλιος 2001, p. 5-10

Πίνακας 1.1.

Δημογραφικές Παραδοχές για τις Προβολές Πληθυσμού

Κεντρική		Προβολή Υψηλή Παραλλαγή	Χαμηλή
		Συνολικός Γονιμότητας	Δείκτης
2000	1,34	1,48	1,32
2025	1,54	1,83	1,35
2050	1,60	1,90	1,40
		Προσδόκιμο ζωής	
		Άνδρες	
2000	75,9	76,3	75,5
2050	81,0	84,0	77,5
		Γυναίκες	
2000	81,0	81,2	80,7
2050	85,0	87,0	82,0
		Μετανάστευση	
2000	21670	26140	17495
2025	25000	30000	20000
2050	25000	30000	20000

Πηγή: Eurostat

Πίνακας 1.2.

Προβαλλόμενος Πληθυσμός Εργάσιμων Ηλικιών Συνταξιοδότησης με βάση τις Κεντρικές Παραδοχές

Έτος	«Τρέχουσες Ηλικίες Συνταξιοδότησης» (στη πράξη 60 για άνδρες & 58 για γυναίκες)			«Ηλικία Συνταξιοδότησης = 65»			
	Συνολικός Πληθυσμός	Αριθμός σε Εργάσιμη Ηλικία - ΕΗ	Αριθμός σε Ηλικία Συνταξιοδότησης - ΗΣ	Αναλογία ΕΗ / ΗΣ	Αριθμός σε Εργάσιμη Ηλικία - ΕΗ	Αριθμός σε Ηλικία Συνταξιοδότησης - ΗΣ	Αναλογία ΕΗ / ΗΣ
2000	10,5	5,3	2,5	2,1	5,8	1,9	3,0
2005	10,7	5,5	2,6	2,1	6,0	2,1	2,9
2010	10,8	5,5	2,8	2,0	6,1	2,2	2,8
2015	10,8	5,4	2,9	1,9	6,0	2,3	2,6
2020	10,8	5,3	3,1	1,7	5,9	2,4	2,4
2025	10,8	5,2	3,2	1,6	5,8	2,6	2,3
2030	10,7	5,0	3,4	1,5	5,7	2,7	2,1
2035	10,7	4,8	3,6	1,3	5,5	2,9	1,9
2040	10,6	4,6	3,8	1,2	5,3	3,1	1,7
2045	10,4	4,4	3,9	1,1	5,0	3,2	1,6
2050	10,3	4,3	3,8	1,1	4,8	3,2	1,5

1.2. Δημοσιονομική κατάσταση

Αυτές οι δημογραφικές αλλαγές είναι φυσικό να οδηγήσουν σε σημαντικές πιέσεις για αυξημένες δαπάνες κοινωνικής ασφάλισης, ιατροφαρμακευτικής περίθαλψης και κοινωνικής προστασίας εν γένει, σε βαθμό που να τίθεται υπό αμφισβήτηση, μεσοπρόθεσμα, η διατηρησιμότητα της υφιστάμενης δημοσιονομικής ισορροπίας.

Οι ανησυχίες αυτές αποκτούν ιδιαίτερο ενδιαφέρον στην περίπτωση της Ευρώπης, δεδομένου ότι η νομισματική ενοποίηση δεσμεύει τις χώρες μέλη να διατηρούν ισοσκελισμένους προϋπολογισμούς και μπορούμε να αναφέρουμε εδώ το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης. Η Συνθήκη για την Ευρωπαϊκή Ένωση δίνει έμφαση στη σταθεροποίηση των κρατικών ελλειμμάτων και του χρέους για να μπορούν ακριβώς τα κράτη-μέλη να αντιμετωπίσουν μακροπρόθεσμα το πρόβλημα της γήρανσης του πληθυσμού.

Ενδεχομένως, οι αυξημένες δαπάνες που θα χρειαστούν για τη χρηματοδότηση μιας αξιοπρεπούς συνταξιοδότησης και περίθαλψης ενός διαρκώς αυξανόμενου τμήματος του πληθυσμού θα οδηγήσουν στη δημιουργία μεγάλων διαρθρωτικών ελλειμμάτων χωρίς τη λήψη εγκαίρως μέτρων τιθάσευσης των ελλειμμάτων της κοινωνικής ασφάλισης.

1.3. Κοινωνική ασφάλιση και βάρος συντάξεων

Οι παράγοντες που οδηγούν στη διόγκωση του συνταξιοδοτικού βάρους ως ποσοστό στο ΑΕΠ είναι οι ακόλουθοι. Πρώτον, η μεγάλη αύξηση του δείκτη εξάρτησης των ηλικιωμένων, δεύτερον, το υψηλό ποσοστό ανεργίας, τρίτο, η αύξηση του ποσοστού αναπλήρωσης (του ύψους της παροχής προς το μέσο μισθό), και τέταρτο, η χαλάρωση των προϋποθέσεων για τη χορήγηση σύνταξης, όπως αυτή αντανακλάται στον αριθμό των ατόμων ηλικίας άνω των 55 ετών που λαμβάνουν σύνταξη.

Η αύξηση του δείκτη δημογραφικής εξάρτησης αποτέλεσε τον πιο σημαντικό παράγοντα αύξησης των δαπανών για συντάξεις σε όλα σχεδόν τα κράτη-μέλη. Ο ρόλος του φαίνεται πολύ σημαντικότερος σε χώρες όπως η Αυστρία, η Γαλλία, η Γερμανία, η Ιταλία και η Πορτογαλία και λιγότερο

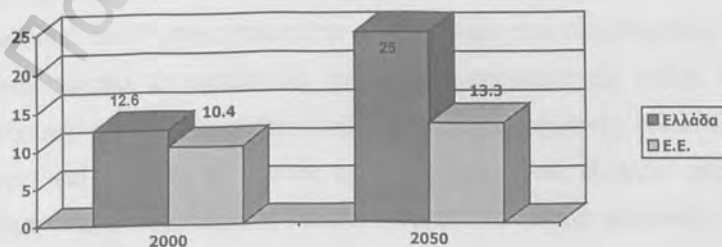
σημαντικός σε χώρες όπως η Δανία, η Ολλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο. Στην Ελλάδα αναμένεται ότι η αναλογία του πληθυσμού σε εργάσιμη ηλικία (Ε) προς τον πληθυσμό σε ηλικία συνταξιοδότησεως (Σ) θα ανέλθει σημαντικά στο πρώτο ήμισυ του αιώνα.

Με δεδομένο ότι το όριο συνταξιοδότησης θα μετακινηθεί στα 65 και κάνοντας ορισμένες παραδοχές για το ρυθμό ανόδου της παραγωγικότητας, της απασχολήσεως και άλλων μεγεθών, η μελέτη του Οίκου του Ηνωμένου Βασιλείου (που διενεργήθηκε για λογαριασμό του Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων) κατέληξε σε τρία εναλλακτικά σενάρια εξέλιξης του ύψους των κρατικών δαπανών για συντάξεις ως ποσοστό στο ΑΕΠ. Σύμφωνα με το κεντρικό σενάριο, το συνολικό βάρος της χρηματοδότησης των συντάξεων αναμένεται να μειωθεί ελαφρά από 4,8% το 2001 σε 4,3% μέχρι το 2010. Από το 2010 και μετά αναμένεται να αυξάνεται με ραγδαίους ρυθμούς για να φθάσει το 2050 το 16,8%.

Η προοπτική είναι ακόμα πιο δυσμενής με βάση τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Το κόστος των συντάξεων ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης και να εκτιναχθεί στην Ελλάδα που την κατατάσσει στην πρώτη θέση μεταξύ των υπόλοιπων 14 χωρών.

Διάγραμμα 3

Κόστος συντάξεων / ΑΕΠ σε Ελλάδα και Ε.Ε. (%)



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή

Εκτός από τις δημογραφικές εξελίξεις και άλλοι παράγοντες συμβάλλουν στην αποδυνάμωση του διανεμητικού ασφαλιστικού συστήματος διεθνώς και στην Ελλάδα. Η αύξηση του ποσοστού των συνταξιούχων οδήγησε φυσικά σε αυξημένες δαπάνες για συντάξεις. Τούτο σε μεγάλο βαθμό αποδίδεται στα υψηλότερα ποσοστά συμμετοχής των γυναικών στο εργατικό δυναμικό καθώς περισσότερες γυναίκες απέκτησαν ώριμα συνταξιοδοτικά δικαιώματα με ελλιπή, ωστόσο, καταβολή εισφορών καθώς και στη διεύρυνση του καταλόγου των βαρέων και ανθυγιεινών επαγγελμάτων. Ωστόσο, η πίεση για αυξημένες δαπάνες για συντάξεις αντισταθμίστηκε μερικώς σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες από τη μείωση του ποσοστού ανεργίας. Αντίθετα, η άνοδος της ανεργίας στην Ελλάδα αποτέλεσε ένα πρόσθετο παράγοντα επιβαρύνσεως.

Οι κυβερνήσεις αρκετών ευρωπαϊκών χωρών, προκειμένου να αντιμετωπίσουν το ασφαλιστικό πρόβλημα προώθησαν μεταρρυθμιστικά προγράμματα. Έτσι άλλαξαν ορισμένες θεμελιώδεις παραμέτρους των συστημάτων. Η μείωση του μέσου ποσοστού αναπλήρωσης αποτέλεσε μαζί με την επιμήκυνση της περιόδου για τον υπολογισμό της σύνταξης και την άνοδο των ορίων συνταξιοδότησης το κύριο χαρακτηριστικό των περισσότερων μεταρρυθμιστικών προγραμμάτων. Στην περίπτωση της Ελλάδος θα πρέπει επίσης να εξεταστούν και μέτρα για την αύξηση των εσόδων, όπως π.χ. η περιστολή της εισφοροδιαφυγής και η αύξηση του αριθμού των ασφαλισμένων μέσω της ενσωμάτωσης των οικονομικών μεταναστών και της καταπολέμησης της ανεργίας.

Βεβαίως, για την ευχερέστερη προώθηση μέτρων διάσωσης του ασφαλιστικού συστήματος απαιτείται η κατανόηση του προβλήματος από το κοινωνικό σύνολο. Οι σχεδιαστές της οικονομικής πολιτικής πρέπει έτσι να καταστήσουν σαφές ότι κάθε αναβολή της προσαρμογής επιδεινώνει το πρόβλημα και αυξάνει το κόστος επίλυσής του. Είναι εξάλλου σκόπιμο η προώθηση της μεταρρύθμισης να συνοδεύεται από μέτρα ανάπτυξης άλλων δύο πυλώνων, δίπλα στο υφιστάμενο διανεμητικό σύστημα, ώστε να αποτελέσουν από κοινού ένα συμπαγές οικοδόμημα. Απαιτείται δηλαδή ενίσχυση του ρόλου των επαγγελματικών και ιδιωτικών συνταξιοδοτικών

ταμείων καθώς και η ανάπτυξη ενός ικανοποιητικού θεσμικού και εποπτικού πλαισίου που να διέπει τη λειτουργία τους.

1.4. Αποταμίευση και κεφαλαιαγορές

Η δυναμική επίδραση της δημογραφικής γήρανσης στο σύνολο των αποταμιευτικών πόρων είναι ιδιαίτερης σημασίας καθώς οι τελευταίοι μπορούν να διαδραματίσουν ένα σημαντικό ρόλο στην αντιστάθμιση των συνεπειών της γήρανσης. Επίσης, η αποταμίευση για την περίοδο συνταξιοδότησης δεν είναι μόνο μεγάλη σημασία σε ατομικό επίπεδο, αλλά αποτελεί και ένα σημαντικό παράγοντα για την εθνική οικονομία. Υψηλά αποταμιευμένα ποσά σχετίζονται με αυξημένη παραγωγικότητα, υψηλότερα επίπεδα ζωής, ένα υψηλότερο ποσοστό συσσώρευσης κεφαλαίου και την υγιή οικονομική ανάπτυξη.

Η αύξηση των διαθέσιμων πόρων για τη διενέργεια παραγωγικών επενδύσεων είναι καθοριστικής σημασίας για την επίτευξη μακροχρόνια υψηλών ρυθμών ανάπτυξης. Και τούτο διότι, σε παγκόσμια τουλάχιστον κλίμακα, οι αλλαγές στο ισοζύγιο αποταμιεύσεων / επενδύσεων οδηγούν αναπόφευκτα σε αλλαγές στο ύψος των πραγματικών επιτοκίων.

Αναφορικά με την αποταμίευση των ιδιωτών μπορούμε να σημειώσουμε τα εξής. Η θεωρία περί υπόθεσης κύκλου-ζωής (life cycle hypothesis) υποστηρίζει ότι η ηλικιακή διάρθρωση είναι βασικός προσδιοριστικός παράγων του ύψους των ιδιωτικών αποταμιεύσεων. Μια αύξηση με άλλα λόγια του δείκτη δημογραφικής εξάρτησης θα οδηγήσει σε μείωση της αποταμίευσης.⁴ Εντούτοις, πολλές εμπειρικές μελέτες αμφισβητούν τη βασιμότητα της υπόθεσης του κύκλου-ζωής και προκρίνουν άλλους προσδιοριστικούς παράγοντες των ιδιωτικών αποταμιεύσεων, όπως η επιθυμία των ατόμων να αφήσουν κληρονομιά στις επόμενες γενεές και το κίνητρο συντήρησης για την προστασία έναντι της αβεβαιότητας για το μέλλον.

⁴ Alpha Bank, "Η Γήρανση του πληθυσμού: Επιπτώσεις στην Οικονομία", Σεπτέμβριος 2001, τ. 79, π. 10.

Δεν είναι λίγοι όσοι υποστηρίζουν ότι η τεράστια άνοδος των τιμών των μετοχικών τίτλων στη δεκαετία του '90 στις χρηματιστηριακές αγορές και ειδικότερα στις Ηνωμένες Πολιτείες, μπορεί μερικώς να αποδοθεί στο γεγονός ότι η γενιά των baby boomers έχει εισέλθει στα «χρόνια υψηλής αποταμίευσης». Οι μελέτες αυτού του είδους είναι φυσικό να προβλέπουν ότι οι τιμές των μετοχών και των ομολόγων θα εισέλθουν σε περίοδο κάμψης, όταν οι baby boomers εισέλθουν στα χρόνια συνταξιοδότησης και κατά συνέπεια αρχίσουν να ρευστοποιούν τους τίτλους που έχουν στην κατοχή τους.

Θα πρέπει να σημειωθεί πάντως, ότι σε γενικό επίπεδο τα τελευταία χρόνια υπήρξε τάση περιορισμού της αποταμίευσης και τούτο, παρά τη φορολογική πολιτική που σε πολλές περιπτώσεις ενθαρρύνει την αποταμίευση για την περίοδο συνταξιοδότησης. Χαρακτηριστική περίπτωση αποτελούν οι ΗΠΑ με τη μείωση της αποταμίευσης επί του συνολικού εισοδήματός. Η τάση αυτή κινείται από την εύκολη πίστωση και τις χαμηλές δόσεις που οδηγεί σε τρέχουσες αγορές με πίστωση, παρά σε αποταμίευση για χρηματοδότηση των μελλοντικών αγορών.

Στις ΗΠΑ σύμφωνα με την Επιτροπή Οικονομικής Ανάπτυξης, έχει σημειωθεί πτώση σε κάθε είδος αποταμίευσης. Τα αποταμιευμένα ποσά καταλαμβάνουν λιγότερο από το 2% του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος, ενώ το 1960 καταλάμβαναν το 4%, και το 8% σε προηγούμενες δεκαετίες. Η θετική προοπτική της οικονομίας για το μέλλον, εξαρτάται από ένα υψηλό ποσοστό αποταμιευμένων ποσών, τα οποία θα αποτελέσουν κεφάλαια κατάλληλα προς επένδυση και ανάπτυξη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. Συνταξιοδοτικά Συστήματα

2.1. Τρόπος Χρηματοδότησης

Διανεμητικό Σύστημα (Pay as you go)

Το σύστημα αυτό προβλέπει ότι: οι καταβαλλόμενες εισφορές θα χρηματοδοτούν τις συντάξεις που καταβάλλονται στους συνταξιούχους. Δηλαδή οι εργαζόμενοι καλύπτουν τις συντάξεις των σημερινών συνταξιούχων και προφανώς αναμένουν να καλυφθούν οι δικές τους συντάξεις από τους μελλοντικούς εργαζόμενους. Το σύστημα αυτό υλοποιεί την λεγόμενη "Αλληλεγγύη των Γενεών"

Στο σύστημα αυτό στηρίζεται και το Ελληνικό Συνταξιοδοτικό Σύστημα.

Κεφαλαιοποιητικό Σύστημα (Funding System)

Σύμφωνα με το σύστημα αυτό οι σημερινοί εργαζόμενοι πληρώνουν εισφορές για να εξασφαλίσουν τις προσωπικές τους και μόνον συνταξιοδοτικές παροχές, μέσω της αποταμίευσης κατά την διάρκεια του εργασιακού τους βίου.

Επαγγελματικά Συνταξιοδοτικά προγράμματα

Είναι συνταξιοδοτικά προγράμματα που υλοποιούνται από τους εργοδότες-εργαζομένους κατά επαγγελματικές ομάδες (Αγγλοσαξωνικό σύστημα). Επί της ουσίας δεν αποτελούν όμως ξεχωριστή περίπτωση, στο βαθμό που ακολουθούν στην πραγματικότητα το ένα από τα δύο προαναφερθέντα συστήματα χρηματοδότησης. Αναφέρονται ξεχωριστά διότι αποτελούν τμήμα της κοινωνικής ασφάλισης με ιδιαίτερα χαρακτηριστικά από πλευράς όμως χρηματοδότησης είναι όμοιας αντιμετώπισης με τα προαναφερθέντα

2.2. Προσδιορισμός Παροχής

Σύστημα Καθορισμένης Παροχής. - (Defined Benefit Plan)

Σύμφωνα με αυτό προσδιορίζεται επακριβώς το ποσό της παροχής που θα λάβει ως σύνταξη ο συνταξιοδοτούμενος (π.χ. 2% του μισθού του για κάθε χρόνο υπηρεσίας ή 1000 € μηνιαία σύνταξη). Η κοινωνική ασφάλιση είναι σύστημα καθορισμένης παροχής. Οι συντάξεις καταβάλλονται από ένα κοινό ταμείο και η εγγύηση που παρέχεται στηρίζεται, μεταξύ άλλων παραγόντων στον αριθμό των ετών που κάποιος είναι ασφαλισμένος και στο ύψος των καταβολών.⁵

Σύστημα Καθορισμένης Εισφοράς - (Defined Contribution plan)

Σύμφωνα με αυτό προκαθορίζεται το ύψος της εισφοράς η οποία αποθεματοποιείται και μαζί με τους τόκους, συσσωρεύεται σε κεφάλαιο που θα χρησιμοποιηθεί για την καταβολή της σύνταξης. Στην περίπτωση αυτή οι ενδιαφερόμενοι αντιμετωπίζουν τον επενδυτικό κίνδυνο. Το ποσό που κάποιος συσσωρεύει για τη σύνταξη, εξαρτάται από πέρα από το ύψος και τη συχνότητα των καταβολών και από τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου του στα πλαίσια των διακυμάνσεων των αγορών.

⁵ The Gerontological Society of America, "Of all social security constituencies, older women are most important", Washington, p.3.

Συνοπτική Σύγκριση

	ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ	ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ
Διανεμητικό Σύστημα	Δημογραφικά Εξαρτημένο, Υπογεννητικότητα, Πρώωρες Αποχωρήσεις, Αύξηση Μισθών Εργαζομένων, Ανοχή των Εργαζομένων	Άμεση καταβολή Συντάξεων Άμεση αντιμετώπιση Πληθωρισμού ?
Κεφαλαιοποιητικό Σύστημα	Εξαρτημένο από την κεφαλαιοαγορά, Εξαρτημένο από την επι μέρους επενδυτική πολιτική του οργανισμού	Δημογραφικά ανεξάρτητο Αναπτυξιακό οικονομικά λόγω συσσώρευσης κεφαλαίων
Καθορισμένης Εισφοράς	Απαιτεί εγγύηση του επιτοκίου, Δεν είναι προσδιορισμένο το ύψος της παροχής , Μετατροπή του ποσού σε ράντα απαιτεί επαναπροσδιορισμό του επιτοκίου σε μελλοντική χρονική στιγμή.	Σταθερότητα στο ύψος των εισφερομένων ποσών. Δυνατότητα μελλοντικού σχεδιασμού διορθωτικών διαδικασιών.
Καθορισμένης Παροχής	Αδικο σύστημα: Ίδιο ποσοστό παροχής (π.χ κ% x.M.T.M) με διαφορετικό ποσό εισφορών. Απόλυση συνεπάγεται μικρή σύνταξη με βεβαιότητα. Συνταξιοδότηση σε διαφορετικές ηλικίες συνεπάγεται διαφορετικές παροχές παρά τις ίδιες εισφορές. Απαιτεί συνεχείς μεταβολές.	Γνωστή εκ των προτέρων η παροχή ?

2.3. Επαγγελματικά και ατομικά προγράμματα συνταξιοδότησης

Σε πολλές χώρες που αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα στο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης προωθείται η επέκταση των επαγγελματικών προγραμμάτων συνταξιοδότησεως που καλύπτουν ένα ολόκληρο βιομηχανικό κλάδο (είναι πιο σύνηθες στην Ηπειρωτική Ευρώπη) ή μόνο μια επιχείρηση (περισσότερο συνηθισμένο στο Ηνωμένο Βασίλειο και στις ΗΠΑ). Έτσι περιορίζεται η ανάγκη παρεμβάσεως του Δημοσίου. Ήδη, το ένα τρίτο του εργατικού δυναμικού των χωρών του ΟΟΣΑ καλύπτεται από τέτοιου είδους ασφάλιση. Οι εισφορές επενδύονται σε καταθέσεις, μετοχές ή ομόλογα και οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου πιστώνονται στους ασφαλισμένους.

Υπάρχουν πέντε σημαντικά πλεονεκτήματα των **επαγγελματικών προγραμμάτων χρηματοδότησεως**. Πρώτον, είναι αρκετά ευέλικτα ώστε να προσαρμόζονται στις ανάγκες των επιχειρήσεων ή των διαφόρων κλάδων της οικονομίας. Δεύτερον, ανακουφίζουν το δημόσιο από τα πρόσθετα βάρη. Τρίτον, επιτρέπουν την αποτελεσματικότερη διαχείριση των πόρων παρακάμπτοντας την γραφειοκρατική δομή των δημόσιων ασφαλιστικών ταμείων. Τέταρτον, εξαλείφονται τα κίνητρα εισφοροδιαφυγής. Τέλος, οδηγούν στην αύξηση του ποσοστού αποταμιεύσεως στην οικονομία και στην ενίσχυση και εμπάθυνση της κεφαλαιαγοράς.

Στις χώρες με χαμηλότερη βασική σύνταξη, όπως το Ηνωμένο Βασίλειο και τις Ηνωμένες Πολιτείες, το υπάρχον σύστημα κοινωνικής ασφάλισης είναι βιώσιμο, αφού η δημοσιονομική κατάσταση δεν επιβαρύνεται καθόλου από τα ασφαλιστικά ταμεία. Τα συστήματα αυτά έχουν αφήσει ζωτικό χώρο για την ανάπτυξη των αμιγώς ιδιωτικών ασφαλιστικών ταμείων, που είναι ανεξάρτητοι οργανισμοί που εξειδικεύονται στη χορήγηση συντάξεων σε προσωπικό επίπεδο. Οι τεράστιοι συσσωρευμένοι αποταμιευτικοί πόροι που τοποθετούνται στα ταμεία αυτά επενδύονται στην κεφαλαιαγορά.

Μια αναλυτική παρουσίαση των ιδιωτικών ασφαλιστικών ταμείων ακολουθεί στο Παράρτημα στο τέλος της μελέτης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. Προγραμματισμός Σύνταξης

3.1. Μακροχρόνιος σχεδιασμός

Ο σχεδιασμός που ανταποκρίνεται επακριβώς στις εκάστοτε μελλοντικές ανάγκες, όπως αγορές περιουσιακών στοιχείων, σπουδές παιδιών, σύνταξη, κλπ, κρύβεται πίσω από κάθε επιτυχημένη επένδυση. Ένας σχεδιασμός ο οποίος πρέπει να λαμβάνει υπ' όψιν του τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά που ισχύουν σε κάθε περίπτωση όπως μεταξύ άλλων την οικονομική κατάσταση, τη στάση απέναντι στο ρίσκο και την επενδυτική εμπειρία.⁶

Όσον αφορά το θέμα της σύνταξης, πολλοί άνθρωποι που πλησιάζουν στη συνταξιοδότηση δεν είναι πολύ αισιόδοξοι για το ύψος των εισοδημάτων τους αυτήν την περίοδο. Πολλοί πιστεύουν πως οι αποδοχές από την Κοινωνική Ασφάλιση θα καθυστερήσουν, θα μειωθούν και θα φορολογηθούν στο έπακρο. Κάποιοι άλλοι που επιχείρησαν να αποταμιεύσουν δεν πέτυχαν στην επίτευξη των προγραμματισμών τους για ένα ικανοποιητικό επιπλέον ποσό σύνταξης, ενώ συνήθως λίγοι είναι αυτοί που έχουν αποταμιεύσει σωστά.

Οι αποφάσεις των αποταμιευτών στην περίπτωση της σύνταξης εντάσσονται στα πλαίσια του μακροχρόνιου σχεδιασμού και για το λόγο αυτό ας κάνουμε κατ' αρχήν ένα διαχωρισμό ανάμεσα στη βραχυπρόθεσμη και τη μακροπρόθεσμη αποταμίευση. Σκοπός των βραχυπρόθεσμων αποταμιεύσεων είναι συνήθως μια σημαντική αγορά, η κάλυψη δηλαδή αναγκών όπως η αγορά σπιτιού, αυτοκινήτου κλπ.

Η μακροχρόνια αποταμίευση αντίθετα αποσκοπεί στην προσπάθεια για εξασφάλιση των αναγκαίων ή επιθυμητών πόρων προκειμένου για παράδειγμα να χρηματοδοτηθούν οι σπουδές των παιδιών ή να ενισχυθούν οι απολαβές που θα ληφθούν από την κοινωνική ασφάλιση κατά την περίοδο της συνταξιοδότησης.

⁶ Θωμάς Κιούσης, "Βασικές επενδυτικές αρχές", Η Καθημερινή, 23/12/2001.

3.2. Προγραμματισμός για Οικονομική Εξασφάλιση

Στην περίπτωση της σύνταξης, με την αύξηση του προσδόκιμου ζωής, το χρονικό διάστημα κατά το οποίο κάποιος λαμβάνει σύνταξη μπορεί να διαρκέσει είκοσι χρόνια ή και ακόμα περισσότερο. Για όλο και περισσότερους ανθρώπους, τριάντα χρόνια συνταξιοδότησης δεν θα είναι κάτι ασυνήθιστο.

Η οικονομική εξασφάλιση είναι ένα σημαντικό κομμάτι μιας άνετης περιόδου συνταξιοδότησης. Το πόσο ευχάριστη θα είναι αυτή η περίοδος και το πόσο άνετη θα είναι η διαβίωση για τους συνταξιοδοτούμενους, εξαρτάται από το ποσό που αποταμίευσαν, τις επενδυτικές αποφάσεις και τον προγραμματισμό κατά την περίοδο εργασίας, αλλά και από τις επιλογές που έκαναν όταν συνταξιοδοτήθηκαν. Οι αποφάσεις αυτές επηρεάζουν την υπόλοιπη ζωή τους.

Στο πλαίσιο αυτό, το να πάρει κανείς αποφάσεις δεν είναι εύκολο, καθώς ο μακροχρόνιος προγραμματισμός αφορά γεγονότα που δεν μπορούν εύκολα να προβλεφθούν. Πολλά αλλάζουν με την πάροδο του χρόνου, όπως ο τρόπος ζωής, οι σχέσεις στην οικογένεια, οι νέες απαιτήσεις και συνεχείς αλλαγές στο χώρο εργασίας. Υπάρχει επιπλέον μεγάλη ποικιλία και πολυπλοκότητα στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και επιλογές με διαφορετικά χαρακτηριστικά και δυνατότητες που διεκδικούν την εμπιστοσύνη των αποταμιευτών και επενδυτών.

3.3. Προσδοκίες για την Περίοδο Συνταξιοδότησης

Απαραίτητο βήμα για το συνταξιοδοτικό προγραμματισμό είναι μια πιο αναλυτική προσέγγιση της περιόδου συνταξιοδότησης. Αν και υπάρχουν κάποιες κοινές ανάγκες κατά την περίοδο συνταξιοδότησης, κάθε ένας έχει διαφορετική άποψη για το πώς φαντάζεται αυτήν την περίοδο. Για παράδειγμα, πολλοί άνθρωποι επιθυμούν να ξεκινήσουν να ταξιδεύουν μετά τη συνταξιοδότησή τους. Άλλοι, σκοπεύουν να μετακομίσουν και να απομακρυνθούν από τους έντονους ρυθμούς της πόλης. Κάποιοι άλλοι

στοχεύουν στην αποπληρωμή δανείων και να μείνουν κοντά σε συγγενείς και φίλους, ενώ μερικοί σχεδιάζουν να εργάζονται κατά την περίοδο συνταξιοδότησης.

Το ύψος της επιθυμητής σύνταξης επηρεάζεται από παράγοντες που επιδρούν κατά τη διάρκεια συνταξιοδότησης. Γενικά, τους παράγοντες αυτούς μπορούμε να τους χωρίσουμε σε δύο βασικές κατηγορίες:

- Τους προβλέψιμους, όπως το επίπεδο ζωής, οι υποχρεώσεις που θα υπάρχουν και οι απαραίτητοι πόροι για την ικανοποίησή τους.
- Τους απρόβλεπτους, όπως η διάρκεια ζωής, η κατάσταση της υγείας και οι απρόβλεπτες υποχρεώσεις.

Πέρα από αυτόν το διαχωρισμό, η αλλαγή του τρόπου ζωής και η αβεβαιότητα για το μέλλον, αυξάνουν την ανάγκη να σκέφτεται κανείς μακροπρόθεσμα και να προγραμματίζει. Είναι απαραίτητο επομένως να γίνονται επιλογές αποταμίευσης και επένδυσης οι οποίες οδηγούν στην επίτευξη των στόχων για τη συνταξιοδότηση.

Στην ουσία ο συνταξιοδοτικός προγραμματισμός είναι μια συνεχής διαδικασία που περιλαμβάνει τα εξής στάδια:⁷

- Προσδιορισμός της σημερινής πραγματικής κατάστασης;
- Διαμόρφωση των προσωπικών και χρηματοοικονομικών στόχων
- Ανάλυση δεδομένων
- Προσδιορισμός και εφαρμογή στρατηγικών που θα οδηγήσουν στην επίτευξη του στόχου
- Αξιολόγηση της προόδου επίτευξης
- Προσαρμογές όπου αυτό απαιτείται.

3.4. Δέκα κλειδιά για σχεδιασμό σύνταξης και επένδυσης

1. Προσδιορισμός επιπέδου ζωής και χρημάτων που θα χρειαστούν για σύνταξη.

Αν κάποιος είναι όπως οι περισσότεροι άνθρωποι, τότε θα του άρεσε να συνταξιοδοτηθεί νωρίς και να απολαύσει το ίδιο βιοτικό επίπεδο κατά τη

⁷ Life Underwriter Training Council, "Retirement Planning Course", Vol. 5, 1997, p. 4-23.

διάρκεια της συνταξιοδότησης όπως και κατά την εργάσιμη ηλικία. Για να διατηρηθεί το ίδιο βιοτικό επίπεδο κατά τη διάρκεια της συνταξιοδότησης θα χρειαστεί να αναπληρωθεί το 70% - 90% του ετήσιου εισοδήματος με εισόδημα από άλλες πηγές.

Αυτό στηρίζεται στην εκτίμηση ότι κάποιες από τις δαπάνες θα περιοριστούν μετά τη συνταξιοδότηση (ενδύματα απαραίτητα για την εργασία, κόστη επικοινωνίας, τόκοι στεγαστικών δανείων, κτλ), ενώ άλλες μπορεί να αυξηθούν όπως για ιατρικές εξετάσεις και για ταξίδια.

Παράδειγμα

Έστω ένα ετήσιο εισόδημα 25.000 € στην ηλικία έναρξης της συνταξιοδότησης που σημαίνει ότι θα χρειαστούν περίπου 17.500 – 22.500 € ως ετήσιο εισόδημα κατά τη διάρκεια της συνταξιοδότησης. Άρα ποιο θα πρέπει να είναι το ύψος των αποταμιεύσεων που χρειάζονται αν ο συνταξιούχος ξοδεύει 20.000 € κάθε έτος για 25 έτη συνταξιοδότησης;

- Εν πολλοίς θα εξαρτηθούν από την απόδοση των επενδύσεων και τα κόστη κατά τη διάρκεια της συνταξιοδότησης. Πιθανότατα θα χρειαστούν 250.000 € – 300.000 € στη συνταξιοδότηση.
- Αν ο ενδιαφερόμενος ελπίζει να συνταξιοδοτηθεί νωρίς ή να αφήσει κάποια χρήματα για τους κληρονόμους ή επιθυμεί να έχει περισσότερα χρήματα κάθε έτος για να καλύψει τον πληθωρισμό, τότε θα χρειαστεί και μεγαλύτερο ποσό.
- Απρόσμενες ιατρικές ανάγκες ή οικογενειακοί κίνδυνοι μπορούν να αλλάξουν τις ανάγκες και να δημιουργήσουν μεγάλη πίεση στο ύψος των αποταμιεύσεων. Χρειάζεται άρα ανάλογος σχεδιασμός.

Εκείνο που θα πρέπει να σημειωθεί πάντως είναι ότι η σύνταξη έχει ... απαιτήσεις από την άποψη των καταβολών και της συγκέντρωσης κεφαλαίου ικανού να αποφέρει ικανοποιητική αναπλήρωση εισοδήματος. Ο Πίνακας απεικονίζει το αναγκαίο κεφάλαιο για ισόβια μηνιαία σύνταξη μίας μονάδας με διαφορετικά σενάρια απόδοσης του κεφαλαίου αυτού.

Πίνακας 3.1. Αναγκαίο κεφάλαιο για ισόβια μηνιαία σύνταξη 1 μονάδας

Φύλο	Ηλικία	Απόδοση Κεφαλαίου Συνταξιοδότησης		
		0%	2%	4%
Άνδρας	60	233	187	154
	65	188	156	133
Γυναίκα	60	268	211	171
	65	216	177	148

2. Θα χρειαστούν τρεις κύριες πηγές συνταξιοδότησης.

Πόσα χρήματα θα χρειαστούν για μια άνετη διαβίωση την περίοδο συνταξιοδότησης; Ως απάντηση μπορούμε να πούμε ότι ίσως να απαιτούνται περισσότερα από 600.000 €. Το ποσό μπορεί να φαίνεται υπερβολικό, όμως δεν είναι αν σκεφτεί κανείς, ένα ζευγάρι που χρειάζεται ένα εισόδημα 30.000 € ετησίως. Αυτό σημαίνει 600.000 € για είκοσι χρόνια, χωρίς να υπολογίσουμε την επίδραση του πληθωρισμού και τις απολαβές από επενδύσεις.

Γενικά, όταν κανείς σκέφτεται το εισόδημα κατά την περίοδο συνταξιοδότησης, περιμένει να προέρχεται από μία ή περισσότερες από τις παρακάτω πηγές:

- Κοινωνική Ασφάλιση
- Προγράμματα συνταξιοδότησης (επαγγελματικά – ατομικά)
- Αποταμιευμένα ποσά

Πιθανό να υπάρχουν και άλλες πηγές εισοδήματος όπως για παράδειγμα η κληρονομιά ενός μεγάλου χρηματικού ποσού. Ο προγραμματισμός δεν μπορεί βέβαια να βασίζεται στην τύχη ή σε κάποια χρονική στιγμή στο μέλλον που μπορεί να πραγματοποιηθεί κάποιο γεγονός.

Πολλοί, αντί να σκέφτονται την άνεση και τις ελεύθερες ώρες που θα διαθέτουν την περίοδο συνταξιοδότησης, ανησυχούν ότι οι αποδοχές τους δεν

θα είναι αρκετές. Συνειδητοποιούν πως υπάρχει ένα πολύ μεγάλο κενό ανάμεσα σε αυτά που χρειάζονται και επιθυμούν και σε αυτά που πραγματικά θα έχουν στη διάθεσή τους. Ας δούμε πιο αναλυτικά κάθε μια από τις παραδοσιακές πηγές συνταξιοδοτικού εισοδήματος.

a. Κοινωνική Ασφάλιση.

Η κοινωνική ασφάλιση θα καλύψει ένα ποσοστό από τα εισοδήματα πριν τη συνταξιοδότηση. Το ποσοστό αυτό διαφέρει από χώρα σε χώρα (ενδεικτικά: 25% - 70%). Όσο υψηλότερο είναι το εισόδημα τόσο λιγότερα θα καλύψει η κοινωνική ασφάλιση γιατί συνήθως υπάρχει ένα ανώτατο όριο στο ύψος της σύνταξης. Επίσης, αυξάνει (ή τείνει προς αυτό), η ηλικία που θα εισπραχθούν τα χρηματικά οφέλη.

Η κοινωνική ασφάλιση αποτελεί μάλιστα για τους περισσότερους, τη μεγαλύτερη πηγή συνταξιοδοτικού εισοδήματος, ενώ για τις οικογένειες με χαμηλό εισόδημα είναι η μοναδική.

Μέχρι σήμερα, αυτό που βοήθησε τη λειτουργία του συστήματος ήταν ότι οι εργαζόμενοι ξεπερνούσαν σε αριθμό τους συνταξιούχους. Τα προβλήματα που αντιμετωπίζει όμως η κοινωνική ασφάλιση όπως μεταξύ άλλων η αύξηση του προσδόκιμου ζωής και ο περιορισμός των γεννήσεων, οδηγούν τις αρχές σε διεθνές επίπεδο να αναζητήσουν λύσεις για τη βιωσιμότητα του συστήματος.

Παρ' όλα αυτά δε θα πρέπει να παραβλέπουμε τη θετική συμβολή της Κοινωνικής Ασφάλισης στο πλαίσιο της κοινωνικής προστασίας και για τη εξασφάλιση ενός ελάχιστου ποσού συνταξιοδότησης.)

b. Ένα ατομικό συνταξιοδοτικό πρόγραμμα.

Τα συνταξιοδοτικά προγράμματα είναι ο δεύτερος πυλώνας του συνταξιοδοτικού προγραμματισμού. Στην περίπτωση των επιχειρήσεων, τις τελευταίες δεκαετίες, μειώνονται οι εργοδότες που υπόσχονται συγκεκριμένες συνταξιοδοτικές αποδοχές. Επίσης, σε πολλές περιπτώσεις οι εργοδότες

προσφέρουν συνταξιοδοτικά προγράμματα αλλά δε συνεισφέρουν οι ίδιοι σ' αυτά.

Το ποσό σε ένα συνταξιοδοτικό πρόγραμμα εξαρτάται από παράγοντες όπως: Το πρόγραμμα που έχει επιλεγεί, η διάρκεια, η ηλικία και πόσο διάστημα απομένει μέχρι τη συνταξιοδότηση.

Παράδειγμα

Έστω ένα συνταξιοδοτικό πρόγραμμα που λήγει στην ηλικία των 62 ετών με διάρκεια 30 έτη. Η Κοινωνική Ασφάλιση αντικαθιστά το 48% του μέσου μισθού των πέντε ετών με την υψηλότερη μισθοδοσία που ισοδυναμεί με 44% του τελικού μισθού. Το συνταξιοδοτικό πρόγραμμα καλύπτει 38% του τελικού μισθού υποθέτοντας μέση ετήσια απόδοση 8% το χρόνο.

Αν διακόψεις τις εισφορές στο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα στα 52 και η έναρξη της σύνταξης αρχίζει στα 62, τότε η αναπλήρωση του τελικού μισθού θα είναι πολύ μικρότερη.

γ. "Εξωτερικές" αποταμιεύσεις.

Κάθε αποταμίευση που δημιουργήθηκε από άλλα συνταξιοδοτικά προγράμματα (όπως επαγγελματικά κεφαλαιοποιητικής συνταξιοδότησεως) και άλλες πηγές όπως οι ιδιωτικές αποταμιεύσεις. Η λογική των αποταμιεύσεων αυτών στηρίζεται στην επιδίωξη συγκέντρωσης επιπλέον χρημάτων για την περίοδο συνταξιοδότησης. Πολύτιμο περιουσιακό στοιχείο για εκείνους που πλησιάζουν στη συνταξιοδότηση αποτελεί συνήθως η κατοικία και μπορούν να βασίζονται στην καθαρή αξία της περιουσίας τους για το εισόδημά τους κατά την περίοδο συνταξιοδότησης.

3. Ο αποταμιευτής να πάρει το χρόνο με το μέρος του.

Είναι σημαντικό για κάποιον να ξεκινήσει άμεσα καθώς μέσα από τον ανατοκισμό οι αποδόσεις από μερίσματα και έσοδα από τόκους επανεπενδύονται και λειτουργούν πολλαπλασιαστικά στα κέρδη. Με αυτόν τον

τρόπο όσο πιο σύντομα ξεκινήσει κάποιος, τόσο λιγότερα έχει να πληρώσει για να καταλήξει στο ποσό στόχο.

Βασικός ακριβώς λόγος που οδηγεί πολλούς στο να μην επιτυγχάνουν τους στόχους τους για την περίοδο συνταξιοδότησης είναι ότι δε γνωρίζουν ή δε δίνουν τη δέουσα σημασία στον παράγοντα χρόνο. Αναβάλλουν, ενώ ο χρόνος περνά. Τα δύο κλειδιά για την επίτευξη οικονομικών στόχων είναι ο προγραμματισμός και η πειθαρχία⁸

Παράδειγμα

α) Ένας άνδρας 25 ετών αν επενδύει 3000 € κάθε χρόνο και με μέση ετήσια απόδοση 8%, θα συγκεντρώσει περίπου 367.000 € μετά από 30 χρόνια. Αν ο ίδιος άρχιζε 15 χρόνια αργότερα, θα έπρεπε να αποταμιεύσει περίπου 12.000 € κάθε έτος για να συγκεντρώσει το ποσό των 367.000 €.

β) Ένα ακόμα παράδειγμα μπορεί να αναφερθεί με τη μορφή εγγυημένης σύνταξης. Σε ένα συνταξιοδοτικό πρόγραμμα ασφαλιστικής εταιρίας (με εγγυημένη ετήσια απόδοση 3,35%), για 100 € εγγυημένης μηνιαίας σύνταξης στα 65 έτη, ένας άνδρας θα πρέπει να αποταμιεύσει:

- 14,5 € το μήνα αν ξεκινήσει στην ηλικία των 22 ετών και
- 29,4 € το μήνα αν ξεκινήσει στην ηλικία των 37 ετών

Με διαφορά δηλαδή 15 έτη, υπερδιπλασιάζεται το ποσό που πρέπει να πληρώνεται κατ' έτος. Συνολικά δε, το ποσό που θα καταβληθεί θα είναι 7482 € στην πρώτη και 9878,4 € στη δεύτερη περίπτωση, δηλαδή υψηλότερο κατά 32%.⁹

Το κόστος αναβολής μπορούμε να το απεικονίσουμε και με ποσοστά:

Πίνακας 3.2. Το κόστος αναβολής

Σημερινή Ηλικία	ΑΝΑΒΟΛΗ ΕΝΑΡΞΗΣ ΑΠΟΤΑΜΙΕΥΣΗΣ (έτη)			
	1	3	5	10
25	3,7%	11,8%	20,8%	48,9%
35	4,6%	14,8%	26,7%	67%
45	6,4%	21,4%	40,5%	121,9%

⁸ Life Underwriter Training Council, "Retirement Planning Course", Vol. 5, 1997, p. 2-4.

⁹ Θωμάς Κιούσης, "Τα καλύτερα ασφαλιστικά προγράμματα", Η Καθημερινή, 26/6/2004

4. Να επωφεληθούμε από την φορολογική απαλλαγή

Η φορολογική απαλλαγή αποτελεί κίνητρο για να ξεκινήσει κάποιος ένα συνταξιοδοτικό πρόγραμμα. Για παράδειγμα, οι εισφορές για προγράμματα ασφαλιστικών εταιριών στην Ελλάδα φοροαπαλλάσσονται ανάλογα με το φορολογικό συντελεστή με τον οποίο υπολογίζεται ο φόρος εισοδήματος. Η μέγιστη φοροαπαλλαγή υπολογίζεται στα 1000 € ασφάλιστρο και αν ο συντελεστής στο φόρο εισοδήματος είναι στο 40%, τότε η πραγματική καταβολή ασφαλιστρού είναι 600 €.

5. Είναι τα χρήματα επαρκή;

Είναι αναμφισβήτητα θετικό ότι οι άνθρωποι ζουν περισσότερο. Αυτοί που γεννήθηκαν στα τέλη του 20 αιώνα είναι σα να ζουν 30 χρόνια περισσότερο από αυτούς που γεννήθηκαν στην αρχή του. Από την άλλη πλευρά υπάρχει όμως ο κίνδυνος των αποταμιεύσεων για τη συνταξιοδότηση αν ο σχεδιασμός δεν είναι προσεκτικός.

Μετά τη συνταξιοδότηση θα χρειαστεί η ανάληψη χρημάτων από το ποσό των αποταμιεύσεων και έτσι θα χρειαστεί ένας σχεδιασμός για αυτές τις καταβολές. Μια λύση σε αυτό μπορούν να προσφέρουν τα ασφαλιστήρια συμβόλαια που εγγυώνται την καταβολή συγκεκριμένων ποσών σε τακτική βάση καθ' όλη τη διάρκεια της επιβίωσης και άσχετα με την ηλικία του συνταξιοδοτούμενου.

Πάντως επειδή μια ξαφνική οικονομική ανάγκη όπως για παράδειγμα για λόγους υγείας μπορούν να οδηγήσουν σε άμεση ανάληψη χρημάτων, καλό είναι να υπάρχει το στοιχείο της ευελιξίας στο σχεδιασμό που να αφορά τη διαθεσιμότητα των χρημάτων. Επομένως κάποιες αποταμιεύσεις μπορούν να βρίσκονται σε βραχυπρόθεσμες μορφές επένδυσης όπως τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων. Οι Financial Planners συχνά συμβουλεύουν

τη διακράτηση ενός ποσού ίσου με τις φυσιολογικές δαπάνες έξι μηνών σε αυτού του είδους τις επενδύσεις.¹⁰

6. Μεγάλη σιγουριά, μικρές αποδόσεις.

Όποιος επιθυμεί να μην υποστεί τον κίνδυνο των διακυμάνσεων θα πρέπει να αποδεχθεί ότι οι αποδόσεις του θα είναι συνδεδεμένες με επιλογές στο χώρο των επιτοκίων. Στην περίπτωση όμως των μακροπρόθεσμων επενδύσεων, ο χώρος των μετοχών μπορεί να βοηθήσει να διατηρηθεί η αξία των χρημάτων πάνω από το ρυθμό του πληθωρισμού και να προσφέρει ένα υψηλότερο ποσοστό απόδοσης από άλλες μορφές επένδυσης. Ο κίνδυνος όμως εξακολουθεί να υπάρχει και δε σημαίνει ότι οι μετοχές υπερτερούν πάντα μακροπρόθεσμα των συντηρητικού χαρακτήρα τοποθετήσεων.¹¹

7. Των φρονίμων τα παιδιά πριν πεινάσουν μαγειρεύουν. Προστασία των επενδύσεων.

Χρειάζεται να προσδιοριστούν οι στόχοι και οι στρατηγικές για τη συνταξιοδότηση που κάποιος θα ακολουθήσει και να προστατέψει την επένδυσή του με διασπορά σε διαφορετικές επενδυτικές επιλογές (π.χ. μετοχές, ομόλογα, μετρητά). Καταντά μη αποτελεσματική η προσπάθεια εξεύρεσης των καλύτερων αμοιβαίων κεφαλαίων ή των καλύτερων εταιριών διαχείρισης χωρίς στρατηγική για το πώς αυτά συμβαδίζουν με το στόχο της σύνταξης. Ειδικοί της αγοράς αναφέρουν ότι το 90% της επιτυχίας στις επενδύσεις βασίζεται στη σωστή κατανομή χαρτοφυλακίου για τις αποταμιεύσεις σας.

Γιατί η κατανομή αυτή είναι σημαντική; Οι περισσότερες επενδυτικές επιλογές εμφανίζουν ανόδους και πτώσεις αλλά όχι απαραίτητα ταυτόχρονα. Πρόκειται δηλαδή για τη διαφοροποίηση ή "όχι όλα τα αυγά σε ένα καλάθι". Με τη διαφοροποίηση αναζητάμε τη σωστή αναλογία από διαφορετικές

¹⁰ Florida Retirement System, "Keys to Retirement Planning and Investing", p.5

¹¹ Θωμάς Κιούσης, "Το παρελθόν διδάσκει," Η Καθημερινή, 29/10/2004

επενδυτικές επιλογές: μετοχές, ομόλογα, μετρητά, έντοκα γραμμάτια. Μια καλή διαφοροποίηση περιορίζει τον επενδυτικό κίνδυνο και επιτρέπει να προσδιορίσει κάποιος το επίπεδο του κινδύνου που επιθυμεί για τις αποταμιεύσεις του.

Διαφοροποίηση δε σημαίνει επένδυση σε πληθώρα επενδυτικών επιλογών. Αν προτιμήσει κάποιος παρόμοιες λύσεις δεν αποκτά προστασία απέναντι σε πτώση της αγοράς και τελικά μπορεί να πληρώσει υψηλότερα κόστη.

8. Υπομονή είναι αρετή.

Πώς θα αντιδρούσε κάποιος σε μία πτώση 20% στο χρηματιστήριο; Κάθε φορά που η αγορά αλλάζει δε σημαίνει ότι θα πρέπει να προσπαθήσει να μετακινήσει τις επενδύσεις του και να θυμηθεί ότι συμμετέχει σε αυτή για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Με τον απόλυτο χρονισμό (Market Timing) είναι η προσπάθεια κάποιου να αποχωρήσει από επενδύσεις με κίνδυνο όπως το χρηματιστήριο όταν οι αγορές αρχίζουν να υποχωρούν και να επανέλθει όταν το κλίμα αρχίζει να είναι και πάλι θετικό.

Αυτοί που επιδιώκουν το καλύτερο χρονισμό, πρέπει να είναι διπλά σωστοί. Πρέπει να γνωρίζουν πότε να πουλήσουν και πότε να αγοράσουν και πάλι, κάτι που βέβαια είναι τουλάχιστον εξαιρετικά δύσκολο. Στο παρελθόν οι μετοχές κινήθηκαν ανοδικά. Κάτι που είναι θετικό για επενδυτές οι οποίοι μπορούν να παραμείνουν επενδεδυμένοι στο χρηματιστήριο για μεγάλο χρονικό διάστημα. Να σημειώσουμε ότι μπορεί να ζήσει κανείς αρκετά χρόνια μετά την ηλικία συνταξιοδότησης και δεν υποχρεούται να κάνει ανάληψη άμεσα για όλα τα χρήματά του.

Για όσους αισθάνονται ανήσυχτοι για το πώς θα αντιδράσουν σε ανόδους και πτώσεις της αγοράς, υπάρχει και η επιλογή του χαρτοφυλακίου όπως τα μικτά αμοιβαία κεφάλαια που στην ουσία αποτελούν ένα έτοιμο χαρτοφυλάκιο.

Επίσης, αν κάποιος είναι συντηρητικός επενδυτής να βεβαιωθεί ότι είναι σε θέση να αντέξει τις διακυμάνσεις πριν επενδύσει αρκετά χρήματα σε μετοχές και μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Αν δεν μπορεί να αντέξει μια εκτεταμένη πτώση, τότε μπορεί να πανικοβληθεί και να λάβει λανθασμένες αποφάσεις πουλώντας μετοχές όταν οι αξίες τους βρίσκονται συγκυριακά σε χαμηλά επίπεδα.

9. Τα διαχειριστικά κόστη επιβαρύνουν το τελικό αποτέλεσμα

Τα διαχειριστικά κόστη μπορεί να φαίνονται χαμηλά όμως είναι πιθανό να έχουν σημαντική επίπτωση στις αποταμιεύσεις για τη σύνταξη. Για παράδειγμα αν τα κόστη αυτά είναι 1% το χρόνο σε μια επένδυση 20.000 €, τότε το τελικό αποτέλεσμα μετά από 30 χρόνια θα είναι χαμηλότερο κατά 25% ή 64.000 € σε σχέση με το να μην υπήρχαν καθόλου διαχειριστικά κόστη.

10. Ο επενδυτής να μάθει τα δικαιώματά του και πράξει το καλύτερο για αυτόν.

Ο επενδυτής χρειάζεται να είναι προσεκτικός στις κινήσεις του, να γνωρίζει τα δικαιώματά του, να κάνει δύσκολες ερωτήσεις, να ελέγχει την ενημέρωση που του παρέχεται και να κάνει το καλύτερο για το συμφέρον του.

3.5. Η ευημερία στη συνταξιοδότηση

Η μέριμνα κάποιου που συγκεντρώνει ένα ποσό για τη σύνταξή του δεν πρέπει να σταματά στην ηλικία συνταξιοδότησης. Η ευημερία του από εκεί και στη συνέχεια εξαρτάται από την απόδοση των χρημάτων που έχουν συγκεντρωθεί, αλλά και από το ρυθμό που θα ξοδευθούν αυτά τα χρήματα με το πέρασμα του χρόνου. Στον Πίνακα 3.3. παρατηρούμε ότι αν κάποιος ή ένα ηλικιωμένο ζευγάρι είχε συγκεντρώσει 400.000 €, με ανάληψη 30.000 € το χρόνο και με ετήσια απόδοση 5%, το ποσό αυτό θα επαρκούσε για 23 χρόνια.

Αν όμως η απόδοση ήταν 2,5% ανά έτος (Πίνακας 3.4.), τότε η επάρκεια του ποσού θα είναι για 17 χρόνια.

Πίνακας 3.3. Επάρκεια κεφαλαίων στη συνταξιοδότηση με απόδοση 5%

Έτος	Απόδοση (%)	Κεφάλαιο	Απόδοση	Ανάληψη
1	5	400000	20000	30000
2	5	390000	19500	30000
3	5	379500	18975	30000
4	5	368475	18424	30000
5	5	356899	17845	30000
6	5	344744	17237	30000
7	5	331981	16599	30000
8	5	318580	15929	30000
9	5	304509	15225	30000
10	5	289734	14487	30000
11	5	274221	13711	30000
12	5	257932	12897	30000
13	5	240829	12041	30000
14	5	222870	11144	30000
15	5	204014	10201	30000
16	5	184214	9211	30000
17	5	163425	8171	30000
18	5	141596	7080	30000
19	5	118676	5934	30000
20	5	94610	4730	30000
21	5	69340	3467	30000
22	5	42807	2140	30000
23	5	14948	747	30000

Πίνακας 3.4. Επάρκεια κεφαλαίων στη συνταξιοδότηση με απόδοση 2,5%

Έτος	Απόδοση (%)	Κεφάλαιο	Απόδοση	Ανάληψη
1	2,5	400000	10000	30000
2	2,5	380000	9500	30000
3	2,5	359500	8988	30000
4	2,5	338488	8462	30000
5	2,5	316950	7924	30000
6	2,5	294873	7372	30000
7	2,5	272245	6806	30000
8	2,5	249051	6226	30000
9	2,5	225278	5632	30000
10	2,5	200910	5023	30000
11	2,5	175932	4398	30000
12	2,5	150331	3758	30000
13	2,5	124089	3102	30000
14	2,5	97191	2430	30000
15	2,5	69621	1741	30000
16	2,5	41361	1034	30000
17	2,5	12396	310	30000

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. Οι αποφάσεις των ιδιωτών για τη σύνταξη

Στη συνέχεια θα προσπαθήσουμε να προσεγγίσουμε τις αποταμιευτικές αποφάσεις των ιδιωτών – καταναλωτών αναπτύσσοντας ένα μοντέλο γενικής ισορροπίας με σταθερά κόστη συμμετοχής στο χρηματιστήριο και με ένα περιορισμό που εμποδίζει τους νέους καταναλωτές να δανειστούν για να χρηματοδοτήσουν την κατανάλωσή τους. Επιπλέον, εισάγεται και μια ανομοιογένεια στα έσοδα.¹²

Το σταθερό κόστος μαζί με την ανομοιογένεια, δημιουργούν μια ισορροπία στην οποία οι υψηλού εισοδήματος καταναλωτές βρίσκουν επικερδές να πληρώσουν το σταθερό κόστος και να συμμετάσχουν στο χρηματιστήριο, ενώ οι μέσου και χαμηλού εισοδήματος καταναλωτές δε θα συμμετάσχουν στο χρηματιστήριο. Οι νέοι μέσου εισοδήματος καταναλωτές αποταμιεύουν κάποια από τα τρέχοντα εισοδήματά τους και κρατούν ομόλογα χωρίς κίνδυνο. Οι νέοι χαμηλού εισοδήματος καταναλωτές έχουν περιορισμό δανεισμού και καταναλώνουν όλους τους διαθέσιμους χρηματικούς τους πόρους.

Θα ξεκινήσουμε την περιγραφή του μοντέλου με μια περιγραφή της συνάρτησης παραγωγής και τις τιμές των συντελεστών. Η συνάρτηση παραγωγής αποτελείται από ενδογενή ανάπτυξη και το ποσοστό απόδοσης του κεφαλαίου με κίνδυνο που διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο, είναι τυχαίο και ανεξάρτητο από το ποσό αυτού του κεφαλαίου.

4.1. Παραγωγή και τιμές συντελεστών

Υποθέτουμε ότι η οικονομία είναι γεμάτη από υπεραρκετές γενιές καταναλωτών που ζουν για δύο περιόδους. Οι καταναλωτές κατέχουν $n > 0$ αποτελεσματικές μονάδες εργασίας όταν είναι νέοι και η προσφορά εργασίας τους είναι ανελαστική. Οι ηλικιωμένοι καταναλωτές δεν εργάζονται. Υποθέτουμε επίσης ότι υπάρχει κάποια ετερογένεια από γενιά σε γενιά στο

¹² A.B. Abel, Investing Social Security Funds in the Stock Market When Fixed Costs Prevent Some Households from Holding Stocks”, The American Economic Review, Vol. 9 (1), March 2001

ποσό αποτελεσματικής εργασίας που αντιστοιχεί σε κάθε νέο εργαζόμενο. Έστω ότι $G(x)$ μετρά τους εργαζόμενους με $n \leq x$. Ας υποθέσουμε ότι το

$$G(x) \text{ είναι διαφορίσιμο για } x > 0 \text{ και υιοθετούμε } G(\infty) = 1 \text{ και } N \equiv \int_0^{\infty} ndG(n) = 1$$

(1), όπου N είναι η συνολική εισροή αποτελεσματικής εργασίας.

Η συνάρτηση παραγωγής για την αντιπροσωπευτική επιχείρηση δύνεται από την βιβλιογραφία ενδογενούς μεγέθυνσης: $Y_i = AK_i^a (KN_i)^{1-a}$, $0 < a < 1$ (2)

όπου Y_i είναι το προϊόν της επιχείρησης i , K είναι το συνολικό απόθεμα κεφαλαίου, N είναι η εργασία και $A > 0$ είναι μία τυχαία μεταβλητή. Το οριακό προϊόν του κεφαλαίου είναι

$$\frac{\partial Y}{\partial K} = aA \left(\frac{K}{N} \right)^{a-1} K^{1-a} \quad (3)$$

και το οριακό προϊόν της εργασίας είναι

$$\frac{\partial Y}{\partial N} = (1-a)A \left(\frac{K}{N} \right)^a K^{1-a} \quad (4).$$

Σε κατάσταση ισορροπίας, ο λόγος κεφαλαίου-εργασίας είναι ίδιος για όλες τις επιχειρήσεις και ισούται με το συνολικό λόγο κεφαλαίου-εργασίας. Επειδή

$$N=1, \quad \frac{K}{N} = K \quad (5).$$

Το ακαθάριστο ποσοστό κερδών του κεφαλαίου, R , είναι το οριακό προϊόν του κεφαλαίου, επομένως οι σχέσεις (3) και (5) συνεπάγονται ότι $R = aA$ (6).

Το ποσοστό R είναι τυχαίο, θετικό και ανεξάρτητο από το απόθεμα κεφαλαίου. Το ύψος του μισθού εξισώνεται με το οριακό προϊόν της εργασίας, οπότε από τις σχέσεις (4) και (5) έχουμε

$$w = (1-a)AK \quad (7).$$

4.2. Οι αποφάσεις των καταναλωτών

Ένας νέος καταναλωτής που κατέχει η μονάδες αποτελεσματικής εργασίας έχει εισόδημα wN^{13} όπου w είναι το επίπεδο μισθού στην εξίσωση

¹³ Υποθέτουμε πλήρη απασχόληση της εργασίας.

(7). Κάθε νέος καταναλωτής πληρώνει φόρο T . Οι ηλικιωμένοι καταναλωτές δεν έχουν εισόδημα από εργασία, εισπράττουν σύνταξη από το πλήρως επενδυμένο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης. Ειδικότερα, το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης επενδύει $\theta_\beta \geq 0$ σε ομόλογα χωρίς κίνδυνο και $\theta_\kappa \geq 0$ σε κεφάλαιο με κίνδυνο, για λογαριασμό κάθε νέου καταναλωτή. Όταν αυτοί οι καταναλωτές γεράσουν λαμβάνουν συντάξεις κοινωνικής ασφάλισης $\theta_\beta r + \theta_\kappa R$ όπου $r \geq 0$ είναι το ακαθάριστο ποσοστό κέρδους των ομολόγων δίχως κίνδυνο και $R \geq 0$ είναι το ακαθάριστο ποσοστό κέρδους του κεφαλαίου με κίνδυνο της εξίσωσης (6).

Κάθε νέος πρέπει να αποφασίσει πόσο θα αποταμιεύσει όταν είναι νέος και πως θα κατανείμει τις αποταμιεύσεις του ανάμεσα στα ομόλογα δίχως κίνδυνο και στα κεφάλαια με κίνδυνο, με δεδομένους τους περιορισμούς δανεισμού, που εμποδίζουν τους καταναλωτές να δανειστούν για να χρηματοδοτήσουν την κατανάλωση τους. Δεν υπάρχει κόστος συναλλαγής που σχετίζεται με την επένδυση στα ομόλογα, αλλά υπάρχει κάποιο σταθερό κόστος συμμετοχής στο χρηματιστήριο όποτε υλοποιούνται απαιτήσεις για κεφάλαια με κίνδυνο.

Θα μοντελοποιήσουμε αυτό το σταθερό κόστος για αν συμπεριλάβουμε και το κόστος εισοδήματος (resource cost) και το κόστος χρησιμότητας. Το κόστος εισοδήματος είναι ένα σταθερό ποσό $F_1 \geq 0$ που πρέπει να πληρωθεί όταν ο καταναλωτής είναι νέος, για να συμμετάσχει στο χρηματιστήριο. Το κόστος χρησιμότητας (utility cost) θα το περιγράψουμε παρακάτω όταν θα εισάγουμε την συνάρτηση χρησιμότητας.

Έχοντας περιγράψει όλες τις δυνατότητες που έχει ο καταναλωτής, θα παρουσιάσουμε τον εισοδηματικό περιορισμό (budget constraint): Έχοντας καταναλώσει ένα ποσό c , ο νέος καταναλωτής έχει ατομική αποταμίευση

$$s \equiv wn - T - \delta F_1 - c,$$

όπου δ είναι μία τυχαία μεταβλητή που ισούται με 1 όταν ο καταναλωτής συμμετέχει στο χρηματιστήριο, και 0 όταν δεν συμμετέχει. Μέρος απ' αυτές τις αποταμιεύσεις χρησιμοποιείται για να αγοράσει κεφάλαιο με κίνδυνο, k , και

το υπόλοιπο, $s-k$, για να αγοράσει ομόλογα δίχως κίνδυνο. Ας συμβολίσουμε με

$b = s - k + \theta_b$ το ποσό των ομολόγων δίχως κίνδυνο που κρατούνται, είτε άμεσα, είτε έμμεσα από το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης, από ένα νέο καταναλωτή, και

$h \equiv k + \theta_b$ είναι το ποσό του κεφαλαίου με κίνδυνο που επίσης κρατείται είτε άμεσα, είτε έμμεσα. Ορίζουμε $\alpha \equiv b + h$ ως τη συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων που κρατούνται άμεσα και έμμεσα. Χρησιμοποιώντας τον ορισμό του s προκύπτει:

$$\alpha \equiv b + h = \Omega - \delta F_1 - c \quad (8a)$$

όπου $\Omega \equiv wn - T + \theta_b + \theta_k$ (8β) είναι η αξία του πλούτου που κατέχεται άμεσα και έμμεσα από τους νέους καταναλωτές.

Ένας ηλικιωμένος καταναλωτής, καταναλώνει όλους τους διαθέσιμους πόρους που είναι: br το ποσό και οι αποδόσεις από άμεσες και έμμεσες κρατήσεις χωρίς κίνδυνο ομολόγων και hR , η ακαθάριστη αξία από κεφάλαιο με κίνδυνο που κρατείται επίσης άμεσα και έμμεσα. Έστω x συμβολίζει την κατανάλωση για τους ηλικιωμένους, τότε:

$$x = br + hR \quad (9), \quad \text{Η συνάρτηση χρησιμότητας είναι}$$

$$U = \ln(c - \delta F_2) + \beta E \{ \ln x \}, \quad b > 0 \quad (10),$$

όπου $F_2 \geq 0$ είναι το κόστος χρησιμότητας για τη συμμετοχή στο χρηματιστήριο.

Ο καταναλωτής μπορεί να αποφύγει αυτό το κόστος, μη συμμετέχοντας στο χρηματιστήριο, δηλαδή θέτοντας $\delta=0$. Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, τόσο το F_1 όσο και το F_2 μπορούν να είναι μηδέν, αλλά $F_1 + F_2 > 0$.

4.3. Αποταμιευτές που συμμετέχουν στο χρηματιστήριο

Ένας καταναλωτής που συμμετέχει στο χρηματιστήριο επιλέγει τρέχουσα κατανάλωση c , ομόλογα b , και κεφάλαιο με κίνδυνο h για να

μεγιστοποιήσει τη συνάρτηση χρησιμότητας στην εξίσωση (10) με δεδομένους τους περιορισμούς στις εξισώσεις (8) και (9). Ομοίως, ο καταναλωτής επιλέγει a , το συνολικό ποσό των κεφαλαίων που κρατούνται άμεσα και έμμεσα, και $\gamma \equiv \frac{h}{\alpha}$ το μερίδιο των συνολικών κεφαλαίων με κίνδυνο. Αναγνωρίζοντας ότι

$$b = (1-\gamma)a \text{ και } h = \gamma a,$$

αντικαθιστούμε τις εξισώσεις (8) και (9) στην εξίσωση (10) της συνάρτησης χρησιμότητας, με $\delta=1$, έχουμε:

$$\max_{\alpha, \gamma} \ln(\Omega - F_1 - F_2 - \alpha) + \beta \ln \alpha + \beta \psi(\gamma, r) \quad (11)$$

$$\text{όπου } \psi(\gamma, r) \equiv E \{ \ln [(1-\gamma)r + \gamma R] \} \quad (11\beta)$$

Η άριστη τιμή του a βρίσκεται αν παραγωγίσουμε το μέγιστο της εξίσωσης (11a) ως προς a , θέτοντας την παράγωγο ίση με μηδέν και λύνοντας έχουμε

$$\alpha = \frac{\beta}{1+\beta} (\Omega - F_1 - F_2) \quad (12).$$

Η (12) μας δείχνει ότι: Το άριστο μέγεθος του χαρτοφυλακίου είναι $\alpha \equiv b + h$, αποτελείται τόσο από άμεσα όσο και από έμμεσα στοιχεία, είναι ανεξάρτητο από το ποσοστό κέρδους των κεφαλαίων με και χωρίς κίνδυνο και είναι ανάλογο ως προς τον πλούτο Ω , προσαρμοσμένο με το σταθερό κόστος συμμετοχής στο χρηματιστήριο. Το σταθερό κόστος F_1 είναι κόστος εισοδήματος και προκύπτει άμεσα από τις χρηματοδοτικές πηγές της πρώτης περιόδου, μειώνοντας έτσι το άριστο μέγεθος του χαρτοφυλακίου. Το σταθερό κόστος F_2 είναι κόστος χρησιμότητας, κι έτσι δεν μειώνει άμεσα τις χρηματοδοτικές πηγές. Παρόλα αυτά, μία αύξηση στο F_2 μειώνει το άριστο μέγεθος του χαρτοφυλακίου, επειδή μία αύξηση στο F_2 αυξάνει την οριακή χρησιμότητα της κατανάλωσης των νέων κι έτσι απομακρύνει την κατανάλωση από τους ηλικιωμένους υπέρ των νέων.

Ας θεωρήσουμε τώρα την άριστη κατανομή του χαρτοφυλακίου. Οι συνθήκες πρώτης τάξης για γ προκύπτουν παραγωγίζοντας την εξίσωση (11β) ως προς γ και θέτοντας την παράγωγο ίση με μηδέν. Έτσι:

$$Z(\gamma, r) \equiv E \left\{ \frac{R-r}{(1-\gamma)r + \gamma R} \right\} = 0 \quad (13).$$

Με τη (13), εκφράζεται το άριστο μερίδιο μετοχών, $\gamma(r)$, ως συνάρτηση του επιτοκίου δίχως κίνδυνο, r , με δεδομένο το επιτόκιο κινδύνου R . Έστω ότι

$$b_H(\Omega, r, \theta_k) = [1 - \gamma(r)] \frac{b}{1+b} (\Omega - F_1 - F_2) \quad (14) \quad \text{και}$$

$$h_H(\Omega, r, \theta_k) = \gamma(r) \frac{\beta}{1+\beta} (\Omega - F_1 - F_2) \quad (15) .$$

Έστω ότι το $V_H(\Omega, r, \theta_k)$ συμβολίζει την μεγιστοποιημένη αξία της συνάρτησης χρησιμότητας ενός καταναλωτή που συμμετέχει στο χρηματιστήριο. Αντικαθιστώντας τις άριστες τιμές των b και h από τις εξισώσεις (14) και (15) στην εξίσωση (11a) και κάνοντας αναγωγή ομοίων όρων έχουμε:

$$V_H(\Omega, r, \theta_k) = \beta \ln \beta - (1 + \beta) \ln(1 + \beta) + (1 + \beta) \ln(\Omega - F_1 - F_2) + \beta \psi(\gamma, r) \quad (16).$$

Από την μερική παραγωγή της (16) προκύπτει

$$\frac{\partial V_H(\Omega, r, \theta_k)}{\partial \Omega} = \frac{1 + \beta}{\Omega - F_1 - F_2} > 0 \quad (17a)$$

$$\frac{\partial V_H(\Omega, r, \theta_k)}{\partial r} = \beta \frac{\partial \psi(\gamma, r)}{\partial r} = \beta(1 - \gamma) E \left\{ \frac{1}{(1 - \gamma)r + \gamma R} \right\} \quad (17\beta)$$

$$\frac{\partial V_H(\Omega, r, \theta_k)}{\partial \theta_k} = 0 \quad (17c)$$

Η εξίσωση (17a) δηλώνει ότι μια αύξηση των εισοδημάτων μέσα στο χρόνο, αυξάνει τη μεγιστοποιημένη αξία της χρησιμότητας. Το εάν μια αύξηση του επιτοκίου δίχως κίνδυνο r αυξάνει ή μειώνει τη μεγιστοποιημένη χρησιμότητα, εξαρτάται από το εάν ο καταναλωτής θα επιλέξει θέση αγοράς ή πώλησης στα ομόλογα. Όπως φαίνεται στην εξίσωση (17β), ο καταναλωτής που επιλέγει θέση αγοράς σε ομόλογα έχει $(1 - \gamma) > 0$ και έτσι θα εισπράξει κέρδη από την αύξηση του r .

Ένας που επιλέγει θέση πώλησης στα ομόλογα, θα έχει $(1-\gamma) < \theta$, κι έτσι θα πληρώσει και θα υποστεί μείωση στην ευημερία του όταν τα ποσοστά επιτοκίου των ομολόγων αυξηθεί. Η εξίσωση (17c) δείχνει ότι μία αλλαγή στο θ_k αφήνει το Ω αμετάβλητο και δεν έχει καμία επίδραση στην μεγιστοποιημένη χρησιμότητα. Για παράδειγμα, μία αύξηση στο θ_k σε συνδυασμό με ίση μείωση στο θ_b αφήνει αμετάβλητο το Ω και σύμφωνα με την (17c), δεν έχει καμία επίδραση στη μεγιστοποιημένη αξία της χρησιμότητας.

4.4. Αποταμιευτές που δεν συμμετέχουν στο χρηματιστήριο

Για ένα καταναλωτή που δεν συμμετέχει στο χρηματιστήριο, οι άμεσες κρατήσεις κεφαλαίου με κίνδυνο k είναι μηδενικές, κι έτσι, οι συνολικές (έμμεσες) κρατήσεις είναι $h = \theta_k$. Με το να μη συμμετέχει στο χρηματιστήριο, ο καταναλωτής αποφεύγει το κόστος εισοδήματος F_1 και το κόστος χρησιμότητας F_2 . Σ' αυτήν την υποενότητα θα εστιάσουμε στους καταναλωτές που δεν συμμετέχουν στο χρηματιστήριο, αλλά επιλέγουν να καταναλώσουν λιγότερο από το διαθέσιμο εισόδημα $w\pi-T$. Τέτοιοι καταναλωτές επιλέγουν b για να μεγιστοποιήσουν τη χρησιμότητα τους μέσω της εξίσωσης (10), με $\delta=0$ και δεδομένους τους περιορισμούς των εξισώσεων (8) και (9), θέτοντας h ίσο με την παράμετρο θ_k . Το πρόβλημα της επιλογής τους μπορεί να γραφεί ως

$$\max_b \ln(\Omega - \theta_k - b) + bE\{\ln(br + \theta_k R)\} \quad (18)$$

Έστω ότι το $b_M(\Omega, r, \theta_k)$ δηλώνει των άριστη αξία του b για κάποιο αποταμιευτή που δεν συμμετέχει στο χρηματιστήριο (ο δείκτης M δείχνει καταναλωτή μέσου εισοδήματος). Η άριστη αξία του b για ένα καταναλωτή μέσου εισοδήματος, που αποταμιεύει αλλά δεν συμμετέχει στο χρηματιστήριο, προσδιορίζεται παραγωγίζοντας την εξίσωση (18) ως προς b και θέτοντας την παράγωγο ίση με μηδέν, έτσι:

$$\frac{1}{\Omega - \theta_k - b} = \beta r E \left\{ \frac{1}{br + \theta_k R} \right\} \quad (18\alpha)$$

Είναι χρήσιμο να ορίσουμε την ακόλουθη συνάρτηση

$$f(b, \theta_k, \Omega, r) \equiv \beta r (\Omega - \theta_k - b) E \left\{ \frac{1}{br + \theta_k R} \right\}. \quad (18\beta)$$

Ορίζουμε το b^* ως την τιμή του b που ικανοποιεί την εξίσωση $f(b^*, \theta_k, \Omega, r) = 1$, και με την προϋπόθεση ότι το b^* ικανοποιεί τις συνθήκες πρώτης τάξης στην εξίσωση (A1). Παραγωγίζοντας την $f(b^*, \theta_k, \Omega, r)$ ως προς b και θ_k και θέτοντας $b = b^*$, έχουμε

$$f(b^*, \theta_k, \Omega, r) = -\frac{1}{\Omega - \theta_k - b^*} \left[1 + \beta E \left\{ \left(\frac{(\Omega - \theta_k - b^*)r}{b^* r + \theta_k R} \right)^2 \right\} \right] < 0 \quad (18\gamma)$$

$$f(b^*, \theta_k, \Omega, r) = -\frac{1}{\Omega - \theta_k - b^*} \left[1 + \beta r E \left\{ \left(\frac{(\Omega - \theta_k - b^*)r}{b^* r + \theta_k R} \right)^2 R \right\} \right] < 0 \quad (18\delta)$$

Καθώς $f(b^*, \theta_k, \Omega, r) = \beta(\Omega - b^*) / b^*$ έχουμε

$$b_M(\Omega, r, \theta_k) = \frac{\beta}{1 + \beta} \Omega \quad (19).$$

Με βάση την (19) προκύπτει:

$$\frac{\partial b_M(\Omega, r, \theta_k)}{\partial \theta_k} \Big|_{\theta_k=0} = - \left(1 + \frac{1}{1+b} \frac{E\{R\} - r}{r} \right) = - \frac{E\left\{ \frac{R}{r} \right\} + \beta}{1 + \beta} < -1 \quad (20)$$

όπου η ανισότητα στην εξίσωση (20) προκύπτει από το γεγονός ότι το ασφάλιστρο της μετοχής $E\{R\} - r$ είναι θετικό.

Η άριστη ποσότητα ομολόγων ενός αποταμιευτή που δεν συμμετέχει στο χρηματιστήριο είναι σχετικά απλή στην περίπτωση που το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης δεν κρατά μετοχές. Αυτή η περίπτωση απεικονίζεται από το $\theta_k = 0$ και την εξίσωση (19), η οποία δείχνει ότι σ' αυτή την περίπτωση η άριστη ποσότητα ομολόγων είναι ανάλογη με τον πλούτο Ω , και ανεξάρτητη

του επιτοκίου δίχως κίνδυνο r . Έτσι μία αύξηση του πλούτου κατά 1% αυξάνει την άριστη κράτηση ομολόγων κατά $\beta/(1+\beta)$.

Για να ερμηνευτεί η μερική παράγωγος στην εξίσωση (20) είναι σημαντικό να παρατηρήσουμε ότι ο πλούτος Ω μένει σταθερός όταν το θ_k παραμένει αμετάβλητο. Υποθέτουμε ότι η αναμενόμενη απόδοση του επιτοκίου με κίνδυνο $E\{R\}$ ισούται με το επιτόκιο δίχως κίνδυνο r . Στην περίπτωση αυτή, η εξίσωση (20) δείχνει ότι αύξηση του θ_k κατά ένα δολάριο, συνοδευόμενη με μείωση στο θ_b κατά ένα δολάριο επίσης, για να διατηρήσει Ω αμετάβλητο, μειώνει την άριστη κράτηση ομολόγου κατά ένα δολάριο και έτσι το συνολικό μέγεθος του χαρτοφυλακίου είναι αμετάβλητο. Υποθέτουμε τώρα ότι το επιπλέον ποσοστό απόδοσης του κεφαλαίου με κίνδυνο ξεπερνά το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.

Σε αυτήν την περίπτωση η κατά ένα δολάριο αύξηση στο θ_k συνοδευόμενη από μια μείωση κατά ένα δολάριο επίσης στο θ_b έχει θετικό αποτέλεσμα εισοδήματος, που τονώνει την κατανάλωση και μειώνει το μέγεθος του χαρτοφυλακίου του καταναλωτή. Πιο συγκεκριμένα, αυτή η αλλαγή στο θ_k και στο θ_b αυξάνει αποτελεσματικά τις αναμενόμενες προσόδους του καταναλωτή για την δεύτερη περίοδο κατά το ασφάλιστρο της μετοχής $E\{R\}-r$, το οποίο έχει παρούσα αξία $[E\{R\}-r]/r$. Από τη στιγμή που η οριακή ροπή για κατανάλωση του νέου καταναλωτή είναι $1/(1+\beta)$, η κατανάλωση αυξάνεται κατά $\Delta_{c_M} \equiv [1/(1+\beta)][E\{R\}-r]/r$, και το συνολικό χαρτοφυλάκιο μειώνεται κατά Δ_{c_M} . Καθώς επίσης οι κρατήσεις μετοχών του καταναλωτή αυξάνονται κατά ένα δολάριο, η μείωση στις κρατήσεις των ομολόγων του είναι $1+\Delta_{c_M} = [1/(1+\beta)][E\{R\}-r]/r$, όπως φαίνεται στην εξίσωση (20).

Έστω ότι $V_M(\Omega, r, 0)$ δηλώνει τη μεγιστοποιημένη αξία της συνάρτησης χρησιμότητας για ένα αποταμιευτή που δεν συμμετέχει στο χρηματιστήριο. Υποκαθιστώντας την άριστη τιμή του b από την εξίσωση (19) στην (18) έχουμε:

$$V_M(\Omega, r, 0) = \beta \ln \beta - (1+\beta) \ln(1+\beta) + (1+\beta) \ln \Omega + \ln r \quad (21)$$

Παραγωγίζοντας την (21) έχουμε

$$\frac{\partial V_M}{\partial \Omega} = \frac{1+\beta}{\Omega} > 0 \quad (22a)$$

$$\frac{\partial V_M}{\partial r} = \frac{\beta}{r} > 0 \quad (22b)$$

Μία αύξηση του πλούτου Ω , αυξάνει τη μεγιστοποιημένη τιμή της χρησιμότητας, όπως φαίνεται στην εξίσωση (22a). Επειδή ο καταναλωτής που δεν έχει κρατήσεις κεφαλαίων με κίνδυνο, ούτε άμεσα ούτε έμμεσα, έχει θέση αγοράς στα ομόλογα, αύξηση στο επιτόκιο δίχως κίνδυνο r , αυξάνει τη μεγιστοποιημένη αξία της χρησιμότητας, όπως φαίνεται στην εξίσωση (22b).

Για να προσδιορίσουμε την επίδραση στη χρησιμότητα μίας αύξησης του θ_k , από μια μηδενική αρχική αξία, παραγωγίζουμε την (18) ως προς θ_k και ανάγουμε το αποτέλεσμα σε $b = b_M(\Omega, r, 0)$ και $\theta_k = 0$ για να λάβουμε:

$$\frac{\partial V_M}{\partial \theta_k} \Big|_{\theta_k=0} = \frac{1+\beta}{\Omega} \left[E \left\{ \frac{R}{r} - 1 \right\} \right] > 0 \quad (23)$$

Η αύξηση ενός δολαρίου στο θ_k , συνοδευόμενη με μείωση ενός δολαρίου στο θ_b , κρατά αμετάβλητο τον πλούτο Ω , αυξάνει την αναμενόμενη παρούσα αξία των μελλοντικών σε όλη τη ζωή προσόδων κατά $[E\{R\}-r]$ δολάρια. Πολλαπλασιάζοντας την αύξηση στην προσδοκώμενη παρούσα αξία με το αποτέλεσμα του Ω στο V_M , όπως φαίνεται στην εξίσωση (22a), θα έχουμε το αποτέλεσμα της μεγιστοποιημένης αξίας της χρησιμότητας που δίνεται στην εξίσωση (23).

4.5. Η απόφαση για συμμετοχή

Για τους νέους καταναλωτές που αποταμιεύουν κάποιο από το διαθέσιμο εισόδημα τους, μια σημαντική απόφαση είναι το εάν θα συμμετέχουν στο χρηματιστήριο ή όχι. Αν το όφελος από τη συμμετοχή υπερβαίνει το σταθερό κόστος, θα συμμετέχουν. Διαφορετικά, ο καταναλωτής δεν θα κρατήσει άμεσα κάποιο κεφάλαιο με κίνδυνο. Για να πάρει την απόφαση, πρέπει να συγκρίνει το $V_H(\Omega, r, \theta_k)$, που είναι η μεγιστοποιημένη αξία της χρησιμότητας αν ο καταναλωτής συμμετέχει στο χρηματιστήριο, με

το $V_M(\Omega, r, \theta_k)$, που είναι η μεγιστοποιημένη αξία της χρησιμότητας, όταν δεν συμμετέχει. Ορίζουμε ως

$$D(\Omega, r, \theta_k) \equiv V_M(\Omega, r, \theta_k) - V_M(\Omega, r, \theta_k) \quad (24)$$

Αν $D(\Omega, r, \theta_k) > 0$, ο καταναλωτής θα επιλέξει να συμμετάσχει στο χρηματιστήριο, και αν $D(\Omega, r, \theta_k) < 0$ θα επιλέξει να μη συμμετάσχει. Αν $D(\Omega, r, \theta_k) = 0$ ο καταναλωτής θα είναι αδιάφορος σχετικά με τη συμμετοχή του στο χρηματιστήριο.

Ορίζουμε την κρίσιμη αξία $\hat{\Omega}(r, \theta_k)$ ως την τιμή του Ω με δεδομένα τα r και θ_k , για τα οποία ο καταναλωτής είναι αδιάφορος σχετικά με τη συμμετοχή του στο χρηματιστήριο. Από πλευράς απεικόνισης, $\hat{\Omega}(r, \theta_k)$ ικανοποιεί $D(\hat{\Omega}(r, \theta_k), r, \theta_k) = 0$. Για να υπολογίζουμε την κρίσιμη αξία του $\hat{\Omega}$ στην περίπτωση που $\theta_k = 0$, αντικαθιστούμε τις εξισώσεις (16) και (21) στην ορισμό του $D(\hat{\Omega}, r, \theta_k)$ στην εξίσωση (24), χρησιμοποιώντας των ορισμό του $\Psi(r)$ στην εξίσωση (11β), ανάγουμε το αποτέλεσμα σε $\theta_k = 0$ και παίρνουμε

$$D(\Omega, r, 0) = (1 + \beta) \ln \left(1 - \frac{F_1 + F_2}{\Omega} \right) + \beta \Psi(r) \quad (25a)$$

όπου

$$\Psi(r) \equiv \max_r E \left\{ \ln \left[1 - \gamma + \gamma \frac{R}{r} \right] \right\} > 0 \quad (25\beta)$$

Θέτοντας το δεξιό σκέλος της (25a) ίσο με το μηδέν και λύνοντας ως προς Ω , παίρνουμε την κρίσιμη αξία του Ω που είναι

$$\hat{\Omega}(r, 0) = \frac{F_1 + F_2}{1 - \exp \left[-\frac{\beta}{1 + \beta} \Psi(r) \right]} > F_1 + F_2 > 0 \quad (26).$$

Για καταναλωτές με $\Omega < \hat{\Omega}(r, 0)$, $D < 0$, είναι η άριστη τιμή για μη συμμετοχή στο χρηματιστήριο. Για καταναλωτές με $\Omega > \hat{\Omega}(r, 0)$, $D > 0$, είναι η άριστη τιμή για συμμετοχή στο χρηματιστήριο. Θέτοντας το απλά, οι

καταναλωτές με υψηλά εισοδήματα θα συμμετέχουν στο χρηματιστήριο, ενώ εκείνοι με μεσαία και χαμηλά εισοδήματα δεν θα συμμετέχουν.

Μια αύξηση του χωρίς κίνδυνο επιτοκίου r , μειώνει τα κέρδη της επένδυσης στο χρηματιστήριο σε σχέση με την κατοχή μόνον χωρίς κίνδυνο ομολόγων και συνεπώς αυξάνει την κρίσιμη αξία $\bar{\Omega}(r,0)$. Μια αύξηση στο θ_k παρέχει κάποια από τα κέρδη της επένδυσης στο χρηματιστήριο και συνεπώς περιορίζει το όφελος της απευθείας συμμετοχής στο χρηματιστήριο σε σχέση με την κατοχή μόνο χωρίς κίνδυνο ομολόγων στο απευθείας κατεχόμενο χαρτοφυλάκιο. Επομένως, μια αύξηση στο θ_k , αυξάνει την κρίσιμη αξία $\bar{\Omega}$.

Η μόνη πηγή ανομοιογένειας μεταξύ διαφορετικών γενεών σε αυτό το μοντέλο και συνεπώς ο μόνον παράγοντας που κάνει το Ω να διαφέρει ανάμεσα σε καταναλωτές μιας δεδομένης γενιάς, είναι η μεταβολή στις επιχορηγήσεις πραγματικών μονάδων εργασίας, n . Από τη στιγμή που Ω είναι μια γραμμική συνάρτηση του n , υπάρχει μια μοναδική κρίσιμη αξία του n που την ονομάζουμε \bar{n} που διαχωρίζει τους νέους συμμετέχοντες και μη συμμετέχοντες στο χρηματιστήριο. Από τον ορισμό του Ω στην εξίσωση (8b) προκύπτει ότι:

$$\bar{n}(r,0) = \frac{1}{w}(\bar{\Omega} + T - \theta_b - \theta_k) \quad (27)$$

Νέοι καταναλωτές με $n > \bar{n}$ θα συμμετάσχουν στην αγορά με κίνδυνο κεφαλαίου και νέοι καταναλωτές με $n < \bar{n}$ δε θα συμμετάσχουν σε αυτήν την αγορά.

Για τους οποίους $\Omega = \bar{\Omega}$ (ισοδύναμα $n = \bar{n}$) είναι αδιάφοροι για τη συμμετοχή στο χρηματιστήριο. Μπορούμε να αναφέρουμε αυτούς τους καταναλωτές ως "μετακινούμενους" διότι μια μικρή αλλαγή στο r ή στο θ_k , θα αλλάξει το Ω και αυτοί οι καταναλωτές μπορεί να μεταστρέψουν τα δεδομένα συμμετοχής τους. Εστιάζοντας την προσοχή μας στην περίπτωση όπου $\theta_k = 0$ και ορίζοντας $\Delta_{\bar{b}} = b_M(\bar{\Omega}, r, 0) - b_H(\bar{\Omega}, r, 0)$ ως τη διαφορά στην κατοχή (άμεση και έμμεση) ομολόγων και $\Delta_{\bar{k}} = -h_H(\bar{\Omega}, r, 0)$ ως τη διαφορά στην κατοχή κεφαλαίου με κίνδυνο ανάμεσα σε αυτούς τους καταναλωτές που δεν

συμμετέχουν και σε αυτούς που συμμετέχουν στο χρηματιστήριο. Από τις εξισώσεις (19), (14) και (15) προκύπτει:

$$\Delta_{\hat{\delta}} = \frac{\beta}{1+\beta} [\gamma(r)\hat{\Omega} + (1-\gamma(r))(F_1 + F_2)] > 0 \quad (28) \text{ και}$$

$$\Delta_{\hat{\kappa}} = -\gamma(r) \frac{\beta}{1+\beta} (\hat{\Omega} - F_1 + F_2) < 0 \quad (29)$$

Ένας “μετακινούμενος” που επιλέγει να μη συμμετάσχει στο χρηματιστήριο, κρατά περισσότερα ομόλογα και λιγότερο κεφάλαιο με κίνδυνο από έναν “μετακινούμενο” ο οποίος επιλέγει να συμμετάσχει στο χρηματιστήριο.

Το αποτέλεσμα της απόφασης συμμετοχής στο μέγεθος του συνολικού χαρτοφυλακίου υπολογίζεται αθροίζοντας τις εξισώσεις (28) και (29) για να έχουμε:

$$\Delta_{\hat{\delta}} + \Delta_{\hat{\kappa}} = \frac{\beta}{1+\beta} (F_1 + F_2) > 0 \quad (30)$$

Όπως δείχνει η εξίσωση (30), ο καταναλωτής που επιλέγει να μη συμμετάσχει στο χρηματιστήριο έχει ένα μεγαλύτερο συνολικό χαρτοφυλάκιο στην πρώτη – αρχική περίοδο από ότι ο καταναλωτής που επιλέγει να συμμετάσχει στο χρηματιστήριο. Από τη μη συμμετοχή στο χρηματιστήριο, ο καταναλωτής αποφεύγει το σταθερό κόστος $F_1 + F_2$ και επομένως αυξάνει τη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου της πρώτης περιόδου κατά $[\beta/(1+\beta)](F_1 + F_2)$.

Βέβαια, σε όρους χρησιμότητας, η αποφυγή του σταθερού κόστους $F_1 + F_2$, η οποία αυξάνει το συνολικό μέγεθος του χαρτοφυλακίου, αντισταθμίζεται από το γεγονός ότι το ποσοστό απόδοσης του χαρτοφυλακίου είναι χαμηλότερο όταν ο καταναλωτής δεν έχει απευθείας κατοχή κεφαλαίου με κίνδυνο από όταν ο καταναλωτής συμμετέχει απευθείας στο χρηματιστήριο.

4.6. Νέοι καταναλωτές που δεν αποταμιεύουν

Νέοι καταναλωτές μπορούν να δανειστούν για να αγοράσουν κεφάλαιο με ρίσκο αλλά δεν μπορούν να δανειστούν για να χρηματοδοτήσουν κατανάλωση πάνω από το διαθέσιμο εισόδημα. Αυτός ο περιορισμός δανεισμού απεικονίζεται ως

$$c \leq wn - T \quad (31)$$

Υποθέτοντας ότι $\theta_k = 0$ και θεωρώντας έναν νέο καταναλωτή με $\Omega < \hat{\Omega}$ που σημαίνει ότι ο νέος καταναλωτής δε συμμετέχει στο χρηματιστήριο. Με την απουσία του δανειστικού περιορισμού στην εξίσωση (31), αυτός ο καταναλωτής θα καταναλώσει $[1/(1+\beta)]\Omega$. Αυτό το ποσό κατανάλωσης ξεπερνά το επιτρεπόμενο ποσό κατανάλωσης από το δανειστικό περιορισμό στην εξίσωση (31) αν $\Omega > (1+\beta)(wn - T)$ ή ισοδύναμα αν

$$\Omega < \Omega_0 \equiv \frac{1+\beta}{\beta} \theta_b \quad (32)$$

Επίσης, υποθέτουμε ότι το επίπεδο πλούτου στο οποίο ο δανειστικός περιορισμός απλά δεσμεύει, Ω_0 , είναι μικρότερο από το επίπεδο πλούτου στο οποίο οι αποταμιευτές είναι αδιάφοροι για συμμετοχή στο χρηματιστήριο, $\hat{\Omega}$. Συνεπώς, Ω_0 και $\hat{\Omega}$ προσδιορίζουν τρεις περιοχές στην κατανομή πλούτου. Καταναλωτές χαμηλού εισοδήματος έχουν Ω χαμηλότερο από Ω_0 . Αυτοί οι καταναλωτές καταναλώνουν το διαθέσιμο εισόδημά τους $wn - T$ όταν είναι νέοι και δε συμμετέχουν στο χρηματιστήριο.

Οι μέσου εισοδήματος καταναλωτές έχουν Ω υψηλότερο από Ω_0 , έτσι ώστε ο δανειστικός περιορισμός δεν είναι δεσμευτικός, αλλά μικρότερος από $\hat{\Omega}$, έτσι ώστε δε συμμετέχουν στο χρηματιστήριο. Οι υψηλού εισοδήματος καταναλωτές έχουν Ω υψηλότερο από $\hat{\Omega}$. Αυτοί αποταμιεύουν κάποιο από το διαθέσιμο εισόδημά τους και συμμετέχουν στο χρηματιστήριο.

Κεφ. Η κρίσιμη αξία που διαχωρίζει τους καταναλωτές για τους οποίους ο δανειστικός περιορισμός δεσμεύσει, από τους καταναλωτές που για τους οποίους ο περιορισμός αυτός δε δεσμεύει μπορεί να εκφραστεί σε όρους επιχορηγήσεων εργασίας. Αντικαθιστώντας $\Omega_0 \equiv \frac{1+\beta}{\beta}\theta_b$ στον ορισμό του πλούτου στην εξίσωση (8b) και με

$$\theta_k = 0, \text{ αποδίδει } n_0 \equiv \frac{1}{w} \left(T + \frac{1}{\beta} \theta_b \right). \text{ Οι νέοι καταναλωτές με } n > n_0 \text{ θα}$$

αποταμιεύσει κάποιο από το διαθέσιμο εισόδημά του.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. Η Αναζήτηση της κατάλληλης επενδυτικής επιλογής για τη σύνταξη

5.1. Η εικόνα των αποδόσεων μακροπρόθεσμα

5.1.1. Το επενδυτικό περιβάλλον

Οι αποταμιευτές που επιθυμούν σήμερα να προγραμματίσουν για τη σύνταξή τους καλούνται να λάβουν τις αποφάσεις τους και να κάνουν τις επιλογές τους σε ένα σύνθετο και πολύπλοκο περιβάλλον. Σε ένα περιβάλλον που τα τελευταία χρόνια χαρακτηρίζεται από επιτόκια με χαμηλές αποδόσεις και από χρηματιστηριακές αγορές με διακυμάνσεις, αβεβαιότητα, και την εμπιστοσύνη προς το χώρο των μετοχών να έχει γενικά κλονισθεί.

Τα επιτόκια και οι μετοχές αποτελούν τις δύο βασικές επιλογές σε ένα σκληρό που επιμένει να μη ξεκαθαρίζει τη βέλτιστη λύση, αυτήν που έχει προβάδισμα έναντι των υπολοίπων υπό τις παρούσες συνθήκες.

Η πρωτοκαθεδρία που είχαν οι μετοχές στην αντίληψη του επενδυτικού κοινού ότι μπορούν δηλαδή να προσφέρουν τις υψηλότερες αποδόσεις, έδωσε τη θέση της στον προβληματισμό και την απογοήτευση, καθώς μετά από μακρά περίοδο ευδαιμονίας ακολούθησαν οι διακυμάνσεις και η πτώση των τελευταίων χρόνων.

Στην περίπτωση της σύνταξης πάντως, οι προοπτικές καθώς αφορούν μακροχρόνιο σχεδιασμό, δεν μπορεί να είναι δέσμιες της σημερινής κατάστασης.

Κατά συνέπεια, οι επενδυτές καλούνται κατ' αρχήν να προσδιορίσουν τα επίπεδα του κινδύνου που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν για κάθε ύψος προσδοκώμενης απόδοσης, να έχουν μακροπρόθεσμη προοπτική με σταθερότητα συμπεριφοράς και να κάνουν διορθωτικές κινήσεις για την εκμετάλλευση ευκαιριών που κατά καιρούς παρουσιάζονται στις αγορές. Αξίζει να σημειωθεί, ότι από το 1932 δεν έχει υπάρξει ποτέ μια χρονική περίοδος 10 χρόνων κατά την οποία οι μετοχές να χάνουν την αξία τους. Σύμφωνα πάντως

με έρευνες, ένας μεγάλος αριθμός καταναλωτών δεν κατέχει καθόλου μετοχές παρά την υψηλή μέση απόδοση των μετοχών σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα¹⁴.

Μια από τις βασικότερες επενδυτικές αρχές αναφέρει ότι το Χρηματιστήριο είναι κατ' εξοχήν χώρος μακροπρόθεσμης τοποθέτησης χρημάτων προκειμένου να περιοριστεί ο κίνδυνος και να αυξηθεί η πιθανότητα επίτευξης του επενδυτικού στόχου. Αυτό έχει νόημα από την πλευρά της εξομάλυνσης των διακυμάνσεων με την πάροδο του χρόνου διότι διαφορετικά, στην οικονομική θεωρία δεν υπάρχει απαραίτητα σύμπτωση ανάμεσα στο χρονικό ορίζοντα κάποιου και στην ανεκτικότητα του απέναντι στον κίνδυνο.¹⁵

5.1.2. Συγκριτική προσέγγιση

Μια ορθολογική συμπεριφορά θα ήταν να εξετάσει κανείς την πορεία επιμέρους επενδυτικών επιλογών για σημαντικό χρονικό διάστημα κατά τη διάρκεια του παρελθόντος πριν λάβει τις όποιες αποφάσεις. Μέσα από τη συγκριτική αντιστοιχία μπορεί σίγουρα να αντλήσει χρήσιμες πληροφορίες και να οδηγηθεί σε πιο ασφαλή συμπεράσματα.

Ειδικότερα, ένας επενδυτής που ενδιαφέρεται για το χώρο των μετοχών δεν έχει παρά να αντιπαραβάλει τις χρηματιστηριακές αποδόσεις σε σχέση με την άλλη βασική επιλογή, τα επιτόκια και να επιβεβαιώσει ότι η συγκομιδή στην πρώτη περίπτωση είναι σημαντικά υψηλότερη μακροπρόθεσμα.

Χαρακτηριστική περίπτωση αποτελούν οι διαφορετικές κατηγορίες αμοιβαίων κεφαλαίων που αντιστοιχούν στις βασικές επιλογές που διαθέτουν σήμερα οι επενδυτές στο χώρο των κινητών αξιών. Τα διαχειρίσιμα διαθέσιμα σε βραχυπρόθεσμες καταθέσεις, τα ομολογιακά, τα μετοχικά - αμφότερα σε τοποθετήσεις συνώνυμες της επωνυμίας τους - και τα μικτά ως επιλογή εν ήδη

¹⁴ Gregory N. Mankiw and Stephen P. Zeldes, "The Consumption of Stockholders and Nonstockholders", *Journal of Financial Economics*, March 1991, 29(1), pp. 97-112.

¹⁵ Zvi Bondie, "An Analysis of Investment Advice to Retirement Plan Participants", Pension Research Council, University of Pennsylvania, p.2.

χαρτοφυλακίου. Όλες οι περιπτώσεις αφορούν την πορεία που είχαν οι κατηγορίες εσωτερικού, καθώς οι έλληνες επενδυτές εξακολουθούν πάντα κατά κύριο λόγο να προτιμούν τις εντός των συνόρων επιλογές για τα χρήματά τους. Οι αποδόσεις εκφράζονται σε μέσα επίπεδα ανά κατηγορία.¹⁶

Όπως παρατηρούμε, οι χρηματιστηριακές τοποθετήσεις όπως αυτές απεικονίζονται από τα μετοχικά εσωτερικού, όχι μόνον δεν υπερτερούν έναντι των υπολοίπων το διάστημα 1/1/1993 – 31/12/2003, αλλά βρίσκονται στην τελευταία θέση πίσω και από τα αμοιβαία που κινούνται στο χώρο των επιτοκίων. Τα μετοχικά σημείωσαν απόδοση 189,2% την περίοδο αυτή, πρώτα ήταν τα μικτά με 237,8% και ακολούθησαν τα ομολογιακά με 225,4% και τα διαχείρισης διαθεσίμων με 192%.

Με άλλα λόγια αν είχατε 1000 ευρώ στις αρχές του 1993 (δραχμές τότε), τα χρήματά σας θα ήταν 2892 με βάση τη μέση απόδοση των μετοχικών, 2920 με τα διαχείρισης διαθεσίμων, 3254 με τα ομολογιακά και 3378 με τα μικτά.

Η πραγματική αξία της απόδοσης των μετοχικών περιορίζεται μάλιστα ακόμα περισσότερο αν συνυπολογιστούν και κάποιες άλλοι παράμετροι όπως τα υψηλότερα κόστη που τα συνοδεύουν σε σχέση με τα αμοιβαία των υπόλοιπων κατηγοριών, αλλά και το υψηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου. Πρόκειται για την επιπλέον απόδοση που "απαιτούν" οι επενδυτές σε σχέση με το χώρο της σιγουριάς (επιτόκια) προκειμένου να αποδεχθούν το υψηλότερο ρίσκο που αναλαμβάνουν.

Μετά την πρώτη ανάγνωση όμως, θα πρέπει να επισημάνουμε ότι τα αποτελέσματα της σύγκρισης προκύπτουν για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα που σημαίνει ότι ανάλογα με την αφετηρία και τη διάρκεια της περιόδου τα αποτελέσματα όπως είναι φυσικό διαφέρουν. Για παράδειγμα αν η σύγκριση των επιδόσεων έληγε στα τέλη του 1999, δηλαδή στα έξι χρόνια διάρκειας, τα μετοχικά θα ήταν πρώτα στα 8621 ευρώ και με μεγάλη απόσταση από τα μικτά και βέβαια τις υπόλοιπες κατηγορίες.

Από την άλλη πλευρά, τα αποτελέσματα της σύγκρισης των αποδόσεων προκύπτουν από επιλογές διαφορετικής φιλοσοφίας, περιεχομένου και τρόπου

¹⁶ Θωμάς Κιούσης, "Η μακροπρόθεσμη πορεία των αποδόσεων", Η Καθημερινή, 29/1/2004

λειτουργίας. Από τη σιγουριά δηλαδή των επιτοκίων, περνάμε στο υψηλό ρίσκο του Χρηματιστηρίου που σημαίνει ότι υπάρχει μεν η δυνατότητα υψηλής απόδοσης αλλά πάντα είναι ανοιχτό το ενδεχόμενο για κεφαλαιακές ζημιές.

Κατά συνέπεια, παρά την πτώση και την απογοήτευση που μπορεί να υπάρχει κατά καιρούς, δε θα πρέπει να υποτιμούμε το χώρο των μετοχών. Χαρακτηριστικά αναφέρουμε ότι η απόδοση των μετοχικών στα τέλη του 1996, μετά από τέσσερα χρόνια δηλαδή, ήταν 52,7% που τα κατέτασσε και πάλι στην τελευταία θέση ανάμεσα στις επιμέρους κατηγορίες. Τα κέρδη εκτοξεύθηκαν στη συνέχεια και η ποσοστιαία μεταβολή ανήλθε στα τέλη του 1999 σε 762,1% σε σχέση με την ημερομηνία έναρξης. Η αξία των αρχικών 1000 ευρώ δηλαδή, έγινε περίπου εννέα φορές υψηλότερη και σχεδόν εξαπλασιάστηκε κατά τη διάρκεια της περιόδου 1996 – 1999.

Σε απόλυτα μεγέθη επίσης, η απόδοση του 189,2% σε 11 χρόνια μπορεί να χαρακτηριστεί ως ικανοποιητική αφού το αρχικό κεφάλαιο σχεδόν τριπλασιάστηκε. Η μέση ετήσια μεταβολή ήταν 10,4%, έναντι 10,5% των διαχείρισης διαθεσίμων, 11,6% για τα ομολογιακά και 12% για τα μικτά. Η πολύ καλή επίδοση των μικτών μαρτυρά επίσης την αξία που έχει η δημιουργία χαρτοφυλακίων με διαφορετικές επενδυτικές επιλογές και το μερίδιο των μετοχών να είναι καλά διαφοροποιημένο σε διαφορετικούς κλάδους και εταιρίες, ιδιαίτερα δε, σε περιόδους αβεβαιότητας και έντονων διακυμάνσεων όπως είναι αυτή των τελευταίων χρόνων.¹⁷

Στην πραγματικότητα, η διασπορά των επιλογών προβάλλει ως παντός καιρού και περιόδου αναγκαιότητα, ανάλογα με το εκάστοτε επενδυτικά χαρακτηριστικά όπως το προφίλ, οι ανάγκες, οι στόχοι και ο χρονικός ορίζοντας. Πλεονέκτημα των αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελεί πάντως ότι και κάθε ένα από αυτά χαρακτηρίζεται από το στοιχείο της διασποράς. Τα μετοχικά για παράδειγμα εκτός από μετοχές έχουν στο χαρτοφυλάκιό τους τοποθετήσεις κατά ένα μέρος σε επιλογές όπως ομόλογα και μετρητά

¹⁷ Θωμάς Κιούσης, "Βασικές επενδυτικές αρχές", Η Καθημερινή, 23/12/2001.

Οι διορθωτικές επενδυτικές κινήσεις μπορούν να συμβάλλουν στην ενίσχυση των αποδόσεων. Βασική προϋπόθεση για να συμβεί αυτό στο χώρο των μετοχών είναι οι επενδυτές πέρα από την υπομονή να συμβιβαστούν και με την ιδέα ότι δε θα μπορέσουν στην πραγματικότητα να εκμεταλλευθούν τα μέγιστα και ελάχιστα σημεία που προκύπτουν από τις μεταβολές στις τιμές των μετοχών. Κατά συνέπεια δε θα μπορέσουν να πωλήσουν στα υψηλότερα και να αγοράσουν στα χαμηλότερα δυνατά σημεία της πορείας που καταγράφει η χρηματιστηριακή αγορά. Μπορούν όμως να είναι “κοντά στα χρήματά τους” και, πάντα βέβαια με κάποιο ρίσκο, να προβλέψουν την τάση. Και όπως είχε πει και ο μεγάλος οικονομολόγος John Maynard Keynes, “επιτυχημένη επένδυση είναι να μπορεί κάποιος να προβλέπει τις προβλέψεις των άλλων”

5.2. Η Αλήθεια για τις μετοχές μακροπρόθεσμα

Στα πλαίσια των εναλλακτικών επιλογών από τους ιδιώτες για τη σύνταξη τους μπορούμε να σταθούμε λίγο περισσότερο στον κίνδυνο των μετοχών σε μακροχρόνιο ορίζοντα. Πολύ απλά θα μπορούσαμε κατ’ αρχήν να πούμε ότι τίποτα δεν παρέχεται ... δωρεάν για τον μακροπρόθεσμο επενδυτή. Η πιθανότητα για πτώση, είναι ατελές μέτρο του κινδύνου γιατί δε λαμβάνει καθόλου υπόψη το μέγεθος της χρηματοοικονομικής ζημιάς που θα προκαλέσει αυτή ακριβώς η πτώση. Ένα μέτρο που λαμβάνει και τα δύο υπόψη, την πιθανότητα και το μέγεθος μιας πιθανής υποχώρησης είναι το αντίτιμο που θα πλήρωνε ένας επενδυτής για να διασφαλιστεί απέναντι σε αυτό το ενδεχόμενο.

Αν οι μετοχές είχαν πράγματι μικρότερο κίνδυνο μακροπρόθεσμα, τότε το κόστος διασφάλισης για μείωση των αποδόσεων έναντι του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο θα έπρεπε να μειωθεί ως αποτέλεσμα της μεγαλύτερης διάρκειας του χρονικού ορίζοντα. Η πραγματικότητα όμως είναι διαφορετική. Τη δομή της διασφάλισης απέναντι στον κίνδυνο υποχώρησης, αντιπροσωπεύει αποτελεσματικά ένα δικαίωμα πώλησης (put option) με διάρκεια ίση με τον

επενδυτικό ορίζοντα και με τιμή εξάσκησης συνδεδεμένη με την προθεσμιακή τιμή του υποκείμενου μετοχικού χαρτοφυλακίου.

Σύμφωνα με τη θεωρία αλλά και την πρακτική, η τιμή του put απεικονίζοντας το κόστος διασφάλισης απέναντι σε μια πτώση στις τιμές των μετοχών, αυξάνει όσο επιμηκύνεται ο χρονικός ορίζοντας.

Αυτό επιβεβαιώνεται για διάρκειες έως τρία έτη εξετάζοντας τις τιμές των puts σε μεμονωμένες μετοχές και σε δεικτοποιημένα μετοχικά χαρτοφυλάκια. Το ίδιο αποτέλεσμα προκύπτει και από τα μοντέλα που χρησιμοποιούν επενδυτικές και εμπορικές τράπεζες για να τιμολογήσουν το κόστος των puts για μεγαλύτερες διάρκειες που πωλούν εξωχρηματιστηριακά (over the counter). Για πολύ μεγάλης διάρκειας puts, το κόστος αυτό κινείται μεταξύ $1/3 - 1/2$ του μετοχικού χαρτοφυλακίου το οποίο επιχειρείται να διασφαλιστεί και επομένως υπάρχει συνήθως μικρό εμπορικό ενδιαφέρον. Συμπερασματικά, υπάρχει κάποιο αλλά περιορισμένο κόστος διασφάλισης και αντιστάθμισης του κινδύνου για πτώση των μετοχικών αξιών σε μακροπρόθεσμους χρονικούς ορίζοντες.

Οι απόψεις των ειδικών

Ποια θα είναι η απόδοση των μετοχών την επόμενη δεκαετία; Είναι σύνθηρες το φαινόμενο οι ειδικοί να μη συμφωνούν και οι απόψεις τους αρκετές φορές να κινούνται σε αντίθετες κατευθύνσεις. Έτσι το ζήτημα των επιλογών από τους αποταμιευτές καθίσταται ακόμα πιο δύσκολο εξαιτίας της διχογνωμίας των ειδικών. Αν οι ειδικοί δεν μπορούν να συμφωνήσουν για τη μέση απόδοση των μετοχών για την επόμενη δεκαετία, τότε είναι λογικό να συμπεράνουμε ότι ενέχει κίνδυνο ακόμα και ένα καλά διαφοροποιημένο μετοχικό χαρτοφυλάκιο.

Μετοχές και Πληθωρισμός

Ένα ακόμα "λαϊκό ρητό" αναφέρει ότι πρέπει να επενδύουμε σε μετοχές γιατί προσφέρουν προστασία απέναντι στον πληθωρισμό. Αυτό όμως δεν ισχύει πάντα. Αρκετές περιόδους υπάρχει υψηλός πληθωρισμός και χαμηλές επιδόσεις από την πλευρά των μετοχών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6. Τα μετοχικά αμοιβαία εσωτερικού και η συσσώρευση ποσού για τη συνταξιοδότηση.

6.1. Αξιολόγηση αμοιβαίων

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστούν εμπειρικά αποτελέσματα αξιολόγησης της επίδοσης για τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν κατά κύριο λόγο στο ελληνικό χρηματιστήριο. Στόχος είναι μέσα από την εμπειρική ανάλυση να προκύψουν χρήσιμα συμπεράσματα όσον αφορά τη χρησιμοποίηση του χώρου των μετοχών εκφρασμένου μέσα από τα μετοχικά αμοιβαία, ως προορισμού της αποταμίευσης για συγκέντρωση ικανοποιητικού ποσού στη συνταξιοδότηση.

Συγκεκριμένα, τα δείγματα γραφής που αφορούν τη συσχέτιση της απόδοσης με τον κίνδυνο είναι ιδιαίτερα χρήσιμα για τους επενδυτές, καθώς με αυτό τον τρόπο διαθέτουν πιο σαφή και ολοκληρωμένη εικόνα για το τι είναι αυτό που αγοράζουν. Η εξέταση αφορά δύο μακροχρόνια διαστήματα (10ετία και 5ετία), καθώς η επιλογή του χώρου των μετοχών συνδέεται με μακροπρόθεσμο ορίζοντα και την περίοδο αυτή υπήρχε ένα αξιολογικό δείγμα μετοχικών αμοιβαίων προκειμένου να εξαχθούν πιο ασφαλή συμπεράσματα.

Τα αμοιβαία που περιλαμβάνονται στην ανάλυση είναι όσα δραστηριοποιήθηκαν καθ' όλη τη διάρκεια των δύο περιόδων αντίστοιχα. Επίσης, η επιλογή της κατηγορίας μετοχικά εσωτερικού στηρίχθηκε στο ότι αποτελούν τη πιο γνωστή και κύρια επιλογή για τους έλληνες επενδυτές που επιθυμούν να εμπιστευθούν τις αποταμιεύσεις τους αναλαμβάνοντας ρίσκο μέσα από το θεσμό των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Επίσης τα αμοιβαία κεφάλαια διεθνώς και στην Ελλάδα αποτελούν αποτελεσματική διέξοδο κατόπιν προσεκτικής εξέτασης για επενδυτές που αναζητούν μέσω αυτών χαρακτηριστικά όπως: επαγγελματική διαχείριση, ρευστότητα, διασπορά, ευελιξία και ενημέρωση.

Ταυτόχρονα τα δύο αυτά μακροχρόνια διαστήματα αποτελούν επίκαιρη προσέγγιση των χρηματιστηριακών εξελίξεων στο ΧΑΑ και περιλαμβάνουν έτη

με έντονα ανοδικές και πτωτικές μεταβολές στα επίπεδα των τιμών. Θα πρέπει να τονίσουμε βέβαια, ότι πέρα από την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων, οι επιδόσεις του παρελθόντος σε καμία περίπτωση δεν αποτελούν εγγύηση για το μέλλον, ενώ υπάρχουν πάντα και οι περιορισμοί της ανάλυσης. Για την εξαγωγή των εμπειρικών αποτελεσμάτων χρησιμοποιήθηκαν οι μεταβολές στις καθαρές τιμές των αμοιβαίων, με μηνιαίες τιμές κλεισίματος και δε λαμβάνονται υπόψη τα κόστη διάθεσης και εξαγοράς.

Πριν περάσουμε στα στοιχεία που αναφέρονται στους Πινάκες, θα γίνει επεξήγηση των μεταβλητών που χρησιμοποιήθηκαν.

6.2. Μεταβλητές

Κάνοντας τις παλινδρομήσεις μέσω του Eviews έγινε προσέγγιση των κάτωθι μεταβλητών:

- Για την προσέγγιση του συνολικού κινδύνου χρησιμοποιήθηκε η τυπική απόκλιση των αποδόσεων των μετοχικών αμοιβαίων.
- Ο Ειδικός κίνδυνος (Standard Error of regression) αποτελεί το τμήμα του κινδύνου που δεν οφείλεται στις γενικές διακυμάνσεις της χρηματιστηριακής αγοράς. Σε καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια ο κίνδυνος αυτός τείνει στο μηδέν.
- Με τη χρήση του beta έγινε η προσέγγιση του κινδύνου της αγοράς και απεικονίζει την ευαισθησία της καθαρής τιμής του μεριδίου κάθε αμοιβαίου ως προς το γενικό δείκτη του ΧΑΑ. Για παράδειγμα αν ο συντελεστής beta είναι 0,9 σημαίνει ότι το αμοιβαίο τείνει να έχει θετική ή αρνητική μεταβολή 9% για κάθε αντίστοιχη μεταβολή του γενικού δείκτη κατά 10%.
- Ο συντελεστής Άλφα είναι ένα μέτρο που συνδέει τη επίδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου με το συντελεστή beta. Θετικές τιμές του Άλφα, δείχνουν θετική συμβολή του διαχειριστή στην επίδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Όσο μεγαλύτερη και θετική η τιμή του άλφα, τόσο

καλύτερα για τον επενδυτή αλλά και για την αξιολόγηση του διαχειριστή του αμοιβαίου.

- Η στατιστική t – student του Άλφα προκύπτει από το πηλίκο του συντελεστή Άλφα με το τυπικό του σφάλμα.

$$t_a = \frac{A\lambda\phi\alpha}{S_a}$$

Το τυπικό σφάλμα του άλφα προσεγγίζει το δυνητικό σφάλμα της σημερινής εκτίμησής του. Όσο μικρότερη είναι η τιμή του τυπικού σφάλματος, τόσο ενισχύεται η εμπιστοσύνη μας για την τιμή του συντελεστή Άλφα που υπολογίσαμε.

Επομένως, στη στατιστική t – student του Άλφα, όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του t (και μεγαλύτερη του 2), τόσο ενισχύεται η εμπιστοσύνη μας για την τιμή του Άλφα. Αν η τιμή του t είναι μικρότερη του 2, τότε θεωρούμε ότι τιμή αυτή είναι στατιστικά ίση με το μηδέν.

- Αντίστοιχα έχουμε και τη στατιστική t – student του beta:

$$t_b = \frac{Beta}{S_b}. \text{ Όπως προηγουμένως, όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του } t$$

τόσο περισσότερο ενισχύεται η εμπιστοσύνη που έχουμε για την τιμή του beta. Αν η τιμή του t για ένα συντελεστή beta είναι μικρότερη του 2, τότε θεωρούμε ότι τιμή αυτή είναι στατιστικά ίση με το μηδέν.

- Το R^2 (συντελεστής προσδιορισμού) λαμβάνει τιμές ανάμεσα στο μηδέν και τη μονάδα. Είναι στατιστικό μέτρο που μετρά το ποσοστό των μεταβολών της καθαρής τιμής μεριδίου που ερμηνεύεται από τις συνολικές κινήσεις της χρηματιστηριακής αγοράς. Το R^2 επίσης, μετρά κατά πόσο το χαρτοφυλάκιο είναι τέλεια διαφοροποιημένο. Δηλαδή, αν το χαρτοφυλάκιο είναι τέλεια διαφοροποιημένο, τότε θα συσχετίζεται τέλεια με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και το R^2 θα είναι ίσο με τη μονάδα. Αυτό συμβαίνει γιατί η πλήρης διαφοροποίηση απαιτεί να μην υπάρχει καθόλου μη συστηματικός κίνδυνος και να απομένει μόνον ο συστηματικός κίνδυνος. Κατά συνέπεια, ένα πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο θα πρέπει να συσχετίζεται θετικά με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς που έχει μόνο συστηματικό κίνδυνο.

Να σημειώσουμε ότι όταν τα εξεταζόμενα χαρτοφυλάκια είναι καλά διαφοροποιημένα, τότε ως κατάλληλο μέτρο κινδύνου μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε την τυπική απόκλιση. Αν αντίθετα τα χαρτοφυλάκια δεν είναι καλά διαφοροποιημένα ή η εξέταση αφορά συγκεκριμένες μετοχές, τότε το κατάλληλο μέτρο για τον κίνδυνο είναι το β ¹⁸.

6.3. Παρουσίαση και ανάλυση αποτελεσμάτων

Στους Πίνακες 6.1. και 6.4. παρουσιάζεται η κατάταξη των αμοιβαίων που δραστηριοποιήθηκαν στις δύο περιόδους με βάση τη συνολική απόδοση. Στους ίδιους Πίνακες εμφανίζονται επίσης οι συντελεστές Άλφα και Βeta, καθώς και η στατιστική t – student του Άλφα.

Όπως παρατηρούμε από την εικόνα των αποδόσεων, τα περισσότερα μετοχικά σημείωσαν καλύτερη απόδοση από την αντίστοιχη του γενικού δείκτη. Συγκεκριμένα, στην περίοδο των 10 ετών, 9 από τα 13 μετοχικά (ποσοστό 69,2%), ξεπέρασαν το γενικό δείκτη, ενώ στην πενταετία η αντίστοιχη αναλογία ήταν 23 στα 28 αμοιβαία (82,1%).

Οι επιδόσεις επίσης στα περισσότερα αμοιβαία ήταν καλύτερες σε σχέση με τις μεταβολές που δικαιολογούσε ο κίνδυνος κάθε ενός από αυτά με βάση το β . Ειδικότερα, ο συντελεστής Άλφα ήταν θετικός που δείχνει δηλαδή θετική συμβολή του διαχειριστή στην επίδοση του αμοιβαίου για τα εννέα μετοχικά στην πενταετία και για τα 23 στην πενταετία.

Την υψηλότερη απόδοση τόσο στη δεκαετία, όσο και στην πενταετία είχε το HSBC Αναπτυξιακό. Στην πρώτη περίπτωση όπου το χρηματιστήριο κινήθηκε ανοδικά, η επίδοση του αμοιβαίου ήταν 611,96% που ήταν υπερδιπλάσια σε σχέση με το δεύτερο μετοχικό στην κατάταξη, Εγνατία Ολυμπία Αναπτυξιακό (281,44%) και σχεδόν πενταπλάσια από την αντίστοιχη μεταβολή του γενικού δείκτη. Στην πενταετία που ήταν μια πτωτική περίοδος

¹⁸ Νίκος Φίλιππας, “Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον”, Globus Invest, 1999, p. 182

για το γενικό δείκτη τιμών, το HSBC Αναπτυξιακό είχε απόδοση 40,07% και το Εγνατία Ολυμπία Αναπτυξιακό 34,97% που ήταν και πάλι δεύτερο.

Τα δύο αμοιβαία με την ίδια σειρά είχαν και του υψηλότερους συντελεστές Άλφα και τις μεγαλύτερες τιμές στο $t - student$ του Άλφα. Μάλιστα στην περίπτωση του αμοιβαίου της HSBC, το $t - student$ του Άλφα είναι μεγαλύτερο του 2 και στις δύο περιόδους, γεγονός που ενισχύει την εμπιστοσύνη μας για την τιμή του Άλφα.

Προβληματισμό δημιουργεί η κακή απόδοση κάποιων αμοιβαίων όπως το Ασπίς Μετοχών Εσωτερικού, το Γενική Μετοχικό, κλπ.

Στους Πίνακες 6.2, και 6.5. απεικονίζεται η κατάταξη των αμοιβαίων με βάση το beta και στους Πίνακες 6.3. και 6.6. με βάση το συνολικό κίνδυνο. Στην περίοδο της δεκαετίας, σε μια ανοδική όπως αναφέρθηκε αγορά. όλα τα μετοχικά είχαν beta μικρότερο από τη μονάδα του γενικού δείκτη. Γεγονός που σημαίνει ότι "κανονικά" θα έπρεπε να υπολείπονταν σε απόδοση του βασικού χρηματιστηριακού δείκτη. Τη διαφορά όπως αναφέραμε έκανε στα περισσότερα αμοιβαία ο παράγοντας Άλφα που απεικονίζει τη συμβολή του διαχειριστή.

Στην πρώτη θέση με το υψηλότερο beta βρέθηκε το ING Πειραιώς Μετοχικό, που ταυτόχρονα ήταν δεύτερο στο μέγεθος της τυπικής απόκλισης και έκτο από πλευράς απόδοσης. Το υψηλότερο συνολικό κίνδυνο είχε το Alpha Trust Αναπτυξιακό, τέταρτο σε beta, όπως και σε απόδοση. Το μικρότερο κίνδυνο από όλα τα αμοιβαία είχε το Ασπίς Μετοχών, ενώ χαμηλός ήταν ο κίνδυνος και για το HSBC Αναπτυξιακό.

Στην περίοδο της πενταετίας που ήταν μια πτωτική συνολικά περίοδος, τα beta ήταν γενικά υψηλότερα στα μετοχικά και επτά από αυτά είχαν υψηλότερο beta από το γενικό δείκτη. Στη πρώτη θέση βρέθηκε το Alpha Trust Αναπτυξιακό που κατέγραψε επίσης και τον υψηλότερο συνολικό κίνδυνο. Τον μικρότερο κίνδυνο είχε το HSBC TOP 20 Μετοχικό και ακολούθησε αμέσως μετά το Ασπίς Μετοχών.

Το R^2 (συντελεστής προσδιορισμού) κινήθηκε μεταξύ 0,77 του Alpha Trust Αναπτυξιακό και 0,95 του Δήλος Blue Chips στη δεκαετία και στην

πενταετία μεταξύ του 0,75 του International Μετοχικό και του 0,99 του Alpha Athens Index Fund.

Αξίζει πάντως να σημειωθεί ότι όλα τα αμοιβαία που δραστηριοποιούνταν την περίοδο της δεκαετίας είχαν υψηλότερο beta την περίοδο της τελευταίας πενταετίας. Με βάση τη μεταβολή του γενικού δείκτη, το σωστό θα ήταν, υψηλότερο beta την πρώτη περίοδο και χαμηλότερο στη συνέχεια. Η γενικά θετικότερη ωστόσο εικόνα των αποδόσεων σε σχέση με το βασικό δείκτη τιμών σημαίνει ότι στα περισσότερα αμοιβαία έγιναν αναδιρθώσεις χαρτοφυλακίων και επιλογές μετοχών που μπορεί να είχαν υψηλότερο κίνδυνο, συνέβαλαν όμως θετικά στο ύψος των αποδόσεων.

Στους Πίνακες 6.9. και 6.10. υπάρχει η απεικόνιση για την εξέλιξη αρχικής επένδυσης 100 € με έναρξη στα τέλη του 1993 και 1998 αντίστοιχα για κάθε ένα από τα αμοιβαία σε σχέση και με το γενικό δείκτη. Στους δύο Πίνακες φαίνεται ποια θα ήταν η αξία των χρημάτων στις 31/12/2003 με έναν ενδιάμεσο σταθμό (31/12/1999) που καταδεικνύει τη δυνατότητα που δίνει το χρηματιστήριο για γρήγορη επίτευξη των στόχων (όπου χρειάζονται πειθαρχία και άμεσες αποφάσεις) διότι ο κίνδυνος της πτώσης ... καιροφυλακτεί.

Είναι πάντως σίγουρο ότι οι διαχειριστές μπορούν να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις αν εκτιμήσουν σωστά την κατεύθυνση της αγοράς και προχωρήσουν σε ανάλογη αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου.

Η συσχέτιση της απόδοσης με τον κίνδυνο των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για τους επενδυτές, καθώς με αυτό τον τρόπο διαθέτουν πιο σαφή και ολοκληρωμένη εικόνα για το τι είναι αυτό που αγοράζουν.

Από τα εμπειρικά δεδομένα προκύπτει ότι υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις στην αξιολόγηση των μετοχικών αμοιβαίων που μπορεί να οφείλονται πέρα από την ικανότητα του διαχειριστή, δηλαδή στην αξία ή μη που προσθέτει στο χαρτοφυλάκιο και στην εκάστοτε επενδυτική φιλοσοφία και στρατηγική που μπορεί να ακολουθεί το εκάστοτε αμοιβαίο. Και τούτο παρά το γεγονός ότι ανήκουν στην ίδια κατηγορία

Για παράδειγμα, η ονοματολογία των μετοχικών αμοιβαίων δε δίνει σε αρκετές περιπτώσεις, σαφή εικόνα της επενδυτικής στρατηγικής που

ακολουθείται. Ακόμα όμως και όταν αυτό γίνεται, η κατανομή του χαρτοφυλακίου ορισμένες φορές κινείται σε αντίθετες ... κατευθύνσεις.

Στοιχείο όμως που καθιστά ακόμα πιο αναγκαίο τον επανακαθορισμό της κατηγοριοποίησης με βάση κλαδικά για παράδειγμα κριτήρια που θα καθιστούν στα μετοχικά, πιο ξεκάθαρο τον επενδυτικό σκοπό και το σημείο αναφοράς τους. Με άλλα λόγια, στην αντικειμενικότερη αξιολόγηση των διαχειριστών θα συμβάλει η ύπαρξη αξιόπιστων δεικτών αναφοράς και ο εκ των προτέρων προσδιορισμός της επενδυτικής πολιτικής του κάθε αμοιβαίου που θα ακολουθεί ένα συγκεκριμένο δείκτη.

Πίνακας 6.1. Κατάταξη Μετοχικών Α/Κ με βάση την απόδοση (31/12/1993 – 31/12/2003)

A/A	Μετοχικά Εσωτερικού	Συνολική Απόδοση (%)	alpha	beta	t-student alpha
1	HSBC Αναπτυξιακό	611,96	1,0667%	0,80	3,41
2	Εγνατία Ολυμπία Αναπτυξιακό	281,44	0,4761%	0,91	1,69
3	Alpha Μετοχικό Εσωτερικού.	208,4	0,3433%	0,86	1,03
4	Alpha Trust Αναπτυξιακό	201,68	0,3403%	0,89	0,80
5	Interamerican Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	188,2	0,2371%	0,86	1,29
6	ING PIRAEUS Μετοχικό Εσωτερικού	165,81	0,1461%	0,93	0,67
7	Omega-Sogen Invest Μετοχικό Εσωτερικού	145,5	0,1805%	0,77	0,58
8	Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	141,24	0,1338%	0,79	0,57
9	Δήλος Blue Chips	137,11	0,0529%	0,92	0,29
10	Ερμής Δυναμικό	103,65	-0,0332%	0,88	-0,12
11	Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	94,6	-0,0758%	0,85	-0,34
12	ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	44,04	-0,3025%	0,81	-1,18
13	Ασπής Μετοχών Εσωτερικού	0,11	-0,5336%	0,68	-2,23
	ΓΔΧΑ	136,12		1,00	

**Πίνακας 6.2. Κατάταξη Μετοχικών Α/Κ με βάση το beta
(31/12/1993 – 31/12/2003)**

A/A	Μετοχικά Εσωτερικού	beta	t- student beta	R- squared	ΕΙΔΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ
1	ING PIRAEUS Μετοχικό Εσωτερικού	0,93	40,26	0,93	2,36%	9,04%
2	Δήλος Blue Chips	0,92	47,51	0,95	1,97%	8,82%
3	Εγγατία Ολυμπία Αναπτυξιακό	0,91	30,20	0,89	3,07%	9,02%
4	Alpha Trust Αναπτυξιακό	0,89	19,84	0,77	4,60%	9,54%
5	Ερμής Δυναμικό	0,88	29,23	0,88	3,07%	8,78%
6	Interamerican Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	0,86	44,04	0,94	2,00%	8,31%
7	Alpha Μετοχικό Εσωτερικού.	0,86	24,09	0,83	3,64%	8,82%
8	Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	0,85	35,67	0,92	2,44%	8,34%
9	ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	0,81	29,73	0,88	2,80%	8,12%
10	HSBC Αναπτυξιακό	0,80	23,86	0,83	3,41%	8,19%
11	Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0,79	31,52	0,89	2,56%	7,83%
12	Omega-Sogen Invest Μετοχικό Εσωτ.	0,77	23,22	0,82	3,39%	7,97%
13	Ασπīs Μετοχών Εσωτερικού	0,68	26,52	0,86	2,60%	6,84%
	ΓΔΧΑ	1,00		1,00		9,37%

Πίνακας 6.3. Κατάταξη Μετοχικών Α/Κ με βάση το συνολικό κίνδυνο (31/12/1993 – 31/12/2003)

A/A	Μετοχικά Εσωτερικού	Τυπική Απόκλιση
1	Alpha Trust Αναπτυξιακό	9,54%
2	ING PIRAEUS Μετοχικό Εσωτερικού	9,04%
3	Εγνατία Ολυμπία Αναπτυξιακό	9,02%
4	Alpha Μετοχικό Εσωτερικού.	8,82%
5	Δήλος Blue Chips	8,82%
6	Ερμής Δυναμικό	8,78%
7	Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	8,34%
8	Interamerican Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	8,31%
9	HSBC Αναπτυξιακό	8,19%
10	ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	8,12%
11	Omega-Sogen Invest Μετοχικό Εσωτ.	7,97%
12	Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	7,83%
13	Ασπίς Μετοχών Εσωτερικού	6,84%
	ΓΔΧΑ	9,37%

**Πίνακας 6.4. Κατάταξη Μετοχικών Α/Κ με βάση την απόδοση
(31/12/1998 – 31/12/2003)**

A/A	Μετοχικά Εσωτερικού	Συνολική Απόδοση (%)	alpha	beta	t-student alpha
1	HSBC Αναπτυξιακό	40,07	0,8709%	0,91	2,05
2	Εγνατία Ολυμπία Αναπτυξιακό	34,97	0,8483%	0,96	1,75
3	EUROBANK Value Index Μετοχικό Εσωτερικού	33,71	0,7665%	0,91	2,02
4	Alpha Trust Υποδομών Μετοχικό Εσωτερικού	27,55	0,7966%	0,99	1,36
5	Alpha Trust Νέων Επιχειρήσεων	15,5	0,6554%	1,00	1,05
6	Omega-Sogen Invest Μετοχικό Εσωτερικού	13,8	0,5237%	0,91	1,18
7	Alpha Μετοχικό Εσωτερικού.	11,76	0,5623%	1,02	1,35
8	Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	11,2	0,4483%	0,91	1,73
9	Δήλος Υποδομής & Κατασκευών	6,48	0,3759%	0,87	1,00
10	Λαϊκή Μετοχικό Εσωτερικού	3,2	0,4663%	1,04	0,82
11	Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	-0,8	0,2755%	0,93	1,08
12	Ερμής Δυναμικό	-2,25	0,3307%	1,02	0,90
13	Metrolife Μετοχικό Εσωτερικού	-4,99	0,2856%	1,02	0,71
14	ING PIRAEUS Μετοχικό Εσωτερικού	-5,17	0,2181%	0,94	0,67
15	HSBC TOP 20 Μετοχικό Εσωτερικού	-5,65	0,1089%	0,79	0,48
16	Alpha Trust Αναπτυξιακό	-8,74	0,3035%	1,09	0,56
17	Interamerican Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	-9,26	0,1032%	0,89	0,38
18	Alpha Athens Index Fund	-9,96	0,1323%	0,98	1,53
19	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	-10,42	0,1850%	0,99	0,41
20	ATE Μετοχικό Εσωτερικού	-12,26	0,0778%	0,93	0,27
21	Allianz Μετοχών Εσωτερικού	-12,64	0,1725%	1,06	0,42
22	Δήλος Blue Chips	-13,5	0,0730%	0,96	0,27
23	Interamerican Αναπτυσσομένων Εταιριών	-15,08	0,1037%	0,99	0,21
24	Κύπρου - Ελληνικό Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	-18,7	-0,0206%	0,92	-0,04
25	ABN-AMRO Ελληνικό Αναπτυξιακό Εσωτ.	-28,22	-0,2174%	0,91	-0,42
26	International Μετοχικό Εσωτερικού	-35,86	-0,3244%	0,98	-0,52
27	Γενική Μετοχικό Εσωτερικού	-43,37	-0,5814%	1,02	-1,86
28	Ασπίς Μετοχών Εσωτερικού	-49,38	-0,8839%	0,82	-2,49
	ΓΔΧΑ	-17,31		1,00	

**Πίνακας 6.5. Κατάταξη Μετοχικών Α/Κ με βάση το beta
(31/12/1998 – 31/12/2003)**

A/A	Μετοχικά Εσωτερικού	beta	t-student beta	R-squared	ΕΙΔΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ	ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ
1	Alpha Trust Αναπτυξιακό	1,09	16,94	0,83	4,20%	10,16%
2	Allianz Μετοχών Εσωτερικού	1,06	21,89	0,89	3,16%	9,53%
3	Λαϊκή Μετοχικό Εσωτερικού	1,04	15,50	0,81	4,39%	9,88%
4	Alpha Μετοχικό Εσωτερικού.	1,02	20,83	0,88	3,21%	9,28%
5	Ερμής Δυναμικό	1,02	23,56	0,91	2,84%	9,15%
6	Γενική Μετοχικό Εσωτερικού	1,02	27,60	0,93	2,42%	9,02%
7	Metrolife Μετοχικό Εσωτερικού	1,02	21,32	0,89	3,13%	9,22%
8	Alpha Trust Νέων Επιχειρήσεων	1,00	13,46	0,76	4,84%	9,75%
9	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,99	18,66	0,86	3,47%	9,11%
10	Alpha Trust Υποδομών Μετοχικό Εσωτ.	0,99	14,23	0,78	4,55%	9,55%
11	Interamerican Αναπτυσσομένων Εταιριών	0,99	16,53	0,82	3,90%	9,24%
12	International Μετοχικό Εσωτερικού	0,98	13,25	0,75	4,86%	9,66%
13	Alpha Athens Index Fund	0,98	95,99	0,99	0,67%	8,40%
14	Δήλος Blue Chips	0,96	29,55	0,94	2,13%	8,47%
15	Εγνατία Ολυμπία Αναπτυξιακό	0,96	16,63	0,83	3,77%	8,96%
16	ING PIRAEUS Μετοχικό Εσωτερικού	0,94	24,14	0,91	2,54%	8,36%
17	Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	0,93	30,87	0,94	1,98%	8,19%
18	ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	0,93	27,60	0,93	2,20%	8,20%
19	Κύπρου - Ελληνικό Δυναμικό Μετοχικό Εσ.	0,92	16,44	0,82	3,65%	8,60%
20	HSBC Αναπτυξιακό	0,91	18,13	0,85	3,30%	8,44%
21	ABN-AMRO Ελληνικό Αναπτυξιακό Εσωτ.	0,91	14,83	0,79	4,03%	8,74%
22	Omega-Sogen Invest Μετοχικό Εσ.	0,91	17,19	0,84	3,45%	8,44%
23	Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0,91	29,54	0,94	2,01%	7,97%
24	EUROBANK Value Index Μετοχικό Εσωτ.	0,91	20,11	0,87	2,95%	8,25%
25	Interamerican Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	0,89	27,86	0,93	2,08%	7,82%
26	Δήλος Υποδομής & Κατασκευών	0,87	19,37	0,87	2,92%	7,93%
27	Ασπς Μετοχών Εσωτερικού	0,82	19,50	0,87	2,75%	7,48%
28	HSBC TOP 20 Μετοχικό Εσωτερικού	0,79	29,33	0,94	1,76%	6,94%
	ΓΔΧΑ	1,00		1,00		8,51%

Πίνακας 6.6. Κατάταξη Μετοχικών Α/Κ με βάση το συνολικό κίνδυνο (31/12/1998 – 31/12/2003)

A/A	Μετοχικά Εσωτερικού	ΣΥΝΟΛΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ
1	Alpha Trust Αναπτυξιακό	10,16%
2	Λαϊκή Μετοχικό Εσωτερικού	9,88%
3	Alpha Trust Νέων Επιχειρήσεων	9,75%
4	International Μετοχικό Εσωτερικού	9,66%
5	Alpha Trust Υποδομών Μετοχικό Εσωτ.	9,55%
6	Allianz Μετοχών Εσωτερικού	9,53%
7	Alpha Μετοχικό Εσωτερικού.	9,28%
8	Interamerican Αναπτυσσομένων Εταιριών	9,24%
9	Metrolife Μετοχικό Εσωτερικού	9,22%
10	Ερμής Δυναμικό	9,15%
11	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	9,11%
12	Γενική Μετοχικό Εσωτερικού	9,02%
13	Εγνατία Ολυμπία Αναπτυξιακό	8,96%
14	ABN-AMRO Ελληνικό Αναπτυξιακό Εσωτ.	8,74%
15	Κύπρου - Ελληνικό Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	8,60%
16	Δήλος Blue Chips	8,47%
17	HSBC Αναπτυξιακό	8,44%
18	Omega-Sogen Invest Μετοχικό Εσωτερικού	8,44%
19	Alpha Athens Index Fund	8,40%
20	ING PIRAEUS Μετοχικό Εσωτερικού	8,36%
21	EUROBANK Value Index Μετοχικό Εσωτ.	8,25%
22	ATE Μετοχικό Εσωτερικού	8,20%
23	Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	8,19%
24	Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	7,97%
25	Δήλος Υποδομής & Κατασκευών	7,93%
26	Interamerican Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	7,82%
27	Ασπίς Μετοχών Εσωτερικού	7,48%
28	HSBC TOP 20 Μετοχικό Εσωτερικού	6,94%
	ΓΔΧΑ	8,51%

Πίνακας 6.7. ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ (1993 – 2003)

Μετοχικά Εσωτερικού	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Παρατηρήσεις
HSBC Αναπτυξιακό	1,97%	1,31%	31,77%	-17,24%	8,19%	120
Εγνατία Ολυμπία Αναπτυξιακό	1,50%	0,18%	36,06%	-16,89%	9,02%	120
Alpha Trust Αναπτυξιακό	1,35%	0,56%	42,79%	-23,27%	9,54%	120
Alpha Μετοχικό Εσωτερικού.	1,32%	0,56%	30,52%	-20,21%	8,82%	120
Interamerican Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	1,21%	0,56%	36,82%	-20,08%	8,31%	120
ING PIRAEUS Μετοχικό Εσωτερικού	1,20%	0,21%	40,84%	-21,13%	9,04%	120
Δήλος Blue Chips	1,09%	0,27%	32,82%	-20,41%	8,82%	120
Omega-Sogen Invest Μετοχικό Εσωτερικού	1,05%	0,07%	30,40%	-16,67%	7,97%	120
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	1,03%	0,58%	32,26%	-18,45%	7,83%	120
Ερμής Δυναμικό	0,96%	0,21%	33,05%	-20,21%	8,78%	120
Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	0,89%	0,30%	30,41%	-17,72%	8,34%	120
ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	0,62%	0,03%	33,50%	-19,11%	8,12%	120
Ασπς Μετοχών Εσωτερικού	0,23%	0,21%	20,78%	-18,58%	6,84%	120
ΓΔΧΑ	1,13%	0,37%	41,33%	-22,23%	9,37%	120

Πίνακας 6.8. ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ (1998 – 2003)

Μετοχικά Εσωτερικού	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Παρατηρήσεις
HSBC Αναπτυξιακό	0,91%	1,00%	26,07%	-17,24%	8,44%	60
Εγνατία Ολυμπία Αναπτυξιακό	0,89%	0,23%	29,20%	-16,89%	8,96%	60
Alpha Trust Υποδομών Μετοχικό Εσωτερικού	0,84%	-0,78%	34,07%	-21,22%	9,55%	60
EUROBANK Value Index Μετοχικό Εσωτερικού	0,80%	0,26%	34,42%	-15,28%	8,25%	60
Alpha Trust Νέων Επιχειρήσεων	0,69%	-0,24%	33,55%	-21,94%	9,75%	60
Alpha Μετοχικό Εσωτερικού.	0,60%	0,13%	25,96%	-20,21%	9,28%	60
Omega-Sogen Invest Μετοχικό Εσωτερικού	0,56%	0,20%	28,44%	-16,67%	8,44%	60
Λαϊκή Μετοχικό Εσωτερικού	0,51%	-0,54%	41,16%	-18,58%	9,88%	60
Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	0,48%	0,05%	26,33%	-18,45%	7,97%	60
Δήλος Υποδομής & Κατασκευών	0,41%	-0,22%	24,40%	-14,59%	7,93%	60
Ερμής Δυναμικό	0,37%	-0,08%	24,94%	-20,21%	9,15%	60
Alpha Trust Αναπτυξιακό	0,35%	1,06%	32,49%	-23,27%	10,16%	60
Metrolife Μετοχικό Εσωτερικού	0,33%	-0,64%	28,96%	-17,94%	9,22%	60
Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	0,31%	0,13%	24,60%	-17,37%	8,19%	60
ING PIRAEUS Μετοχικό Εσωτερικού	0,25%	-0,55%	25,26%	-21,13%	8,36%	60
Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	0,22%	0,50%	24,30%	-20,74%	9,11%	60
Allianz Μετοχών Εσωτερικού	0,21%	-0,75%	30,80%	-20,91%	9,53%	60
Alpha Athens Index Fund	0,17%	-0,20%	20,73%	-18,78%	8,40%	60
Interamerican Αναπτυσσομένων Ετ.	0,14%	0,65%	30,22%	-21,31%	9,24%	60
HSBC TOP 20 Μετοχικό Εσωτερικού	0,14%	0,02%	16,70%	-14,98%	6,94%	60
Interamerican Δυναμικό Μετοχικό Εσ.	0,14%	0,18%	24,09%	-20,08%	7,82%	60
ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	0,11%	-0,24%	22,31%	-19,11%	8,20%	60
Δήλος Blue Chips	0,11%	-0,91%	24,29%	-20,41%	8,47%	60
Κύπρου - Ελληνικό Δυναμικό Μετοχ.	0,02%	-1,02%	27,03%	-16,42%	8,60%	60
ABN-AMRO Ελληνικό Αναπτυξιακό Εσ.	-0,18%	-0,26%	30,22%	-20,22%	8,74%	60
International Μετοχικό Εσωτερικού	-0,29%	-0,69%	31,40%	-18,53%	9,66%	60
Γενική Μετοχικό Εσωτερικού	-0,54%	-0,73%	23,03%	-21,29%	9,02%	60
Ασπίς Μετοχών Εσωτερικού	-0,85%	-1,10%	20,78%	-18,58%	7,48%	60
ΓΔΧΑ	0,04%	-0,27%	19,80%	-19,41%	8,51%	60

Πίνακας 6.9. Η πορεία 100 € με ημερομηνία έναρξης 31/12/1993

A/A	Μετοχικά Εσωτερικού	31/12/1999	31/12/2003
1	HSBC Αναπτυξιακό	1473.72	711.96
2	Εγνατία Ολυμπία Αναπτυξιακό	854.71	381.44
3	Αίφα Μετοχικό Εσωτερικού.	812.7	308.4
4	Αίφα Trust Αναπτυξιακό	1096.9	301.66
5	Interamerican Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	753.44	288.2
6	ING PIRAEUS Μετοχικό Εσωτερικού	699.35	265.81
7	Omega-Sogen Invest Μετοχικό Εσωτερικού	557.25	245.5
8	Αίφα Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	523.07	241.24
9	Δήλος Blue Chips	657.48	237.11
10	Ερμής Δυναμικό	575.93	203.65
11	Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	472.26	194.6
12	ΑΤΕ Μετοχικό Εσωτερικού	379.83	144.04
13	Ασπίς Μετοχών Εσωτερικού	420.02	100.11
	ΓΔΧΑ	577.38	236.12

Πίνακας 6.10. Η πορεία 100 € με ημερομηνία έναρξης 31/12/1998

A/A	Μετοχικά Εσωτερικού	31/12/1999	31/12/2003
1	HSBC Αναπτυξιακό	289.94	140.07
2	Εγνατία Ολυμπία Αναπτυξιακό	302.42	134.97
3	EUROBANK Value Index Μετοχικό Εσωτερικού	257.12	133.71
4	Alpha Trust Υποδομών Μετοχικό Εσωτερικού	327.16	127.55
5	Alpha Trust Νέων Επιχειρήσεων	345.03	115.50
6	Omega-Sogen Invest Μετοχικό Εσωτερικού	258.30	113.80
7	Alpha Μετοχικό Εσωτερικού.	294.53	111.76
8	Alpha Blue Chips Μετοχικό Εσωτερικού	241.1	111.2
9	Δήλος Υποδομής & Κατασκευών	245.11	106.48
10	Λαϊκή Μετοχικό Εσωτερικού	335.68	103.20
11	Ευρωπαϊκή Πίστη Αναπτυξιακό	240.74	99.20
12	Ερμής Δυναμικό	276.44	97.75
13	Metrolife Μετοχικό Εσωτερικού	267.43	95.01
14	ING PIRAEUS Μετοχικό Εσωτερικού	249.50	94.83
15	HSBC TOP 20 Μετοχικό Εσωτερικού	166.15	94.35
16	Alpha Trust Αναπτυξιακό	331.85	91.26
17	Interamerican Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	237.22	90.74
18	Alpha Athens Index Fund	212.54	90.04
19	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	230.78	89.58
20	ATE Μετοχικό Εσωτερικού	231.37	87.74
21	Allianz Μετοχών Εσωτερικού	273.58	87.36
22	Δήλος Blue Chips	239.85	86.50
23	Interamerican Αναπτυσσομένων Εταιριών	286.37	84.92
24	Κύπρου - Ελληνικό Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	239.25	81.30
25	ABN-AMRO Ελληνικό Αναπτυξιακό Εσωτ.	241.33	71.78
26	International Μετοχικό Εσωτερικού	235.64	64.14
27	Γενική Μετοχικό Εσωτερικού	243.74	56.63
28	Ασπής Μετοχών Εσωτερικού	212.38	50.62
	ΓΔΧΑ	202.19	82.69

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Το θέμα της σύνταξης αποτελεί σημαντικό πρόβλημα που καλούνται να αντιμετωπίσουν οι πολίτες των ανεπτυγμένων χωρών, πολύ περισσότερο δε, από τη στιγμή που τα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης φαίνονται αδύναμα να εξασφαλίσουν βιοτικό επίπεδο αντίστοιχο με αυτό που απορρέει από τα εισοδήματα κατά τη διάρκεια του εργάσιμου βίου. Πρόβλημα που ταυτόχρονα μας αφορά όλους και που δε θα πρέπει να παραβλέπουμε καθώς πέραν των άλλων, για την κοινωνική ασφάλιση καταβάλλουμε φόρους, εισφορές και κρατήσεις που σε αρκετές περιπτώσεις φτάνουν ή και ξεπερνούν το 30% του εισοδήματος.

Οι αποφάσεις για ικανοποιητική σύνταξη περνούν κατά συνέπεια όλο και περισσότερο σε επίπεδο ατομικών επιλογών με ανάπτυξη πιο πολλών και ταυτόχρονα πιο πολύπλοκων δυνατοτήτων όπως σε αρκετές χώρες είναι η συμμετοχή σε ιδιωτικά κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά ταμεία, αλλά και η ατομική πρωτοβουλία με προϊόντα ασφαλιστικά, κεφαλαιαγοράς και χρηματαγοράς. Ο σωστός σχεδιασμός και οι κατάλληλες επενδυτικές αποφάσεις αποτελούν βασικούς παράγοντες για την επίτευξη του στόχου της άνετης ζωής και του επιθυμητού βιοτικού επιπέδου κατά τη διάρκεια της συνταξιοδότησης.

Οι αποταμιευτές που επιθυμούν να προγραμματίσουν για τη σύνταξη τους καλούνται όμως να λάβουν τις αποφάσεις τους και να κάνουν τις επιλογές τους σε ένα περιβάλλον που οι δύο βασικές επιλογές που διαθέτουν, σήμερα χαρακτηρίζονται από επιτόκια με μηδενικές αποδόσεις και από χρηματιστηριακές αγορές, η εμπιστοσύνη προς τις οποίες έχει γενικά κλονισθεί. Στην περίπτωση της σύνταξης πάντως, οι προοπτικές δεν μπορεί να είναι δέσμιες της σημερινής κατάστασης καθώς αφορούν μακροχρόνιο σχεδιασμό.

Οι επενδύσεις άλλωστε πραγματοποιούνται πάντα με γνώμονα το αύριο και όχι το σήμερα. Οι τρέχουσες ανάγκες μπορούν να ικανοποιηθούν με χρήματα που κατευθύνονται σε απλά προϊόντα της χρηματαγοράς όπως είναι οι καταθέσεις και τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων.

Στο πλαίσιο αυτό, ο χρόνος αποτελεί τον καλύτερο σύμμαχο για έναν επενδυτή, καθώς χρειάζεται χρόνο, αντοχή και υπομονή για να ξεπεράσει για παράδειγμα τις επιπτώσεις μιας πτωτικής αγοράς. Για το λόγο αυτό, κάποιοι αναλυτές προτείνουν στους επενδυτές να μην αγοράζουν μετοχές σαν μέσα αποταμίευσης, αν θα χρειαστούν τα χρήματά τους μέσα στα επόμενα πέντε χρόνια. Απ' την άλλη πλευρά, ξεκινώντας από το 1932, δεν έχει υπάρξει ποτέ μια χρονική περίοδος 10 χρόνων κατά την οποία μετοχές να χάνουν την αξία τους. Επομένως, με μακρινούς χρονικούς ορίζοντες, μια τέτοια επένδυση είναι δυνατό να αποφέρει μεγαλύτερες αποδόσεις απ' ότι για παράδειγμα οι παραδοσιακοί λογαριασμοί ταμειυτηρίου.

Βέβαια, οι αποφάσεις των ιδιωτών – καταναλωτών ανάμεσα σε κατανάλωση και αποταμίευση και στη συνέχεια οι επιλογές που θα κάνουν για να ικανοποιήσουν το στόχο της σύνταξης εξαρτάται από διάφορους παράγοντες με χαρακτηριστική περίπτωση το ύψος του εισοδήματος και την ηλικία..

Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια αποτελούν χαρακτηριστικό παράδειγμα επιλογής για όσους επιθυμούν να ικανοποιήσουν την ανάγκη συγκέντρωσης ενός ικανοποιητικού ποσού για τη σύνταξη, στηριζόμενοι στο μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα της επιλογής και αναλαμβάνοντας ρίσκο για τα χρήματά τους. Παράλληλα αποτέλεσαν τα τελευταία χρόνια βασικό προσορισμό τόσο στην Ελλάδα όσο και παγκοσμίως για όσους επεδίωξαν καλύτερες αποδόσεις για τα χρήματά τους.

Πριν γίνει όμως η όποια επιλογή αμοιβαίου (ων), απαιτείται να υπάρχει πλήρης και αξιόπιστη πληροφόρηση. Η συσχέτιση της απόδοσης με τον κίνδυνο είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για τους επενδυτές, καθώς με αυτό τον τρόπο αποκτούν πιο σαφή και ολοκληρωμένη εικόνα για το τι είναι αυτό που αγοράζουν.

Από την ανάλυση των μετοχικών αμοιβαίων που έγινε, προέκυψε ότι κάποια από αυτά ικανοποίησαν και με το παραπάνω στόχους όπως αυτός της συνταξιοδότησης με την απόδοση που σημείωσαν και το επίπεδο αλλά και τη διαχείριση του κινδύνου στον οποίο εξέθεσαν τους επενδυτές.

Υπό αυτό το πρίσμα είναι ιδιαίτερα σημαντική η αξία του σωστού σχεδιασμού και ο σαφής προσδιορισμός του στόχου για τη συνταξιοδότηση που να συμβαδίζει με τα εκάστοτε δεδομένα.. Άλλωστε για να υπάρχουν βάσιμες προσδοκίες εκπλήρωσης, ένας στόχος πρέπει να είναι εφικτός, ρεαλιστικός, μετρήσιμος και χρονικά προσδιορισμένος. Στην περίπτωση των μετοχικών αμοιβαίων οι ενδιαφερόμενοι ιδιώτες θα μπορούσαν υπό αυτές τις προϋποθέσεις, να επιλέξει προσεκτικά, αμοιβαίο(α) και όταν κατά τη διάρκεια της περιόδου επένδυσης προσεγγιστεί ο στόχος του επιθυμητού ποσού για τη σύνταξη, να διαφυλάξουν στη συνέχεια τα χρήματά τους από μελλοντικές διακυμάνσεις, καθώς όπως προκύπτει και από τους σχετικούς Πίνακες,, πάντα καιροφυλακτεί το ενδεχόμενο πτωτικής αγοράς. Στην περίπτωση αυτή ίσως χρειαστεί αρκετός χρόνος για να ξεπεραστούν οι επιπτώσεις μιας πτωτικής αγοράς.

Το παρελθόν διδάσκει, χωρίς να σημαίνει βέβαια ότι η ιστορία επαναλαμβάνεται με τον ίδιο τρόπο. Όσον αφορά τα μετοχικά αμοιβαία εσωτερικού, είναι σίγουρο ότι απαιτείται προσεκτική αξιολόγηση πριν τις όποιες επιλογές. Οι επιδόσεις και η συμπεριφορά των μετοχικών αμοιβαίων πάντως, διαφέρουν ανάλογα με την εξεταζόμενη περίοδο, καθώς και την εκάστοτε επενδυτική φιλοσοφία και στρατηγική που μπορεί να δικαιολογούν τις διαφοροποιήσεις στην αξιολόγηση.

Ο συνδυασμός πάντως απόδοσης και κινδύνου αποτελεί ένδειξη της συνέπειας στη διαχείριση της ΑΕΔΑΚ στην οποία απευθύνεται ο μεριδιούχος. Γεγονός με μεγάλη σημασία, ιδιαίτερα όταν πρόκειται για ικανοποίηση "ιερών" στόχων όπως αυτός της συνταξιοδότησης.

Ιδιωτικά κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά ταμεία

Τα προβλήματα της κοινωνικής ασφάλισης οδήγησαν πολλές χώρες στην ενίσχυση των ιδιωτικών ασφαλιστικών ταμείων. Την τελευταία δεκαετία έχει σημειωθεί μια θεαματική αύξηση του ενεργητικού που διαχειρίζονται τα συνταξιοδοτικά ταμεία. Συγκεκριμένα, αυξήθηκαν στις χώρες του ΟΟΣΑ από 3,7 τρισ. δολάρια στο τέλος του 1990 σε 10 τρισ. δολάρια στο τέλος του 1998.

Με το σύστημα των ιδιωτικών ασφαλιστικών ταμείων, οι εισφορές των εργαζομένων κατά τη διάρκεια του εργασίου βίου (και των εργοδοτών) πληρώνονται και συγκεντρώνονται σε ένα ταμείο που διαμορφώνει και διαχειρίζεται ένα χαρτοφυλάκιο. Μετά τη συνταξιοδότηση, αυτές οι εισφορές μαζί με τις αποδόσεις των χρημάτων αυτών λειτουργούν ως μια πρόσθετη πηγή εισοδημάτων, επιπλέον της παρεχόμενης συντάξεως από το Δημόσιο.

Όσο μικρότερο είναι το επίπεδο των επιδομάτων από την κοινωνική ασφάλιση, τόσο μεγαλύτερη αξία αποκτά η ιδιωτική σύνταξη. Δεν είναι τυχαίο ότι σε χώρες όπως το Ηνωμένο Βασίλειο και οι Ηνωμένες Πολιτείες η ιδιωτική ασφάλιση είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη. Για παράδειγμα στο Ηνωμένο Βασίλειο τα υπό διαχείριση στοιχεία του ενεργητικού των συνταξιοδοτικών ταμείων προσεγγίζουν το 75% του ΑΕΠ, Αντίθετα στην Ηπειρωτική Ευρώπη με εξαίρεση την Ελβετία (110% του ΑΕΠ) και την Ολλανδία (90% του ΑΕΠ) η ιδιωτική ασφάλιση είναι πολύ λιγότερο αναπτυγμένη

Πλεονεκτήματα των κεφαλαιοποιητικών ιδιωτικών συνταξιοδοτικών ταμείων έναντι του διανεμητικού συστήματος

Το σημαντικότερο πλεονέκτημα των κεφαλαιοποιητικών συνταξιοδοτικών ταμείων είναι ότι δεν αποθαρρύνουν την αποταμίευση. Έτσι, σημαντικό όφελος από την ανάπτυξη της ιδιωτικής ασφάλισης είναι η αύξηση του ποσοστού της εθνικής αποταμιεύσεως, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει

σε ενίσχυση της επενδυτικής πρωτοβουλίας και επακόλουθα του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης. Σε πολλές χώρες που ενστερνίστηκαν το ανώτερο σκεπτικό, η ενίσχυση της ιδιωτικής ασφαλίσεως αποτέλεσε το μέσο για την επίτευξη αυτού του στρατηγικού στόχου.

Ένα δεύτερο πλεονέκτημα του συστήματος ιδιωτικής ασφαλίσεως σε προσωπικό επίπεδο είναι ότι το σύστημα προσαρμόζεται περισσότερο ομαλά στις δημογραφικές αλλαγές κινούμενο ταχύτερα προς μια νέα ισορροπία. Ας υποθέσουμε μια επιβάρυνση του συστήματος λόγω αύξησεως της προσδοκώμενης διάρκειας ζωής στον πληθυσμό. Οι συνταξιούχοι θα αντιδράσουν διανέμοντας το κεφάλαιό τους σε μεγαλύτερη χρονική περίοδο (με συνέπεια τη μείωση των ετήσιων εισοδημάτων τους) και οι εργαζόμενοι θα χρειαστεί να αποκτήσουν μεγαλύτερα κεφάλαια (με περισσότερη εργασία ή μεγαλύτερη αποταμίευση).

Έτσι, το ετήσιο εισόδημα των συνταξιούχων μειώνεται αλλά σε μικρότερο βαθμό από όσο μεγαλώνει η μέση διάρκεια ζωής, αφού η αυξημένη ζήτηση του ενεργού πληθυσμού για μετοχικό κεφάλαιο ή ομόλογα θα αυξήσει την αξία των κεφαλαίων που έχουν στη διάθεσή τους οι συνταξιούχοι. Ένα μέρος της αύξησεως των τιμών των μετοχών στις ΗΠΑ ερμηνεύεται (εκτός από την προεξόφληση της μελλοντικής κερδοφορίας των εταιριών της νέας οικονομίας) και από την αυξημένη ζήτηση του ενεργού πληθυσμού για την απόκτηση κεφαλαίων που θα χρηματοδοτήσουν τα γηρατεία τους. Ουσιαστικά αναφερόμαστε στο φαινόμενο της αύξησεως των υπό διαχείριση στοιχείων ενεργητικού των συνταξιοδοτικών και ασφαλιστικών ταμείων.

Τέλος, το σύστημα των χρηματοδοτούμενων συνταξιοδοτικών ταμείων δεν παρακινεί τα άτομα να υποκαθιστούν την εργασία με σχόλη και συνεπώς το συνολικό προϊόν στην οικονομία είναι υψηλότερο από εκείνο που βασιζόταν στα συστήματα διανεμητικού τύπου (PAYG). Ορισμένοι συνδέουν το επιχείρημα αυτό με τη χαμηλότερη ανεργία, το υψηλότερο προϊόν και την ισχυρότερη επιχειρηματικότητα στον τομέα της νέας οικονομίας των ΗΠΑ έναντι της Ευρώπης. Από την άλλη πλευρά μπορεί κανείς να παρατηρήσει ένα μειονέκτημα της ιδιωτικής ασφαλίσεως. Το ύψος των εισοδημάτων μετά τη συνταξιοδότηση είναι συνάρτηση της ικανότητας των ατόμων να

Ηνωμένες Πολιτείες αντίστοιχα. Η τάση της διακρατήσεως μετοχών ήταν εντονότερη στη Βόρεια Αμερική και το Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ στην Ηπειρωτική Ευρώπη και τη λεκάνη του Ειρηνικού ήταν μικρότερη.

Τα χαρτοφυλάκια των συνταξιοδοτικών ταμείων είναι ως επί το πλείστον προσανατολισμένα σε εγχώριες τοποθετήσεις. Τα τελευταία χρόνια έχουν, ωστόσο, κάνει κάποια βήματα διασυννοριακών επενδύσεων. Το Βέλγιο, η Ολλανδία και το Ηνωμένο Βασίλειο είναι οι χώρες όπου τα συνταξιοδοτικά ταμεία παρουσιάζουν υψηλή έκθεση στις διεθνείς αγορές. Η τάση, πάντως, των συνταξιοδοτικών ταμείων να επενδύουν κυρίως στην εγχώρια αγορά συνδέεται και με το εποπτικό ρυθμιστικό πλαίσιο, που επιβάλλει οι υποχρεώσεις τους σε ένα νόμισμα να αντισταθμίζονται από τις απαιτήσεις τους στο ίδιο νόμισμα, ώστε να περιορίζεται ο συναλλαγματικός κίνδυνος.

Υπό αυτή την έννοια, η εισαγωγή του ευρώ θα διευρύνει τον επενδυτικό ορίζοντα των περισσότερων Ευρωπαίων διαχειριστών συνταξιοδοτικών ταμείων. Ήδη, στις 11 Οκτωβρίου του 2000 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφάσισε την εφαρμογή οδηγίας για την άρση των περιορισμών χαρτοφυλακίου στις επενδύσεις των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών ταμείων ως ένα ακόμη βήμα για την ενοποίηση των αγορών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και των κεφαλαιαγορών.

Η ανάπτυξη των συνταξιοδοτικών ταμείων θα έχει σημαντική επίδραση όχι μόνο στο μέγεθος αλλά και στη διάρθρωση των κεφαλαιαγορών. Τούτο είναι αποτέλεσμα της διαχείρισεως των αποταμιεύσεων από θεσμικούς επενδυτές που σημαίνει ότι τα χρεόγραφα διακρατούνται σε ολοένα μεγαλύτερο βαθμό από τους καλύτερους ενημερωμένους επενδυτές, οι αποφάσεις των οποίων λαμβάνονται συγκρίνοντας αποκλειστικά τις διαφορές των αποδόσεων.

Ο ανταγωνισμός για το μερίδιο αγοράς στην παροχή ασφαλιστικών συνταξιοδοτικών υπηρεσιών αναμένεται να ενταθεί μεταξύ των παραδοσιακών εταιριών του κλάδου, των ασφαλιστικών εταιριών, των τραπεζικών ιδρυμάτων και άλλων ενδιάμεσων χρηματοοικονομικών οργανισμών όπως τα αμοιβαία κεφάλαια. Οι οργανισμοί με ισχυρά δίκτυα διανομής (υποκαταστημάτων ή άλλων ηλεκτρονικών καναλιών) θα βρεθούν με ένα σημαντικό ανταγωνιστικό

πλεονέκτημα αναλαμβάνοντας να διαχειριστούν ένα πρόσθετο τμήμα περιουσιακών στοιχείων της πελατείας.

Αποταμιευτικοί / Συνταξιοδοτικοί Λογαριασμοί

Αρκετές χώρες διαθέτουν συστήματα για την ενθάρρυνση των αποταμιεύσεων. Οι ατομικοί συνταξιοδοτικοί λογαριασμοί αποτελούν το πιο συνηθισμένο από αυτά. Σε αυτούς ένα τμήμα από το εισόδημα των εργαζομένων / ασφαλισμένων διοχετεύεται σε μακροπρόθεσμους λογαριασμούς για την αντιμετώπιση κινδύνων όπως: ατύχημα, ανεργία, νοσοκομειακή περίθαλψη, γήρας, κλπ. Αυτό επιτυγχάνεται είτε με τη μορφή ασφαλιστρών (υποχρεωτικές εισφορές κοινωνικής ασφάλισης ή προαιρετικά ασφάλιστρα ιδιωτικών ασφαλίσεων) είτε με τη μορφή φορολογικών απαλλαγών.

Τα οφέλη από τη χρήση αποταμιευτικών / συνταξιοδοτικών λογαριασμών ποικίλουν. Κατ' αρχήν όπως στα Ιδιωτικά Κεφαλαιοπονητικά Συνταξιοδοτικά Ταμεία, μπορούμε να επισημάνουμε:

α) Συμβάλλουν στην αύξηση της ροπής για αποταμίευση στην οικονομία, καθώς οι εργαζόμενοι καταβάλλουν σημαντικό τμήμα του εισοδήματός τους για ασφάλιση και εθίζονται στην αποταμίευση καθώς αισθάνονται ότι έχουν μεγαλύτερο έλεγχο στη διαμόρφωση του μελλοντικού τους εισοδήματος.

β) Παρέχουν καλύτερα κίνητρα για εργασία καθώς δημιουργούν μια άμεση σχέση μεταξύ των αποταμιεύσεων των εργαζομένων και των δικαιωμάτων για παροχές που θεμελιώνουν. Αντίθετα, το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης συνδέει τις εισφορές των εκάστοτε εργαζομένων με τις παροχές – συντάξεις των εκάστοτε συνταξιούχων.

γ) Οι ατομικοί λογαριασμοί ως συνταξιοδοτικό σύστημα προσαρμόζονται περισσότερο ομαλά στις δημογραφικές συνθήκες.

Επιπλέον, μπορούμε να αναφέρουμε τα εξής:

δ) Υποστηρίζεται ότι με τους ατομικούς λογαριασμούς αυξάνει το ποσοστό απόδοσης των αποταμιεύσεων των εργαζομένων, δεδομένου ότι η απόδοση σε μετοχικούς και ομολογιακούς τίτλους είναι υψηλότερη από αυτήν που προσφέρουν τα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης (συγκρίνουμε το εσωτερικό επιτόκιο απόδοσης της ράντας εισφορών μιας γενιάς ασφαλισμένων σε όλη τη διάρκεια του εργασιακού βίου με το μέσο επιτόκιο της αγοράς της ίδιας περιόδου). Αυτή η αντίληψη, ωστόσο, δεν είναι απόλυτα σωστή.

Οι ατομικοί λογαριασμοί είχαν τις τελευταίες δεκαετίες υψηλότερες αποδόσεις αλλά ενσωματώνουν και μεγαλύτερο κίνδυνο. Και ο κίνδυνος αυτός μόνο μερικώς μπορεί να αντισταθμιστεί από τη χρονική διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους, όπου οι περίοδοι με ασυνήθιστα χαμηλές αποδόσεις αντισταθμίζονται από περιόδους με ασυνήθιστα υψηλές αποδόσεις. Οι μηνιαίες αποδόσεις πρέπει να σταθμίζονται με το μέγεθος του χαρτοφυλακίου.

Τα πρώτα χρόνια εργασίας το χαρτοφυλάκιο συνταξιοδότησης, δηλαδή ο ατομικός λογαριασμός του ασφαλισμένου, είναι σχετικά μικρό. Η κεφαλαιοποίηση των συσσωρευόμενων και η ροή των νέων αποταμιεύσεων καθιστούν τη συνολική αξία του χαρτοφυλακίου ολοένα και μεγαλύτερη καθώς προσεγγίζεται η ηλικία συνταξιοδότησης. Η τελική αξία του ατομικού λογαριασμού και, συνεπώς, οι συντάξεις που απορρέουν από αυτόν είναι ιδιαίτερα ευαίσθητες στις πραγματοποιούμενες αποδόσεις στην περίοδο πριν από τη συνταξιοδότηση.

Μπορεί, δηλαδή στο μέλλον να προκύψουν “άτυχες” γενιές αυτασφαλισμένων. Πόσο είναι πιθανό μια ισχυρή ύφεση να εκδηλωθεί κοντά στην ηλικία συνταξιοδότησης, όταν το ύψος των συσσωρευθέντων κεφαλαίων θα είναι μεγάλο; Ο κίνδυνος αυτός είναι εκτός ελέγχου των ασφαλισμένων. Οι επενδυτές / ασφαλισμένοι θα έχουν κάθε κίνητρο να ασφαλιστούν και έναντι των κινδύνων αυτών. Αυτό όμως μπορεί να διογκώσει το κόστος της συνταξιοδότησης.

ε) Δεδομένου ότι θα λειτουργούν συμπληρωματικά με το τρέχον σύστημα κοινωνικής ασφάλισης, οι ατομικοί λογαριασμοί διαπνέονται από την εξής φιλοσοφία: επειδή οι ατομικοί λογαριασμοί επιτρέπουν στους

εργαζόμενους να επιτύχουν υψηλότερες παροχές από αυτές που θα απολάμβαναν με το σημερινό σύστημα κοινωνικής ασφάλισης, είναι δυνατό να επιτευχθεί μείωση των παροχών και της χρηματοδότησης του ισχύοντος συστήματος που έτσι γίνεται βιώσιμο χωρίς την αύξηση των φόρων ή των ορίων ηλικίας συνταξιοδότησης.

στ) Ένα τελευταίο πλεονέκτημα των ατομικών λογαριασμών είναι ότι όλα τα χρήματα που έχουν συσσωρευθεί σε προσωπικό λογαριασμό είναι διαθέσιμα στους κληρονόμους του εργαζόμενου κάτι που δε συμβαίνει με τις υποχρεωτικές εισφορές κοινωνικής ασφάλισης, εάν κάποιος δηλαδή αποβιώσει πριν θεμελιώσει δικαίωμα συνταξιοδότησης.

Individual Retirement Account - IRA

Χαρακτηριστική περίπτωση αποτελούν οι ατομικοί συνταξιοδοτικοί λογαριασμοί (Individual Retirement Accounts - IRAs) στις ΗΠΑ. Συγκεκριμένα, εδώ και δεκαετίες υπάρχουν IRAs κλασσικού τύπου με φορολογικά κίνητρα για ενθάρρυνση αποταμιεύσεων, ενώ πιο πρόσφατα άρχισαν να γίνονται προτάσεις εμπλουτισμού του συστήματος με προαιρετικούς ατομικούς λογαριασμούς νέου τύπου (τροφοδότηση με ποσοστό των υποχρεωτικών εισφορών κοινωνικής ασφάλισης ή / και ποσοστό του φορολογητέου εισοδήματος).

Ένας λογαριασμός IRA είναι ατομικός συνταξιοδοτικός λογαριασμός αποταμίευσης που μπορεί να ανοίξει όποιο άτομο έχει προσωπικό εισόδημα σε χρηματοοικονομικά ιδρύματα (τράπεζα, ΑΕΔΑΚ, χρηματιστηριακή κλπ), όπου τα χρήματα επενδύονται σε επιλογές όπως: καταθέσεις, ομόλογα και μετοχές. Οι δύο σύζυγοι μπορούν να ανοίξουν διαφορετικά IRAs ακόμα και αν μόνον ο ένας από τους δύο έχει εισόδημα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Βουρλούμης Παναγής, "Το ασφαλιστικό με απλά λόγια", Εκδ. Ποταμός, 2002
- Κιούσης Θωμάς, "Απόδοση και κίνδυνος μετοχικών αμοιβαίων εσωτερικού", Η Καθημερινή, 16/5/2002.
- Κιούσης Θωμάς, "Βασικές επενδυτικές αρχές", Η Καθημερινή, 23/12/2001.
- Κιούσης Θωμάς, "Η μακροπρόθεσμη πορεία των αποδόσεων", Η Καθημερινή, 29/1/2004
- Κιούσης Θωμάς, "Τα καλύτερα ασφαλιστικά προγράμματα", Η Καθημερινή, 26/6/2004
- Κιούσης Θωμάς, "Το παρελθόν διδάσκει", Η Καθημερινή, 29/10/2004
- Υπουργείο Εργασίας & Κοινωνικών Ασφαλίσεων, "Αναλογιστική Ανασκόπηση του Ελληνικού Ασφαλιστικού Συστήματος" (Έκθεση Άγγλων Αναλογιστών), Απρίλιος 2001
- Φίλιππας Νικόλαος, "Αμοιβαία Κεφάλαια και Χρηματιστηριακό Περιβάλλον", Globus Invest, 1999
- Φίλιππας Νικόλαος, "Τα καλύτερα αμοιβαία στη διάρκεια της πτώσης", Η Καθημερινή, 25/10/2003.
- Alpha Bank, "Η Γήρανση του Πληθυσμού: Επιπτώσεις στην Οικονομία", Οικονομικό Δελτίο, Σεπτέμβριος 2001, τ.79, pp. 3-11.
- Alpha Bank, "Διαχείριση Αποθεματικών των Ασφαλιστικών Ταμείων: Αδυναμίες και Ευκαιρίες", Οικονομικό Δελτίο, Μάρτιος 2002, τ.81, pp. 3-13.
- Alpha Bank, "Αποταμιευτικοί / Συνταξιοδοτικοί Λογαριασμοί: Η Διεθνής Εμπειρία", Οικονομικό Δελτίο, Ιούνιος 2002, τ.82, pp. 3-12.
- Abel Andrew, "The Effects of Investing Social Security Funds in the Stock Market When Fixed Costs Prevent Some Households from Holding Stocks", The American Economic Review, March 2001, Vol. 9, No 1, pp. 128-148.

- Ameriks John and Zeldes, Stephen P., "How Do Household Portfolio Shares Vary With Age?" Columbia University, January 2000
- Armstrong Francis, "Investing During Retirement. A Comprehensive Approach", Investor Solutions, 2002.
- Bondie Zvi, "An Analysis of Investment Advice to Retirement Plan Participants" The Wharton School, University of Pennsylvania, 2002.
- Bondie Zvi, and Dwight B. Crane, "Personal Investing: Advice, Theory and Evidence", Financial Analysis Journal 53, (November / December): pp. 13-23.
- Bondie Zvi, "Retirement Investing: A New Approach", The Wharton School, University of Pennsylvania, February 2001
- Engen Eric and Lehnert Andreas, "Mutual Funds and the U.S. Equity Market", Federal Reserve Bulletin, December 2000.
- Florida Retirement System, "Keys to Retirement Planning and Investing", 2002
- Life Underwriter Training Council, "Retirement Planning Course", Vol. 5, 1997
- Mankiw Gregory and Zeldes Stephen, "The Consumption of Stockholders and Nonstockholders", Journal of Financial Economics, 29(1), March 1991.
- Shah Ajay and Fernandes Kshama, "The relevance of Index Funds for Pension Investment in Equities", Goa University, 2000.
- The Gerontological Society of America, "Of all social security constituencies, older women are most important", Washington, 2002.