

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ : ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΤΗΣ
ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΚΑΙ ΨΥΧΟΛΟΓΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

ΕΙΣΗΓΗΤΡΙΑ: ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΑ Π. ΜΑΔΟΥΡΟΥ

ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2003



00141731

| | |
|-----------------------|-----------|
| ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ | |
| ΑΡ. ΕΙΣ. | 41731 |
| COMP. | 27559 |
| ΤΑΞΙΝ. | 332.6 ΜΑΔ |
| ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ | |

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η γνώση μας για την ψυχολογία της αγοράς εκτείνεται αρκετά πιο πέρα από την απληστία και το φόβο. Τα τελευταία εκόσι πέντε χρόνια οι ψυχολόγοι ανακάλυψαν δύο σημαντικούς παράγοντες. Πρώτον, τα πιο σημαντικά συναισθήματα που καθορίζουν το κατά πόσο αναλαμβάνουμε κίνδυνο ή όχι δεν είναι η απληστία ή ο φόβος αλλά η ελπίδα και ο φόβος. Δεύτερον, παρόλο που τα λάθη είναι ανθρώπινα, τόσο οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων όσο και τα στελέχη εταιρειών κάνουν τα ίδια λάθη συνεχώς. Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική είναι η εφαρμογή της ψυχολογίας στην οικονομική συμπεριφορά.

ΤΑ ΤΡΙΑ ΜΕΡΗ ΤΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΙΚΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

1. Το επενδυτικό κοινό κάνει λάθη γιατί βασίζεται σε εμπειρικούς κανόνες; Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική λέει ναι, η παραδοσιακή οικονομική θεωρία όχι. Ένα παράδειγμα των εμπειρικών κανόνων είναι το εξής: η απόδοση στο παρελθόν είναι ο καλύτερος παράγοντας για τη μελλοντική πορεία ενός αμοιβαίου, γιαυτό επενδύστε σε αμοιβαίο που έχει την καλύτερη απόδοση τα τελευταία πέντε χρόνια. Οι εμπειρικοί κανόνες είναι γενικά αναξιόπιστοι. Γι' αυτό το λόγο το επενδυτικό κοινό είναι προδιαθετιμένο να κάνει λάθη. Σε αντίθεση, η παραδοσιακή οικονομική θεωρία υποθέτει ότι όταν το επενδυτικό κοινό επεξεργάζεται στοιχεία χρησιμοποιεί τα σωστά στατιστικά εργαλεία.
2. Τόσο το πλαίσιο όσο και η ουσία μιας απόφασης επηρεάζουν το επενδυτικό κοινό; Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική θεωρεί ότι η αντίληψη του επενδυτικού κοινού για τον κίνδυνο και την απόδοση επηρεάζονται από το πλαίσιο των επενδυτικών αποφάσεων. Σε αντίθεση, τα παραδοσιακά οικονομικά βλέπουν όλες τις αποφάσεις μέσα από το πρίσμα του κινδύνου και της απόδοσης.
3. Τα λάθη και τα πλαίσια των αποφάσεων επηρεάζουν τις τιμές στην αγορά; Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική μπορεί να οδηγήσει τις τιμές της αγοράς σε παρέκκλιση από κατ'εξοχήν τιμές τους. Σε αντίθεση, στα παραδοσιακά οικονομικά οι αγορές είναι αποτελεσματικές.

1. Εισαγωγή

Η διαδικασία αξιολόγησης και επιλογής επενδυτικών στοιχείων αφορά συνήθως τη μεμονωμένη εξέταση κατά περίπτωση των οικονομικών χαρακτηριστικών ενός έργου, χωρίς να εξετάζεται η τυχόν συσχέτιση με άλλα έργα. Η επιλογή ή η απόρριψη βασίζεται σε μια συνεκτίμηση της προσδοκώμενης αποδοτικότητας από το συγκεκριμένο επενδυτικό έργο (την προσδοκώμενη καθαρή παρούσα αξία ή τον προσδοκώμενο κίνδυνο που αυτό παρουσιάζει και που εκφράζεται με τη μέση απόκλιση τετραγώνου της αποδοτικότητας, Ανάλυση ευαισθησίας, μεθοδός προσομοίωσης (Monte Carlo) κλπ. αποτελούν μεθόδους για την προσέγγιση και ποσοτικοποίηση της αβεβαιότητας ως προς την τελική αποδοτικότητα του έργου κάτω από μεταβαλλόμενες οικονομικές παραμέτρους.

Με τη Θεωρία Χαρτοφυλακίου, η διαδικασία αξιολόγησης και επιλογής επενδυτικών έργων είναι ριζικά διαφορετική. Το πρόβλημα που τίθεται αφορά την επίτευξη ενός συνδυασμού στοιχείων, που σαν σύνολο έχουν ένα άριστο συνδυασμό προσδοκώμενης αποδοτικότητας και κινδύνου με την έννοια ότι μεγιστοποιεί τη χρησιμότητα του επενδυτή.

Για να επιτευχθεί ο συνδυασμός αυτών των στοιχείων δεν αρκεί μόνο να αξιολογηθεί η αποδοτικότητα και ο κίνδυνος που παρουσιάζει κάθε στοιχείο μεμονωμένα, αλλά και η αλληλεπίδραση μεταξύ των στοιχείων αναφορικά με την αποδοτικότητα και τον κίνδυνο.

Ιετίαιες επιλογές χαρτοφυλακίου γίνονται τόσο από άτομα όσο και επιχειρήσεις.

Σχεδόν όλα τα άτομα κάνουν κάποιες μορφές επιλογής χαρτοφυλακίου. Συγκεκριμένα, όταν ένα άτομο έχει καταναείμει το αποταμίευμά του σε ένα τραπεζικό λογαριασμό και μερικές μετοχές μιας επιχείρησης ή ξοδεύει όλο το εισόδημα σε αγορά αγαθών και υπηρεσιών της μορφής να πληρώσει μια αυτασφάλιση ή την συνταξιοδότησή του, δεν κάνει τίποτα άλλο από το να παίρνει αποφάσεις για τη βελτίωση του χαρτοφυλακίου του.

Τόσο στην αξιολόγηση και επιλογή επενδυτικών έργων, όσο και στην επιλογή του χαρτοφυλακίου η ανάλυση βασίζεται στις υποθέσεις ότι οι επενδύτες επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων από τις επενδύσεις κεφαλαίου που αναλαμβάνουν και ότι βασικά αποστρέφονται τον κίνδυνο, δηλαδή ανάμεσα σε δύο στοιχεία που παρουσιάζουν την ίδια προσδοκώμενη αποδοτικότητα, ο επενδυτής θα προτιμήσει εκείνο με το χαμηλότερο επίπεδο κινδύνου.

Κυρίως στόχος μας είναι να δείξουμε τι θα κάνει ένας επενδυτής για να επιλέξει το **άριστο χαρτοφυλάκιο (Optimal portfolio)**.

2. Εξέταση των αποτελεσματικών αγορών

Κατά βάση αποτελεσματικές αγορές κεφαλαίου υπάρχουν όταν οι τιμές των χρεογράφων αντανακλούν όλες τις δυνατές υπάρχουσες δημοσιες πληροφορίες σχετικά με την οικονομία, τις χρηματιστηριακές αγορές και με τη συγκεκριμένη υπό εξέταση εταιρεία. Ευκόλα νοείται ότι οι τιμές της αγοράς των διαφόρων χρεογράφων προσαρμόζονται πολύ γρήγορα στις νέες πληροφορίες. Σαν αποτέλεσμα, λέμε ότι οι τιμές των χρεογράφων διακυμίνονται τυχαία γύρω από τις πραγματικές τους αξίες. Μια νέα πληροφορία μπορεί να έχει σαν αποτέλεσμα μια αλλαγή της πραγματικής αξίας μιας μετοχής, αλλά θα επακολουθήσουν μεταγενέστερα τυχαίες διακυμάνσεις της τιμής αυτής της μετοχής. Αυτό είναι γνωστό σαν **τυχαία διακύμανση (random walk)** των τιμών. Η θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς υπονοεί ότι πλεόνασμα κερδών (υπερκέρδη) δεν μπορούν να διατηρηθούν για πολύ, διότι ένας σημαντικός αριθμός ατόμων που συμμετέχουν στην αγορά με ικανοποιητικά κεφάλαια θα κατανοήσουν την τάση των αλλαγών στις τιμές και θα εισέλθουν στη συγκεκριμένη αγορά για να εκμεταλλευτούν την ευκαιρία. Εκμεταλλευόμενοι την ευκαιρία θα εξαντλήσουν τα περιθώρια για πλεόνασμα κέρδους και θα προκαλέσουν τις διάφορες τιμές να ακολουθήσουν ένα τυχαίο βήδισμα. Συνεπώς οι ανταγωνιστικές δυνάμεις δημιουργούν αποτελεσματικές αγορές.

Προϋποθέσεις για μια τέτοια αγορά είναι ότι:

- 1 Η αγορά των χρηματιστηριακών αξιών βρίσκεται σε ισορροπία και υπάρχει τέλεια χρηματαγορά.

2. Η πληροφόρηση είναι πανομοιότυπη και δυνατή για όλους που συμμετέχουν χωρίς κόστος.
3. Όλοι έχουν πανομοιότυπες υποκειμενικές εκτιμήσεις και συμφωνούν στις συνέπειες των διδόμενων πληροφοριών στις τωρινές και μελλοντικές τιμές κάθε χρεογράφου.
4. Όλοι οι συμμετέχοντες έχουν ομοιογενείς προσδοκίες μέσα στον ίδιο χρονικό ορίζοντα.
5. Όλοι οι επενδυτές μπορούν να δανείζουν και να δανείζονται με το ίδιο επιτόκιο χωρίς κόστος αγοραπωλησίας.

Έχει διαπιστωθεί ότι η χρηματιστηριακή αγορά, ειδικότερα το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, είναι αποτελεσματικό. Οι τιμές των χρεογράφων φαίνεται να αντανακλούν ικανοποιητικά όλες τις υπάρχουσες πληροφορίες και οι τιμές της χρηματιστηριακής αγοράς προσαρμόζονται γρήγορα στη νέα πληροφόρηση. Οι συμμετέχοντες στην αγορά φαίνεται να είναι έτοιμοι να εκμεταλλευτούν οποιαδήποτε τάση τιμής που θα εμφανιστεί, έτσι ώστε να οδηγήσουν τις αλλαγές στην τιμή του χρεογράφου γύρω από την πραγματική του τιμή σε μια τυχαία διακύμανση.

Από τα παραπάνω μπορούμε να υποθέσουμε ότι οι χρηματιστηριακές αγορές είναι αποτελεσματικές στο να τοποθετούν, να κατανέμουν κεφάλαια, με βάση την αναμενόμενη απόδοση και τον κίνδυνο. Με τη σειρά του αυτό μας δίνει τη δυνατότητα να κάνουμε ορισμένες γενικεύσεις σχετικά με την ισορροπία της αγοράς και τις επιπτώσεις μιας τέτοιας ισορροπίας για την εκτίμηση της αξίας μια επιχείρησης.

Διαχείριση Χαρτοφυλακίου

1. Τι είναι χαρτοφυλάκιο

Το σύνολο των κινητών αξιών και γενικώς των ενεργητικών ή περιουσιακών στοιχείων που κατέχει ο επενδυτής αποτελεί το χαρτοφυλάκιο αυτού. Ο όρος χαρτοφυλάκιο όμως δεν σημαίνει απλώς μια τυχαία συλλογή αξιογράφων (δηλαδή περιουσιακών στοιχείων που έχουν αξία, όπως καταθέσεις, έντοκα γραμμάτια, ομολογίες, ιδιοκτησία, μετοχές, χρηματοοικονομικά δικαιώματα, κλπ.). Ένα χαρτοφυλάκιο, αντίθετα, ορίζεται από τα ποσοστά των επενδύσεων στα περιουσιακά στοιχεία που το απαρτίζουν.

2. Κίνδυνος-Απόδοση

Δύο έννοιες συνυφασμένες με τη διαχείριση χαρτοφυλακίου είναι εκείνες της απόδοσης και του κινδύνου.

Η **απόδοση** μιας μετοχής είναι το άθροισμα 2 επιμέρους αποδόσεων: της κεφαλαιακής απόδοσης και της μερισματικής απόδοσης.

$$\text{Συνολική Απόδοση} = \frac{\text{Τιμή Σήμερα} - \text{Τιμή Αγοράς}}{\text{Τιμή Αγοράς}} + \frac{\text{Μέρισμα}}{\text{Τιμή Αγοράς}}$$

Ως μέτρο **κινδύνου** συνήθως λαμβάνεται η τυπική απόκλιση των αποδόσεων της μετοχής, που ορίζεται ως εξής:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n-1}}$$

όπου \bar{R} η μέση τιμή απόδοση της μετοχής
n το μέγεθος του δείγματος

Βέβαια στα πλαίσια της Θεωρίας Χαρτοφυλακίου έχουν οριστεί και άλλα μέτρα κινδύνου, περισσότερο αντιπροσωπευτικά, όπως ο συντελεστής μεταβλητότητας, ο συντελεστής βήτα (θα αναφερθούμε αναλυτικότερα σε αυτούς παρακάτω), κλπ.

Ενας επενδυτής χαρακτηρίζεται ορθολογικός όταν γενικά αποστρέφεται τον κίνδυνο και γι' αυτό επιδιώκει τη μεγαλύτερη δυνατή αποδόση σε κάθε επίπεδο κινδύνου ή τον μικρότερο δυνατό κίνδυνο για κάθε δεδομένη αποδόση.

3. Λόγοι για τους οποίους ο επενδυτής πρέπει να έχει χαρτοφυλάκιο και όχι μόνο μία μετοχή

Η επένδυση του συνόλου των χρηματικών πόρων σε ένα μεμονωμένο αξιόγραφο θεωρείται μια υπερβολικά επικίνδυνη στρατηγική. Ο λόγος είναι ότι αν η πορεία του αξιόγραφου είναι πτωτική, τότε ο επενδυτής θα χάσει ολόκληρο το κεφάλαιό του. Αντίθετα, η συγκρότηση χαρτοφυλακίου επιτρέπει στον επενδυτή να επωφεληθεί της διαφοροποίησης και να μειώσει τον κίνδυνο που αναλαμβάνει. Υπάρχουν διάφορα είδη διαφοροποίησης:

1. **Απλή Διαφοροποίηση.** Πρόκειται για απλή τοποθέτηση χρημάτων σε διαφορετικούς τίτλους, διαδικασία που επιτυγχάνει την εξάλειψη του 80 % του μη συστηματικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου.
2. **Διαφοροποίηση μεταξύ κλάδων.** Πρόκειται για επιλογή μετοχών από διαφορετικούς βιομηχανικούς κλάδους, προκειμένου οι αποδόσεις τους να μη συσχετίζονται θετικά μεταξύ τους.
3. **Περιττή Διαφοροποίηση.** Αξίζει να σημειωθεί ότι η επιλογή 15 – 20 διαφορετικών μετοχών είναι ικανή για να επιτύχει τα μέγιστα οφέλη της απλής διαφοροποίησης. Η πρόσθετη είσοδος μετοχών στο χαρτοφυλάκιο αποτελεί «περιττή διαφοροποίηση» που ενδεχομένως οδηγήσει σε αδυναμία παρακολούθησής τους, υψηλά κόστη έρευνας και χρηματιστηριακών προμηθειών, γι' αυτό και θα πρέπει να αποφεύγεται.
4. **Διαφοροποίηση κατά Markowitz.** Το 1990 ο Markowitz τιμήθηκε με το βραβείο Nobel Οικονομικών για την εργασία του αναφορικά με τη διαχείριση χαρτοφυλακίου. Η προσέγγισή του στηρίζεται στην επιλογή και στο συνδυασμό διαφορε-

τικών περιουσιακών στοιχείων που να έχουν όμως συντελεστές συσχέτισης των αποδόσεών τους σημαντικά χαμηλότερους της μονάδας. Η θεωρία του στηρίχθηκε στις εξής βασικές υποθέσεις:

- Οι επενδυτές έχουν συγκεκριμένο επενδυτικό ορίζοντα.
- Κάθε μετοχή για τους επενδυτές αντιπροσωπεύεται από μια κατανομή πιθανοτήτων των αναμενόμενων αποδόσεων που χαρακτηρίζεται από τη μεση τιμή και την τυπική της απόκλιση.
- Κάθε χαρτοφυλάκιο περιγράφεται από την αναμενόμενη απόδοση του και τη διακύμανση της απόδοσής του.
- Οι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο (Risk averse investors). Αυτό σημαίνει ότι θα δεχτούν να αναλάβουν υψηλότερο κίνδυνο, μόνο αν αποζημιωθούν με μεγαλύτερη απόδοση.

Με αφετηρία τις υποθέσεις αυτές επιχειρείται να προσδιοριστεί το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας. Ενδεικνύται η χρήση ενός προγράμματος το οποίο θα χρησιμοποιήσει τα δεδομένα αυτά για να κατασκευάσει το σύνολο των αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων προτείνοντας το ποσοστό των χρημάτων που θα κατανεμηθεί σε κάθε επενδυτικό στοιχείο, ώστε να επιτευχθεί ο άριστος συνδυασμός κινδύνου – αναμενόμενης απόδοσης.

4. Έρευνα και Εκτίμηση των Χαρακτηριστικών των Τίτλων

Στο στάδιο αυτό δύο είναι οι βασικές προσεγγίσεις που προσφέρουν την πολύτιμη βοήθειά τους: η «Τεχνική Ανάλυση» και η «Θεμελιώδης Ανάλυση». Ενώ η πρώτη συνίσταται κυρίως στη μελέτη των διαγραμμάτων που παρουσιάζουν τις κινήσεις των τιμών των μετοχών και του όγκου των συναλλαγών που σημειώθηκαν στο παρελθόν, η τελευταία αποβλέπει στο να προσδιορίσει την «πραγματική» ή «αληθινή» τιμή του τίτλου βασιζόμενη κυρίως σε κριτήρια ποσοτικά, αλλά και ποιοτικά, αναφορικά με τις δραστηριότητες και την οικονομική κατάσταση των εταιρειών. Στην παρούσα ανάλυση υιοθετούμε τη **Θεμελιώδη Ανάλυση** στην αξιολόγηση των επενδυτικών μας επιλογών.

Κατ' αρχάς, χρησιμοποιούμε κριτήρια **ποιοτικά** που αφορούν, από τη μια πλευρά την εταιρία της οποίας οι μετοχές μας ενδιαφέρουν και τον κλάδο στον οποίο αυτή δραστηριοποιείται και από την άλλη πλευρά την κατάσταση της εγχώριας και της παγκόσμιας οικονομίας.

Πιο συγκεκριμένα, εστιάζοντας στην εταιρεία που μας ενδιαφέρει, καταφεύγουμε σε **ιστορικά στοιχεία** για την μέχρι τώρα πορεία της, την **ένταση του ανταγωνισμού** στον κλάδο της, την **ποιότητα της διοίκησής της** και τη **φήμη** της γενικά, δηλαδή τη γνώμη που έχει διαμορφώσει η αγορά για το ποσο αξιόπιστη και αποτελεσματική είναι.

Σε ό,τι αφορά τώρα τα **ποσοτικά** κριτήρια, αυτά συμπεριλαμβάνουν αφενός στοιχεία για την εξέλιξη των χρηματοοικονομικών μεγεθών της εταιρείας και αφετέρου στοιχεία για τη μέχρι σήμερα συμπεριφορά της μετοχής. Στην πρώτη κατηγορία υπάγονται οι εξής δείκτες:

$$\text{κέρδη ανά μετοχή} = \frac{\text{σύνολο καθαρών κερδών}}{\text{αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

$$\text{μέρισμα ανά μετοχή} = \frac{\text{σύνολο μερισμάτων}}{\text{αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

$$\text{μερισματική απόδοση} = \frac{\text{μέρισμα ανά μετοχή}}{\text{τιμή μετοχής}}$$

$$P/E = \frac{\text{τρέχουσα τιμή μετοχής}}{\text{κέρδη ανά μετοχή}}$$

Στη δεύτερη κατηγορία κριτηρίων έχουμε τη μέση απόδοση, το βαθμό επικινδυνότητας της μετοχής, τη χρηματιστηριακή της αξία και την εμπορευσιμότητά της.

Ως μέτρο της επικινδυνότητας μιας μετοχής λαμβάνεται συνήθως η διακύμανση και η **τυπική απόκλιση** της απόδοσής της

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n-1}}$$

όπου $\bar{R} = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{n}$ η μέση απόδοση της μετοχής και $n =$ το μέγεθος του δείγματος, ο συντελεστής μεταβλητικότητας

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{R}}$$

καθώς και ο συντελεστής βήτα που προκύπτει από τη γραμμική παλινδρόμηση των αποδόσεων της μετοχής με εκείνες του γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. από τον εξής τύπο

$$\beta = \frac{\sum_{i=1}^n (R_j - \bar{R}_j)(R_{\text{index}} - \bar{R}_{\text{index}})}{\sum_{i=1}^n (R_j - \bar{R}_j)^2}$$

όπου R_j η απόδοση της μετοχής j και R_{index} η απόδοση του γενικού δείκτη του Χ.Α.Α. Επιπλέον ισχύει ότι:

χρηματιστηριακή αξία = τρέχουσα τιμή μετοχής \times αριθμός μετοχών

και

$$\text{Εμπορευσιμότητα} = \frac{\text{μετοχές εταιρείας που διακινήθηκαν}}{\text{σύνολο μετοχών εταιρείας}}$$

The investment clock

Synchronize your watch

Best performing asset

growth negative
and deteriorating

growth negative
but improving

XII

Bonds

Equities

1

2

IX

3

4

III

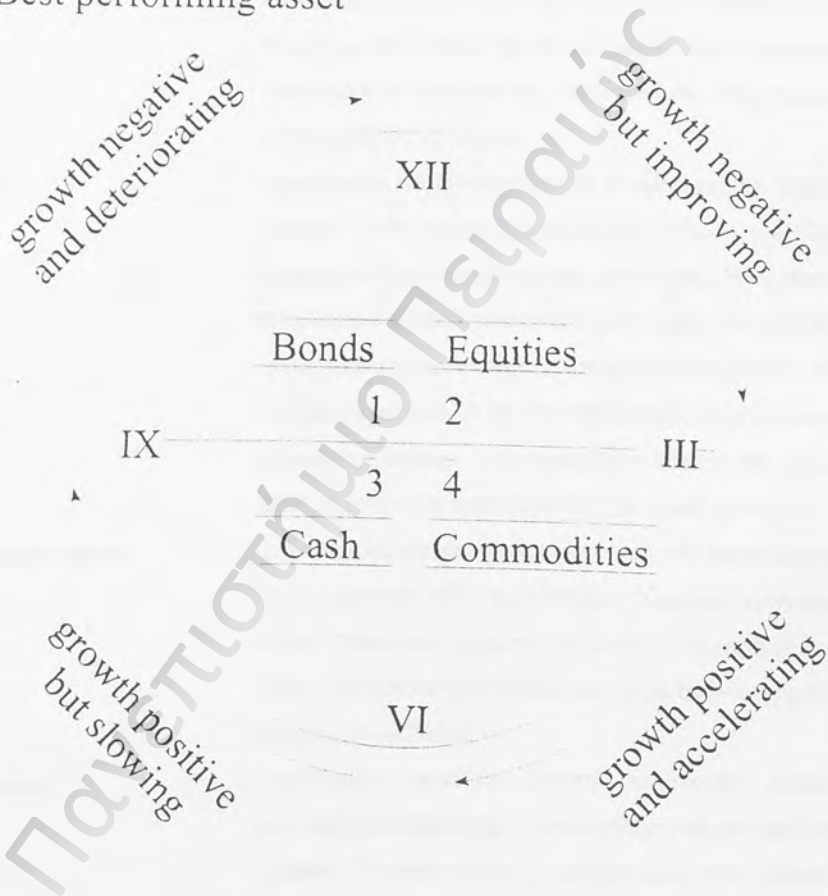
Cash

Commodities

growth positive
but slowing

growth positive
and accelerating

VI



Ερμηνεία του διαγράμματος

Ανώτατο σημείο του κύκλου: Υψηλός αλλά φθίνων ρυθμός ανάπτυξης του πραγματικού GDP. Υψηλή συνολική ζήτηση. Αύξων πληθωρισμός. Συσταλτική νομισματική πολιτική. Υψηλά βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Καλύτερες τοποθετήσεις αυτές στην αγορά χρήματος και οι Α.Κ. διαθέσιμων. Η καμπύλη αποδόσεων γίνεται οριζόντια διότι αναμένονται μέτρα αντιμετώπισης πληθωρισμού. Το χρηματιστήριο αρχίζει να πέφτει.

Υφεση

Δύο συνεχή τρίμηνα αρνητικής μεγέθυνσης του πραγματικού GDP. Αυξανόμενη ανεργία. Πτώση του πληθωρισμού. Τα επιτόκια ομοίως μειώνονται. Η καμπύλη αποδόσεων γίνεται φθίνουσα. Στην αρχή της υφεσης μόλις διαφαίνεται πτώση επιτοκίων, καλή περίοδος για αγορά ομολογιών. Λίγο πριν φθασουμε στο κατώτατο σημείο της υφεσης, οι μετοχές έχουν φτάσει στο κατώτατο σημείο, άρα καλή περίοδος για αγορά μετοχών.

Κατώτατο σημείο

Σοβαρή ανεργία και υποαπασχόληση της παραγωγικής δυναμικότητας των επιχειρήσεων. Χαμηλός πληθωρισμός. Προσφορά χρήματος αυξάνει. Πολύ χαμηλά επιτόκια. Χρηματιστήριο διαβλέπει μέτρα ανάκαμψης και αρχίζει να ανεβαίνει.

Ανάκαμψη

Αυξανόμενη συνολική ζήτηση. Αυξανόμενο προϊόν και ρυθμός ανάπτυξης. Η απασχόληση οδεύει προς το μέγιστο. Τα επιτόκια και ο πληθωρισμός είναι χαμηλά αλλά υπάρχουν προσδοκίες ότι και τα δύο θα αυξηθούν. Η καμπύλη αποδόσεων είναι αύξουσα. Στην αρχή της ανάκαμψης μόλις διαφαίνεται αύξηση επιτοκίων καλή περίοδος για πώληση ομολογιών. Όταν η ανάκαμψη προχωρήσει το χρηματιστήριο φτάνει στο μέγιστο, άρα καλή περίοδος για πώληση μετοχών.

Equities over the economic cycle

GDP growth rate

Peak

Peak

Real return on US equities*, annual rate

+2 %

-3 %

+2 %

zero

-17 %

+36 %

Trough

Phase 4 Phase 1 Phase 2 Phase 3 Phase 4

Sources: *The Economist*; HSBC

* Since 1970

Προϊόντα Σταθερού Εισοδήματος (Fixed Income) – Το Ομόλογο

1. Είδη προϊόντων

Μία μεγάλη κατηγορία προϊόντων χρηματαγοράς (μετά από εκείνη των απλών δανείων) είναι εκείνη στην οποία ο δανειζόμενος αποπληρώνει το δάνειό του όχι εφάπαξ στη λήξη μαζί με τους τόκους, αλλά με μια σειρά διαδοχικών πληρωμών, οι οποίες γίνονται κάθε ένα ορισμένο χρονικό διάστημα και μπορεί να διαρκούν συνολικά αρκετά, πολλές φορές, χρόνια.

Στην κατηγορία αυτών των προϊόντων μπορούμε να διακρίνουμε δύο υποκατηγορίες:

Πρώτη, τα προϊόντα στα οποία ο δανειζόμενος καταβάλλει ένα σταθερό χρηματικό ποσό κατά κανόνα κάθε μήνα και αυτό αντιπροσωπεύει ταυτόχρονη αποπληρωμή κεφαλαίου και τόκων (fixed payment loan). Κλασσικό παράδειγμα τα στεγαστικά δάνεια όπου ο δικαιούχος εισπράττει στην αρχή το κεφάλαιο και το αποπληρώνει καταβάλλοντας ένα σταθερό ποσό κάθε μήνα για αρκετά συνήθως χρόνια.

Δεύτερη, τα προϊόντα στα οποία ο δανειζόμενος καταβάλλει ένα σταθερό χρηματικό ποσό κατά κανόνα κάθε ένα ορισμένο χρονικό διάστημα που αντιπροσωπεύει μόνο τους τόκους του κεφαλαίου και στη λήξη του δανείου αποπληρώνει και το κεφάλαιο (coupon bond). Κλασσικό παράδειγμα τέτοιου προϊόντος αποτελούν τα ομόλογα του ελληνικού δημοσίου όπου ο κάτοχος εισπράττει κάθε χρόνο το κουπόνι και στη λήξη, μαζί με το τελευταίο κουπόνι, εισπράττει και το κεφάλαιο.

2. Το ομόλογο

Ορισμοί

Με βάση όσα ήδη αναφέρθηκαν ένα ομόλογο είναι ένα χρηματοοικονομικό προϊόν που περιλαμβάνει μια υπόσχεση εκ μέρους του εργοδότη – δανειζόμενου να

καταβάλλει προκαθορισμένες πληρωμές στον αγοραστή = επενδύτη για ένα καθορισμένο χρονικό διάστημα. Μπορεί κανείς λοιπόν να διακρίνει ότι τα στοιχεία που προσδίδουν σε ένα ομόλογο την «ταυτότητά» του είναι πρώτον ο εκδότης, δεύτερον το κουπόνι με βάση το οποίο θα γίνονται οι τακτικές πληρωμές που προαναφέρθηκαν και τρίτον η χρονική διάρκεια της συμβάσεως (maturity).

Ονομαστική αξία (Face ή par value) είναι το ποσό που ο εκδότης υποσχεται να αποπληρώσει κατά τη λήξη της χρονικής περιόδου της σύμβασης.

Για παράδειγμα, ένα 7ετές ομόλογο του ελληνικού δημοσίου έχει εκδότη την κυβέρνηση, έχει διάρκεια ζωής 7 χρόνια και αν φέρει κουπόνι, εστω 6.5 %, υποσχεται ετησια αποπληρωμή του 6.5 % της ονομαστικής αξίας του και πληρωμή της ονομαστικής αξίας του στο τέλος της 7ετίας.

Ταξινόμηση ομολόγων

➤ Ανάλογα με τον εκδότη του ένα ομόλογο μπορεί να είναι:

α) κυβερνητικό (treasury bond)

Πρόκειται για τη συνηθέστερη και κοινότερη περίπτωση. Ομόλογα τέτοιου τύπου συναντώνται σε πολλές χώρες. Εκδίδονται για σχετικά μεγάλα ποσά, θεωρούνται εξαιρετικής πιστωτικής αξίας και έχουν μεγάλη ρευστότητα. Με τον τρόπο αυτό οι κυβερνήσεις καλύπτουν σε ένα βαθμό τις δανειακές τους ανάγκες.

β) επιχειρηματικό (corporate bond)

Προορίζεται να χρηματοδοτήσει επιχειρηματικό χρέος. Είναι φυσικό να μη θεωρούνται ίδιας ποιότητας με τα κυβερνητικά αλλά τόσο η πιστωτικής τους αξία όσο και η ρευστότητά των αγορών τους εξαρτώνται από την πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη. Τέτοια ομόλογα έχουν εκδοθεί στο παρελθόν από βιομηχανικές εταιρείες (Ford, IBM), επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας (Detroit Power) ή και τράπεζες (Citibank).

γ) δημοτικό (municipal bond)

Εκδίδονται από βαθμίδες της αυτοδιοίκησης και είναι γενικά καλής ποιότητας και ρευστότητας. Πάντως τόσο τα δημοτικά όσο και τα επιχειρηματικά bonds υπάρχουν, κυρίως, στις Η.Π.Α.

➤ **Ανάλογα με το κουπόνι και το είδος των πληρωμών που υπόσχεται ένα ομόλογο μπορεί να είναι:**

α) σταθερού επιτοκίου (fixed coupon)

Στην περίπτωση αυτή, το επιτόκιο, με βάση το οποίο υπολογίζεται η κάθε πληρωμή, είναι σταθερό για όλη τη διάρκεια ζωής του ομολόγου ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις της αγοράς.

β) κυμαινόμενου επιτοκίου (floating rate notes FRNS)

Πρόκειται για ομόλογα στα οποία το επιτόκιο κάθε περιόδου (από κουπόνι σε κουπόνι) αναπροσαρμόζεται με βάση κάποιον δείκτη, κάποιο δηλαδή επιτόκιο βάσης. Για παράδειγμα ένα πολυετές ομόλογο του ελληνικού δημοσίου μπορεί να φέρει κουπόνι που για κάθε περίοδο θα ισούται με το επιτόκιο του εντόκου γραμματίου της ίδιας περιόδου (συνήθως έτους) συν ή πλην κάποιο ποσοστό. Στις ευρωαγορές σαν επιτόκιο αναφοράς χρησιμοποιείται συχνά το διημερο LIBOR.

γ) συνδεδεμένο με κάποιο δείκτη (index linked)

Πρόκειται για εκδόσεις που αν και φέρουν σταθερό επιτόκιο, προκειμένου να υπολογιστεί η αξία του κουπονιού λαμβάνεται υπόψη μια μεταβαλλόμενη ονομαστική αξία. Χρησιμοποιείται γι' αυτό κάποιος δείκτης με βάση τον οποίο αναπροσαρμόζεται η αξία επί της οποίας εφαρμόζεται το σταθερό επιτόκιο. Τέτοια κυβερνητικά ομόλογα χρησιμοποιούν συχνά το δείκτη πληθωρισμού. Εταιρείες εκδίδουν ομόλογα συνδεδεμένα με το δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου ή κάποιων ειδικών προϊόντων.

δ) χωρίς κουπόνι (zero-coupon)

Αυτού του τύπου τα ομόλογα δεν προβλέπουν ενδιάμεσες πληρωμές κουπονιών. Υπάρχει μια αρχική πληρωμή από τον αγοραστή προς τον εκδότη και μια τελική πληρωμή προς εκείνον που προσκομίζει το ομόλογο. Η ουσιαστική ιδιότητα των zero-coupons είναι ότι απαλλάσσει τον επενδυτή από το πρόβλημα της επανεπένδυσης των τόκων που θα εισέπραττε σε κάθε πληρωμή κουπονιού. Δεν είναι έτσι εκτεθειμένος στον κίνδυνο να αναγκαστεί να επανεπενδύσει τις εισπράξεις των κουπονιών σε χαμηλότερα επιτόκια. Είναι σαφές ότι η απόδοση για τον επενδυτή προκύπτει από τη χαμηλότερη (σε σχέση με την τελική πληρωμή) τιμή αγοράς του ομολόγου.

➤ Ανάλογα με την **τακτικότητα των πληρωμών**, ένα ομόλογο μπορεί να υπόσχεται πληρωμές:

- α) ετήσιες,
- β) εξαμηνιαίες,
- γ) τριμηνιαίες ή και
- δ) μηνιαίες (σπανιότερα)

➤ Όσον αφορά τον **κάτοχο ενός ομολόγου** και σε σχέση με τον τρόπο που αυτός καταγράφεται υπάρχουν τρεις κατηγορίες ομολόγων:

α) **ανώνυμα ομόλογα (bearer bonds)**

Σε αυτά δεν είναι τυπωμένο το όνομα του κατόχου και μπορούν έτσι να μεταβιβασθούν χωρίς διατυπώσεις.

β) **ονομαστικά ομόλογα (registered bonds)**

Αντίθετα με τα προηγούμενα στην περίπτωση αυτή τα ομόλογα φέρουν τυπωμένο το όνομα του κατόχου τους, και

γ) **άλλη μορφή (book entry form)**

Πρόσφατα συνηθίζεται να μην εκδίδονται καθόλου ομόλογα (με την έννοια του εγγράσου). Όλες οι κινήσεις γίνονται με χρεοπιστώσεις λογαριασμών που διατηρεί ο αγοραστής του ομολόγου.

Οι δύο πρώτες κατηγορίες σε αντίθεση με την πρώτη έχουν κοινό χαρακτηριστικό ότι αναφέρονται σε τίτλους «τυπωμένους σε ένα κομμάτι χαρτί» (**paper form**).

Σημαντική είναι στην περίπτωση των ομολόγων η διαφοροποίηση μεταξύ **πρωτογενούς (primary)** και **δευτερογενούς (secondary)** αγοράς.

Κατά την πρωτογενή οι συμμετέχοντες αγοράζουν την «έκδοση» από τον δανειζόμενο. Ο τρόπος αυτός της διάθεσης μπορεί να είναι είτε **δημόσιος (public issues)** όπου συμμετέχει ένας ευρύς αριθμός τραπεζών και η έκδοση εισάγεται συχνά στο Χρηματιστήριο, είτε **ιδιωτικός (private placements)** όπου οι αγοραστές είναι περιορισμένοι, καποτε μπορεί και μόνο ένας ενώ πολλές φορές δεν γίνεται καν ανακοίνωση.

Κατά τη δευτερογενή αγορά τα χρεόγραφα απλώς μεταπωλούνται αλλάζοντας
ισως πολλές φορές χέρια. Στην περίπτωση των ιδιωτικών τοποθετήσεων η δευτερο-
γενής αγορά είτε είναι περιορισμένη είτε δεν υπάρχει καθόλου.

➤ Ανάλογα, τώρα, με τη διεθνή διάσταση και υπόσταση μιας έκδοσης ομο-
λογων, αυτά διακρίνονται σε:

α) εγχώρια (domestic)

Προκειται για ομόλογα που εκδίδονται από κάποιον παραγοντα μιας συγκεκρι-
μενης χώρας, στο νομισμα της χώρας αυτής και διατίθενται κυρίως σε επενδυτικούς
φορείς της εγχώριας επίσης αγοράς.

β) διεθνή (international)

Στην περίπτωση αυτή η διάθεση γίνεται κυρίως έξω από τη χώρα - έδρα του
δανειζόμενου. Υποπεριπτώσεις των διεθνών ομολόγων αποτελούν τα foreign bonds,
τα eurobonds και τα global bonds.

Τα **foreign bonds** είναι διεθνή ομόλογα που εκδίδονται σε νόμισμα διαφορε-
τικό από εκείνο της χώρας του εκδότη και διατίθενται σαν εγχώρια ομόλογα στη
χώρα του νομίσματος αυτού. Τα ομόλογα αυτού του τύπου είναι αρκετά συνηθισμένα
και φέρουν ονομασίες συνδεδεμένες με την ιστορία και τις παραδόσεις των χωρών
στις οποίες διατίθενται. Συγκεκριμένα παραδείγματα τέτοιων ομολόγων είναι:

Yankees που διατίθενται στις Η.Π.Α. από μη αμερικανούς εκδότες,

Samourais που διατίθενται στην Ιαπωνία από ξένους εκδότες,

Matadors που διατίθενται στην Ισπανία από μη ισπανούς,

Caravellas και *Navigators* που διατίθενται στην Πορτογαλία από μη πορτογάλους,
και ακόμη

Marathons που διατίθενται στην Ελλάδα από αλλοδαπούς.

Τα **eurobonds** είναι εκδόσεις, ανάδοχοι των οποίων είναι συνήθως διεθνείς
κοινοπραξίες τραπεζών, οι οποίες διατίθενται κυρίως (αν όχι αποκλειστικά) σε χώρες
διαφορετικές από εκείνη της οποίας το νόμισμα χρησιμοποιούν. Κατά κανόνα είναι
ανώνυμα (bearer form), πρωτογενώς διατίθενται με δημόσιο τρόπο (public issues) και
είναι ευρέως διαπραγματεύσιμα και μεταξύ τραπεζών αλλά και στα χρηματιστηρια.

Μια σημαντική επισήμανση εδώ σχετίζεται με τη διαφοροποίηση που πρέπει να κάνει κανείς μεταξύ των Eurobonds που περιγράφονται παραπάνω και των Eurobonds που είναι ομόλογα νόμισμα των οποίων είναι το EURO, ανεξάρτητα αν διατίθενται στην ευρωπαϊκή εγχώρια οπότε θεωρούνται εγχώρια (domestic) ή όχι.

Τα **global bonds** είναι διαπραγματεύσιμα ταυτόχρονα σε περισσότερες από μία χώρες στην ίδια, φυσικά, τιμή. Το πρώτο global bond εκδόθηκε το 1989 από την World Bank. Από το σημείο αυτό και μετά καθιερώθηκαν σαν μια αποτελεσματική μέθοδος δανεισμού είτε για κράτη είτε για υπερεθνικούς οργανισμούς. Βασικό χαρακτηριστικό των ομολόγων αυτών, που εκδίδονται κατά κανόνα σε δολάριο, γιεν και μάρκο, είναι η διαφοροποιημένη βάση των επενδύτων.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Επενδυτική Φιλοσοφία

Για την καλύτερη προσέγγιση και κατανομή των κεφαλαίων στις διαφορετικές μορφές επένδυσης η επενδυτική μας φιλοσοφία και τα στάδια για να φτάσουμε στο τελικό αποτέλεσμα είναι:

- α) Καθορισμός του στόχου του χαρτοφυλακίου μας και πιο συγκεκριμένα ο δείκτης σύγκρισής του.
- β) Η κατανομή των διαθέσιμων στις διαφορετικές μορφές επένδυσης (Στρατηγική Κατανομή Διαθεσίμων).
- γ) Τρόπος προσέγγισης των εναλλακτικών μορφών επένδυσης.
- δ) Έλεγχος της απόδοσης του χαρτοφυλακίου (ολόκληρου ή επιμέρους κατηγοριών τοποθετήσεων) και ανακατανομή των κεφαλαίων (Τακτική Κατανομή Διαθεσίμων).

Αφού ανιχνευθεί το επενδυτικό προφίλ του χαρτοφυλακίου – επιθετικό, ισορροπημένο, αμυντικό – προχωράμε στον καθορισμό του στόχου του χαρτοφυλακίου που είναι η απόδοσή του, σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο, να είναι καλύτερη από την αντίστοιχη απόδοση ενός δείκτη σύγκρισης όπως λέγεται (**Benchmark**).

Κατόπιν προχωράμε στο πολύ σημαντικό κομμάτι της κατανομής των κεφαλαίων στις εναλλακτικές μορφές επένδυσης. Ανάλογα δηλαδή με τον κίνδυνο και το προφίλ του χαρτοφυλακίου μας ορίζουμε τα ποσοστά των κεφαλαίων που θα τοποθετηθούν σε μετοχές, ομόλογα, μετρητά, κ.α. Αν ο ορίζοντάς μας ξεπερνάει τα σύνορα της χώρας σ' αυτό το στάδιο ορίζουμε και το ποσοστό των κεφαλαίων που θα επενδυθούν ανά γεωγραφική περιοχή. Το κομμάτι αυτό αποτελεί τον κορμό του «χτισίματος» του χαρτοφυλακίου καθώς λαμβάνονται οι **στρατηγικές αποφάσεις κατανομής των κεφαλαίων (Strategic Asset Allocation)**.

Το επόμενο βήμα είναι στις ήδη επιλεχθείσες μορφές επενδύσεων, να ξεχωρίσουμε, να επιλέξουμε το καλύτερο προϊόν. Δηλαδή αν μιλάμε για μετοχές, τις καλύτερες ή πιο συγκεκριμένα αυτές που ικανοποιούν το προφίλ μας και την επενδυτική μας στρατηγική, για ομόλογα το ίδιο, κλπ.

Η προσέγγιση έτσι στους μετοχικούς τίτλους μπορεί να είναι είτε **top-down** είτε **bottom-up**. Δηλαδή μπορούμε να επιλέξουμε τους κλάδους που μας ενδιαφέρουν

και προχωρώντας σε κάθε κλάδο να επιλέξουμε τις κατάλληλες μετοχές στην top-down προσέγγιση. Ωστόσο με την bottom-up προσέγγιση επιλεγουμε κατευθείαν τις κατάλληλες μετοχές ανεξάρτητα με τον κλάδο που βρίσκονται.

Πως επιλέγονται όμως οι μετοχές. Τα κριτήρια για την επιλογή των μετοχών είναι είτε χρηματοοικονομικοί δείκτες που δείχνουν την **αξία (value)** της μετοχής, είτε αντιστοιχοί δείκτες που δείχνουν την πιθανή μελλοντική **ανάπτυξη (growth)** της μετοχής. Υπάρχουν επίσης και τεχνικοί δείκτες (με τη βοήθεια της τεχνικής ανάλυσης) που δείχνουν την τάση (momentum) μιας μετοχής. Δείκτες value και growth είναι οι P/E, Divided Yield, P/BV, EV/EBΠΟΑ, PEG, P/S, κ.ά.

Μετά τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου, το επόμενο στάδιο είναι ο έλεγχος της απόδοσης του χαρτοφυλακίου σε σχέση με το δείκτη αναφοράς (Benchmark), όπως επίσης και των επιμέρους επιλογών σε σχέση με τους στόχους και τα κριτήρια επιλογής τους.

Σε περίπτωση επίτευξης ή μη επίτευξης επιμέρους στόχων και αξιολογήσει τους με ο βασικό στόχο του χαρτοφυλακίου όπως επίσης και συγκριτικά με το δείκτη αναφοράς, προχωράμε σε διορθωτικές κινήσεις τόσο τις επιμέρους επιλογές όσο και στις στρατηγικές μας επιλογές. Η διαδικασία αυτή είναι η **Τακτική Κατανομή Διαθεσίμων (Tactical Asset Allocation)**.

1. Η εφαρμογή της επενδυτικής μας φιλοσοφίας

Θέλοντας να φτιάξουμε ένα χαρτοφυλάκιο χαμηλού κινδύνου και υψηλά αναμενόμενης απόδοσης προχωρήσαμε σε εξέταση μετοχών που διαπραγματεύονται στο Χ.Α.Α. Σαν δείκτη σύγκρισης του χαρτοφυλακίου μας πήραμε το Γενικό Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α. στον οποίο μετέχουν ουσιαστικά 58 μετοχές και κρίνεται ως «καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο».

Από τις μετοχές που εξετάσαμε καταλήξαμε σε 16 μετοχές των οποίων τα οικονομικά στοιχεία και οι χρηματοοικονομικοί τους δείκτες, όπως P/E, Divided Yield, EV/EBITDA και P/BV κρίθηκαν σε πολύ καλά επίπεδα και επιλέχθηκαν. Για την επιλογή τώρα του βάρους που θα έχει η κάθε μία, στο χαρτοφυλάκιο εφαρμόσαμε τη μέθοδο των αποτελεσματικών συνόρων (efficient frontier) του Markowitz.

Δηλαδή βρήκαμε τις αποδόσεις και τον κίνδυνο (τυπική απόκλιση) κάθε μετοχής και κατοπιν κανοντας αριστοποίηση των συνδυασμών τους μέσα στο χαρτοφυλάκιο, λυσαμε ως προς το μικρότερο κίνδυνο με αναμενομενη αποδοση σε μικρα θετικα επίπεδα, καθώς ελαχιστες μετοχές είχαν θετικές μεσες αποδοσεις τις προηγουμενες 41 εβδομαδες (αριθμός παρατηρησεων που εχουμε κι αυτό γιατί μια από τις επιλογές μας - Δ.Ε.Η - έχει μόνο τόσες εβδομαδιαίες παρατηρησεις στο Χ.Α.Α.)

Η κατανομη τώρα των διαθεσίμων μας για τις πρώτες εβδομάδες ήταν 80 % σε ομόλογα και 20 % σε μετρητά. Κι αυτό γιατί ύστερα από μελετη αρκετών αναλύσεων διεθνών επενδυτικών οίκων, και των ιδίων των οικονομικών στοιχείων που ανακοινώθηκαν στις Η.Π.Α. και στην Ευρωπαϊκή Ένωση καταλήξαμε στην ακόλουθη επενδυτική στρατηγική

Δεν θα αναλάβουμε μετοχικό ρίσκο καθώς το κλίμα στις διεθνείς αγορές δεν είναι ευνοϊκό. Τα στοιχεία επιχειρηματικής και καταναλωτικής εμπιστοσύνης που ανακοινώνονται σε Ευρωπαϊκή Ένωση και Η.Π.Α. είναι συνεχώς φθίνοντα και συγκεκριμενα ο δείκτης μεταποίησης στις Η.Π.Α. βρίσκεται στο όριο που δείχνει αν η οικονομία αναπτύσσεται ή όχι. Η βιομηχανική παραγωγή έχει φθίνοντα ρυθμο, ενώ οι απολύσεις που ανακοινώνονται καθημερινά από βιομηχανικούς κολοσσούς αυξάνουν τον κίνδυνο της αβεβαιότητας για τον καταναλωτή.

Αρνητικές όμως είναι και οι εκτιμήσεις που κάνουν και οι ίδιες οι εταιρείες για τα αποτελέσματά τους μέχρι το τέλος της χρονιάς γεγονός που αναγκάζει και τους επενδυτικούς οίκους να προχωρούν σε υποβαθμίσεις των οικονομικών αποτελεσμάτων των εταιριών, με αποτέλεσμα τη συνεχή πίεση στην τιμή των μετοχών.

Είναι χαρακτηριστικά τα δημοσιεύματα τα δημοσιεύματα στις εφημερίδες όπως στην Wall Street Journal: «αβεβαιότητα για τα κέρδη των επιχειρήσεων ακόμη και για το 2003».

Να σημειωθεί ότι στις αρχές του χρόνου οι προβλέψεις για ανάπτυξη στις Η.Π.Α. τα 2 τελευταία τρίμηνα του 2002 ήταν κοντά στο 4 %, ενώ τώρα στις 2 - 3 % ειδικά για το τελευταίο τρίμηνο θεωρείται μάλλον ως το πλέον αισιόδοξο σενάριο. Να προσθέσουμε επίσης την κρίση στον Περσικό Κόλπο που εντείνει τον κίνδυνο αποστροφής των επενδυτών και στροφής τους στα ομόλογα και τον χρυσό. Η ανα-

μενόμενη τέλος μείωση των επιτοκίων θα αποφασιστεί μάλλον προς τα μέσα του τετάρτου τριμήνου, γεγονός που ενισχύει τις τιμές των ομολόγων.

Η πορεία της αγοράς μας επιβεβαίωσε και έτσι προχωρώντας στην ανακατανομή των διαθέσιμων μας στις αρχές του Οκτώβρη επενδύσαμε 30 % στις ήδη προεπιλεγθείσες μετοχές μας μειώνοντας τη συμμετοχή μας στα ομόλογα σε ποσοστό 50 %, ενώ διατηρήσαμε τα μετρητά μας σε ποσοστό 20 %. Η απόφαση μας αυτή ελήφθη καθώς ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. έφτασε στα χαμηλότερα επίπεδα της τελευταίας τετραετίας, αναιρώντας ουσιαστικά όλη την ξέφρενη πορεία 1998 - 1999.

Για να είμαστε σύμφωνοι με την επενδυτική μας πολιτική, επιλέγουμε ένα συντηρητικό χαρτοφυλάκιο μεσαίου κινδύνου (τυπική απόκλιση, volatility).

Οι περιορισμοί που θέσαμε είναι οι εξής:

1. Το άθροισμα των ποσοστών επένδυσης σε κάθε μετοχή ισούται με τη μονάδα, $\sum x_i = 1$
2. Το ποσοστό επένδυσης σε κάθε μετοχή είναι μεγαλύτερη του 2 %, $x_i \geq 2\%$.
3. Η αναμενόμενη απόδοση $E(R) = 1$.

Θεωρούμε ότι τα χαρακτηριστικά αυτά αντικατοπτρίζονται καλύτερα στο χαρτοφυλάκιο 5 που έχει αναμενόμενη απόδοση 1 % και κίνδυνο 12,2 %, όταν ο δείκτης βρίσκεται στο - 5,37 % και 16,47 % αντίστοιχα.

Για την ανάλυσή μας πρέπει επίσης να ληφθούν υπόψη τα εξής:

1. Οι προμήθειες αγοραπωλησίας μετοχών είναι 1 % και οι αντίστοιχες προμήθειες ομολόγων 0,5 %.
2. Οι προμήθειες είναι ενσωματωμένες στις τιμές.

ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Στις επόμενες σελίδες ακολουθούν οι αναλύσεις των μετοχών που χρησιμοποιήσαμε στο χαρτοφυλάκιό μας:

- / ΕΘΝΙΚΗ
- / EFG - EUROBANK
- / ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ
- / ΑΚΤΩΡ —
- / ΤΙΤΑΝ —
- / ΗΥΑΤΤ —
- / ΟΠΑΠ
- / ΙΝΤΡΑΛΟΤ
- / ΔΕΗ
- / ΟΤΕ
- / COSMOTE
- / ΡΑΝΑΦΟΝ
- / JUMBO
- / ΕΥΑΘ
- / ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ

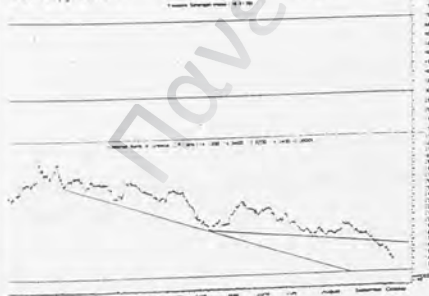
ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ

Η Εθνική Τράπεζα Ελλάδος ιδρύθηκε το 1841 και σήμερα καταλαμβάνει αδιαμφισβήτητη ηγετική θέση στην τραπεζική αγορά με μερίδιο αγοράς περισσότερο από 30% και διαθέτοντας συνολικό ενεργητικό € 53,0 δις. Με πάνω από 30 θυγατρικές εταιρίες η ΕΤΕ προσφέρει υπηρεσίες εμπορικής, επενδυτικής και λιανικής τραπεζικής καθώς και άλλες υπηρεσίες ενώ έχει διενείκει δραστηριότητες σε 18 χώρες.

| | |
|-----------------------|-------------|
| Κωδικός Bloomberg | ETE GA |
| Τιμή 07.10.2002 | € 14.10 |
| Αριθμός Μετοχών | 228.080 Εκ. |
| Free Float | 51% |
| Κεφαλαιοποίηση € | 3215.93 Εκ. |
| Χαμηλό 52 Εβδομάδων | € 14.02 |
| Υψηλό 52 Εβδομάδων | € 31.90 |
| Απόδοση από 1.1.2002 | -43.6% |
| Απόδοση 52 εβδομάδων | -47.23% |
| Συντελεστής Βήτα (ΓΔ) | 1.14 |
| Συμμετοχή στο Γ.Δ. | 6.905% |
| Συμμετοχή στο FTSE 20 | 15.848% |

ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

| | 2001 | 2002E | 2003E |
|----------------|--------|--------|--------|
| Turnover € εκ. | 1912 | 1725 | 1897 |
| P/E | 6.65 | 10.34 | 8.85 |
| P/BV | 1.49 | 1.7 | N/A |
| DPS | 1.09 | 0.958 | 0.977 |
| EPS | 2.12 | 1.364 | 1.593 |
| ROE | 22.70% | 17.43% | 14.92% |
| Δείκτης Tier I | 10% | N/A | N/A |



Κατέχει την πρώτη θέση στις καταθέσεις και στις χορηγήσεις δανείων με μερίδια αγοράς 33,1% και 22,2% αντίστοιχα.

Αναβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας που αντικατοπτρίζει σημαντική βελτίωση τα τελευταία χρόνια στην οικονομική της κατάσταση και την αναβάθμιση της λειτουργικής υποδομής.

Η στρατηγική του μέλλοντος προβλέπει επικέντρωση σε τομείς με υψηλά περιθώρια κέρδους (δάνεια-εταιρικά ομόλογα) και αυστηρή πολιτική συγκράτησης του κόστους.

Διαθέτει πάνω από 5 εκ. πελάτες λιανικής τραπεζικής και τα 2/3 του εργατικού δυναμικού υπολογίζεται ότι συναλλάσσεται με την ΕΤΕ.

Διεξόδηση στη χρηματοδότηση μικρών επιχειρήσεων με νέα προϊόντα για μικρές επιχειρήσεις και επαγγελματίες με κύκλο εργασιών μέχρι € 1 εκ.

Μείωση 51% του προ φόρων κέρδους για το πρώτο εξάμηνο του 2002 μικρότερη ωστόσο μείωση από την εκτιμώμενη.

Αύξηση του καθαρού επιτοκιακού εισοδήματος κατά 0.7% γ-ο-γ για το πρώτο εξάμηνο του 2002.

Στόχος των τελευταίων χρόνων είναι η καθιέρωση της ΕΤΕ ως τράπεζα της ελληνικής οικογένειας.

Αναδιοργάνωση της πιστοδοτικής διαδικασίας.

Υπάρχουν σημαντικές ευκαιρίες για αύξηση εσόδων.

Η ΕΤΕ κατέχει ηγετική θέση στη λιανική τραπεζική.

Με την αξιοποίηση της πελατειακής βάσης για σταυροειδείς πωλήσεις προϊόντων λιανικής τραπεζικής και με την μεγάλη επέκταση του δικτύου εξωτερικού και ειδικότερα στη νοτιοανατολική Ευρώπη η ΕΤΕ έχει σκοπό να καθιερωθεί ως τράπεζα της ελληνικής οικογένειας. Στα πλαίσια αυτά προβλέπεται η συνέχιση της επιτυχημένης πορείας στην επαγγελματική πίστη όπου παραδοσιακά η τράπεζα κατέχει ηγετική θέση.

Η ΕΤΕ σκοπεύει στην κεντροποίηση της πιστοδοτικής διαδικασίας με πέντε κέντρα χρηματοδοτήσεων στις μεγάλες πόλεις για τη χρηματοδότηση μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων. Η χρηματοδότηση των μεγάλων επιχειρήσεων θα γίνεται από την αντίστοιχη Διεύθυνση και η διενέργεια ναυτιλιακών χρηματοδοτήσεων θα γίνεται μέσω των Ναυτιλιακών Καταστημάτων στον Πειραιά και Λονδίνο. Με αυτόν τον τρόπο η τράπεζα αποσκοπεί στη βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου των χορηγήσεων.

Η αξιοποίηση της υπάρχουσας πελατειακής βάσης και η ανάπτυξη εναλλακτικών δικτύων προσφέρουν σημαντικές ευκαιρίες για αύξηση εσόδων. Η προϋπάρχουσα σχέση με τους πελάτες εξασφαλίζει χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο στην ΕΤΕ και η αποτελεσματική εφαρμογή κεντρικών πωλήσεων, μάρκετινγκ και εγκριτικής διαδικασίας αποφέρουν εκτεταμένες ευκαιρίες για σταυροειδείς πωλήσεις. Επίσης υπάρχει η δυνατότητα ανάπτυξης εναλλακτικών δικτύων με τις υπηρεσίες telemarketing και e-banking.

Το πρώτο εξάμηνο του 2002 η ΕΤΕ εμφανίζει ηγετική θέση σε διάφορους τομείς της λιανικής τραπεζικής όπως: πιστωτικές κάρτες- υπήρξε αύξηση στο πλήθος των σε ισχύ καρτών πάνω από 200% την περίοδο 1997-2001, κτηματική πίστη-ηγετική θέση με αυξανόμενο χαρτοφυλάκιο που ανήλθε το 1^ο

Σημαντική αύξηση των εσόδων από προμήθειες για το πρώτο εξάμηνο του 2002.

Μείωση των κερδών προ φόρων κατά 51% σε € 228 εκ. από € 462 εκ.

Έκδοση δανείων μειωμένης εξασφάλισης για βελτίωση του σχετικά χαμηλού δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας

Βελτίωση του καθαρού επιτοκιακού εισοδήματος

Ελκυστική η παρούσα αποτίμηση, όμως φαίνεται δύσκολη η αναστροφή της πρωτικής τάσης.

εξάμηνο του 2002 σε € 4.943 εκ., ασφάλειες-ηγετική θέση με 17,7% μερίδιο αγοράς στον κλάδο ζωής και 20,6% μερίδιο στον κλάδο ζημιών και τέλος υπήρξε αύξηση του χαρτοφυλακίου καταναλωτικών δανείων 11% στο πρώτο εξάμηνο του 2002.

Τα έσοδα από προμήθειες για τον Όμιλο της ΕΤΕ έφτασαν τα € 173 εκ. για το 1^ο εξάμηνο του 2002, εκ των οποίων το 66,9% οφείλονται σε δραστηριότητες της ΕΤΕ. Τα έσοδα αυτά προκύπτουν κυρίως από τη διαμεσολάβηση (86%) και από τις χρηματαγορές & κεφαλαιαγορές (14%).

Τα κέρδη προ φόρων μειώθηκαν κατά 51% σε € 228 εκ., τα δάνεια αυξήθηκαν κατά 7,1% y-o-y, με αύξηση των καταναλωτικών δανείων 22,4% και αύξηση 20% y-o-y για τις υποθήκες.

Με την έκδοση δανείων μειωμένης εξασφάλισης € 750 εκ. εκτιμάται ότι θα βελτιωθεί ο Συνολικός Δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας του Ομίλου κατά 200 μ.β. περίπου (βρισκόταν στο 10,2% το 2001). Το ποσό του δανείου συμπεριλαμβάνεται στα συμπληρωματικά εποπτικά ίδια κεφάλαια ενώ τα κεφάλαια θα χρησιμοποιηθούν για την στήριξη της οργανικής ανάπτυξης και επέκτασης του Ομίλου.

Τα μεγάλα spreads (19 και 10 μονάδες βάσης αντίστοιχα στα δάνεια και στις καταθέσεις) βοήθησαν στην αύξηση του καθαρού επιτοκιακού εισοδήματος κατά 0.7%.

Η γενικότερη αβεβαιότητα για τον τραπεζικό κλάδο όμως, σε συνδυασμό με την αναμενόμενη εφαρμογή των διεθνών λογιστικών προτύπων έχουν οδηγήσει την τιμή της μετοχής σε μεγάλη πτώση χωρίς να φαίνεται από τεχνικής άποψης η δυνατότητα αναστροφής της τάσης. Η γενικότερη εκτίμηση της αγοράς είναι πως τα παρόντα επίπεδα τιμών είναι ελκυστικά για τοποθετήσεις, όμως η γενικότερη απόδοση της μετοχής δε θα ξεπεράσει την απόδοση της αγοράς.

EFG EUROBANK ERGASIAS

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ

Η τράπεζα EFG Eurobank Ergasias προσφέρει πλήρες φάσμα τραπεζικών προϊόντων και υπηρεσιών σε ιδιώτες, επιχειρήσεις και θεσμικούς πελάτες κατέχοντας ηγετική θέση στις χορηγήσεις καταναλωτικών δανείων, πιστωτικών καρτών και δανείων προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις, καθώς και στην επενδυτική τραπεζική και στα προϊόντα κεφαλαιαγοράς. Η συνεργασία με την Deutsche Bank διευκολύνει την πρόσβαση στις διεθνείς αγορές.

| | |
|-----------------------|-----------|
| Κωδικός Bloomberg | EUROB GA |
| Τιμή 03.10.2002 | € 11.54 |
| Αριθμός Μετοχών | 313 Εκ. |
| Free Float | 47% |
| Κεφαλαιοποίηση € | 3.590 Εκ. |
| Χαμηλό 52 Εβδομάδων | € 11.30 |
| Υψηλό 52 Εβδομάδων | € 17.44 |
| Απόδοση από 1.1.2002 | -23.12% |
| Απόδοση 52 εβδομάδων | -4.47% |
| Συντελεστής Βήτα (ΓΔ) | 0.95 |
| Συμμετοχή στο Γ.Δ. | 7.691% |
| Συμμετοχή στο FTSE 20 | 13.236% |

ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

| | 2001 | 2002E | 2003E |
|----------------|-------|-------|-------|
| Λειτουργικά | | | |
| Κέρδη € εκ. | 321 | 482 | 462 |
| P/E | 23.8 | 18 | 16 |
| P/BV | 2.1 | 2.3 | 2.2 |
| DPS | 0.51 | 0.50 | 0.53 |
| EPS | 0.66 | 0.70 | 0.79 |
| ROE | 11.2% | 12.8% | 13.9% |
| Δείκτης Tier I | 15.2% | 12.1% | 11.2% |



- ✔ Κατέχει την πρώτη θέση στις χορηγήσεις καταναλωτικών δανείων, πιστωτικών καρτών και δανείων προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις.
- ✔ Δυναμική παρουσία στο Private Banking μέσω της EFG-Telesis-Finance
- ✔ Κυρίαρχη θέση στα προϊόντα κεφαλαιαγοράς μέσω της EFG Χρηματιστηριακής
- ✔ Μικρή πτώση 5.9% y-o-y των κερδών του ομίλου για το πρώτο εξάμηνο του 2002
- ✔ Αύξηση των λειτουργικών εσόδων κατά 3.4% y-o-y για το πρώτο εξάμηνο του 2002.
- ✔ Αύξηση των λειτουργικών εξόδων κατά 13.7% y-o-y.
- ✔ Αύξηση του καθαρού επιτοκιακού εισοδήματος κατά 19.5% y-o-y.
- ✔ Δημοσιευμένα στοιχεία με βάση τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα
- ✔ Εκτιμούμε στήριξη πάνω από τα € 11.50 και κίνηση πάνω από τα € 12 με βάση τόσο την τεχνική ανάλυση όσο και τα θεμελιώδη στοιχεία

Η EFG Eurobank Ergasias αναπτύχθηκε τη δεκαετία του 1990 μέσω αλληλεπιδρώντων εξαγορών.

Δραστηριοποιείται, με επιθετική πολιτική, σε τομείς που παρουσιάζουν μεγάλα περιθώρια ανάπτυξης

Κατέχει ηγετική θέση στην καταναλωτική πίστη, στη στεγαστική πίστη, και στις πιστωτικές κάρτες, και επεκτείνεται στο Asset Management

Η EFG Eurobank Ergasias ιδρύθηκε το 1990 με αρχική ονομασία 'Ευρωεπενδύτική Τράπεζα' και κίρια δραστηριοποίηση στο χώρο του wholesale banking. Με την απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος κατά τη δεκαετία του 1990 η τράπεζα επεκτάθηκε και στον τομέα του retail banking μέσω πολλαπλών εξαγορών (Interbank, Τράπεζα Αττικής, Τράπεζα Κρήτης, Τράπεζα Εργασίας), ενώ με τη συγχώνευση με την Telesis επεκτάθηκε και στον τομέα του private banking.

Μέσω των εξαγορών αλλά και μέσω της επιθετικής πολιτικής προώθησης των προϊόντων και υπηρεσιών της μέσω της ενεργής προώθησης των σταυροειδών πωλήσεων, όσο και μέσω της ίδρυσης εξειδικευμένων θυγατρικών (Open 24), η EFG Eurobank Ergasias έχει σημειώσει αξιοσημείωτη ανάπτυξη τα τελευταία χρόνια ειδικά σε τομείς που παρουσιάζουν μεγάλα περιθώρια ανάπτυξης όπως για παράδειγμα τα καταναλωτικά και στεγαστικά δάνεια.

Η θέση της εταιρείας αυτή τη στιγμή είναι πολύ ισχυρή σε τομείς όπου εκτιμούμαι μεγάλη ανάπτυξη την επόμενη πενταετία. Με τη μεγάλη πτώση των επιτοκίων έχει αυξηθεί σημαντικά η ζήτηση για καταναλωτικά, στεγαστικά δάνεια και πιστωτικές κάρτες, τομείς με μεγάλο περιθώριο ανάπτυξης σε σχέση με το τι παρατηρείται στην υπόλοιπη Ευρώπη. Η εταιρεία κατέχει μερίδιο αγοράς 24% στην καταναλωτική πίστη, 23% στις πιστωτικές κάρτες, 12% στη στεγαστική πίστη και 28% στα αμοιβαία κεφάλαια. Παράλληλα, στόχος της εταιρείας είναι και η δυναμική επέκταση στον τομέα του Asset Management στοχεύοντας στη διαχείριση των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων μέσω της θυγατρικής της EFG-Telesis-Finance.

Η μόνη τράπεζα που εφαρμόζει IAS

*Καλά τα αποτελέσματα του 1^{ου}
εξαμήνου του 2002*

*Αύξηση 19.5% των καθαρών
επιτοκιακών κερδών*

Η επιθετική πολιτική της τράπεζας και η ηγετική θέση που κατέχει στην Ελληνική αγορά απεικονίζεται και στα οικονομικά αποτελέσματα, τα οποία υπολογίζονται με βάση τα διεθνή λογιστικά πρότυπα (IAS). Να σημειωθεί πως η EFG Eurobank Ergasias είναι η μόνη Ελληνική τράπεζα που υπολογίζει τις οικονομικές της καταστάσεις με βάση τα IAS.

Τα αποτελέσματα του 1^{ου} εξαμήνου του 2002 ήταν αρκετά καλά ειδικά αν λάβουμε υπόψη τη γενικότερα άσχημη περίοδο για το Ελληνικό Τραπεζικό σύστημα. Η κερδοφορία των τραπεζών μειώθηκε σημαντικά από τη μείωση του καθαρού επιτοκιακού κέρδους, όσο και από τη σημαντική μείωση της αξίας του χαρτοφυλακίου χρεογράφων. Επίσης, η αύξηση του πιστωτικού κινδύνου λόγω της εξάπλωσης της καταναλωτικής πίστης συνέβαλε και στην αύξηση ακάλυπτων δανείων. Επίσης, η εφαρμογή των IAS από τις υπόλοιπες τράπεζες θα δυσχεράνει την ήδη άσχημη εικόνα που παρουσιάζουν τα αποτελέσματά τους, κάτι όμως που η EFG Eurobank Ergasias θα το αποφύγει αφού έχει ήδη υιοθετήσει τα IAS, και επομένως δε θα εμφανίσει μεγάλη μεταβλητότητα στα μελλοντικά της αποτελέσματα.

Τα καθαρά επιτοκιακά έσοδα της εταιρείας σημείωσαν αύξηση 19.5% σε ετήσια βάση φθάνοντας τα € 349 εκ. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην επεκτατική πολιτική στον τομέα της καταναλωτικής πίστης, και εκτιμούμε ότι τα αποτελέσματα θα βελτιωθούν ακόμα περισσότερο με την ωρίμανση των δανείων στεγαστικής πίστης, των οποίων το καθαρό επιτοκιακό κέρδος αυξάνεται μετά τον πρώτο χρόνο σύναψης του δανείου. Η μόνη επιφυλαχή που διατηρούμε αφορά την πιθανή μείωση των δανείων καταναλωτικής πίστης, τα οποία παρουσιάζουν μία επιβράδυνση λόγω της υπεργνώσεως ακετών νοικοκυριών.