



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

«ΠΡΟΒΛΕΨΙΜΟΤΗΤΑ ΣΤΙΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ»

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΠΛΟΥΜΑΚΗ ΕΛΕΝΗ

A.M.: 7426

ΚΕΓΚΕΡΟΓΛΟΥ ΚΩΣΤΟΥΛΑ

A.M.: 7406

Επιβλέπων : κ. Γαρεφαλάκης Αλέξανδρος

Ηράκλειο, Οκτώβριος 2012

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Έχοντας φτάσει στο τέλος των σπουδών μας θα θέλαμε να αναφερθούμε σε όλους εκείνους που ο καθένας με το δικό του τρόπο, συνετέλεσαν στην ολοκλήρωση αυτής της φάσης της ζωής μας, από την έναρξη της φοιτητικής μας πορείας έως και την ολοκλήρωση των σπουδών μας.

Πρώτα από όλους, ευχαριστούμε τον επιβλέπων αυτής της διπλωματικής εργασίας, Δρ. Γαρεφαλάκη Αλέξανδρο, του Τμήματος Λογιστικής του Τ.Ε.Ι Κρήτης, γιατί η συνεργασία του υπήρξε καταλυτική στην ολοκλήρωση της παρούσης, αλλά και όλους τους υπόλοιπους καθηγητές με τους οποίους συνεργαστήκαμε κατά την διάρκεια των σπουδών μας.

Επίσης, θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε τους γονείς μας καθώς και τα υπόλοιπα μέλη των οικογενειών μας για την αμέριστη συμπαράστασή τους όλα αυτά τα δύσκολα χρόνια των σπουδών μου. Τους αφιερώνουμε την παρούσα εργασία, ως ελάχιστο δείγμα ευγνωμοσύνης για την κατανόηση και την υπομονή τους όλα αυτά τα χρόνια.

Πλουμάκη Ελένη

Κεγκέρογλου Κωστούλα

Οκτώβριος 2012

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα πτυχιακή εργασία επικεντρώνεται στην ανάλυση της επίδρασης των μεταβολών διαφόρων μακροοικονομικών παραγόντων στην αποδοτικότητα των τιμών των μετοχών, παρουσιάζοντας τον τρόπο με τον οποίο επηρεάζονται οι μετοχικές αποδόσεις από τις διακυμάνσεις των μακροοικονομικών μεταβλητών.

Πιο συγκεκριμένα, θα αποτυπωθεί η επίδραση που έχει η ανεργία, ο τομέας της παραγωγής, η παραγωγικότητα, ο πληθωρισμός και η νομισματική πολιτική που ακολουθεί μια χώρα στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον των επιχειρήσεων και στην απόδοση των μετοχών τους. Η ανάλυση γίνεται σε τρία στάδια για κάθε παράγοντα. Στο πρώτο στάδιο παρουσιάζεται ο μακροοικονομικός παράγοντας. Στο δεύτερο παρουσιάζεται η επίδραση του συγκεκριμένου παράγοντα στην αποδοτικότητα των μετοχών. Τέλος στο τρίτο στάδιο παρουσιάζονται εμπειρικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί σχετικά με την επίδραση του μακροοικονομικού παράγοντα στην αποδοτικότητα των τιμών των μετοχών και του χρηματιστηρίου γενικότερα.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	I
ΠΕΡΙΛΗΨΗ	II
ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	V
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	VI
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	1
ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	1
1.1 Ορισμός μετοχής.....	2
1.2 Τιμολόγηση και απόδοση μετοχών	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	7
ΑΝΕΡΓΙΑ - ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΟΒΛΕΨΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	7
2.1 Ανεργία	8
2.2 Μέτρηση της ανεργίας	8
2.3 Είδη ανεργίας	9
2.4 Συνέπειες ανεργίας.....	10
2.5 Επίδραση Ανεργίας στην Προβλεψιμότητα της Απόδοσης των μετοχών.....	11
2.6 Εμπειρική Διερεύνηση επίδρασης Ανεργίας στην Προβλεψιμότητα της απόδοσης των μετοχών.....	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	15
Ο ΤΟΜΕΑΣ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ - ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΟΒΛΕΨΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	15
3.1 Ο ΤΟΜΕΑΣ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΤΟ ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΙΟΝ (GDP).....	16
3.2 Κατανάλωση	17
3.3 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	19
3.4 Επίδραση Επενδύσεων στις αποδόσεις μετοχών	21
3.5 Εμπειρική διερεύνηση επίδρασης επενδύσεων στην αποδοτικότητα των μετοχών	22
3.6 Δημόσιος Τομέας και Άσκηση Δημοσιονομικής πολιτικής.....	22
3.7 Επίδραση Δημόσιου Τομέα στην προβλεψιμότητα των μετοχών	24
3.8 Εμπειρική διερεύνηση επίδρασης δημοσίων δαπανών στην αποδοτικότητα των μετοχών	26
3.9 Εμπορικό Ισοζύγιο.....	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	31
ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ - ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΟΒΛΕΨΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	31
4.1 ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ	32
4.2. Επίδραση παραγωγικότητας στην προβλεψιμότητα των μετοχών.....	34
4.3. Εμπειρική Διερεύνηση	34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	37
ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ – ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	37
5.1. ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ	38
5.2 Αίτια του Πληθωρισμού	38
5.3 Ρυθμός Πληθωρισμού	39
5.4 Συνέπειες του Πληθωρισμού	39
5.5 Επιτόκιο	41
5.6. Επίδραση Πληθωρισμού σε προβλεψιμότητα μετοχών	41
5.7 Εμπειρική Διερεύνηση για Επίδραση Πληθωρισμού σε προβλεψιμότητα μετοχών	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	45

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ– ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	45
6.1 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ	46
6.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	47
6.3 Εμπειρική Διερεύνηση για Επίδραση της Νομισματικής Πολιτικής στην προβλεψιμότητα μετοχών.....	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7	50
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	50
Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α.....	53
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ.....	56

ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Σχεδιάγραμμα 2.1 Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών για την περίοδο Οκτώβριος 2007 – Οκτώβριος 2012.

(Πηγή : <http://www.naftemporiki.gr>)

Σχεδιάγραμμα 2.2 Ποσοστά ανεργίας στην Ελλάδα για την περίοδο 2007 – 2012.

(Πηγή: <http://nstatic.doldigital.net>)

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Χρηματιστήριο εννοούμε τις οργανωμένες αγορές, συνήθως είναι επίσημα αναγνωρισμένες από το κράτος, όπου συναντώνται οι ενδιαφερόμενοι για την διενέργεια αγοροπωλησιών κινητών αξιών (όπως μερίδια κεφαλαίου ανωνύμων εταιρειών, τραπεζικά, κρατικά ή άλλα ομόλογα) ή/και εμπορευμάτων. Τα χρηματιστήρια αποτελούν ιδιόμορφες αγορές με την έννοια της ταυτόχρονης συνάντησης της προσφοράς και της ζήτησης. Αποτελούν οικονομικό θεσμό που κατά κανόνα αναγνωρίζεται από τα κράτη όπου λειτουργούν και η πλειονότητα τους με νομοθετικά και διοικητικά μέτρα καθορίζουν το πλαίσιο μέσα στο οποίο διαμορφώνονται οι αγορές και θεσπίζουν τις προϋποθέσεις και τους όρους λειτουργίας τους¹.

Τα χρηματιστήρια τα δημιούργησε η επιδίωξη για την εξεύρεση βραχυπρόθεσμων αλλά κυρίως μακροπρόθεσμων κεφαλαίων και η ανάγκη για σύναψη αγοροπωλησιών μεγάλων ποσοτήτων εμπορευμάτων που βρίσκονται μακριά από τον τόπο διαπραγμάτευσης τους, ενώ απαιτούνταν για αυτά σοβαρά κεφάλαια αλλά και η τάση για κερδοσκοπία.

Πέρα από την διευκόλυνση των συναλλαγών, καθώς επιτρέπουν στους εκπροσώπους της προσφοράς και της ζήτησης να βρίσκονται ταυτόχρονα στον συγκεκριμένο τόπο διαπραγμάτευσης, ο ουσιαστικός οικονομικός ρόλος των Χρηματιστηρίων είναι ότι δίνουν την ευκαιρία στις επιχειρήσεις να εξεύρουν κεφάλαια αλλά και στους επενδυτές να μπορούν να διαθέσουν τα χρήματα που έχουν στην επένδυση τους σε τίτλους, με την προσδοκία του κέρδους, συμβάλλοντας έτσι στην τόνωση της παραγωγικότητας και γενικότερα στην ανάπτυξη της χώρας που λειτουργεί το χρηματιστήριο.

Κύριο χαρακτηριστικό των τιμών των μετοχών είναι ότι δεν χαρακτηρίζονται από στασιμότητα. Η καθημερινή εμπειρία μας έχει δείξει ότι οι τιμές των χρηματιστηριακών μετοχών και δεικτών μεταβάλλονται συνεχώς επηρεαζόμενοι από μία σειρά γεγονότων απρόσμενων και μη. Ορισμένα από αυτά τα γεγονότα έχουν μεγαλύτερη επίδραση στις χρηματιστηριακών τιμές σε σχέση με άλλα, με

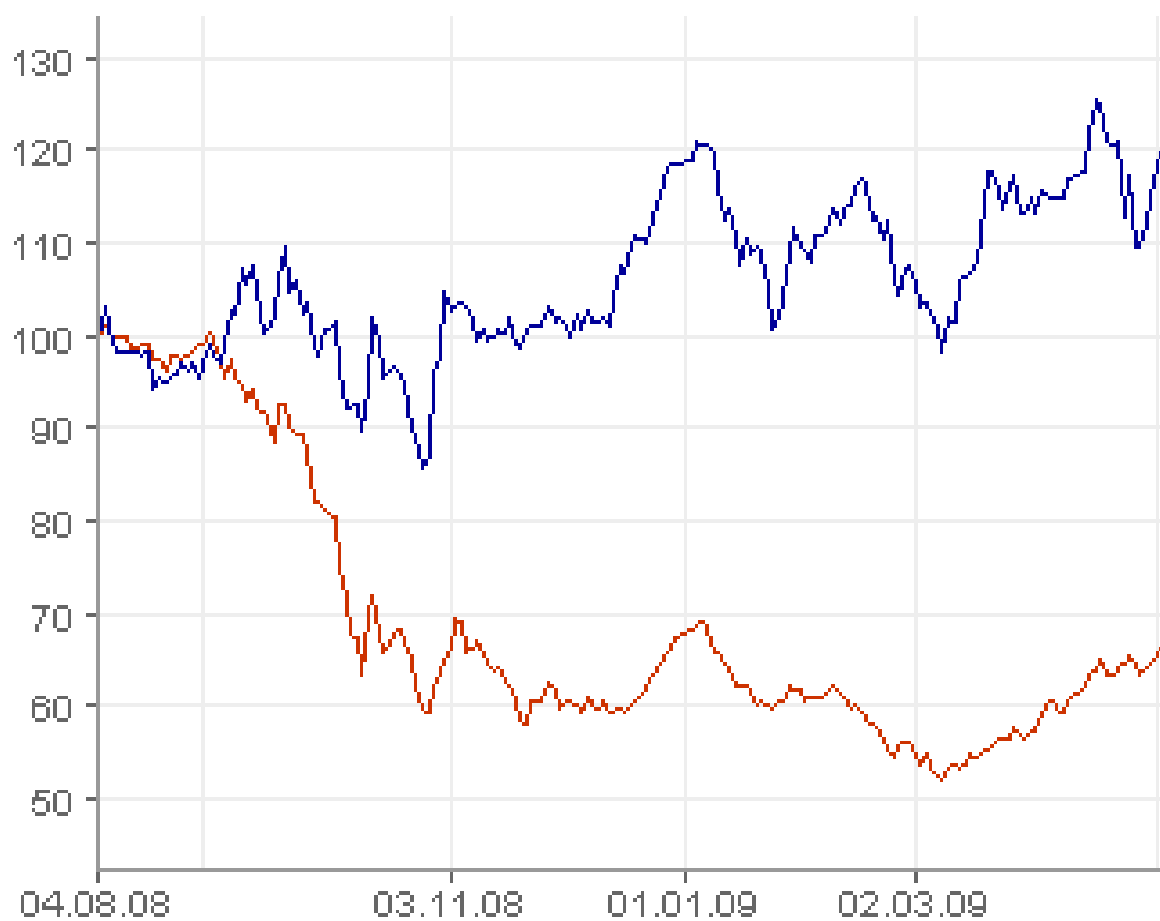
¹ Βικιπαίδεια: <http://el.wikipedia.org>

αποτέλεσμα να επηρεάζουν ουσιαστικά την τελική επιλογή και αποδοτικότητα κάθε μετοχής.

Σκοπός της παρούσας πτυχιακής εργασίας είναι η ανάλυση της επίδρασης των μεταβολών διαφόρων μακροοικονομικών παραγόντων στην αποδοτικότητα των τιμών των μετοχών. Δηλαδή πως επηρεάζονται οι μετοχικές αποδόσεις από τις διακυμάνσεις των μακροοικονομικών μεταβλητών. Πιο συγκεκριμένα, θα αποτυπωθεί η επίδραση που έχει η ανεργία, ο τομέας της παραγωγής, η παραγωγικότητα, ο πληθωρισμός και η νομισματική πολιτική που ακολουθεί μια χώρα στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον των επιχειρήσεων και στην απόδοση των μετοχών τους. Η ανάλυση γίνεται σε τρία στάδια για κάθε παράγοντα. Στο πρώτο στάδιο παρουσιάζεται ο μακροοικονομικός παράγοντας. Στο δεύτερο παρουσιάζεται η επίδραση του συγκεκριμένου παράγοντα στην αποδοτικότητα των μετοχών. Τέλος στο τρίτο παρουσιάζονται εμπειρικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί σχετικά με την επίδραση του μακροοικονομικού παράγοντα στην αποδοτικότητα των τιμών των μετοχών και του χρηματιστηρίου γενικότερα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΤΙΜΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΜΕΤΟΧΩΝ



1.1 Ορισμός μετοχής

Η μετοχή αποτελεί ένα μικρό κομμάτι (δηλαδή ένα μικρό ποσοστό ιδιοκτησίας) μιας εταιρείας. Με άλλα λόγια, η μετοχή είναι ένα από τα ίσα μερίδια, στα οποία διαιρείται το κεφάλαιο μιας ανώνυμης εταιρείας και ενσωματώνει τα δικαιώματα του μετόχου που πηγάζουν από τη συμμετοχή του στην ανώνυμη εταιρία. Τα δικαιώματα αυτά, είναι ανάλογα του αριθμού μετοχών που κατέχει ο μέτοχος. Ενδεικτικά δικαιώματα που προκύπτουν από την κατοχή μετοχών είναι το ποσοστό ίσο με τον αριθμό των μετοχών που κατέχει ο μέτοχος προς το σύνολο των μετοχών της εταιρείας, του μερίσματος από τα διανεμόμενα κέρδη της εταιρείας, καθώς και αντίστοιχο ποσοστό από την περιουσία της εταιρείας, σε περίπτωση που αυτή διαλυθεί. Αντίστοιχα έχει και τον αναλογούντα αριθμό ψήφων στην Γενική Συνέλευση των μετόχων, εκτός εάν κατέχει μετοχές άνευ ψήφου.

Οι μετοχές μπορεί να διακρίνονται σε κοινές, προνομιούχες και επικαρπίας, ονομαστικές και ανώνυμες, με δικαίωμα ψήφου ή χωρίς δικαίωμα ψήφου, σε διαπραγματεύσιμες σε Χρηματιστήριο ή σε μη διαπραγματεύσιμες.

Η προνομιούχος μετοχή προσφέρει απλά ένα προβάδισμα έναντι των κατόχων κοινών μετοχών, στη λήψη μερίσματος και στη λήψη του προϊόντος της εκκαθάρισης σε περίπτωση διάλυσης της επιχείρησης, αλλά συνήθως στερείται του δικαιώματος ψήφου και συμμετοχής στη διαχείριση της επιχείρησης.

Η κοινή μετοχή είναι ο πιο συνηθισμένος τύπος μετοχής και περιλαμβάνει όλα τα βασικά δικαιώματα ενός μετόχου, όπως δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, στην έκδοση νέων μετοχών, στο προϊόν της εκκαθάρισης, καθώς και δικαίωμα ψήφου στη Γενική Συνέλευση της εταιρείας και συμμετοχής στη διαχείρισή της. Η ανάλυση της παρούσας εργασίας θα επικεντρωθεί σε αυτή την μορφή μετοχών.

Τέλος, όταν μια επιχείρηση που έχει εκδώσει μετοχές έχει κέρδη, μπορεί να μοιράσει μέρος των κερδών αυτών στους μετόχους της με την μορφή μερίσματος, που αντιστοιχεί σε κάποιο ποσό ανά μετοχή.

1.2 Τιμολόγηση και απόδοση μετοχών

1.2.1 Προσδιορισμός του κόστους των προνομιούχων και κοινών μετοχών

Η δέσμευση της επιχείρησης περί καταβολής σταθερού μερίσματος κάθε χρόνο, δεν σημαίνει ότι είναι και απαραίτητη να πραγματοποιηθεί, ιδιαίτερα, δε, στις περιπτώσεις όπου αν δεν υπάρχουν κέρδη. Αν όμως οι προνομιούχες μετοχές είναι σωρευτικές, όπως συμβαίνει συνήθως, το μέρισμα πρέπει να καταβληθεί από τα μελλοντικά κέρδη πριν διανεμηθούν τα μερίσματα των κοινών μετοχών.

Οι κάτοχοι κοινών μετοχών συμμετέχουν κυρίως στις μελλοντικές αποδόσεις της επιχείρησης, οι οποίες και μεταφράζονται σε αναμενόμενα μερίσματα και κεφαλαιουχικά κέρδη (δηλαδή, ανατίμηση της τιμής της μετοχής). Επειδή αυτές οι αποδόσεις συσσωρεύονται στο μέλλον, η συνήθης διαδικασία είναι να προεξοφληθούν με ένα συντελεστή κινδύνου. Έτσι, η προοπτική αύξησης αυτών των αποδόσεων επηρεάζει την τιμή των μεριδίων των κοινών μετοχών. Επιπρόσθετα, η τιμή των μετοχών αντικατοπτρίζει τη στάση που θα έχουν οι επενδυτές και η αγορά απέναντι στον κίνδυνο και τις προοπτικές απόδοσης που θα έχει η επιχείρηση στο μέλλον. Τρεις παράγοντες καθορίζουν το κόστος των κοινών μετοχών :

1. η τιμή της κοινής μετοχής,
2. τα μερίσματα που καταβάλλει η επιχείρηση για τις κοινές μετοχές, και
3. το ποσοστό απόλυτης αύξησης των μερισμάτων.

Άρα, ως αποτέλεσμα του παραπάνω κόστους, η τιμή μιας μετοχής εξαρτάται από:

1. Τη σημερινή κερδοφορία και την πολιτική μερισμάτων της εταιρείας.
2. Το προβλεπόμενο ποσοστό αύξησης των μερισμάτων .
3. Το επιτόκιο αγοράς (καθώς, κατά τη διάρκεια του χρόνου, η απόδοση της αγοράς πρέπει να υπερβαίνει την απόδοση χωρίς κίνδυνο, καθώς ένα χαρτοφυλάκιο αγοράς είναι πιο επικίνδυνο από το αξιόγραφο χωρίς κίνδυνο)

Το τρίτο αυτό σημείο είναι ίσως και το σημαντικότερο στον προσδιορισμό τόσο της τιμής όσο και της απόδοσης μιας μετοχής καθώς αντικατοπτρίζει τις προσδοκίες των επενδυτών έναντι της απόδοσης κάθε μετοχής σε σχέση και με τα τρέχοντα επιτόκια επενδύσεις των κεφαλαίων σε ασφαλέστερες τοποθετήσεις (π.χ σε προθεσμιακές τραπεζικές καταθέσεις). Έτσι, στην πραγματικότητα οι μελλοντικές

προσδοκίες των επενδυτών για την πορεία μιας μετοχής, προεξοφλούνται στο παρόν μέσω στην τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης.

Με απλά λόγια, εάν για κάποιους λόγους, οι επενδυτές πιστεύουν ότι οι αποδόσεις των μετοχών μιας συγκεκριμένης εταιρίας θα είναι υψηλές στο μέλλον, τότε σπεύδουν να αγοράσουν τις συγκεκριμένες μετοχές αυξάνοντας την τιμή τους στο παρόν. Αντίθετα, αν οι προσδοκίες για τις μελλοντικές αποδόσεις είναι αρνητικές, τότε σπεύσουν να πουλήσουν οι επενδυτές τις συγκεκριμένες μετοχές, μειώνοντας την τιμή αυτής.

Συνοψίζοντας, κάθε επενδυτική απόφαση συνεπάγεται μια ανταλλαγή μεταξύ της απόδοσης και του κινδύνου, οι οποίοι είναι οι αντίθετες πλευρές του ίδιου νομίσματος. Οι επενδυτές πρέπει να υπολογίζουν πολύ σοβαρά τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν και να είναι έτοιμοι να αντιμετωπίσουν και τις συνέπειες που αυτός συνεπάγεται. Ως κίνδυνος μπορεί να οριστεί η διαφορά μεταξύ του πραγματικού αποτελέσματος μιας επένδυσης από το αναμενόμενο/προσδοκώμενο. Έτσι, όσο περισσότερα είναι τα πιθανά αποτελέσματα μιας επένδυσης (ή όσο περισσότερο ευμετάβλητο είναι το αποτέλεσμα της) τόσο υψηλότερος είναι ο κίνδυνος που ενέχεται. Δηλαδή, οι επενδυτές θα είναι πρόθυμοι να αγοράσουν ένα χρεόγραφο εάν η αναμενόμενη του απόδοση είναι επαρκής για να αντισταθμίσει τον κίνδυνο, γνωρίζοντας όμως ότι οι προσδοκίες τους μπορεί και να μην ικανοποιηθούν.

1.2.2 Πηγές κινδύνου για τις αποδόσεις των μετοχών

Οι πηγές του κινδύνου για τις αποδόσεις των μετοχών μπορεί να είναι αρκετές. Οι συνηθέστεροι κίνδυνοι παρουσιάζονται συνοπτικά παρακάτω:

- **Κίνδυνος Επιτοκίου**

Η μεταβλητότητα στις αποδόσεις ενός χρεογράφου η οποία είναι αποτέλεσμα μεταβολής στο επίπεδο του επιτοκίου ονομάζεται κίνδυνος επιτοκίου. Τέτοιες μεταβολές επιδρούν γενικά αντίστροφα στις τιμές των χρεογράφων. Αν και ο κίνδυνος επιτοκίου επιδρά πιο άμεσα στις ομολογίες από ότι στις μετοχές πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη πάντοτε από τους επενδυτές.

- **Κίνδυνος Αγοράς**

Η μεταβλητότητα στις αποδόσεις η οποία είναι αποτέλεσμα διακυμάνσεων της αγοράς ονομάζεται κίνδυνος αγοράς. Αν και όλα τα χρεόγραφα είναι εκτεθειμένα στον συγκεκριμένο κίνδυνο αγοράς επίδραση εμφανίζεται στις μετοχές. Ο κίνδυνος αγοράς περιλαμβάνει μια ευρεία γκάμα εξωγενών παραγόντων στα χρεόγραφα όπως είναι οικονομικές υφέσεις, οι πόλεμοι, οι διαρθρωτικές αλλαγές στην οικονομία ή αλλαγές στις καταναλωτικές συνήθειες.

- **Κίνδυνος Πληθωρισμού**

Ένας παράγοντας που επιδρά σε όλα τα χρεόγραφα είναι ο κίνδυνος αγοραστικής δύναμης. Με αβεβαιότητα στον πληθωρισμό οι πραγματικές (προσαρμοσμένες) αποδόσεις ενέχουν κίνδυνο ακόμα και αν οι ονομαστικές αποδόσεις είναι ασφαλείς (πχ. κρατικό ομόλογο). Αυτός ο κίνδυνος σχετίζεται με τα επιτόκια αφού τα επιτόκια συνήθως αυξάνονται καθώς ο πληθωρισμός αυξάνεται, διότι οι δανειστές απαιτούν πρόσθετα ασφάλιστρα για να αντισταθμίσουν τη χαμένη αγοραστική δύναμη.

- **Επιχειρηματικός Κίνδυνος**

Επιχειρηματικός κίνδυνος ονομάζεται ο κίνδυνος που ενέχεται σε συγκεκριμένους κλάδους της αγοράς (πχ. τραπεζικό, κατασκευαστικό, τηλεπικοινωνίες) ή βιομηχανίες (πχ. ενέργεια, πετρέλαιο).

- **Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος**

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος σχετίζεται με τη χρήση του δανειακού κεφαλαίου των εταιριών. Όσο μεγαλύτερο είναι το μερίδιο του κεφαλαίου που χρηματοδοτείται από δάνεια τόσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητα στις αποδόσεις (με όλα τα άλλα σταθερά). Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος εμπεριέχει την έννοια της χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

- **Κίνδυνος Ρευστότητας**

Κίνδυνος ρευστότητας είναι ο κίνδυνος που σχετίζεται πιο συγκεκριμένα με τη δευτερογενή αγορά χρεογράφων. Μια επένδυση η οποία μπορεί να πουληθεί ή να αγοραστεί γρήγορα και χωρίς σημαντική μείωση τιμής θεωρείται ότι παρουσιάζει ρευστότητα. Όσο μεγαλύτερη είναι η αβεβαιότητα για το χρόνο συναλλαγής ή τη μείωση της τιμής που απαιτείται τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος ρευστότητας.

- **Κίνδυνος Συναλλαγματικής Ισοτιμίας**

Ο κίνδυνος αυτός αντιμετωπίζεται από τους επενδυτές που επενδύουν στις παγκόσμιες αγορές και σχετίζεται με την αβεβαιότητα στις αποδόσεις μετά την

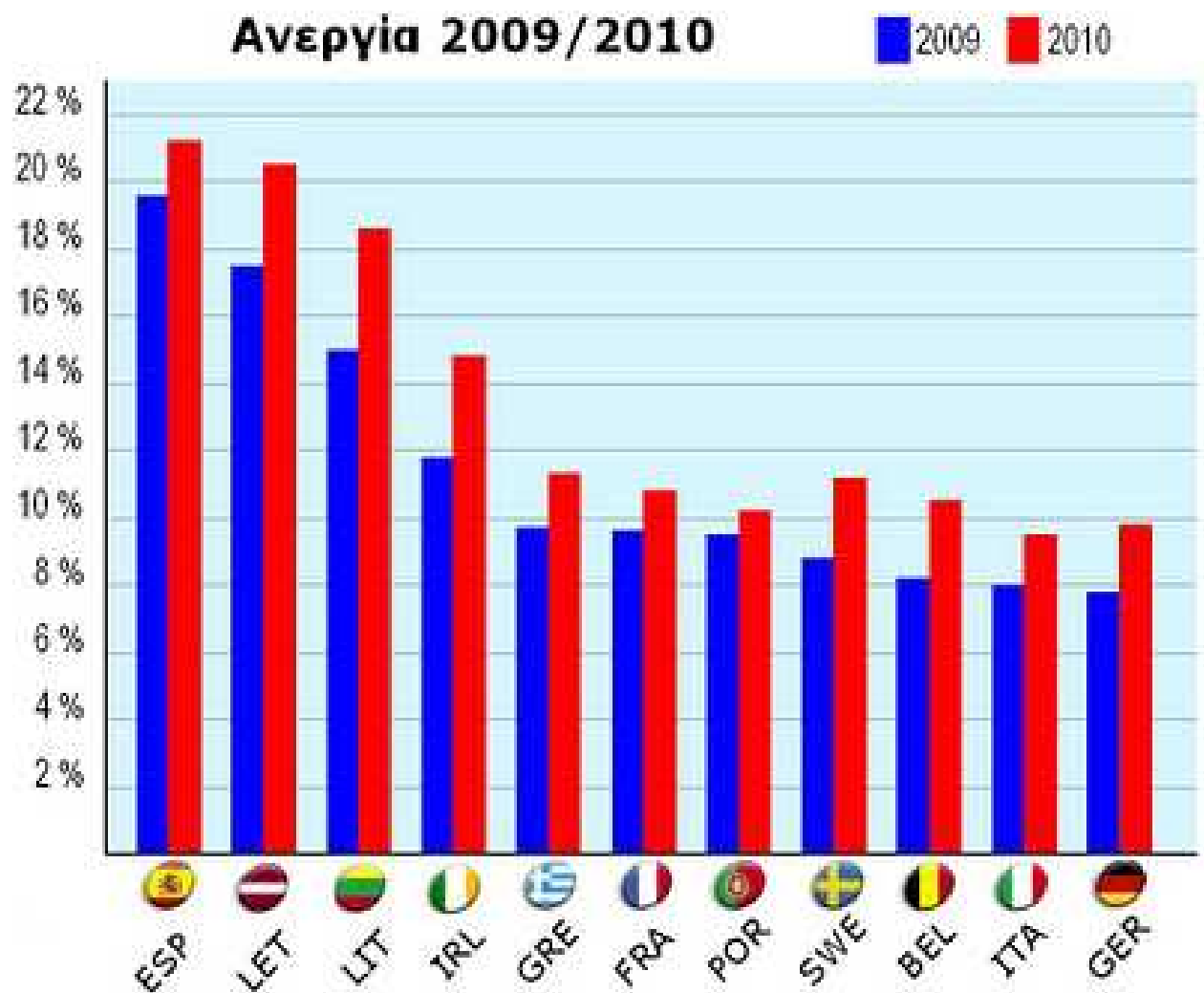
μετατροπή των ξένων κερδών σε εγχώριο νόμισμα. Μπορεί να οριστεί ως η μεταβλητότητα στις αποδόσεις των χρεογράφων εξαιτίας διακυμάνσεων της συναλλαγματικής ισοτιμίας και πολλές φορές αναφέρεται ως συναλλαγματικός κίνδυνος.

- **Κίνδυνος Χώρας**

Ο κίνδυνος χώρας ο οποίος αναφέρεται και ως πολιτικός κίνδυνος, είναι και αυτός πολύ σημαντικός για τους επενδυτές που επενδύουν στις παγκόσμιες αγορές. Οι τελευταίοι πρέπει να λαμβάνουν πολύ σοβαρά υπόψη τους την πολιτική και άρα οικονομική σταθερότητα και βιωσιμότητα μιας ξένης αγοράς.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΝΕΡΓΙΑ - ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΟΒΛΕΨΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ



2.1 Ανεργία

Κάθε οικονομία έχει ένα ορισμένο μέγεθος πληθυσμού. Για λόγους οικονομικής ανάλυσης ο πληθυσμός διακρίνεται σε οικονομικά ενεργό και σε οικονομικά μη ενεργό. Ο οικονομικά ενεργός πληθυσμός αποτελεί το εργατικό δυναμικό της οικονομίας και περιλαμβάνει τα άτομα εκείνα τα οποία είναι ικανά προς εργασία και ταυτόχρονα θέλουν να εργαστούν. Τα άτομα εκείνα τα οποία δεν μπορούν να εργαστούν, για παράδειγμα, μικρά παιδιά, ηλικιωμένοι, ασθενείς, στρατιώτες κ.α., δεν ανήκουν στο εργατικό δυναμικό. Επίσης τα άτομα μπορούν να εργαστούν, αλλά για διάφορους λόγους δε θέλουν, για παράδειγμα, τεμπέληδες, δεν ανήκουν στο εργατικό δυναμικό. Συνεπώς, τα άτομα τα οποία δεν μπορούν ή δε θέλουν να εργαστούν αποτελούν τον οικονομικά μη ενεργό πληθυσμό.

Το εργατικό δυναμικό χωρίζεται σε δύο κατηγορίες, σε εκείνους οι οποίοι εργάζονται και ονομάζονται απασχολούμενοι και σε εκείνους οι οποίοι δεν εργάζονται και είναι άνεργοι. Με βάση τις παραπάνω διακρίσεις μπορούμε να δώσουμε τους εξής ορισμούς :

- Εργατικό δυναμικό είναι το σύνολο των ατόμων τα οποία μπορούν και θέλουν να εργαστούν.
- Απασχολούμενοι είναι τα άτομα τα οποία εργάζονται (φυσικά εξ ορισμού θέλουν και μπορούν να εργαστούν).
- Άνεργοι είναι τα άτομα τα οποία μπορούν και θέλουν να εργαστούν, αλλά δεν μπορούν να βρουν απασχόληση.

Άρα, ανεργία είναι η κατάσταση ενός ατόμου, που, ενώ είναι ικανό, πρόθυμο και διαθέσιμο να απασχοληθεί, δεν δύναται να βρει εργασία.

Είναι φανερό ότι το άθροισμα των απασχολούμενων και των ανέργων είναι ίσως με το εργατικό δυναμικό.

2.2 Μέτρηση της ανεργίας

Το μέγεθος της ανεργίας μπορεί να μετρηθεί ως απόλυτο μέγεθος, για παράδειγμα χιλιάδες άνεργοι. Η σημασία όμως του αριθμού αυτού εξαρτάται από το

μέγεθος του εργατικού δυναμικού. Για αυτό η ανεργία μετράτε ως ποσοστό επί τοις εκατό (%) του εργατικού δυναμικού, για παράδειγμα, 8%.

$$\text{Ποσοστό Ανεργίας} = \frac{\text{Αριθμός Αέργων}}{\text{Εργατικό Δυναμικό}} \times 100$$

Το ποσοστό της ανεργίας μπορεί να διαφέρει από περίοδο σε περίοδο, καθώς μεταβάλλεται το απόλυτο μέγεθος της ανεργίας ή του εργατικού δυναμικού ή και των δύο (αλλά με διαφορετικό ρυθμό).

2.3 Είδη ανεργίας

Υπάρχουν τέσσερα είδη ή κατηγορίες ανεργίας:

- η εποχιακή ανεργία
- η ανεργία τριβής
- η διαρθρωτική ανεργία και
- η ανεργία λόγω ανεπαρκούς ζήτησης (ή κεϋνσιανή ανεργία).

Εποχιακή ανεργία

Πολλές επιχειρήσεις, π.χ. οι αγροτικές και οι τουριστικές, παρουσιάζουν συστηματικές μεταβολές στην παραγωγική τους δραστηριότητα κατά τη διάρκεια του έτους. Οι μεταβολές της παραγωγής συνοδεύονται από αντίστοιχες μεταβολές της απασχόλησης εργατικού δυναμικού και, συνεπώς, από μεταβολές της ανεργίας. Αυτή η ανεργία ονομάζεται εποχιακή. Χαρακτηριστικά της εποχιακής ανεργίας είναι ότι επαναλαμβάνεται κάθε χρόνο και είναι προσωρινή και μικρής σχετικά διάρκειας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα για αυτού του είδους της ανεργίας στην ελληνική οικονομία αποτελεί ο κλάδος των ξενοδοχοϋπαλλήλων, όπου λόγω της έντονης εποχικότητας του τουρισμού στην χώρα μας, αυξομειώνεται με μεγάλο ρυθμό το ποσοστό της ανεργίας κατά την διάρκεια του έτους.

Ανεργία τριβής

Ανεργία τριβής είναι εκείνη η οποία οφείλεται στην αδυναμία της αγοράς να απορροφήσει άμεσα άνεργους, παρότι υπάρχουν κενές θέσεις εργασίας, για τις οποίες οι άνεργοι έχουν τα απαραίτητα προσόντα και επαγγελματική εξειδίκευση. Η ανεργία τριβής οφείλεται στην αδυναμία των εργατών να εντοπίσουν αμέσως τις

επιχειρήσεις με τις κενές θέσεις και στην αδυναμία των επιχειρήσεων να εντοπίσουν τους άνεργους εργάτες. Επίσης, μπορεί να οφείλεται στη γεωγραφική απόσταση μεταξύ της περιοχής όπου υπάρχει ανεργία και αυτής όπου υπάρχουν κενές θέσεις εργασίας. Γενικότερα οφείλεται στην έλλειψη ενός επαγγελματικού συστήματος πληροφοριών για ύπαρξη ανέργων και επιχειρήσεων με κενές θέσεις εργασίας.

Διαρθρωτική ανεργία

Όταν σε μια οικονομία υπάρχουν άνεργοι και κενές θέσεις εργασίας, αλλά οι άνεργοι δεν μπορούν να απασχοληθούν στις υπάρχουσες κενές θέσεις, επειδή υπάρχει αναντιστοιχία ανάμεσα στα προσόντα και την εξειδίκευση των ανέργων και σε αυτά που απαιτούνται για την κάλυψη των κενών θέσεων, η ανεργία αυτή ονομάζεται διαρθρωτική. Οφείλεται σε τεχνολογικές μεταβολές, οι οποίες δημιουργούν νέα επαγγέλματα και αχρηστεύουν άλλα, και σε αλλαγές στη διάρθρωση της ζήτησης, οι οποίες αυξάνουν τη ζήτηση ορισμένων προϊόντων και ταυτόχρονα μειώνουν τη ζήτηση άλλων. Όπως είναι φανερό, η διαρθρωτική ανεργία δημιουργείται από την δυσαναλογία που υπάρχει μεταξύ προσφοράς και ζήτησης των διαφόρων ειδικοτήσεων. Η μείωσή της απαιτεί επανεκπαίδευση των ανέργων, ώστε να αποκτήσουν τις ειδικεύσεις στις οποίες υπάρχει έλλειψη. Διαφορετικά, η διαρθρωτική ανεργία μπορεί να είναι μεγάλης διάρκειας.

Κεϋνσιανή ανεργία

Η ανεργία λόγω ανεπαρκούς ζήτησης ονομαζόμενη και κεϋνσιανή ανεργία, είναι εκείνη που προέρχεται από την πτώση της οικονομικής δραστηριότητας στις φάσεις της καθόδου και της ύφεσης του οικονομικού κύκλου. Πρόκειται, δηλαδή, για αδυναμία της συνολικής ζήτησης της οικονομίας να απορροφήσει τη συνολική προσφορά του εργατικού δυναμικού. Η ανεργία αυτή έχει κυκλικό χαρακτήρα, δηλαδή επαναλαμβάνεται, και η διάρκειά της εξαρτάται από τη διάρκεια του οικονομικού κύκλου.

2.4 Συνέπειες ανεργίας

Η ανεργία έχει τρεις βασικές οικονομικές συνέπειες.

1. Αποτελεί απώλεια παραγωγικών δυνάμεων, δηλαδή της εργασίας των ανέργων, η οποία θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί στην παραγωγική διαδικασία
2. Σημαίνει απώλεια εισοδήματος για τον άνεργο και την οικογένειά του.
3. Επιβαρύνει τον κρατικό προϋπολογισμό, λόγω της παροχής των επιδομάτων ανεργίας προς τους ανέργους.

2.5 Επίδραση Ανεργίας στην Προβλεψιμότητα της Απόδοσης των μετοχών

Η επίδραση της ανεργίας στην πορεία των αποδόσεων των μετοχών των εταιριών μπορεί να παρουσιαστεί σε συνδυασμό με τον νόμο του Okun², όπου περιγράφει τη σχέση τη συσχέτιση μεταξύ των μεταβολών προϊόντος και της ανεργίας, δηλαδή πώς το προϊόν διαφοροποιείται καθώς το επίπεδο ανεργίας μεταβάλλεται.

Σε γενικές γραμμές ο Okun κατέληξε ότι τυπικά ένας υψηλός δείκτης ανεργίας συσχετίζεται με αδρανείς στην οικονομία εισροές, το οποίο σημαίνει ότι ο πραγματικός δείκτης του προϊόντος θα είναι χαμηλότερος του δυνητικού. Το αντίθετο σενάριο θα αποδίδει ένα δείκτη ιδιαίτερα χαμηλό. Δηλαδή μεταξύ ανεργίας και παραγόμενου προϊόντος υπάρχει μια αρνητική σχέση.

Οι μεταβολές στην παραγωγή όμως του προϊόντος – όπως θα αναλυθεί διεξοδικότερα και παρακάτω (Κεφάλαιο 4, Παραγωγικότητα) συνδέονται θετικά με την απόδοση των μετοχών των επιχειρήσεων, καθώς αύξηση του παραγόμενου προϊόντος συνδέεται με αύξηση των κερδών των επιχειρήσεων και αντίστοιχη αύξηση των τιμών των μετοχών τους. Επομένως, με την σειρά της η ανεργία –η οποία

² Ο Arthur Melvin Okun ήταν Αμερικανός οικονομολόγος, ο οποίος υπήρξε καθηγητής στο πανεπιστήμιο του Yale και διετέλεσε μέλος και πρόεδρος στο τέλος της θητείας του, στο οικονομικό συμβούλιο των Η.Π.Α. την περίοδο 1964-69. Το 1962 συνέγραψε το άρθρο με τίτλο: «Potential GNP, Its Measurement and Significance» στο οποίο περιγράφει και διατυπώνει τους τρόπους με τους οποίους οι μεταβολές του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος ή του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος συσχετίζονται με τις μεταβολές του επιπέδου ανεργίας και οι οποίες ονομάστηκαν ο «νόμος του Okun».

σχετίζεται αρνητικά με την παραγωγή – θα έχει αρνητική σχέση με την απόδοση των μετοχών, αντικατοπτρίζοντας αφενός την απώλεια του εν δυνάμει παραγόμενου προϊόντος και άρα και την απώλεια των εν δυνάμει κερδών των επιχειρήσεων και αφετέρου την μειωμένη δυνατότητα κατανάλωσης των ατόμων της οικονομίας.

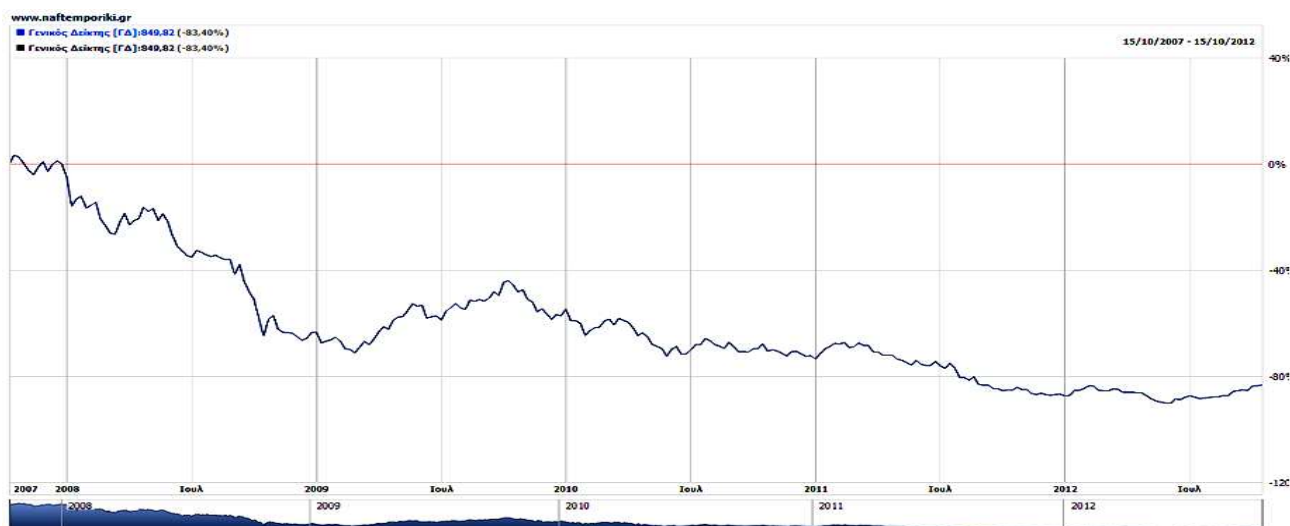
2.6 Εμπειρική Διερεύνηση επίδρασης Ανεργίας στην Προβλεψιμότητα της απόδοσης των μετοχών

Καθώς δεν υπάρχουν μελέτες και έρευνες σχετικά με την απ' ευθείας σχέση μεταξύ ανεργίας και αποδοτικότητας των μετοχών των εταιριών, στην ενότητα αυτή θα παρουσιαστούν αφενός την πορεία της ανεργίας στην Ελλάδα με συνάρτηση με την πορεία του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών, και αφετέρου σχετικά άρθρα οικονομικών εφημερίδων και ιστοτόπων τα οποία παρουσίασαν την επίδραση που είχε η πρόσφατη ανακοίνωση του Υπουργείου Απασχόλησης των Η.Π.Α για την πορεία της ανεργίας στις Η.Π.Α τον Σεπτέμβριο του 2012 στο χρηματιστήριο της Wall Street.

Στο παρακάτω σχεδιάγραμμα παρουσιάζεται η πορεία του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών για την περίοδο των τελευταίων πέντε ετών, ήτοι από τον Οκτώβριο του 2007 έως τον Οκτώβριο 2012. Είναι πασιφανής η τεράστια πτώση του γενικού δείκτη από την περιοχή άνω των 5.000 μονάδων το 2007, στα πολύ χαμηλά επίπεδα των 600-800 μονάδων.

Σχεδιάγραμμα 2.1 Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών για την περίοδο Οκτώβριος 2007 – Οκτώβριος 2012.

(Πηγή : <http://www.naftemporiki.gr>)



Αντίστοιχα στο παρακάτω σχεδιάγραμμα 2.2 παρουσιάζεται η πορεία της ανεργίας στην Ελλάδα για την περίοδο των ετών 2007-2012. Μέσα στην υπό εξέταση 5ετία παρουσιάζεται η δραματική αύξηση της ανεργίας στην Ελλάδα, το 8,5% στο 22,5% ενώ ακόμα πιο πρόσφατα στοιχεία την ανεβάζουν πάνω από 25% (1.261.604 άτομα). Επομένως, η γενική πορεία των δύο δεικτών (ανεργίας και Γ.Δ Χρηματιστηρίου Αθηνών) επιβεβαιώνει την αρνητική σχέση που υπάρχει μεταξύ αυτών των μεταβλητών.

Σχεδιάγραμμα 2.2 Ποσοστά ανεργίας στην Ελλάδα για την περίοδο 2007 – 2012.

(Πηγή: <http://nstatic.doldigital.net>)



Από την άλλη πλευρά, σε άρθρο της εφημερίδας «Ημερησίας»³ στις 5 Οκτωβρίου 2012 αναφέρεται ότι «ανοδικά ξεκίνησε την τελευταία συνεδρίαση της εβδομάδας η Wall Street λαμβάνοντας ώθηση από τα απροσδόκητα θετικά στοιχεία για την απασχόληση το Σεπτέμβριο 2012 στις ΗΠΑ, σύμφωνα με τα οποία το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο 7,8% από 8,1% τον Αύγουστο, ενισχύοντας τις προσδοκίες για ανάκαμψη της αμερικανικής οικονομίας».

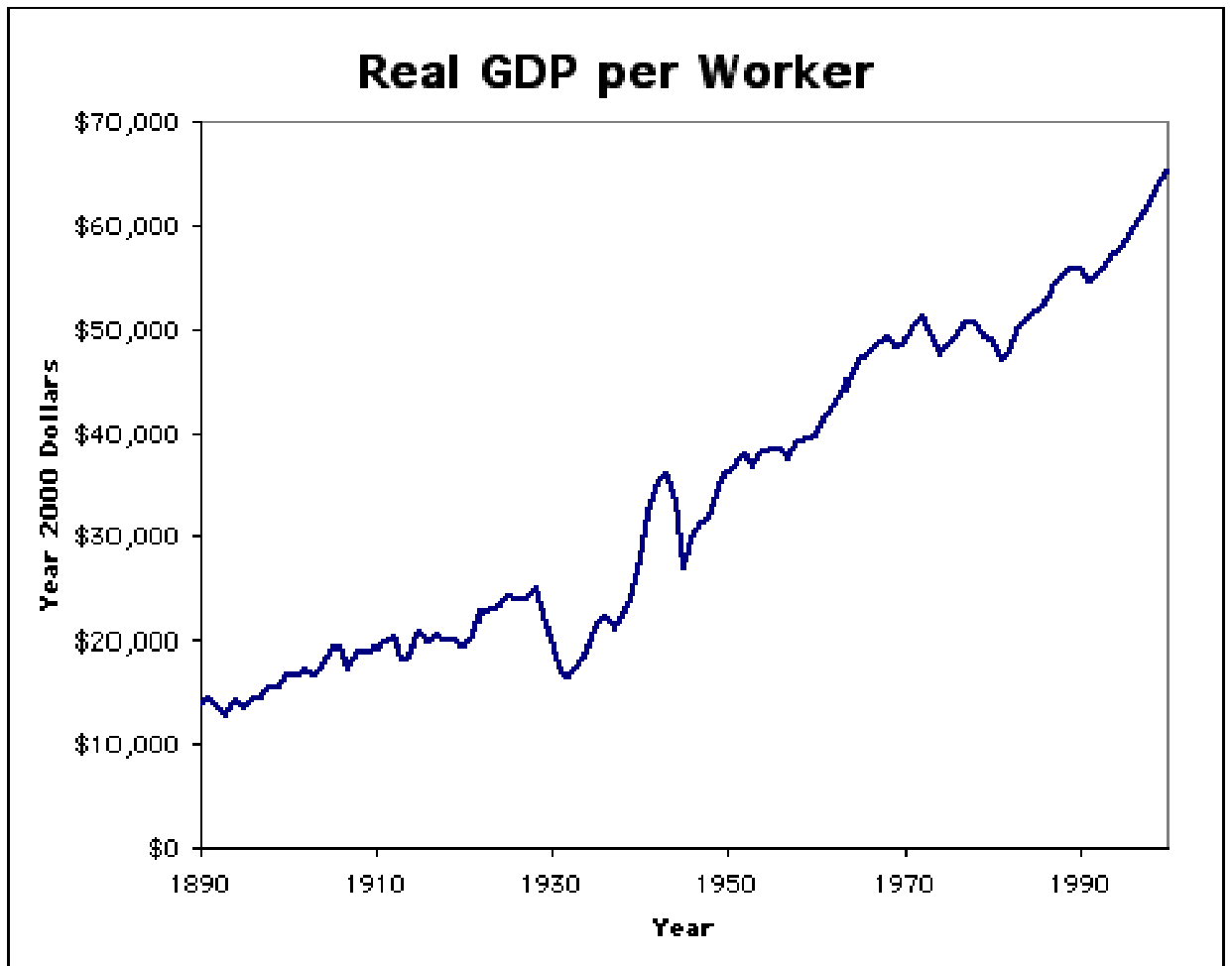
Αντίστοιχα, στο ίδιο θέμα, σε άρθρο στον site «Reporter.gr»⁴ δημοσιεύεται ότι «Η αμερικάνικη αγορά πήρα ώθηση από τη δημοσίευση των στοιχείων για την ανεργία του μήνα Σεπτεμβρίου 2012 στις ΗΠΑ, που δόθηκαν σήμερα στη δημοσιότητα. Συγκεκριμένα, η ανεργία υποχώρησε στο χαμηλότερο επίπεδο από τον Ιανουάριο του 2009, καθώς η οικονομία των ΗΠΑ συνέχισε να «φτιάχνει» θέσεις εργασίας»

³Pegasus Network : <http://www.imerisia.gr>

⁴ <http://www.reporter.gr>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Ο ΤΟΜΕΑΣ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ - ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΟΒΛΕΨΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ



3.1 Ο ΤΟΜΕΑΣ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΚΑΙ ΤΟ ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΟ ΕΓΧΩΡΙΟ ΠΡΟΙΟΝ (GDP)

Το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν (ή ΑΕΠ) (Gross Domestic Product - GDP) είναι το σύνολο όλων των προϊόντων και αγαθών που παράγει μια οικονομία, εκφρασμένο σε χρηματικές μονάδες. Με άλλα λόγια είναι η συνολική αξία όλων των τελικών αγαθών (υλικών και άυλων) που παράχθηκαν εντός μιας χώρας σε διάστημα ενός έτους, ακόμα και αν μέρος αυτού παράχθηκε από παραγωγικές μονάδες που ανήκουν σε κατοίκους του εξωτερικού.

Το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν εκφράζεται μαθηματικά ως εξής:

$$GDP = C + I + G + NX$$

όπου: (C) κατανάλωση, (I) επένδυση, (G) δημόσιες δαπάνες για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών και (NX) καθαρές εξαγωγές μείον τις εισαγωγές.

Κατανάλωση (Consumption) είναι η δαπάνη που πραγματοποιούν τα νοικοκυριά για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών, δηλαδή η συνολική τους κατανάλωση.

Επένδυση (Investment) είναι η δαπάνη για την αγορά κεφαλαιουχικού εξοπλισμού, αποθεμάτων και κτιρίων, συμπεριλαμβανόμενης και της δαπάνης για την αγορά νέων κατοικιών. Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται και έξοδα αγοράς άυλων αγαθών, όπως τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης.

Δημόσιες δαπάνες (Government expenses) είναι οι δαπάνες για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών τις οποίες πραγματοποιούν η τοπική αυτοδιοίκηση, οι κυβερνήσεις των πολιτειών και η ομοσπονδιακή κυβέρνηση π.χ. αγορά υποβρυχίου για το ναυτικό.

Καθαρές εξαγωγές (Net exports) είναι η δαπάνη για την αγορά αγαθών και υπηρεσιών που παράγονται στην εγχώρια οικονομία και αγοράζονται από αλλοδαπούς (εξαγωγές)

Εισαγωγές (Imports) Είναι το κόστος οποιωνδήποτε αγαθών ή υπηρεσιών όπου ως χώρα κατασκευής δεν είναι η χώρα στην οποία υπολογίζετε το Α.Ε.Π.

Στις παρακάτω ενότητες θα αναλυθεί η επίδραση που έχει κάθε ένας από τους παραπάνω παράγοντες του ακαθάριστο εγχώριο προϊόν στην αποδοτικότητα των μετοχών των εταιριών.

3.2 Κατανάλωση

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, η κατανάλωση αναφέρεται στις δαπάνες των νοικοκυριών σε μη διαρκή καταναλωτικά αγαθά, διαρκή αγαθά και υπηρεσίες. Η ιδιωτική κατανάλωση είναι «η μηχανή της οικονομίας» και αντιπροσωπεύει περισσότερο από τα δύο τρίτα του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος. Σε μια οικονομία όπου τα αγαθά αγοράζονται με χρήματα, το τρέχον διαθέσιμο εισόδημα, δηλαδή το διαθέσιμο εισόδημα που απομένει μετά την καταβολή των φόρων και μετά τις κρατικές μεταβιβαστικές πληρωμές, αποτελεί τον πιο σημαντικό παράγοντα που επηρεάζει την ιδιωτική κατανάλωση. Αλλά υπάρχουν πολλά είδη διαθέσιμου εισοδήματος. Από την μία πλευρά είναι το διαθέσιμο εισόδημα που ο κόσμος κερδίζει σε μία περίοδο και από την άλλη το εισόδημα που ένα άτομο προσδοκά να κερδίσει σε όλη τη διάρκεια της ζωής του.

Ο Κένυς υποστήριξε ότι το μεγαλύτερο μέρος της συνολικής ζήτησης, που είναι η ιδιωτική κατανάλωση, προσδιορίζεται κατά κύριο λόγο από το μέγεθος του διαθέσιμου εισοδήματος ή με άλλα λόγια του εισοδήματος μετά φόρων. Πιο συγκεκριμένα υποστήριξε ότι :

1. Η ιδιωτική κατανάλωση σχετίζεται θετικά με το διαθέσιμο εισόδημα.
2. Μόνο ένα μέρος οποιουδήποτε νέου ή επιπρόσθετου διαθέσιμου εισοδήματος καταναλώνεται και το υπόλοιπο αποταμιεύεται.
3. Ακόμη και αν το διαθέσιμο εισόδημα είναι μηδενικό η κατανάλωση θα είναι θετική, αφού τα άτομα έχουν την τάση να δαπανούν τις αποταμιεύσεις τους ή να δανείζονται χρήματα έναντι των μελλοντικών προοπτικών του εισοδήματος προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις καταναλωτικές τους ανάγκες.

Η συνάρτηση κατανάλωσης είναι κατά μακράν ο πιο αξιόπιστος και ακριβής δείκτης της οικονομικής συμπεριφοράς στο «οπλοστάσιο» των μακροοικονομολόγων. Στην απλούστερη μορφή της αντιπροσωπεύεται από την γραμμική σχέση:

$$C = a + b(Y-T) \text{ όπου,}$$

C= συνολική κατανάλωση,

Y= ακαθάριστο εγχώριο εισόδημα,

T= φόροι εισοδήματος,

a = ένας θετικός αριθμός που ονομάζεται «αυτόνομη κατανάλωση» και αντιπροσωπεύει το ύψος της κατανάλωσης όταν το διαθέσιμο εισόδημα είναι μηδέν (0)

b = η λεγόμενη «οριακή ροπή για κατανάλωση», που αντιπροσωπεύει την μεταβολή της κατανάλωσης για κάθε επιπρόσθετη μονάδα διαθέσιμου εισοδήματος.

3.2.1 Επίδραση κατανάλωσης σε απόδοση μετοχών

Οι μεταβολές στην ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να έχουν θετική επίδραση στις τιμές των μετοχών και στην απόδοση αυτών.

Μια αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος των νοικοκυριών που θα έχει θετικό αντίκτυπο (αύξηση) στην κατανάλωση των νοικοκυριών θα οδηγήσει σε αύξηση της ζήτησης αγαθών και υπηρεσιών ώστε να αυξηθούν με τη σειρά τους οι πωλήσεις και τα κέρδη των επιχειρήσεων. Αυτή αύξηση των κερδών θα έχει αποτέλεσμα την μεγαλύτερη απόδοση των μετοχών των εταιριών λόγω τόσο της ενδυνάμωσης της ευρωστίας των επιχειρήσεων όσο και των υψηλότερων διανεμόμενων μερισμάτων στους μετόχους.

Η επίδραση αναμένεται να είναι αντίθετη στην περίπτωση πτώσης της ιδιωτικής κατανάλωσης.

3.2.2 Εμπειρική διερεύνηση επίδρασης κατανάλωσης σε απόδοση μετοχών

Το άρθρο των Chen, Roll and Ross⁵ (1986) αποτελεί μια από τις σημαντικότερες μελέτες αναφορικά με την επίδραση των μακροοικονομικών παραγόντων στις τιμές των μετοχών. Στο άρθρο τους υποστηρίζουν ότι οι αποδόσεις των μετοχών επηρεάζονται από μια ποικιλία απρόβλεπτων γεγονότων και με ορισμένα από αυτά έχουν μεγαλύτερη επιρροή από ότι άλλα, όπως η βιομηχανική παραγωγή, ο αναμενόμενος και μη αναμενόμενος πληθωρισμός, τα πραγματικά επιτόκια, οι αλλαγές στον αναμενόμενο πληθωρισμό. Σχετικά με κατανάλωση κατέληξαν ότι η συγκεκριμένη μεταβλητή ερμηνεύει μικρό κομμάτι της διακύμανσης

⁵ Chen, N. F. Roll, R. και Ross, S., Economic forces and the stock market. Journal of Business, 1986. Vol. 59, pp.383-395.

των τιμών των μετοχών, ώστε να μην έχει άμεση σημαντική επίδραση στις μεταβολές στην απόδοση των μετοχών.

Σε συμφωνία με τα παραπάνω έρχονται και τα συμπεράσματα της μελέτης της Eurobank EFG⁶ με στοιχεία που καλύπτουν για την Ελλάδα το χρονικό διάστημα 1995-2005 και είναι τριμηνιαίας συχνότητας. Μία πτώση κατά 10% της αξίας των μετοχών των νοικοκυριών προκαλεί μείωση της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά 0,16% και της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας κατά 0,11%. Η μικρή ευαισθησία της οικονομικής δραστηριότητας αποδίδεται, σύμφωνα με την μελέτη, στο μικρό μερίδιο των μετοχών στη συνολική περιουσία των νοικοκυριών συγκριτικά με τις κατοικίες και τη χαμηλή συμμετοχή των νοικοκυριών στη συνολική κεφαλαιοποίηση του ΧΑΑ και την υψηλή μεταβλητότητα της τιμής των μετοχών.

3.3 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Επένδυση θεωρείται κάθε υλικό, διαρκές, παραγωγικό αγαθό που δεν καταναλώνεται με τη χρησιμοποίηση του αλλά συμβάλλει στην αύξηση της παραγωγικής υποδομής μιας χώρας/επιχείρησης. Συμβάλλει δηλαδή στη δημιουργία νέου κεφαλαιουχικού εξοπλισμού (νέα κτίρια, νέες εγκαταστάσεις, νέος μηχανολογικός εξοπλισμός, επεκτάσεις του προϋπάρχοντος κεφαλαιουχικού εξοπλισμού).

3.3.1 Διάκριση Επενδύσεων

Οι επενδύσεις σε μια οικονομία διακρίνονται σε ιδιωτικές και δημόσιες ανάλογα με το φορέα (ιδιωτικό ή δημόσιο) και το σκοπό (κέρδος ή κοινωνική ωφέλεια).

Οι ιδιωτικές επενδύσεις χρηματοδοτούνται συνήθως με αυτοχρηματοδότηση, αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή δανεισμό και περιλαμβάνουν δαπάνες για κατοικίες, πάγιες εγκαταστάσεις των επιχειρήσεων και αύξηση των αποθεμάτων των επιχειρήσεων. Οι ιδιωτικές επενδύσεις παγίων κεφαλαιουχικών αγαθών είναι εκείνες

⁶ Eurobank EFG, Research Economist, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων, Οι επιπτώσεις της πρόσφατης διόρθωσης του χρηματιστηρίου στην οικονομική δραστηριότητα, 2006.

οι οποίες έχουν μεγάλη σημασία για την ανάπτυξη και τη διεύρυνση της παραγωγικής βάσης της οικονομίας.

Αντίθετα, οι δημόσιες επενδύσεις (δρόμοι, σχολεία, νοσοκομεία, έργα υποδομής κλπ) χρηματοδοτούνται με εσωτερικό ή εξωτερικό δανεισμό, φορολογίες και αυτοχρηματοδότηση (από τις κατασκευαστικές εταιρείες οι οποίες εισπράττουν τέλη από τους χρήστες των έργων υποδομής, π.χ. αεροδρόμια, μετρό, εθνικούς δρόμους, για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα που καθορίζεται από τη σύμβαση με το δημόσιο).

Τέλος, οι επενδύσεις, επίσης, διακρίνονται σε καθαρές και ακαθάριστες επενδύσεις. Οι καθαρές επενδύσεις περιλαμβάνουν την καθαρή προσθήκη στο κεφάλαιο και τα αποθέματα προϊόντων στην οικονομία, ενώ οι τελευταίες περιλαμβάνουν επιπρόσθετα και τις αποσβέσεις. Η μεταβολή στα αποθέματα συνήθως αντιπροσωπεύει ένα σχετικά μικρό μέρος της συνολικής αξίας των επενδύσεων. Αντίθετα, ο κύριος όγκος αντικατοπτρίζει την αύξηση του πάγιου κεφαλαίου και περιλαμβάνει τις κατηγορίες: κατοικίες και παραγωγικό εξοπλισμό με πάγια στοιχεία. Έτσι, στις επενδύσεις γίνεται η διάκριση σε τρεις κατηγορίες: κατοικίες, πάγιο κεφάλαιο και αποθέματα. Η δεύτερη κατηγορία, το πάγιο κεφάλαιο, περιλαμβάνει τις δαπάνες των παραγωγικών μονάδων σε μηχανικό εξοπλισμό, κτίρια κ.λπ. και παρουσιάζει μεγαλύτερο ενδιαφέρον από θεωρητικής πλευράς.

3.3.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες των Επενδύσεων

Οι Προσδιοριστικοί παράγοντες των επενδύσεων:

1. Επιτόκιο
2. Εισόδημα
3. Προσδοκώμενο μελλοντικό επίπεδο ζήτησης
4. Προσδοκώμενο ύψος μισθών και πρώτων υλών
5. Προσδοκώμενη φορολογική πολιτική
6. Δαπάνη ανάληψης της επένδυσης
7. Εξέλιξη τεχνολογίας
8. Απόθεμα κεφαλαιουχικού εξοπλισμού
9. Μελλοντικές επιθυμίες καταναλωτών
10. Πολιτικοκοινωνική ατμόσφαιρα
11. Ψυχολογία επενδυτών

3.4 Επίδραση Επενδύσεων στις αποδόσεις μετοχών

Είναι λογικό οι επενδύσεις, λόγω του σπουδαίου ρόλου που παίζουν στη διαμόρφωση της τελικής αξίας του προϊόντος, να αποτελούν βασικό παράγοντα στην οικονομική μεγέθυνση, αλλά και στην ισορροπία ή αστάθεια τόσο στο επίπεδο της μεμονωμένης επιχείρησης όσο και στο ευρύτερο επίπεδο ολόκληρης της οικονομίας. Η αύξηση του όγκου των επενδύσεων σε μια οικονομία έχει ως άμεσο αντίκτυπο την αντίστοιχη αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας των επιχειρήσεων με μια αντίστοιχη επίδραση στις τιμές των μετοχών της.

Η μετοχή είναι ένα μικρό μέρος/ ένα κομμάτι μιας επιχείρησης. Επομένως, όταν αγοράζουμε μια μετοχή προσδοκάμε στην καλή πορεία της επιχείρησης, στην αύξηση των πωλήσεων και των εσόδων της και επομένως στην είσπραξη μεριδίου από τα κέρδη. Όταν συμβούν αυτά, αυξάνεται ταυτόχρονα και η αξία της επιχείρησης. Έτσι, όταν ο όγκος των επενδύσεων σε μια οικονομία αυξάνεται, αντίστοιχα ο κάτοχος μιας μετοχής προσδοκά αύξηση της απόδοσής της μέσω:

- Αυξημένου Μερισματος, το οποίο προκύπτει από τη διανομή των αυξημένων κερδών της επιχείρησης
- Επίτευξης Υπεραξίας από το γεγονός ότι η επιχείρηση πάει καλά και μεγαλώνει η αξία της

Με άλλα λόγια, όσο αυξάνουν οι επενδύσεις στην οικονομία και στην επιχείρηση μεμονωμένα, τόσο αυξάνεται η τιμή, η αξία και η απόδοση της μετοχής της.

Επιπρόσθετα, οι επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό αναμένεται να έχουν αυξημένη επίδραση, γιατί η προηγμένη τεχνολογία και η εξειδίκευση ενσωματώνονται ταχύτερα σε αυτές τις επενδύσεις, ενώ προκαλούνται και θετικές εξωτερικές επιδράσεις τόσο στην μεμονωμένη επιχείρηση, όσο και στην οικονομία λόγω της διάχυσης της τεχνολογίας.

3.5 Εμπειρική διερεύνηση επίδρασης επενδύσεων στην αποδοτικότητα των μετοχών

Σε έρευνα των Barro και Lee⁷ (1994), χρησιμοποιώντας στοιχεία από 81 χώρες για τις δεκαετίες 1965-75, 1975-85 και 1985-95, ανάμεσα στα αποτελέσματα που έβγαλαν ήταν και ότι ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης του χρηματιστηρίου -και ως αποτέλεσμα αυτού και των μετοχών- συνδέεται θετικά με τις επενδύσεις.

Σκληρή κριτική στην παραπάνω έρευνα έκαναν οι Levine και Renelt⁸ (1992) καθώς διατύπωσαν διαφορετικές απόψεις για τον τρόπο αξιολόγησης των αποτελεσμάτων της μελέτης των Barro και Lee. Παρόλα αυτά, όμως, αξίζει να σημειωθεί ότι το μοναδικό εύρημα, το οποίο επιβεβαιώνουν ότι ισχύει πάντα, είναι η θετική σχέση του ποσοστού των επενδύσεων και της πορείας του χρηματιστηρίου, κάτι που επιβεβαιώνει τον κυρίαρχο ρόλο των επενδύσεων στους παράγοντες που καθορίζουν την οικονομική μεγέθυνση.

Σε μια εργασία των Bradford και Summers⁹ (1991) έδειξαν ότι πράγματι οι επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό αυξάνουν σημαντικά την παραγωγικότητα και την οικονομική μεγέθυνση των επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα να αυξάνεται η τιμή των μετοχών τους.

3.6 Δημόσιος Τομέας και Άσκηση Δημοσιονομικής πολιτικής

⁷ Barro, R. και Lee J.W., “Sources of Economic Growth,” Carnegie Conference Series on Public Policy, 1994, vol. 40, pp 1-46.

⁸ Levine, Ross και Renelt, D., A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions, The American Economic Review, 1992, Vol. 82, No. 4, pp. 942-963

⁹ Bradford D. και Summers L., Equipment Investment and Economic Growth, Quarterly Journal of Economics, 1991, vol. 106, pp. 445-502

Στις σύγχρονες οικονομίες οι κυβερνήσεις μέσω των κρατικών δαπανών (G) και της φορολογίας (T), ασκούν σημαντική επίδραση στο επίπεδο εισοδήματος και προϊόντος στην οικονομία. Η συνολική ζήτηση σε μια οικονομία αποτελείται από τη ζήτηση για κατανάλωση, τη ζήτηση για επένδυση τη ζήτηση για καθαρές εξαγωγές και τη ζήτηση του δημοσίου. Η τελευταία αυτή αποτελεί ένα σημαντικό κομμάτι της συνολικής ζήτησης σε όλες ανεξαιρέτως τις οικονομίες. Με την αυξομείωση της ζήτησης αυτής το δημόσιο μπορεί να επηρεάσει άμεσα το μέγεθος της συνολικής ζήτησης και άρα και το επίπεδο εισοδήματος και προϊόντος της οικονομίας.

Το δημόσιο μπορεί να επηρεάσει τη συνολική ζήτηση και μέσα από μια μεταβολή του διαθέσιμου εισοδήματος που θα συνεπάγεται μεταβολή της ιδιωτικής κατανάλωσης. Η πρακτική αυτή μπορεί να αφορά κυρίως τέσσερις κατευθύνσεις:

- Μεταβολή του φόρου εισοδήματος
- Μεταβολή του μεγέθους των έμμεσων φόρων ή των επιδοτήσεων,
- Μεταβολή των δημοσίων δαπανών για αγαθά και υπηρεσίες και
- Μεταβολή του μεγέθους των μεταβιβαστικών πληρωμών.

Οι κατευθύνσεις αυτές αποτελούν και τα τέσσερα βασικά μεγέθη του κρατικού προϋπολογισμού.

Ο φόρος εισοδήματος και οι έμμεσοι φόροι συνιστούν τα έσοδα του κρατικού προϋπολογισμού, ενώ οι δαπάνες για αγαθά και υπηρεσίες και οι μεταβιβαστικές πληρωμές συνιστούν τις δαπάνες του κρατικού προϋπολογισμού.

Στο βαθμό που τα έσοδα είναι ίσα με τις δαπάνες μιλάμε για ισοσκελισμένο προϋπολογισμό. Αντίθετα, αν τα έσοδα είναι μεγαλύτερα από τις δαπάνες ο προϋπολογισμός εμφανίζει πλεόνασμα ενώ αν τα έσοδα είναι μικρότερα από τις δαπάνες ο προϋπολογισμός εμφανίζει έλλειμμα.

Το κράτος μπορεί να μεταβάλει ένα ή περισσότερα από τα βασικά μεγέθη του κρατικού προϋπολογισμού για να πετύχει τη σταθεροποίηση του εισοδήματος της οικονομίας στο επίπεδο της πλήρους απασχόλησης χωρίς πληθωρισμό. Η μεταβολή αυτή των μεγεθών του κρατικού προϋπολογισμού αποτελεί τη δημοσιονομική πολιτική.

3.7 Επίδραση Δημόσιου Τομέα στην προβλεψιμότητα των μετοχών

3.7.1 Επεκτατική Δημοσιονομική Πολιτική

Η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική αναφέρεται στην αύξηση της συνολικής δαπάνης στην οικονομία. Η πολιτική αυτή επιτυγχάνεται κυρίως μέσω της αύξησης της συνολικής ζήτησης, η οποία προκαλεί την πιο γρήγορη λειτουργία της οικονομίας. Καθώς η ζήτηση αυξάνεται το σημείο ισορροπίας μεταξύ των δυνάμεων ζήτησης και προσφοράς μεταβάλλεται. Η μεταβολή αυτή σημαίνει ότι τόσο το επίπεδο τιμών όσο και η ποσότητα των αγαθών που παράγονται θα αυξηθούν.

Η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική μπορεί να πραγματοποιηθεί με τα παρακάτω μέσα.

3.7.1.1 Αύξηση των δημοσίων δαπανών

Επειδή οι δημόσιες δαπάνες αποτελούν μέρος της συνολικής ζήτησης μία αύξησή τους θα προκαλέσει αύξηση και της συνολικής ζήτησης και έτσι τονώνονται η απασχόληση, η παραγωγή και το εισόδημα. Αυτό, φυσικά έχει ως άμεσο αντίκτυπο την ανάπτυξη των επιχειρήσεων και την αύξηση των τιμών των μετοχών τους.

Ως εκ τούτου μια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική μέσω αύξησης των δημοσίων δαπανών, θα ωθούσε τις αποδόσεις των μετοχών. Βέβαια, στο σημείο αυτό θα πρέπει να γίνει ο διαχωρισμός μεταξύ στόχευσης των δημοσίων δαπανών προς την αύξηση της κατανάλωσης ή της επένδυσης. Δηλαδή, αν η αύξηση των δημοσίων δαπανών στρέφεται προς τα καταναλωτικά προϊόντα, τότε η αναμενόμενη ανάπτυξη των επιχειρήσεων είναι πιο έμμεση και προέρχεται από την αύξηση των πωλήσεων των προϊόντων της. Αντίθετα, εάν η αύξηση των δημοσίων δαπανών προορίζεται στην επένδυση στις επιχειρήσεις, τότε η ανάπτυξή τους είναι πιο άμεση.

3.7.1.2 Αύξηση των μεταβιβαστικών πληρωμών

Η αύξηση των μεταβιβαστικών πληρωμών πραγματοποιείται όταν το κράτος αυξήσει τις συντάξεις, τα επιδόματα απορίας, τα επιδόματα ανεργίας και τις συναφείς μεταβιβάσεις εισοδήματος ώστε να αυξηθεί το διαθέσιμο εισόδημα των αποδεκτών

και επομένως να αυξηθεί και η δαπάνη τους για καταναλωτικά αγαθά. Οπότε η αύξηση της συνολικής δαπάνης στην οικονομία θα οδηγήσει σε αύξηση της συνολικής απασχόλησης, του συνολικού προϊόντος και της ανάπτυξης των επιχειρήσεων και της ανόδου των κερδών τους. Εξυπακούεται ότι προϋπόθεση για όλα αυτά είναι η αύξηση των μεταβιβαστικών πληρωμών να στραφεί στην κατανάλωση εγχώριων προϊόντων. Διαφορετικά, η αύξηση της κατανάλωσης εισαγόμενων προϊόντων δεν θα έχει τα αναμενόμενα αποτελέσματα για την ανάπτυξη και κερδοφορία των εγχώριων επιχειρήσεων.

3.7.1.3 Μείωση των φόρων

Η μείωση των συντελεστών του φόρου εισοδήματος αυξάνει το προσωπικό διαθέσιμο εισόδημα. Συνήθως ένα σημαντικό μέρος από το εισόδημα αυτό τα νοικοκυριά το δαπανούν σε πρόσθετη κατανάλωση και το υπόλοιπο το αποταμιεύουν ή το επενδύουν. Η αύξηση της κατανάλωσης προκαλεί αύξηση της συνολικής δαπάνης για το προϊόν, με αποτέλεσμα να αρχίσουν να μειώνονται τα αποθέματα προϊόντων των επιχειρήσεων. Αυτό θα ωθήσει τις επιχειρήσεις να αυξήσουν την παραγωγή τους, να προσλάβουν πρόσθετο προσωπικό, να χρησιμοποιήσουν μεγαλύτερες ποσότητες υλών και ημικατεργασμένων προϊόντων κ.ο.κ. Με τον τρόπο αυτό θα αυξηθούν τα επίπεδα της απασχόλησης, του προϊόντος και του εισοδήματος της οικονομίας και των επιχειρήσεων ειδικότερα.

3.7.1.4 Μείωση των έμμεσων φόρων

Η μείωση των συντελεστών των έμμεσων φόρων θα μειώσει τις τιμές των προϊόντων που πληρώνουν οι καταναλωτές και αυτό θα αυξήσει το πραγματικό τους εισόδημα, αφού για να αγοράσουν τις ίδιες ποσότητες θα χρειάζονται να ξοδέψουν μικρότερο συνολικό ποσό. Αποτέλεσμα αυτής της αύξησης του πραγματικού εισοδήματος θα είναι αντίστοιχα με τα αποτελέσματα που αναφέρθηκαν παραπάνω (βλ. Μείωση των φόρων).

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονιστεί ότι η τελική μεταβολή στο ύψος του συνολικού εισοδήματος και του προϊόντος είναι πολλαπλάσια της αρχικής μεταβολής των δαπανών, ή των φόρων, των έμμεσων φόρων και των μεταβιβαστικών πληρωμών επειδή λόγω της επίδρασης του πολλαπλασιαστή κάθε αύξηση της συνολικής

δαπάνης ή των μεταβιβαστικών πληρωμών ή μείωση των της φορολογίας και των εμμέσων φόρων προκαλεί αύξηση της κατανάλωσης, νέα αύξηση της συνολικής δαπάνης και του εισοδήματος κ.ο.κ.

3.7.2 Περιοριστική Δημοσιονομική Πολιτική

Αν στην οικονομία υπάρχει υπερβολική συνολική δαπάνη και πληθωρισμός η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να έχει στόχο τον περιορισμό της συνολικής δαπάνης και των πληθωριστικών πιέσεων, με τη χρησιμοποίηση αντίθετων μέτρων με εκείνα της επεκτατικής πολιτικής. Συγκεκριμένα, η πολιτική αυτή θα πρέπει να προβεί στην αύξηση των άμεσων ή έμμεσων φόρων και στη μείωση των κρατικών δαπανών ή των μεταβιβαστικών πληρωμών. Ευνόητο είναι ότι η επίδραση μιας περιοριστικής Δημοσιονομικής Πολιτικής, θα έχει τα αντίθετα αποτελέσματα από αυτά που παρουσιάστηκαν στην ανάπτυξη της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής.

3.8 Εμπειρική διερεύνηση επίδρασης δημοσίων δαπανών στην αποδοτικότητα των μετοχών

Ξεκινώντας από τον Aschauer¹⁰ (1989), ο οποίος υποστήριξε ότι υπάρχει σημαντική σχέση μεταξύ της παραγωγικότητας και αποδοτικότητας των επιχειρήσεων και του δημοσίου κεφαλαίου στις Ηνωμένες Πολιτείες, επιχειρώντας με μια σειρά από εμπειρικές μελέτες τον υπολογισμό της επίδρασης της δημόσιας υποδομής στην οικονομική μεγέθυνση.

Οι Easterly και Rebelo¹¹ (1993) σε μελέτη τους σχετικά με το επίπεδο επίδρασης των διαφόρων κατηγοριών δημοσίων επενδύσεων στο ρυθμό οικονομικής μεγέθυνσης, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επενδύσεις σε μεταφορές και

¹⁰ Aschauer, D. A., Is public expenditure productive?, Journal of Monetary Economics, 1989, vol. 23, 177-200

¹¹ Easterly, W. και Rebelo, S., Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical Investigation, National Bureau of Economic Research, 1993, Working Paper No. 4499

τηλεπικοινωνίες («βαριά» υποδομή) σχετίζονται θετικά σε πολύ σημαντικό βαθμό με την οικονομική μεγέθυνση. Η απόδοση των επενδύσεων σε αυτούς τους τομείς φαίνεται εξαιρετικά μεγάλη, με συνέπεια να αποτελούν αναγκαία συνθήκη για τη μακροχρόνια οικονομική μεγέθυνση μιας οικονομίας.

Αντίθετα, ο Barro¹² (2001) υποστήριξε ότι οι κρατικές δαπάνες, που κατευθύνονται σε δημόσια κατανάλωση και μη-παραγωγικές δραστηριότητες, έχουν συστηματικά αρνητική επίδραση στο ρυθμό μεγέθυνσης. Η αύξηση των δημοσίων δαπανών και της απαιτούμενης φορολογίας για τη χρηματοδότησή τους μειώνουν την απόδοση του κεφαλαίου και την παραγωγικότητα αποτελώντας σοβαρό αντικίνητρο για την οικονομική μεγέθυνση.

3.9 Εμπορικό Ισοζύγιο

Το ισοζύγιο εξωτερικών πληρωμών ή απλούστερα ισοζύγιο πληρωμών αφορά τον ειδικό λογαριασμό στον οποίο καταγράφονται το ύψος και η εξελικτική πορεία όλων των οικονομικών συναλλαγών που διατηρεί μια χώρα με άλλες χώρες του κόσμου. Σε αυτό το ισοζύγιο καταγράφεται η εισροή (εισπράξεις/εξαγωγές) και εκροή (πληρωμές/εισαγωγές) κεφαλαίων από και προς την χώρα κατά τη διάρκεια μιας ορισμένης χρονικής περιόδου (συνήθως ενός έτους). Για αυτό το λόγο χρησιμοποιείται και ως δείκτης της ζήτησης και προσφοράς του νομίσματος της εν λόγω χώρας. Το ισοζύγιο πληρωμών έχει ιδιαίτερη σημασία για την οικονομία μιας χώρας καθώς κάθε μια συναλλαγή που αυτό περιλαμβάνει επηρεάζει τη διαμόρφωση μεγεθών όπως του εθνικού εισοδήματος και της εθνικής δαπάνης ενώ παράλληλα απεικονίζει τη διεθνή οικονομική θέση της συγκεκριμένης χώρας.

3.9.1 Εμπορικές ροές

Εμπορικές ροές είναι οι αγορές και πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών μεταξύ των χωρών.

¹² Barro, R., Closed and Open Economy Models of Business Cycles with Marked Up and Sticky Prices, NBER, 2001, Working Paper No. 8043

Οι εμπορικές συναλλαγές αντανακλούν το εμπορικό ισοζύγιο (εξαγωγές - εισαγωγές). Αποτελούν την αξία των αγαθών που πουλάει μια χώρα σε άλλες χώρες μείον την αξία των αγαθών που αγοράζει η χώρα από άλλες χώρες. Ο συγκεκριμένος υπολογισμός περιλαμβάνει όλες τις διεθνείς συναλλαγές αγαθών και αναπαριστά το εμπορικό ισοζύγιο μιας χώρας.

Οι χώρες που έχουν καθαρό θετικό αποτέλεσμα, σημαίνει ότι εξάγουν περισσότερο σε διεθνείς πελάτες από ότι εισάγουν από διεθνείς παραγωγούς.

Οι εξαγωγικές χώρες έχουν εμπορικό πλεόνασμα, δεδομένου ότι πουλάνε περισσότερα αγαθά στις διεθνείς αγορές σε σχέση με αυτά που αγοράζουν. Η ζήτηση για το νόμισμα αυξάνεται σε αυτή την περίπτωση, καθώς οι διεθνείς πελάτες πρέπει να αγοράσουν το νόμισμα της χώρας προκειμένου να αγοράσουν τα αγαθά. Σε αυτή την περίπτωση η τιμή του νομίσματος αυξάνεται.

Οι χώρες που έχουν έλλειμμα, εισάγουν περισσότερο από τους διεθνείς παραγωγούς σε σχέση με αυτά που εξάγουν σε διεθνείς πελάτες. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την υποτίμηση του νομίσματος.

3.9.2 Επίδραση εμπορικού ισοζυγίου σε απόδοση μετοχών

Η επίδραση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στην οικονομική δραστηριότητα μιας χώρας καθώς και ο ρυθμός επέκτασής της προσεγγίζεται από τρεις πλευρές. Πιο συγκεκριμένα από:

1. τη σημασία των ελλειμμάτων του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών για την αξιοποίηση των παραγωγικών δυνατοτήτων της οικονομίας,
2. την επίδραση της αύξησης των ελλειμμάτων στο ρυθμό οικονομικής επέκτασης και,
3. τις επιπτώσεις τυχόν αυξήσεων του κόστους χρηματοδότησης των ελλειμμάτων.

Τα υψηλά ελλείμματα στις τρέχουσες συναλλαγές με το εξωτερικό υποδηλώνουν την ανεπάρκεια της εθνικής αποταμίευσης να χρηματοδοτήσει την εγχώρια επένδυση. Η ανεπάρκεια αυτή μπορεί να οφείλεται στη μείωση της αποταμίευσης των νοικοκυριών, στην αύξηση των ελλειμμάτων του Δημοσίου, στην υπερεπένδυση που πραγματοποιείται κατά την προσπάθεια σύγκλισης της οικονομίας μιας χώρας προς τις άλλες περισσότερο ανεπτυγμένες χώρες, κλπ.

Τα ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ασκούν διττή επίδραση στην οικονομία μιας χώρας. Αφενός επηρεάζουν αρνητικά το επίπεδο οικονομικής

δραστηριότητας και το ρυθμό οικονομικής επέκτασης και αφετέρου, με τη χρησιμοποίηση της διεθνούς αποταμίευσης (κεφάλαια από το εξωτερικό), χρηματοδοτούνται επενδύσεις, οι οποίες δεν θα μπορούσαν να πραγματοποιηθούν λόγω ανεπάρκειας της εγχώριας αποταμίευσης.

Έτσι, η επίδραση μίας αύξησης του εμπορικού ελλείμματος μιας χώρας η οποία σημαίνει μείωση του ποσοστού των εξαγωγών έναντι των εισαγωγών θα έχει την κάτωθι επίδραση στην οικονομική δραστηριότητα των επιχειρήσεων. Από την μία, η εξασθένηση του τοπικού νομίσματος που θα οδηγήσει πιθανότατα σε πτώση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, αποτελεί αρνητικό παράγοντα για την οικονομική δραστηριοποίηση των ξένων επενδυτών στην τοπική οικονομία, καθώς η πτώση της ισοτιμίας ισοδυναμεί με πτώση των κερδών των επενδυτών. Από την άλλη πλευρά, όμως, η πτώση της ισοτιμίας ισοδυναμεί με ενίσχυση των εξαγόμενων προϊόντων καθώς γίνονται φθηνότερα πλέον στο εξωτερικό και άρα η ζήτησή τους πιθανότατα θα αυξηθεί. Έτσι, η πρώτη επίδραση ισοδυναμεί με αποδυνάμωση των τοπικών επιχειρήσεων, καθώς χάνεται η δυνατότητα ξένων επενδύσεων στις τοπικές εταιρίες, ιδιαίτερα μέσω της αγοράς μετοχών στο χρηματιστήριο.

Από την άλλη όμως, η πιθανή αύξηση των εξαγωγών λόγω της πτώσης της τιμής τους στο εξωτερικό, αποτελεί ισχυρό παράγοντα ενδυνάμωσης των εγχώριων εταιριών και αύξησης των κερδών και της απόδοσής τους. Το τελικό αποτέλεσμα της επίδρασης θα εξαρτηθεί από την κατεύθυνση των εισαγωγών. Εάν οι υψηλές εισαγωγές οφείλονται σε κεφαλαιουχικά αγαθά (είτε πχ σε μηχανολογικό εξοπλισμό, είτε σε χρηματικά κεφάλαια) τότε η αύξηση αυτών μπορεί να οδηγήσει σε μελλοντική ενδυνάμωση των εγχώριων επιχειρήσεων. Αντίθετα, εάν η αύξηση οφείλεται σε καταναλωτικά αγαθά, τότε η επίδραση θα είναι σημαντικά αρνητική για τις εγχώριες επιχειρήσεις και τις αποδόσεις τους.

3.9.3 Εμπειρική Διερεύνηση Επίδρασης Εμπορικού Ισοζυγίου στην απόδοση των μετοχών

Ο Asprem¹³ (1988), σε μελέτη του, προσπάθησε να διερευνήσει τη σχέση μεταξύ των χρηματιστηριακών δεικτών και των μακροοικονομικών μεταβλητών σε δέκα ευρωπαϊκές χώρες, χρησιμοποιώντας τριμηνιαία στοιχεία για το χρονικό διάστημα 1968 – 1984. Με την χρήση απλών παλινδρομήσεων με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων υπέδειξε ότι οι μεταβολές στις χρηματιστηριακές τιμές σχετίζονται θετικά με τις εξαγωγές, ενώ αντίθετα σχετίζονται αρνητικά με τις εισαγωγές.

Επιπρόσθετα, σε άρθρο των Rolley και Schall¹⁴ (1988), υποστήριξαν ότι οι αυξανόμενες ανησυχίες για τις επιπτώσεις των υψηλών δημοσιονομικών και εμπορικών ελλειμμάτων συνέβαλαν στην πτώση των τιμών των μετοχών και την συντριβή του χρηματιστηρίου τον Οκτώβριου του 1987.

Οι Barro και Lee¹⁵ (1994) υπέδειξαν ότι ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης των επιχειρήσεων σχετίζεται θετικά με το ύψος των διεθνών συναλλαγών της οικονομίας. Όμως, όσο πλουσιότερη γίνεται μια οικονομία, τόσο μικρότερη είναι αυτή η επίδραση, η οποία μπορεί να καταλήξει να είναι ακόμα και αρνητική. Επίσης, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας επιδρά θετικά στην οικονομική μεγέθυνση.

¹³ Asprem, M., Stock prices, asset portfolios and macroeconomic variables in European countries, *Journal of Banking and Finance*, 1987, vol. 13, 589-612.

¹⁴ Roley, V. Vance και Schall, Lawrence D., Federal deficits and the stock market, *Economic Review*, issue Apr, 1988, pages 17-27.

¹⁵ Barro, R. and Lee, J.W., “Sources of Economic Growth,” *Carnegie Conference Series on Public Policy*, 1994, vol. 40, pp 1-46.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ - ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΗΝ ΠΡΟΒΛΕΨΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ



4.1 ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ

Στην Οικονομική Επιστήμη ο όρος παραγωγικότητα χαρακτηρίζει το μέτρο της παραγωγικής ικανότητας, το οποίο και εκφράζεται κατ' αναλογία του είδους και του ύψους της παραγωγής σε σχέση με τους παραγωγικούς συντελεστές που απαιτούνται για αυτήν.

Με την ευρύτερη έννοια του όρου, η παραγωγικότητα αποτελεί τον λόγο ή τη σχέση μεταξύ των επιτευχθέντων χρήσιμων αποτελεσμάτων (εκροή), και των πόρων ή μέσων που δαπανήθηκαν για την επίτευξή τους (εισροή). Έτσι οι παραγωγικοί συντελεστές -που είναι συνήθως η γη, η εργασία και το κεφάλαιο- εκλαμβάνονται ως πόροι που δαπανήθηκαν, δηλαδή ως εισροή. Οι παραγωγικοί συντελεστές αποτελούν τον παρανομαστή του κλάσματος και είτε εκλαμβάνονται όλοι μαζί, είτε ένας ένας χωριστά, με αντίστοιχο προσδιορισμό της παραγωγικότητας κατά είδος.

Εν προκειμένω τόσο οι εισροές όσο και οι εκροές εκφράζονται με τους όρους των φυσικών επιστημών. Ειδικότερα όμως η μέτρηση της εκροής μπορεί να γίνεται είτε σε φυσικές ποσότητες, είτε με μονάδες αξίας.

Στη συνηθέστερη αποδοχή του όρου, κατά την εφαρμογή του, η εκροή σχετίζεται με την εισροή χρόνου εργασίας υπολογιζόμενη έτσι η εκροή ανά ώρα εργασίας.

4.1.1 Βελτίωση της παραγωγικότητας

Η βελτίωση της παραγωγικότητας επιτυγχάνεται όταν αξιοποιείται αποτελεσματικότερα ο χρόνος και οι διαθέσιμοι πόροι. Βελτίωση (αύξηση) στην παραγωγικότητα από μια χρονική περίοδο σε άλλη παρατηρείται όταν :

- Παράγονται περισσότερα προϊόντα ή υπηρεσίες με την χρησιμοποίηση των ίδιων παραγωγικών συντελεστών
- Παράγονται τα ίδια (σε ποσότητα και ποιότητα) προϊόντα ή υπηρεσίες με την χρησιμοποίηση λιγότερων παραγωγικών συντελεστών
- Η αύξηση στα προϊόντα και υπηρεσίες που παράγονται είναι μεγαλύτερη από την αύξηση των παραγωγικών συντελεστών που χρησιμοποιούνται

4.1.2 Μέτρηση της παραγωγικότητας

Για τη μέτρηση της παραγωγικότητας είναι απαραίτητη η μέτρηση τόσο των Εκροών όσο και των Εισροών ενός συστήματος και η μεταξύ τους συσχέτιση. Για τον συσχετισμό εισροών / εκροών χρησιμοποιούνται διάφοροι δείκτες οι κυριότεροι από τους οποίους είναι :

- Ο δείκτης της ολικής παραγωγικότητας που συσχετίζει το αποτέλεσμα με το σύνολο των χρησιμοποιούμενων πόρων
- Απλοί δείκτες που συσχετίζουν το αποτέλεσμα με ένα μόνο πόρο, όπως η παραγωγικότητα της εργασίας και η παραγωγικότητα του κεφαλαίου.

4.1.3. Η παραγωγικότητα της εργασίας

Η παραγωγικότητα της εργασίας είναι ο πλέον διαδεδομένος δείκτης παραγωγικότητας και εκφράζει το αποτέλεσμα ενός συστήματος σε σχέση με το ανθρώπινο δυναμικό (αριθμός ατόμων ή ώρες εργασίας) που παράγει το αποτέλεσμα.

Η παραγωγικότητα της εργασίας αντικατοπτρίζει την συνολική επίδραση πολλών παραγόντων στο παραγόμενο αποτέλεσμα, όπως του φυσικού κεφαλαίου (κτίρια, μηχανήματα), της τεχνολογίας, του ανθρώπινου κεφαλαίου (εκπαίδευση και κατάρτιση), της οργάνωσης της εργασίας κ.λ.π.

Στο πλαίσιο μιας χώρας, παραγωγικότητα της εργασίας είναι η σχέση μεταξύ του συνόλου των παραχθέντων προϊόντων ή υπηρεσιών σε μια δεδομένη χρονική περίοδο και του συνόλου των ανθρωποωρών εργασίας που δαπανήθηκαν για την παραγωγή τους.

4.1.4. Παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγικότητα

Πολλοί είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγικότητα. Οι παράγοντες αυτοί αφορούν τόσο το εξωτερικό όσο και το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης ή οργανισμού. Οι παράγοντες του γενικού εξωτερικού περιβάλλοντος είναι:

- Η δομή της οικονομίας
- Η οικονομική σταθερότητα

- Η απασχόληση
- Η ανεργία
- Οι υποδομές

Οι παράγοντες του ειδικού εσωτερικού περιβάλλοντος είναι:

- Οι γνώσεις και οι δεξιότητες του προσωπικού
- Η χρησιμοποιούμενη τεχνολογία
- Η οργάνωση της εργασίας
- Οι διευθυντικές πρακτικές
- Η καινοτομία
- Ο ανταγωνισμός

4.2. Επίδραση παραγωγικότητας στην προβλεψιμότητα των μετοχών

Σε γενικές γραμμές, η σχέση μεταξύ του δείκτη παραγωγικότητας και της απόδοσης των μετοχών είναι θετική. Η αύξηση της παραγωγικότητας έχει άμεση επίδραση στην κερδοφορία μιας επιχείρησης, καθώς οδηγεί σε αύξηση του παραγόμενου προϊόντος και κατ' επέκταση αντίστοιχη αύξηση των κερδών. Η άνοδος της κερδοφορίας, με την σειρά της, έχει θετικό αντίκτυπο στην τιμή της μετοχής των εταιριών, με αποτέλεσμα και στην αποδοτικότητα αυτών.

Αντίθετες ακριβώς είναι οι επιδράσεις της πτώσης της παραγωγικότητας στην απόδοση της κερδοφορίας και της απόδοσης της μετοχής μιας εταιρίας. Όταν παρουσιάζεται πτώση της παραγωγικότητας, αυτό συντελεί στην πτώση της απόδοσης της μετοχής της επιχείρησης.

4.3. Εμπειρική Διερεύνηση

Υπάρχει πλούσια βιβλιογραφία αναφορικά με την επίδραση της παραγωγικότητας, και ιδιαίτερα της βιομηχανικής παραγωγικότητας στις τιμές και τις αποδόσεις των μετοχών στο χρηματιστήριο. Ενδεικτικά θα αναφερθούν παρακάτω ορισμένες από αυτές μαζί με τα αποτελέσματά τους.

Ο Lee¹⁶ (1992) σε άρθρο του στο «The Journal of Finance» επιβεβαίωσε την θετική συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών και την βιομηχανική παραγωγή, ενώ οι Domian και Louton¹⁷ (1993) υποστήριξαν ότι οι αρνητικές αποδόσεις των μετοχών ακολουθούνται από απότομες μειώσεις στα ποσοστά ανάπτυξης της βιομηχανικής παραγωγής, ενώ οι θετικές αποδόσεις των μετοχών προκαλούν περισσότερο σταδιακές αυξήσεις στην πραγματική δραστηριότητα.

Στην μελέτη των Cambell και Ammer¹⁸ (1993) υποδείχτηκε ότι η συμπεριφορά της παραγωγικότητας έχει μεγάλη επίδραση στις χρηματιστηριακές τιμές και στις αποδόσεις τους, ενώ ο Fama¹⁹ (1984) επιπρόσθετα τόνισε την υψηλά σημαντική σχέση μεταξύ των δύο αυτών παραγόντων. Το ίδιο υποστήριξαν και οι James, Koresha και M. Patch²⁰ (1985) στο άρθρο τους στο «Journal of Finance» όπου ερεύνησαν τη σχέση μεταξύ της αλλαγής με υστέρηση στη βιομηχανική παραγωγή των Η.Π.Α. και την απόδοση του δείκτη S&P 500 χρησιμοποιώντας μηνιαία στοιχεία από το 1962 μέχρι το 1981. Κατέληξαν πως οι παρούσες μετοχικές αποδόσεις σχετίζονται με τη βιομηχανική παραγωγή με υστέρηση δύο περιόδων, καθώς και πώς η πραγματική δραστηριότητα σχετίζεται θετικά με της μετοχικές αποδόσεις.

Οι Chen και Lai²¹ (1999) σε μια ανάλυση των μακροπρόθεσμων κινήσεων μεταξύ των χωρών Γαλλία- Γερμανία- Ιταλία, παρατήρησαν ότι οι μακροοικονομικές

¹⁶ Lee, B.S., Causal relations among returns, interest rates, real activity, and inflation. The Journal of Finance, 1992, Vol 47, pp.1591 - 1603.

¹⁷ Domian, D.L. and Louton, D.A., A threshold autoregressive analysis of stock returns and real economic activity. International Review of Economics and Finance, 1997, vol. 62, pp. 167-179

¹⁸ Campbell, J.Y. and Ammer, J., What moves the stock and bond market? A variance decomposition for long-term asset returns. The Journal of Finance, 1993, Vol.1, pp. 3 – 37.

¹⁹ Fama, E.F., Forward and spot exchange rates, Journal of Monetary Economics, 1984, Vol. 14, pp. 319 – 338.

²⁰ James, C. Koresha, S. and Patch M., A VAR analysis of the causal relations among stock returns, real output, and nominal interest rates, Journal of Finance, 1985, Vol. 40, pp. 1375 – 1384.

²¹ Cheung, Y.W and Lai, K.S., Macroeconomic determinants of long-term stock market comovements among major EMS countries, Applied Financial Economics, 1999, Vol. 9, pp. 73 – 85.

κινήσεις στις μετοχικές τιμές μπορεί μερικώς να αιτιολογηθούν από τις μακροχρόνιες μεταβλητές, κυρίως για την περίοδο μετά το 1987. Τα αποτελέσματα επιβεβαιώνουν τουλάχιστον ένα περιορισμένο ρόλο της βιομηχανικής παραγωγής, της προσφοράς χρήματος και των πραγματικών μερισμάτων στην πορεία των μετοχών.

Τέλος, οι Ansotegui και Esteban (2002)²² σε ερευνά που πραγματοποίησαν στην Ισπανία για την παρουσία μιας μακροχρόνιας σχέσης μεταξύ του χρηματιστηρίου και των μακροοικονομικών παραγόντων της βιομηχανικής παραγωγής, του πληθωρισμού και των επιτοκίων αποφάνθηκαν ότι οι μεταβλητές αυτές τείνουν να εξελίσσονται μαζί στο χρόνο και μια αύξηση της βιομηχανικής παραγωγής προκαλεί αύξηση του πληθωρισμού, μείωση των επιτοκίων και αύξηση των τιμών των μετοχών.

²² Ansotegui, C. and M.V. Esteban, Cointegration for market forecast in the Spanish stock market, *Applied Economics*, 2002, Vol. 34, pp. 843 – 857.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ – ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ



5.1. ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

Είναι το φαινόμενο συνεχούς ανόδου του γενικού επιπέδου των τιμών, δηλ. η συνεχής μείωση της αγοραστικής δύναμης του χρήματος

5.2 Αίτια του Πληθωρισμού

α) Πληθωρισμός Ζήτησης

Πληθωρισμός Ζήτησης είναι η συνεχής αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών λόγω αυξημένης ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες. Η αύξηση της ζήτησης μπορεί να οφείλεται είτε στην υποαπασχόληση των Παραγωγικών Συντελεστών (η άνοδος του γενικού επιπέδου των τιμών επιφέρει αύξηση της παραγωγής εφόσον στην οικονομία υπάρχουν παραγωγικοί συντελεστές που υποαπασχολούνται), είτε στην πλήρη απασχόληση των Παραγωγικών Συντελεστών (η άνοδος του γενικού επιπέδου των τιμών επιφέρει μόνο αύξηση της τιμής καθώς η παραγωγή παραμένει σταθερή λόγω της πλήρως ανελαστικής συνάρτησης προσφοράς ως προς την τιμή)

β) Πληθωρισμός Κόστους

Ο Πληθωρισμός Κόστους ερμηνεύει την ύπαρξη πληθωρισμού σε περιόδους οικονομικής στασιμότητας και ανεργίας και οφείλεται στην ύπαρξη ολιγοπωλίων στην αγορά προϊόντος και εργατικών ενώσεων στην αγορά εργασίας.

Τα εργατικά σωματεία επιδιώκουν την αυξήσεις του εργατικού μισθού πέρα από την αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του κόστους παραγωγής για τις επιχειρήσεις, οι οποίες λόγω της ολιγοπωλιακής δομής της αγοράς, έχουν τη δυνατότητα να τη μεταφέρουν στους καταναλωτές μέσω αύξησης της τιμής του προϊόντος. Οπότε, προκαλείται αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών καθώς πολλά από τα αγαθά αυτά χρησιμοποιούνται στην παραγωγική διαδικασία για την παραγωγή άλλων αγαθών. Επιπλέον, η αύξηση του μισθού πέρα από την παραγωγικότητα της εργασίας επιφέρει αύξηση του κόστους παραγωγής των επιχειρήσεων με αποτέλεσμα τη μείωση της απασχόλησης και συνεπώς την αύξηση της ανεργίας.

5.3 Ρυθμός Πληθωρισμού

Ως ρυθμός πληθωρισμού μιας οικονομίας γενικότερα, ορίζεται ο ποσοστιαίος ρυθμός αύξησης του γενικού επιπέδου τιμών κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου, ενώ από την σκοπιά των εργαζομένων (βλ. και 4.4.1 Αναδιανομή εισοδήματος και πλούτου) ο πληθωρισμός μπορεί να οριστεί και ως η ποσοστιαία μείωση της αγοραστικής δύναμης ενός δεδομένου ονομαστικού εισοδήματος.

Από τον υπολογισμό του ονομαστικού και πραγματικού ΑΕΠ στην οικονομία εξάγεται ένα άλλο βασικό στατιστικό μέγεθος του πληθωρισμού, ο αποπληθωριστής ΑΕΠ. Ο αποπληθωριστής ΑΕΠ είναι ένας δείκτης σχετικών τιμών, όπου η σύγκριση γίνεται μεταξύ των τιμών κατά το έτος βάσης.

Ένας γνωστός δείκτης πληθωρισμού είναι ο δείκτης τιμών καταναλωτή (ΔΤΚ) ο οποίος μετρά την ποσοστιαία μεταβολή των τιμών των κυριότερων προϊόντων και υπηρεσιών που καταναλώνουν τα νοικοκυριά.

5.4 Συνέπειες του Πληθωρισμού

5.4.1. Αναδιανομή εισοδήματος και πλούτου

Σε περιόδους πληθωρισμού επιβαρύνονται τα άτομα με σταθερό χρηματικό εισόδημα ή άτομα των οποίων το χρηματικό εισόδημα αυξάνεται με ρυθμό μικρότερο από το ρυθμό αύξησης του επιπέδου των τιμών. Αντίθετα, ευνοούνται τα άτομα των οποίων το εισόδημα μεταβάλλεται σχετικά εύκολα (π.χ. επιχειρηματίες) σε βάρος των ατόμων που έχουν σχετικά σταθερό εισόδημα (π.χ. συνταξιούχοι).

Επιπλέον, η ύπαρξη πληθωρισμού αποτελεί αντικίνητρο για αποταμίευση καθώς μειώνεται η πραγματική αξία των αποταμιεύσεων (μείωση της αγοραστικής δύναμης του χρήματος).

5.4.2. Εξασθένιση του ισοζυγίου πληρωμών

Με την αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών τα εγχώρια αγαθά είναι περισσότερο ακριβά σε σχέση με τα αγαθά που προέρχονται από το εξωτερικό. Αυτό

έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση των εισαγωγών και τη μείωση των εξαγωγών και συνεπώς την επιβάρυνση του ισοζυγίου πληρωμών.

5.4.3. Σπατάλη παραγωγικών πόρων

Τα άτομα αποφεύγουν τη διακράτηση ρευστών διαθεσίμων (ζήτηση χρήματος) για τη διευκόλυνση των συναλλαγών τους καθώς η ύπαρξη πληθωρισμού μειώνει την αγοραστική δύναμη του χρήματος. Έτσι, κρίνουν ότι συμφέρει π.χ. η τοποθέτηση των χρημάτων σε κάποιο τραπεζικό λογαριασμό που αποδίδει τόκο. Το άτομο όμως για κάθε συναλλαγή (κατάθεση ή ανάληψη) υφίσταται κάποιο κόστος το οποίο προέρχεται π.χ. από την αύξηση των επισκέψεων στην τράπεζα με αποτέλεσμα τη σπατάλη παραγωγικών πόρων.

5.4.4. Μείωση της προσφοράς εργασίας

Σε περιόδους πληθωρισμού τα άτομα διεκδικούν αύξηση του ονομαστικού εισοδήματος προκειμένου να αποφύγουν μείωση του πραγματικού εισοδήματος. Εάν ο φορολογικός συντελεστής είναι μεγαλύτερος για τα υψηλά εισοδήματα (προοδευτική φορολογία), η επιβάρυνση από τη φορολογία είναι τώρα μεγαλύτερη. Στην περίπτωση αυτή, τα άτομα έχουν κίνητρο να εργαστούν λιγότερο (μείωση της προσφοράς εργασίας) καθώς θα χάσουν μικρότερο εισόδημα.

5.4.5. Υπερπληθωρισμός

Η ύπαρξη πληθωρισμού δημιουργεί προσδοκίες για μελλοντική αύξηση των τιμών. Οπότε, τα άτομα αυξάνουν τη ζήτηση με συνέπεια να τροφοδοτείται η συνεχής αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών.

5.4.6. Μη άριστη κατανομή των πόρων

Η αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών οδηγεί σε αύξηση της αναμενόμενης απόδοσης των επενδύσεων. Οπότε, αναλαμβάνονται επενδύσεις με χαμηλή παρούσα αξία (μη παραγωγικές επενδύσεις) οι οποίες δε θα είχαν αναληφθεί υπό άλλες συνθήκες, με συνέπεια την επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας.

5.5 Επιτόκιο

Το μέγεθος των επιθυμητών επενδύσεων, δηλαδή η προγραμματισμένη επενδυτική ζήτηση εξαρτάται από το κόστος των χρηματικών κεφαλαίων που χρηματοδοτούν τις επενδύσεις. Αυτό το κόστος ονομάζεται επιτόκιο. Το επιτόκιο αυτό διακρίνεται σε ονομαστικό και πραγματικό.

Ονομαστικό επιτόκιο είναι το κόστος δανειοδότησης, δηλαδή το ποσοστό κατά το οποίο αυξάνεται ένα δάνειο ετησίως, και δεν περιλαμβάνει κανενός είδους προσαυξήσεις ή επιβαρύνσεις (λόγω, π.χ., υπερημερίας – καθυστέρησης, δηλαδή, αποπληρωμής – ή θεσμικών διατάξεων).

Πραγματικό επιτόκιο είναι η διαφορά μεταξύ ονομαστικού επιτοκίου και πληθωρισμού. Αν το i είναι το ονομαστικό επιτόκιο, το r είναι το πραγματικό επιτόκιο και π είναι ο ρυθμός πληθωρισμού, τότε η σχέση μεταξύ αυτών των τριών μεταβλητών είναι: $r = i - \pi$.

Αυτό μας δείχνει ότι ονομαστικό επιτόκιο και ο πληθωρισμός είναι αλληλένδετα, δηλαδή μια αύξηση 1% του ρυθμού πληθωρισμού, προκαλεί αύξηση 1% του ονομαστικού επιτοκίου.

5.6. Επίδραση Πληθωρισμού σε προβλεψιμότητα μετοχών

Το επιτόκιο είναι μια σημαντική μακροοικονομική μεταβλητή στην οικονομική ανάπτυξη. Όταν υπάρχει αύξηση των επιτοκίων οι άνθρωποι προτιμούν να επενδύουν στις τράπεζες παρά στο χρηματιστήριο, με άμεσο αποτέλεσμα την αύξηση των τιμών των μετοχών και την απόδοση αυτών. Αντίθετα, τα υψηλότερα επιτόκια ενδέχεται να επηρεάσουν το χρηματιστήριο αρνητικά. Υπάρχει δηλαδή μια αρνητική σχέση μεταξύ επιτοκίων και απόδοσης των μετοχικών τιμών. Ως εκ τούτου, ανάλογα με τον πληθωρισμό που επικρατεί σε μια οικονομία, είναι δυνατή η πρόβλεψη της πορείας της απόδοσης των μετοχών.

5.7 Εμπειρική Διερεύνηση για Επίδραση Πληθωρισμού σε προβλεψιμότητα μετοχών

Σύμφωνα με τον Fisher²³ (1930), το πραγματικό επιτόκιο ισούται με τη διαφορά μεταξύ του ονομαστικού επιτοκίου και του προσδοκώμενου πληθωρισμού. Επομένως, μια μεταβολή στα ρυθμό του πληθωρισμού, εξ' αιτίας μιας μεταβολής στην ποσότητα, χρήματος, αντανακλάται ένα-προς-ένα στο ονομαστικό επιτόκιο, ενώ το πραγματικό επιτόκιο παραμένει ανεπηρέαστο.

Η σπουδαιότητα της υπόθεσης του Fisher έγκειται στο γεγονός ότι, υπό κάποιες συνθήκες ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να αντισταθμίσει τον κίνδυνο απέναντι στο ρυθμό μεταβολής του πληθωρισμού. Επομένως, έχει τη δυνατότητα να προσφέρει «προστασία» απέναντι στις μεταβολές του πληθωρισμού μειώνοντας ή εξαλείφοντας την πιθανότητα ότι η απόδοση αυτού του περιουσιακού στοιχείου να πέσει κάτω από ένα συγκεκριμένο όριο.

Η μετέπειτα διεθνής βιβλιογραφία μετέφερε αυτήν τη σχέση στις αποδόσεις των μετοχών, αναδιατυπώνοντας την ως εξής: το ονομαστικό επιτόκιο (nominal interest rate) μπορεί να εκφραστεί ως άθροισμα της αναμενόμενης απόδοσης ενός περιουσιακού στοιχείου (expected real return) και του αναμενόμενου ρυθμού μεταβολής του πληθωρισμού (expected inflation rate).

Σύμφωνα με τον Bodie²⁴ (1976), οι μετοχές αντιπροσωπεύουν ιδιοκτησία φυσικού κεφαλαίου, των οποίων η πραγματική αξία θεωρείται ότι είναι ανεξάρτητη από το ρυθμό μεταβολής του πληθωρισμού. Η ανεξαρτησία μεταξύ μιας μετοχής και του πληθωρισμού, σημαίνει ότι, μια μεταβολή στο ύψος του πληθωρισμού θα πρέπει να συνοδεύεται από μια, ίσης επίδρασης, αντίστροφη μεταβολή στην ονομαστική απόδοση της μετοχής, *ceteris paribus*. Επομένως, ο Bodie διατύπωσε ότι η αποτελεσματικότητα των μετοχών ως αντιστάθμισμα κινδύνου απέναντι στο πληθωρισμό, έγκειται στη δυνατότητα τους να μειώσουν τον κίνδυνο που αντιμετωπίζει ο επενδυτής, κίνδυνος ο οποίος προέρχεται από την αβεβαιότητα των μελλοντικών τιμών των καταναλωτικών αγαθών.

²³ Fisher, I., *The Theory of Interest*, Εκδόσεις The Macmillan Co., New York, 1930

²⁴ Bodie, Z., 1976. Common stocks as a hedge against inflation. *Journal of Finance* 31, 459-470.

Έπειτα, ο Nelson²⁵ (1976) αναδιατυπώνοντας την υπόθεση Fisher, συμπεραίνει ότι για να είναι ορθή πρέπει οι αποδόσεις ενός χαρτοφυλακίου από μετοχές να είναι ασυσχέτιστες με τον αναμενόμενο ρυθμό του πληθωρισμού, έτσι ώστε οι επενδυτές να «ανταμείβονται» από τις μεταβολές της αγοραστικής τους δύναμης,

Συμπερασματικά, αντιλαμβανόμαστε ότι ο Fisher διατυπώνοντας την ανωτέρω υπόθεση υποστηρίζει ότι ο πραγματικός και νομισματικός τομέας της οικονομίας είναι επαρκώς ανεξάρτητοι, επομένως, υπέθεσε ότι η αναμενόμενη απόδοση των περιουσιακών στοιχείων καθορίζεται από πραγματικούς παράγοντες όπως, η παραγωγικότητα του κεφαλαίου, οι προτιμήσεις των επενδυτών στο χρόνο και η διάθεση των ατόμων για ρίσκο. Εμπειρικά, η τελευταία πρόταση συνεπάγεται ότι μεταξύ του πληθωρισμού και των αποδόσεων των περιουσιακών στοιχείων θα προκύπτει θετική συσχέτιση σε γραμμικό επίπεδο.

Από την άλλη πλευρά, οι Boyd, Levine και Smith²⁶ (2001) εξετάζουν σε μη-γραμμικό επίπεδο τη σχέση χρηματιστηριακών και μακροοικονομικών μεταβλητών. Τα συμπεράσματα των μη-γραμμικών παλινδρομήσεων δείχνουν ότι:

- α) στις χώρες με χαμηλό επίπεδο πληθωρισμού, μια αύξηση στο ρυθμό του οδηγεί σε μειωμένες ονομαστικές αποδόσεις,
- β) στις χώρες με υψηλό επίπεδο πληθωρισμού, οι ονομαστικές αποδόσεις κινούνται παράλληλα με το ρυθμό του πληθωρισμού,
- γ) σε χώρες με μέσο επίπεδο πληθωρισμού μια αύξηση στο ρυθμό του οδηγεί σε οριακή μεταβολή της επίδοσης του χρηματοπιστωτικού τομέα η οποία σταδιακά εξαφανίζεται
- δ) υπάρχει συγκεκριμένο όριο του ετήσιου ρυθμού του πληθωρισμού (15%) το οποίο καθορίζει την πορεία του χρηματοπιστωτικού τομέα καθώς και τη μακροχρόνια οικονομική δραστηριότητα.

Την ίδια προσέγγιση ακολουθεί και ο Barnes²⁷ (1999), ο οποίος διαπιστώνει ότι υπάρχει απόρριψη της υπόθεσης της γραμμικής σχέσης μεταξύ πληθωρισμού και

²⁵ Nelson, C.R, Recursive structure in US income, prices and output, *Journal of Political Economy*, 1976, Vol. 87, pp. 1307 – 1327.

²⁶ Boyd, John H., Levine, Ross, and Smith, Bruce D., The impact of inflation on financial market performance. *Journal of Monetary Economics*, 2001, vol. 47, pp. 221–248.

αποδόσεων των μετοχών και επιβεβαίωση της ύπαρξης κατωφλιού του πληθωρισμού το οποίο είναι καθοριστικό της σχέσης των δύο μεταβλητών. Τα εμπειρικά αποτελέσματα του Barnes οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η σχέση των δύο μεταβλητών επηρεάζεται ουσιαστικά από τις πληθωριστικές περιόδους. Για τις χώρες υψηλού πληθωρισμού, παρατηρείται θετική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών επομένως, οι δείκτες των μετοχών λειτουργούν αντισταθμιστικά απέναντι στις μεταβολές του πληθωρισμού δείχνοντας τάση από μέρους των επενδυτών να αποζημιωθούν από τις κινήσεις του πληθωρισμού. Για τις χώρες χαμηλού πληθωρισμού, εντοπίζεται αρνητική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών.

Ο Morelli²⁸ (2001) σε μια διερεύνηση της σχέσης μεταξύ της υποθετικής μεταβλητότητας για το χρηματιστήριο της Μεγάλης Βρετανίας και ενός αριθμού μακροοικονομικών μεταβλητών, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει μια σημαντική σχέση μεταξύ της χρηματιστηριακής μεταβλητότητας και της ικανότητας της μικροοικονομικής μεταβλητότητας να προβλέπει τη χρηματιστηριακή μεταβλητότητα. Μεταξύ των εξεταζομένων μεταβλητών ήταν η προσφορά χρήματος, πληθωρισμός και οι όροι συναλλάγματος.

Τέλος, στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξαν και οι έρευνες των Pearce²⁹ (1982), Day³⁰ (1984) και Summers³¹ (1983)

²⁷ Barnes, M.L., "Inflation and returns revisited: a TAR approach", *Journal of Multinational Financial Management*, 1999, vol. 9, no. 3-4, pp. 233-245.

²⁸ Morelli, D., The relationship between conditional market volatility and conditional macroeconomic volatility: Empirical evidence based on UK data, *International Review of Financial Analysis*, 2001, Vol. 1, pp. 1 – 10.

²⁹ Pearce, D.K. The impact of inflation on stock prices, federal reserve, Bank of Kansas, *Economic Review*, 1982, pp. 3 – 19.

³⁰ Day, T.E., Real stock returns and inflation, *The Journal of Finance*, 1984, pp. 493 - 502.

³¹ Summers, L.H., The nonadjustment of nominal interest rates; A study of the fisher effect, in J. Tobin, ed.: *Macroeconomics, Prices, and Quantities*, Brookings Institution, Washington, 1983,DC. 201 – 224.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ- ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ



6.1 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Με τον όρο Νομισματική πολιτική εννοούμε το σύνολο των μέτρων που λαμβάνει το κράτος και επηρεάζει τη ποσότητα του Χρήματος που κυκλοφορεί στην Αγορά.

Κύριος φορέας άσκησης της Νομισματικής πολιτικής σε κάθε χώρα είναι η Κεντρική Τράπεζα (Εκδοτική Τράπεζα), ενώ στην Ευρωπαϊκή Ένωση και ειδικότερα στην «ζώνη του ευρώ» είναι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ). Τα κυριότερα μέτρα της Νομισματικής Πολιτικής είναι τα εξής:

- Η πολιτική του προεξοφλητικού επιτοκίου
- Η πολιτική του ποσοστού ρευστών διαθεσίμων
- Η πολιτική της Ανοικτής Αγοράς

6.1.1 Η πολιτική του προεξοφλητικού επιτοκίου

Είναι ένα επιτόκιο που ορίζεται από τη Κεντρική τράπεζα, με το οποίο οι εμπορικές τράπεζες μπορούν να δανειστούν χρήματα από αυτήν. Οι εμπορικές τράπεζες δανείζονται από την Κεντρική Τράπεζα αναπροεξοφλώντας γραμμάτια και συναλλαγματικές, που έχουν προηγουμένως εξοφλήσει οι πελάτες τους.

Όσο υψηλότερο (χαμηλότερο) είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο, τόσο υψηλότερο (χαμηλότερο) είναι το κόστος του χρήματος για τις τράπεζες και συνεπώς μειώνεται (αυξάνεται) η ρευστότητά τους καθώς και η ποσότητα χρήματος.

6.1.2 Η πολιτική του ποσοστού ρευστών διαθεσίμων

Καλείται το ελάχιστο ποσοστό ρευστότητας ή ποσοστό υποχρεωτικών διαθεσίμων που οι εμπορικές τράπεζες είναι υποχρεωμένες να κρατούν σε ποσοστά ή καταθέσεις.

Αύξηση του ποσοστού διακράτησης διαθεσίμων μειώνει τον πολλαπλασιαστή καταθέσεων και συνεπώς την προσφορά χρήματος στην οικονομία. Αντίθετα, μία μείωση του ποσοστού διακράτησης διαθεσίμων αυξάνει τη δανειοδοτική ικανότητα των εμπορικών τραπεζών και επομένως την προσφορά χρήματος στην οικονομία.

6.1.3 Η πολιτική της Ανοικτής Αγοράς

Η πολιτική της Ανοικτής Αγοράς ασκείται από τη Κεντρική Τράπεζα, με την αγορά ή τη πώληση κρατικών ομολογιών ή άλλων χρεογράφων στην ελεύθερη αγορά (χρηματιστήριο), με σκοπό τη μείωση ή την αύξηση της προσφοράς χρήματος.

Όταν η Κεντρική Τράπεζα αγοράζει κρατικές ομολογίες από το κοινό τότε δίνει χρήμα και παίρνει ομολογίες ως αντάλλαγμα με αποτέλεσμα να αυξάνεται η προσφορά χρήματος. Αντίθετα, όταν η Κεντρική Τράπεζα πουλάει κρατικές ομολογίες στο κοινό, δηλαδή δίνει ομολογίες και παίρνει χρήμα ως αντάλλαγμα, τότε μειώνει την προσφορά χρήματος.

6.2 ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

6.2.1 Η επίδραση της πολιτικής του προεξοφλητικού επιτοκίου στην απόδοση των μετοχών

Η επίδραση των μεταβολών στην πολιτική του προεξοφλητικού επιτοκίου είναι όμοια με την επίδραση των επιτοκίων που περιγράφηκε στην ενότητα του πληθωρισμού. Η μείωση του προεξοφλητικού επιτοκίου οδηγεί σε αύξηση της νομισματικής ρευστότητας, η οποία ωθεί στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων και της οικονομίας γενικότερα. Αυτή η ανάπτυξη των επιχειρήσεων, αλλά και η αύξηση της ρευστότητας (ύπαρξης χρήματος στην αγορά) έχει σαν άμεσο αποτέλεσμα την άνοδο των τιμών στο χρηματιστήριο και της αποδοτικότητας των μετοχών γενικότερα.

Με απλά λόγια, αυτό σημαίνει ότι μια μείωση του προεξοφλητικού επιτοκίου σημαίνει ότι προβλέπεται άνοδο των τιμών των μετοχών. Τα αντίθετα αποτελέσματα θα συμβούν στην περίπτωση ανόδου του προεξοφλητικού επιτοκίου.

Στο σημείο αυτό, βέβαια, θα πρέπει να τονιστεί ότι το χρηματιστήριο, συνήθως αντανακλά τις προσδοκίες των επενδυτών για το μέλλον. Έτσι, η είδηση ή η υπόνοια ότι μια Κεντρική Τράπεζα προσανατολίζεται σε μεταβολή του προεξοφλητικού επιτοκίου, θα «προεξοφληθεί» στο χρηματιστήριο, δηλαδή οι επιδράσεις που περιγράφηκαν παραπάνω θα συμβούν ίσως και πριν πραγματοποιηθεί η σχετική μεταβολή.

6.2.2. Η επίδραση της πολιτικής του ποσοστού ρευστών διαθεσίμων στην απόδοση των μετοχών

Η μεταβολή των ρευστών διαθεσίμων που οι εμπορικές τράπεζες είναι υποχρεωμένες να κρατούν σε ποσοστά ή καταθέσεις, επηρεάζουν το ύψος ρευστότητας χρήματος που κυκλοφορεί στην αγορά. Μια αυστηρή σφικτή πολιτική υψηλών ρευστών διαθεσίμων μειώνουν τον όγκο χρήματος που κυκλοφορεί στην αγορά, με αποτέλεσμα την πτώση της ανάπτυξης και της επένδυσης σε επιχειρήσεις και χρηματιστήριο. Ως εκ τούτου θα σημειωθεί και παράλληλη πτώση των τιμών και της απόδοσης των μετοχών.

Αντίθετα, μια χαλαρότερη πολιτική στο ποσοστό των ρευστών διαθεσίμων που οι εμπορικές τράπεζες είναι υποχρεωμένες να κρατούν, θα οδηγήσει σε αύξηση της κυκλοφορίας χρήματος και σε παράλληλη ανάπτυξη και άνθηση του χρηματιστηρίου και της απόδοσης των μετοχών..

6.2.3. Η επίδραση της πολιτικής της Ανοικτής Αγοράς στην απόδοση των μετοχών

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, όταν η Κεντρική Τράπεζα αγοράζει κρατικές ομολογίες από το κοινό τότε δίνει χρήμα και παίρνει ομολογίες ως αντάλλαγμα με αποτέλεσμα να αυξάνεται η προσφορά χρήματος. Η αυξημένη προσφορά χρήματος όμως οδηγεί σε ανάπτυξη και αύξηση των αποδόσεων των μετοχών.

Αντίθετα, όταν η Κεντρική Τράπεζα πουλάει κρατικές ομολογίες στο κοινό, δηλαδή δίνει ομολογίες και παίρνει χρήμα ως αντάλλαγμα, τότε μειώνει την προσφορά χρήματος και συντελεί στην πτώση των τιμών των μετοχών και των αποδόσεων παράλληλα.

6.3 Εμπειρική Διερεύνηση για Επίδραση της Νομισματικής Πολιτικής στην προβλεψιμότητα μετοχών

Η έρευνα των Gjerde και Sættem³² (1999) σχετικά με την επίδραση των επιτοκίων στο χρηματιστήριο κατέληξε ότι οι πραγματικές αποδόσεις των μετοχών είναι αρνητικά σχετισμένες με τα πραγματικά επιτόκια, ώστε η νομισματική πολιτική που ακολουθείτε στα επιτόκια να ευθύνονται για σημαντικό τμήμα της αρνητικής συσχέτισης τους με την απόδοση των μετοχών.

Στην αντίστοιχη έρευνα των Nasseh και Strauss³³ (2000) συμφώνησαν ότι τα μακροπρόθεσμα επιτόκια επηρεάζουν αρνητικά τις τιμές των μετοχών, ενώ αντίθετα τα βραχυπρόθεσμα είναι θετικά σχετισμένα με τις τιμές των μετοχών.

Οι Ansotegui και Esteban³⁴ (2002) διεξήγαγαν μια μελέτη στο χρηματιστήριο της Ισπανίας και διαπίστωσαν ότι ο δείκτης τιμών του χρηματιστηρίου έχει αρνητική σχέση με τα επιτόκια, ήτοι μια άνοδος των επιτοκίων οδηγεί σε αύξηση του δείκτη του χρηματιστηρίου και άρα σε άνοδο των αποδόσεων των μετοχών και αντίστροφα.

Τέλος οι Landi και Saracoglu³⁵ (1983) Gelb³⁶ (1989) και Pill³⁷ (1997) σε αντίστοιχες έρευνες κατέληξαν και αυτοί στην ύπαρξη θετικής συσχέτισης μεταξύ επιτοκίων και οικονομικής ανάπτυξης και τιμών του χρηματιστηρίου.

³² Gjerde, and F. Sættem, Causal relations among returns and macroeconomic variables in a small, open economy. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 1999, Vol. 9, pp 61 – 74.

³³ Nasseh, A. and J. Strauss, Stock prices and domestic and international macroeconomic activity: A cointegration approach, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2000, Vol. 40, pp. 229 – 245.

³⁴ Ansotegui, C. and Esteban, M.V., Cointegration for market forecast in the Spanish stock market, *Applied Economics*, 2002, Vol. 34, pp. 843 – 857.

³⁵ Landi, A and R. Saracoglu, *Interest rate policies in developing countries*, International Monetary Fund Occasional, 1983, Paper No 22.

³⁶ Gelb, A.H. Financial policies, growth and efficiency, World Bank Working Paper, 1989, No.WPS 202.

³⁷ Pill, H. Real interest rate and growth: Improving on some deflating experience, *Journal of Development Studies*, Vol. 43(1), 1997, pp. 85 – 111.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ



Η παρούσα διπλωματική εργασία ξεκίνησε με σκοπό να προσεγγίσει τις διακυμάνσεις στην αποδοτικότητα των μετοχών του χρηματιστηρίου σε σχέση με τις μεταβολές σε διάφορους μακροοικονομικούς παράγοντες. Συνοψίζοντας, κατόπιν της ανάλυσης της επίδρασης καθενός ξεχωριστά παράγοντα στην πορεία των κερδών της τιμής μια μετοχής μιας εταιρίας καταλήξαμε στα συμπεράσματα του ακόλουθου πίνακα:

ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑΣ	ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΗΣ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑ ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ
ΑΝΕΡΓΙΑ	ΑΡΝΗΤΙΚΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ
ΚΑΤΑΝΑΛΩΣΗ	ΘΕΤΙΚΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	ΘΕΤΙΚΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ
ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ	ΘΕΤΙΚΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ
ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΙΣΟΖΥΓΙΟ	ΘΕΤΙΚΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ*
ΠΑΡΑΓΩΓΙΚΟΤΗΤΑ	ΘΕΤΙΚΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ
ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ	ΑΡΝΗΤΙΚΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ
ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ	ΑΡΝΗΤΙΚΗ ΕΠΙΔΡΑΣΗ
*Ακόμα όμως και ένα ελλειμματικό ισοζύγιο θα μπορούσε να έχει θετική επίδραση στην περίπτωση που οφείλεται σε εισαγωγές για επενδυτικούς σκοπούς	

Βέβαια, αυτό που θα πρέπει να τονιστεί ιδιαίτερα είναι ότι η παρούσα εργασία προσπάθησε να προσεγγίσει μια ομάδα παραγόντων που επιδρούν στην πορεία των μετοχών και των χρηματιστηριακών δεικτών. Στην πραγματικότητα εκτός από τους μακροοικονομικούς παράγοντες που επιδρούν πάνω στην οικονομία και το επιχειρηματικό περιβάλλον υπάρχουν και άλλοι παράγοντες και μεταβλητές, είτε εσωτερικά είτε εξωτερικά από μια επιχείρηση που επηρεάζουν και καθορίζουν την πορεία της μετοχής της. Επιπρόσθετα, πρέπει να γίνει σαφές ότι τις περισσότερες φορές το χρηματιστήριο αντανακλά την προσδοκία των επενδυτών για το μέλλον των εταιριών, προεξοφλώντας την μελλοντική τους πορεία στο παρόν. Με άλλα λόγια η ανοδική ή πτωτική πορεία των μετοχών προδιαγράφουν την δυναμικότητα μιας εταιρίας ή ενός κλάδου ή μιας χώρας στο μέλλον. Επομένως, μελλοντικές μεταβολές

σε διάφορους μακροοικονομικούς παράγοντες, είναι πιθανόν να έχουν πρωτύτερα επιδράσει σε ένα χρηματιστήριο, εφόσον ήταν δυνατόν να προβλεφθούν από τους επενδυτές σύντομα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

A) Ξένες πηγές

1. Chen, N. F. Roll, R. και Ross, S., Economic forces and the stock market. *Journal of Business*, 1986. Vol. 59, pp.383-395.
2. Barro, R. και Lee J.W., "Sources of Economic Growth," Carnegie Conference Series on Public Policy, 1994, vol. 40, pp 1-46.
3. Levine, Ross και Renelt, D., A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions, *The American Economic Review*, 1992, Vol. 82, No. 4, pp. 942-963
4. Bradford D. και Summers L., Equipment Investment and Economic Growth, *Quarterly Journal of Economics*, 1991, vol. 106, pp. 445-502
5. Aschauer, D. A., Is public expenditure productive?, *Journal of Monetary Economics*, 1989, vol. 23, 177-200
6. Easterly, W. και Rebelo, S., Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical Investigation, National Bureau of Economic Research, 1993, Working Paper No. 4499
7. Barro, R., Closed and Open Economy Models of Business Cycles with Marked Up and Sticky Prices, NBER, 2001, Working Paper No. 8043
8. Asprem, M., Stock prices, asset portfolios and macroeconomic variables in European countries, *Journal of Banking and Finance*, 1987, vol. 13, 589-612.
9. Roley, V. Vance και Schall, Lawrence D., Federal deficits and the stock market, *Economic Review*, issue Apr, 1988, pages 17-27.
10. Barro, R. and Lee, J.W., "Sources of Economic Growth," Carnegie Conference Series on Public Policy, 1994, vol. 40, pp 1-46.
11. Lee, B.S., Causal relations among returns, interest rates, real activity, and inflation. *The Journal of Finance*, 1992, Vol 47, pp.1591 - 1603.
12. Domian, D.L. and Louton, D.A., A threshold autoregressive analysis of stock returns and real economic activity. *International Review of Economics and Finance*, 1997, vol. 62, pp. 167-179
13. Campbell, J.Y. and Ammer, J., What moves the stock and bond market? A variance decomposition for long-term asset returns. *The Journal of Finance*, 1993, Vol.1, pp. 3 – 37.

14. Fama, E.F., Forward and spot exchange rates, *Journal of Monetary Economics*, 1984, Vol. 14, pp. 319 – 338.
15. James, C. Koresha, S. and Patch M., A VAR analysis of the causal relations among stock returns, real output, and nominal interest rates, *Journal of Finance*, 1985, Vol. 40, pp. 1375 – 1384.
16. Cheung, Y.W and Lai, K.S., Macroeconomic determinants of long-term stock market comovements among major EMS countries, *Applied Financial Economics*, 1999, Vol. 9, pp. 73 – 85.
17. Ansotegui, C. and M.V. Esteban, Cointegration for market forecast in the Spanish stock market, *Applied Economics*, 2002, Vol. 34, pp. 843 – 857.
18. Morelli, D., The relationship between conditional market volatility and conditional macroeconomic volatility: Empirical evidence based on UK data, *International Review of Financial Analysis*, 2001, Vol. 1, pp. 1 – 10.
19. Pearce, D.K. The impact of inflation on stock prices, federal reserve, Bank of Kansas, *Economic Review*, 1982, pp. 3 – 19.
20. Day, T.E., Real stock returns and inflation, *The Journal of Finance*, 1984, pp. 493 - 502.
21. Summers, L.H., The nonadjustment of nominal interest rates; A study of the fisher effect, in J. Tobin, ed.: *Macroeconomics, Prices, and Quantities*, Brookings Institution, Washington, 1983,DC. 201 – 224.
22. Gjerde, and F. Sættem, Causal relations among returns and macroeconomic variables in a small, open economy. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 1999, Vol. 9, pp 61 – 74.
23. Nasseh, A. and J. Strauss, Stock prices and domestic and international macroeconomic activity: A cointegration approach, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2000, Vol. 40, pp. 229 – 245.
24. Ansotegui, C. and Esteban, M.V., Cointegration for market forecast in the Spanish stock market, *Applied Economics*, 2002, Vol. 34, pp. 843 – 857.
25. Landi, A and R. Saracoglu, Interest rate policies in developing countries, *International Monetary Fund Occasional*, 1983, Paper No 22.
26. Gelb, A.H. Financial policies, growth and efficiency, *World Bank Working Paper*, 1989, No.WPS 202.
27. Pill, H. Real interest rate and growth: Improving on some deflating experience, *Journal of Development Studies*, Vol. 43(1), 1997, pp. 85 – 111.

28. Barnes, M.L., "Inflation and returns revisited: a TAR approach", *Journal of Multinational Financial Management*, 1999, vol. 9, no. 3-4, pp. 233-245.
29. Nelson, C.R, Recursive structure in US income, prices and output, *Journal of Political Economy*, 1976, Vol. 87, pp. 1307 – 1327.
30. Boyd, John H., Levine, Ross, and Smith, Bruce D., The impact of inflation on financial market performance. *Journal of Monetary Economics*, 2001, vol. 47, pp. 221–248.
31. Fisher, I., *The Theory of Interest*, Εκδόσεις The Macmillan Co., New York, 1930
32. Bodie, Z., 1976. Common stocks as a hedge against inflation. *Journal of Finance* 31, 459-470.

B) Ελληνικές πηγές

1. Eurobank EFG, Research Economist, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων, *Οι επιπτώσεις της πρόσφατης διόρθωσης του χρηματιστηρίου στην οικονομική δραστηριότητα*, 2006.

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

1. www.wikipedia.com
2. <http://www.imerisia.gr>
3. <http://www.reporter.gr>