

ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

*«Η εταιρική διακυβέρνηση στις εισηγμένες εταιρίες στο ΧΑΑ από το
1997 έως το 2003»*

ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΕΣ : ΕΜΜΑΝΟΥΕΛΑ ΚΑΜΠΟΥΡΑΚΗ Α.Μ. 9674

ΟΛΓΑ ΕΥΣΤΑΘΙΑ ΒΑΛΑΡΗ Α.Μ. 8220

ΕΠΟΠΤΗΣ : Κ. ΕΥΑΓΓΕΛΟΣ ΤΣΟΥΚΑΤΟΣ

Ηράκλειο , Μάρτιος 2016

Περιεχόμενα

ΠΡΟΛΟΓΟΣ	3
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	3
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	4
2. ΕΚΘΕΣΗ 1997.....	6
3. ΕΚΘΕΣΗ 1998.....	17
4. ΕΚΘΕΣΗ 1999.....	28
5. ΕΚΘΕΣΗ 2000.....	39
6. ΕΚΘΕΣΗ 2001.....	50
7. Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΤΟ 2003	60
8. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΛΑΔΩΝ.....	64
8.1 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	64
8.2 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ	67
8.3 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΩΝ.....	70
9. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	75
9.1 Χρηματοοικονομική ανάλυση.....	75
9.2 Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις	75
9.3 Είδη ανάλυσης	77
9.4 Σύθεση κλάδων	82
9.5 Αριθμοδείκτες ρευστότητας	83
9.6 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας.....	87
9.7 Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας.....	91
9.8 Αριθμοδείκτες χρηματοοικονομικής διάρθρωσης και βιωσιμότητας	96
10. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	102
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	103

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα πτυχιακή εργασία με τίτλο «**η εταιρική διακυβέρνηση στις εισηγμένες εταιρίες στο ΧΑΑ από το 1997 έως το 2003**» εκπονήθηκε για το ΤΕΙ ΚΡΗΤΗΣ ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ με την επίβλεψη του καθηγητή κύριου Ευάγγελου Τσουκάτου, τη συμμετοχή του ΧΑΑ και τη δική μας προσωπική εργασία.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Από αυτή τη θέση θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε τον επιβλέποντα καθηγητή μας κύριο Ευάγγελο Τσουκάτο που μας έδωσε την ευκαιρία να ασχοληθούμε με ένα τόσο ενδιαφέρον θέμα και για την εμπιστοσύνη που μας έδειξε. Θα θέλαμε επίσης να ευχαριστήσουμε τους δικούς μας ανθρώπους για την πολύτιμη βοήθεια τους αλλά φυσικά και για την υποστήριξή τους σε όλη τη διάρκεια της φοιτητικής μας πορείας.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το ΑΕΠ το 2003 συνέχισε να αυξάνεται με ταχύ ρυθμό, ακολουθώντας τις τάσεις των προηγούμενων ετών. Η άνοδος τροφοδοτήθηκε αποκλειστικά από την εγχώρια ζήτηση, η συμβολή της οποίας υπολογίζεται γύρω στο 4%, ενώ αρνητική ήταν η επίπτωση του εξωτερικού ισοζυγίου. Στην εγχώρια ζήτηση σημαντική άνοδο φαίνεται ότι παρουσίασαν τόσο η κατανάλωση όσο και οι επενδύσεις.

Η πρώτη αυξήθηκε με ρυθμό που προσεγγίζει το 3,6%. Η διατήρηση υψηλών ρυθμών βελτίωσης της ιδιωτικής κατανάλωσης τα 3 τελευταία χρόνια συνέβαλε ουσιαστικά στη διαμόρφωση υψηλών ρυθμών ανόδου του ΑΕΠ και οφείλεται κυρίως στη μείωση των επιτοκίων που επέτρεψε τη διεύρυνση της καταναλωτικής πίστης. Θετικό ρόλο είχε εξάλλου και η βελτίωση του διαθέσιμου εισοδήματος, που προήλθε από την άνοδο των πραγματικών εισοδημάτων και κάποιες φορολογικές ελαφρύνσεις.

Ο καθοριστικός παράγων όμως για την άνοδο του ΑΕΠ το 2003 ήταν η μεγάλη αύξηση των επενδύσεων, η οποία συνδέεται, κατά κύριο λόγο, με τους Ολυμπιακούς Αγώνες. Σημαντική υπήρξε η άνοδος τόσο στις επενδύσεις σε εξοπλισμό όσο και στις κατασκευές. Ειδικότερα, σύμφωνα με εκτιμήσεις που περιλαμβάνονται στην Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής (Μάρτιος 2004) της Τράπεζας της Ελλάδος, το 2003 οι επενδύσεις στον κατασκευαστικό τομέα, πλην κατοικιών, αυξήθηκαν με ρυθμό 16,6%, σημαντικά ταχύτερα απ' ό τι τον προηγούμενο χρόνο. Αξίζει να σημειωθεί ότι το χρόνο αυτό συνολικά στην Ευρωζώνη οι επενδύσεις στις κατασκευές μειώθηκαν κατά 0,4%.

Συμπερασματικά, είναι φανερό ότι ο δυναμισμός της ελληνικής οικονομίας το 2003 συνδεόταν και επηρεαζόταν καθοριστικά από την πορεία της προετοιμασίας των Ολυμπιακών Αγώνων με την ευρύτερη έννοια, με το σύνολο δηλαδή των έργων που βρίσκονταν σε εξέλιξη, αφενός και τις δευτερογενείς επιπτώσεις της στο σύνολο της οικονομίας αφετέρου.

Στο πλαίσιο αυτό, οι διάφοροι κλάδοι της ελληνικής οικονομίας ακολουθούσαν ανάλογη πορεία, άλλος λιγότερο και άλλος περισσότερο δυναμικά. Στην παρούσα εργασία, θα παρουσιάσουμε τη χρηματοοικονομική κατάσταση

τριών κλάδων που ο καθένας είχε συγκεκριμένη σημασία για την ελληνική οικονομία του 2003. Αρχικά ο κλάδος των κατασκευών που εν όψει των Ολυμπιακών Αγώνων ήταν εκ των πιο αναπτυσσόμενων, παράλληλα με τον κλάδο των ξενοδοχείων που ετοιμαζόταν για την υποδοχή χιλιάδων επισκεπτών. Πέρα από το γεγονός των Ολυμπιακών Αγώνων, υπήρχε και ο κλάδος των ιχθυοκαλλιεργειών που την εποχή εκείνη ήταν από τους κορυφαίους παγκοσμίους σε ορισμένα είδη και θα είναι ο τρίτος κλάδος που θα αναλυθεί.

Η υπόλοιπη εργασία διαρθρώνεται ως εξής: αρχικά στα κεφάλαια 2, 3, 4, 5 και 6 λαμβάνουν χώρα, συνοπτικά, οι εκθέσεις κεφαλαιαγοράς από το 1997 έως και το 2001, έτσι ώστε να κατανοήσουμε τον τρόπο λειτουργίας της οικονομίας τα προηγούμενα έτη. Στο κεφάλαιο 7 θα δοθεί μια συνοπτική εικόνα της ελληνικής οικονομίας το 2003 και στο κεφάλαιο 8 θα παρουσιαστεί η γενική εικόνα των τριών κλάδων που θα αναλύσουμε. Στο κεφάλαιο 9 θα γίνει η χρηματοοικονομική τους ανάλυση και τέλος, στο κεφάλαιο 10 θα συνοψιστούν τα βασικά συμπεράσματα.

2. ΕΚΘΕΣΗ 1997

Γενική επισκόπηση

Το 1997 μπορεί να χαρακτηρισθεί ως έτος μεγάλης ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα. Το Ελληνικό χρηματιστήριο επέτυχε τις καλύτερες επιδόσεις της δεκαετίας. Τα αμοιβαία κεφάλαια σημείωσαν την σοβαρότερη αύξηση ενεργητικού στην ιστορία τους. Η άντληση κεφαλαίων από το χρηματιστήριο ξεπέρασε σε μεγέθη κάθε προηγούμενο. Η κεφαλαιαγορά εγγράφηκε ως μια σοβαρή και αξιόπιστη εναλλακτική ευκαιρία στις επιλογές των Ελλήνων αλλά και των ξένων αποταμιευτών.

Το έργο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κατά το 1997 οργανώθηκε και προχώρησε με προτεραιότητα σε τρεις άξονες. Ο πρώτος ήταν η στελέχωση της ίδιας της Επιτροπής. Η μεγάλη ανάγκη για απόκτηση αξιόλογου επιστημονικού προσωπικού και οργάνωση των υπηρεσιών της Επιτροπής αποτελούσε επείγουσα προτεραιότητα τόσο λόγω των συγκυριών του 1996, όσο και λόγω του ευρύτατου θεσμικού και εποπτικού ρόλου που οι νόμοι τάσσουν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Οι κανόνες και οι εποπτικές επεμβάσεις της Επιτροπής στηρίχθηκαν κατά κύριο λόγο στην εφαρμογή του Ν. 2396/96, με τον οποίο ενσωματώθηκε στο Ελληνικό δίκαιο η κοινοτική οδηγία για τις 'επενδυτικές υπηρεσίες'. Η υλοποίηση των επιταγών αυτού του νόμου είχε ήδη δρομολογηθεί κατά το τελευταίο τρίμηνο του 1996, αλλά η χρηματιστηριακή κρίση του τέλους εκείνου του έτους έδρασε ως καταλύτης για την επιτάχυνση της εφαρμογής του.

Κατά το 1997, τέθηκαν σε εφαρμογή τρεις θεμελιώδεις κανονιστικές ρυθμίσεις:

Ο

κανονισμός επάρκειας κεφαλαίων, ο κώδικας δεοντολογίας των χρηματιστηριακών εταιρειών και των ΕΠΕΥ, και οι κανόνες για την αποτροπή υπόπτων συναλλαγών στο τομέα του ξεπλύματος χρημάτων. Η έμφαση και η προτεραιότητα των κανόνων αυτών αφορά κυρίως στις χρηματιστηριακές εταιρίες, προς τις οποίες κατευθύνθηκαν και πολλοί εποπτικοί έλεγχοι κατά το

1997. Επιπλέον, η Επιτροπή έδωσε μεγάλη έμφαση σε κανόνες για την διασφάλιση του συστήματος συναλλαγών και εκκαθάρισης τίτλων του χρηματιστηρίου από κλυδωνισμούς λόγω περιέλευσης μιας εταιρίας σε αδυναμία πληρωμών. Η δημιουργία του Επικουρικού Κεφαλαίου για την ασφάλιση της εκκαθάρισης των συναλλαγών αποτέλεσε σταθμό για την προστασία του χρηματιστηρίου από τον συστημικό κίνδυνο.

Ο τρίτος άξονας του έργου της Επιτροπής κατά το 1997, ήταν η συμβολή της στην κατάρτιση του χρηματιστηριακού πολυνόμου που ψηφίσθηκε τον Νοέμβριο 1997 (Ν.2533/98) και στην επεξεργασία των αποφάσεων και κανόνων που ο νόμος αυτός αναθέτει στην Επιτροπή. Προωθούνται μεγάλες καινοτομίες: η δημιουργία αγοράς παραγώγων, η ριζική μεταρρύθμιση του Συνεγγυητικού κεφαλαίου για την ασφάλιση των επενδυτικών υπηρεσιών, κανόνες αυξημένης διαφάνειας στις συναλλαγές, η δημιουργία χρηματιστηριακής αγοράς για παραστατικούς τίτλους από γειτονικές χώρες, η μεταρρύθμιση και ανάπτυξη της χρηματιστηριακής αγοράς ομολόγων.

Η ελληνική οικονομία

Η Ελληνική οικονομία, κατά την χρονική περίοδο 1996-7, σημείωσε σημαντική πρόοδο στην αναπτυξιακή της πορεία στο πλαίσιο του προγράμματος σύγκλισης των Ευρωπαϊκών οικονομιών. Η εξέλιξη των μακροοικονομικών μεγεθών δείχνει ότι η οικονομική δραστηριότητα εμφανίζει σταθερή άνοδο, συνοδευόμενη από σταδιακή μείωση των μακροοικονομικών ανισορροπιών.

Το ΑΕΠ χαρακτηρίζεται από σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης και οι επενδύσεις ακολουθούν μια δυναμική τροχιά. Οι πληθωριστικές πιέσεις εξασθενούν σταδιακά αλλά σταθερά ενώ η απασχόληση εμφανίζεται μειωμένη αλλά με τάσεις σταθεροποίησης σε σχετικά υψηλά επίπεδα. Η αυξανόμενη διεθνοποίηση της Ελληνικής οικονομίας είναι πλέον πραγματικότητα με συνέπεια ωστόσο να αυξάνεται τόσο η ανταγωνιστική πίεση πάνω στην εθνική παραγωγή όσο και ένας περιορισμός στα όρια άσκησης της εθνικής νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής. Η διεθνοποίηση της οικονομίας

εκτείνεται και στην κεφαλαιαγορά με σταθερό άξονα την επένδυση ξένων κεφαλαίων σε Ελληνικούς τίτλους.

Το γενικότερο επενδυτικό κλίμα εμφανίζεται ευνοϊκό λόγω της μείωσης του επενδυτικού κινδύνου που, με την σειρά του, οφείλεται στην σταδιακή μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος και στη διατήρηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής. Οι θετικές επιδράσεις του ευνοϊκού επενδυτικού κλίματος δεν είναι δεδομένες αφού εξασθενούν από τις απρόσμενες διακυμάνσεις στο

εξωτερικό περιβάλλον που επιφέρει διακυμάνσεις στην εμπιστοσύνη και τις προτιμήσεις επενδυτών και καταναλωτών.

Η συνεπής εφαρμογή της νομισματικής πολιτικής κατά το 1997 συνέβαλλε στην διεύρυνση των περιθωρίων διαμόρφωσης σχετικά υψηλών κεφαλαιακών αποδόσεων στο πλαίσιο μιας αποτελεσματικής προσπάθειας μείωσης των επιτοκίων. Οι δύο αυτές εξελίξεις κατά το μεγαλύτερο μέρος του 1997 συντέλεσαν αποφασιστικά στην βελτίωση του επενδυτικού κλίματος με θετική απήχησή στις διεθνείς κεφαλαιαγορές που αποδεικνύεται από την αύξηση της εισροής ξένων κεφαλαίων, την εντυπωσιακή ανοδική πορεία των αποδόσεων στο ΧΑΑ και την επιτάχυνση των επενδύσεων. Ωστόσο, από το Νοέμβριο 1997, η δυναμική πορεία των χρηματιστηριακών δραστηριοτήτων παρουσίασε κάμψη σαν αποτέλεσμα κυρίως της σημαντικής ρευστοποίησης τίτλων του δημοσίου και ορισμένων μετοχών από διεθνείς επενδυτές που αντέδρασαν με τον τρόπο αυτόν στην αναταραχή των διεθνών αγορών που είχε αφετηρία στις χώρες της Νοτιοανατολικής Ασίας. Οι τάσεις αυτές αναστρέφονται ήδη μετά την πρόσφατη προσαρμογή της συναλλαγματικής ισοτιμίας της δραχμής.

Ο ρυθμός αύξησης του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος ανήλθε από 1,8% το 1995 σε 2,6% το 1996, ενώ εκτιμάται ότι κατά το 1997 προσεγγίζει το επίπεδο του 3,5%. Την ίδια περίοδο, ο ρυθμός αύξησης της εγχώριας ζήτησης επιταχύνθηκε από 3% σε 3,9%, παρουσιάζοντας μια αύξηση σε σχέση με τον μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η αύξηση αυτή οφείλεται στην άνοδο τόσο των επενδύσεων όσο και των καταναλωτικών δαπανών. Από τις συνολικές επενδύσεις μεγαλύτερη άνοδο σημείωσαν οι δημόσιες επενδύσεις, ο ρυθμός

των οποίων αυξήθηκε κατά 14,9% ενώ ο αντίστοιχος ρυθμός αύξησης των ιδιωτικών επενδύσεων παρουσίασε μικρότερη αλλά δυναμική άνοδο, προσεγγίζοντας το 11%. Οι αυξημένες επενδυτικές δαπάνες προσανατολίσθηκαν κυρίως στην πραγματοποίηση επιχειρηματικών σχεδίων αλλά και στην τόνωση της κατασκευαστικής δραστηριότητας.

Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε το 1996. Διαμορφώθηκε στο ύψος του 7,4% (ως ποσοστό του ΑΕΠ), σαφώς μικρότερο από το 9,2% του 1995. Κατά το 1997 αναμένεται να έχει μειωθεί περισσότερο προσεγγίζοντας το 4,2%. Το πρωτογενές πλεόνασμα έφθασε το 1996 στο 4,1% του ΑΕΠ, από τα μεγαλύτερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ενώ αναμένεται να έχει αυξηθεί στο 5,6% του ΑΕΠ το 1997.

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του πληθωρισμού μειώθηκε από 8,2% το 1996 σε 5,6% το 1997, ενώ τον Δεκέμβριο του 1997 ήταν 4,7%. Τα ονομαστικά επιτόκια, ακολουθώντας την πτωτική πορεία του πληθωρισμού, παρουσίασαν σημαντική πτώση, ενώ τα πραγματικά επιτόκια μειώθηκαν επίσης. Το μέσο επιτόκιο των ετησίων εντόκων γραμματίων, κατά το 1996, ήταν 12,9% από 15,5% το 1995 και 19,0% το 1994. Τα ονομαστικά επιτόκια των εντόκων γραμματίων ακολούθησαν καθοδική πορεία κατά το μεγαλύτερο μέρος του 1997, η οποία αντιστράφηκε προσφάτως εξαιτίας της διεθνούς χρηματιστηριακής αναταραχής, προσεγγίζοντας τον Δεκέμβριο το 11,2%. Τα τραπεζικά επιτόκια καταθέσεων και χορηγήσεων παρουσιάζουν σταθερή μείωση, που οφείλεται στην συστηματική προσπάθεια να τονωθεί η παραγωγική δραστηριότητα και να προσεγγισθούν τα κριτήρια της ονομαστικής σύγκλισης. Η πτωτική πορεία των επιτοκίων αντιστράφηκε προς το τέλος του 1997 λόγω της διεθνούς αναταραχής στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Όπως είναι φυσικό, η αρχική πορεία μείωσης των επιτοκίων άσκησε ευνοϊκή επίδραση στις χρηματιστηριακές τιμές, ενώ η αύξηση τους στα τέλη του 1997 περιόρισε τις κεφαλαιακές αποδόσεις στο χρηματιστήριο.

Η ελληνική αγορά χρήματος και κεφαλαίου

Κατά την διάρκεια του 1997 επιτεύχθηκαν σημαντικοί ρυθμοί αύξησης του ΑΕΠ, καθώς και αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και των επιτοκίων. Οι εξελίξεις αυτές συνέβαλλαν στην αναζωογόνηση των δραστηριοτήτων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι σημαντικές αυξήσεις στις κεφαλαιακές αποδόσεις που πραγματοποιήθηκαν και η διαμόρφωση ενός θετικού κλίματος εμπιστοσύνης από τους επενδυτές είχαν σαν αποτέλεσμα την μαζική εισροή εγχωρίων και αλλοδαπών κεφαλαίων, που συνέτειναν στην επιτάχυνση των εξελίξεων στην κεφαλαιαγορά, καθώς διευρύνθηκαν οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου από τις εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες, ενώ παρατηρήθηκε σημαντική δραστηριότητα στον τομέα των κινητών αξιών.

Η τόνωση της χρηματιστηριακής δραστηριότητας έλαβε χώρα σε συνθήκες ομαλότητας της αγοράς, χαρακτηριζόμενη από την αυξημένη προσέλευση νέων επενδυτών. Πράγματι, η μεταστροφή των προτιμήσεων μεγάλου μέρους των μικροεπενδυτών από κρατικούς τίτλους σταθερού ονομαστικού εισοδήματος σε μετοχικούς τίτλους έγινε με ήρεμο ρυθμό και δεν συνοδεύτηκε κατά κανόνα από φαινόμενα παροξυσμού αγοραπωλησιών, τα οποία τείνουν να δημιουργούν αποσταθεροποιητικά αποτελέσματα για την αγορά.

Κατά το 1997, η Ελληνική κεφαλαιαγορά χαρακτηρίστηκε από μια ριζική προσπάθεια εκσυγχρονισμού του θεσμικού πλαισίου της με στόχο την βελτίωση των όρων λειτουργίας της και την εδραίωση της αξιοπιστίας του χρηματιστηριακού συστήματος. Η ανάπτυξη των διαδικασιών εποπτείας της κεφαλαιαγοράς συνοδεύτηκε από την διαμόρφωση προτεραιοτήτων με στόχο την αύξηση της διαφάνειας των συναλλαγών. Στο πλαίσιο αυτό, προτεραιότητα δόθηκε στην προστασία των χρηματιστηριακών συναλλαγών από συστημικούς κινδύνους, στην ταχεία και διευρυμένη εφαρμογή εξυγιαντικών κανόνων λειτουργίας στις χρηματιστηριακές εταιρείες, στην καταπολέμηση των αδιαφανών παρεμβάσεων, στην διαμόρφωση των χρηματιστηριακών τιμών και, τέλος, στην διεύρυνση της ασφαλιστικής προστασίας των επενδυτών. Οι βελτιώσεις στο θεσμικό και λειτουργικό εποπτικό οικοδόμημα της κεφαλαιαγοράς έπαιξαν και αυτές τον ρόλο τους στην παγίωση του κλίματος

εμπιστοσύνης στο χρηματιστήριο και στην θεαματική ενίσχυση των χρηματιστηριακών επενδύσεων κατά το 1997.

Λόγω της διεθνούς αναταραχής, κατά το τελευταίο τρίμηνο του 1997, η ανοδική πορεία της κεφαλαιαγοράς ανακόπηκε με αποτέλεσμα ο γενικός δείκτης τιμών του ΧΑΑ να εμφανίσει πτώση. Οι δυσμενείς αυτές εξελίξεις δεν ανείρεσαν ωστόσο το γενικό συμπέρασμα ότι το 1997 αποτέλεσε την χρονιά με την μακροβιότερη άνοδο του γενικού δείκτη τιμών στο ΧΑΑ, αποφέροντας στους επενδυτές σημαντικά κέρδη.

Όπως είναι αναμενόμενο, την περίοδο αυτή παρατηρήθηκαν σημαντικές μετακινήσεις κεφαλαίων στην Ελληνική κεφαλαιαγορά. Ο διεθνής χαρακτηρισμός της Ελλάδας ως 'αναδυόμενης' κεφαλαιαγοράς αρχικά συνέβαλε καθοριστικά στην εισροή διεθνών κεφαλαίων, κατά την περίοδο 1996-97, ενώ στην συνέχεια, στο πλαίσιο της πρόσφατης χρηματιστηριακής αναταραχής, επιτάχυνε την αντίστροφη κίνηση προς τις κεφαλαιαγορές των ήδη αναπτυγμένων χωρών. Ωστόσο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι μακροοικονομικές βελτιώσεις στην Ελληνική οικονομία, οι μεγάλες θεσμικές μεταβολές του τελευταίου έτους στην Ελληνική κεφαλαιαγορά, η εφαρμογή καινοτομιών κατά το 1998 και η προοπτική προσχώρησης της χώρας μας στην ΟΝΕ υποστηρίζουν την πεποίθηση ότι η Ελλάδα ήδη μετατάσσεται από την κατηγορία των 'αναδυόμενων' στην κατηγορία των αναπτυγμένων κεφαλαιαγορών.

Οι εξελίξεις στις διεθνείς αγορές

Κατά την περίοδο 1996-97 ο ρυθμός ανάπτυξης στις χώρες της Ε.Ε. επιταχύνθηκε από 1,6% το 1996 σε 2,3% το 1997, ενώ ο πληθωρισμός τους ανασχέθηκε από 2,6% το 1996 σε 2,2% το 1997. Για τις Η.Π.Α και την Ιαπωνία, τα αντίστοιχα μεγέθη μεταβλήθηκαν από 2,4% σε 2,3% και από 3,8% σε 1,8% για το Α.Ε.Π. και από 2,7% σε 2,6% και από 0,3% σε 1,1% για τον πληθωρισμό. Εκτός από την τάση μείωσης του κόστους εργασίας, η οποία συνέβαλε στη βελτίωση της κερδοφορίας, η προσπάθεια για τον περιορισμό των δημοσιονομικών ελλειμμάτων επέφερε μειωμένη πίεση στις αγορές των

κρατικών τίτλων. Επιπροσθέτως, οι συνθήκες συνέτειναν σε αυξήσεις των αξιών των τίτλων, παρά την προσδοκία ανατιμήσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών σε αρκετές χώρες.

Ένα αξιοσημείωτο στοιχείο ανάπτυξης κατά τα πρόσφατα χρόνια υπήρξε η απότομη αύξηση των τιμών των μετοχών και των ομολόγων σε πολλές χώρες. Αν και η μακροπρόθεσμη οικονομική επίπτωση των ωφελειών που επέφερε αυτή η άνοδος των τιμών δεν είναι μετρήσιμη, μία πιθανή επίπτωση θα μπορούσε να είναι η παρατηρούμενη μεταβολή στα επιτόκια και στις μεταβολές αποταμιεύσεων και κατανάλωσης των νοικοκυριών. Τα επιτόκια καταθέσεων μειώθηκαν σημαντικά στην Ιαπωνία, τη Γαλλία, τη Δανία, την Ιρλανδία, την Ολλανδία, την Ιταλία, τον Καναδά, την Αυστρία, τη Σουηδία και την Ελβετία, αλλά όχι στις Η.Π.Α. και τη Βρετανία. Στις χώρες αυτές μάλιστα αν και τα νοικοκυριά διατηρούν ένα μεγάλο τμήμα των κεφαλαίων τους σε μετοχές, η οριακή ροπή για αποταμίευση αυξήθηκε.

Το 1996, αντίθετα με την εν γένει υποτονική οικονομική ανάπτυξη και το χαμηλό πληθωρισμό, οι αγορές ομολόγων και μετοχών σημείωσαν σημαντικά κέρδη. Η ισχυρή σύγκλιση των αποδόσεων των ομολόγων στην Ευρώπη και οι απότομες μειώσεις των επιτοκίων σε αγορές με ιστορικά υψηλές αποδόσεις δείχνει ότι ένα μέρος της ερμηνείας για τα πρόσφατα οφέλη που απορρέουν από τις αξίες των τίτλων θα μπορούσε να είναι η αυξημένη ανάγκη για διαχείριση του κινδύνου από τους επενδυτές.

Κυριότερες εξαιρέσεις της τάσης αποτελούν οι αγορές μετοχών της Ιαπωνίας και ομολόγων των Η.Π.Α. Οι τιμές των μετοχών άγγιξαν νέα υψηλά επίπεδα τόσο κατά το 1996 όσο και κατά το 1997. Στις περισσότερες περιπτώσεις τα αυξημένα αυτά κέρδη προέκυψαν κατόπιν μεγάλων αθροιστικών αυξήσεων των κερδών των εταιρειών κατά τα προηγούμενα τέσσερα ή πέντε έτη, τα οποία παγίωσαν θετικές προσδοκίες. Εξαιρέση αποτελεί η αγορά της Ιαπωνίας, στην οποία οι επιπτώσεις της σφικτής δημοσιονομικής πολιτικής στις προοπτικές ανάπτυξης και η αβεβαιότητα για την επίπτωση της άρσης των διοικητικών χρηματοοικονομικών ρυθμίσεων άσκησαν πτωτική πίεση επί των τιμών των μετοχών.

Οι μετοχές των Ιαπωνικών Τραπεζών ήταν εκείνες που επηρεάσθηκαν ιδιαίτερα. Στις περισσότερες αγορές, συμπεριλαμβανομένης και της αγοράς των Η.Π.Α., το Μάρτιο του 1997 ο λόγος τιμής προς κέρδη ήταν πάνω από το μέσο όρο της περιόδου 1986-95 και άγγιξε ανώτατα όρια στις αγορές της Ολλανδίας και της Ελβετίας.

Οι εποπτικές αρχές των διεθνών κεφαλαιαγορών έχουν με συνέπεια υποστηρίξει την περαιτέρω απελευθέρωση του χρηματοοικονομικών συστημάτων τους, υιοθετώντας τη διαδικασία της διαρθρωτικής σύγκλισης, η οποία λαμβάνει χώρα στα χρηματοοικονομικά συστήματα των σημαντικότερων οικονομικών ενώσεων. Η Ιαπωνία αποτελεί ένα πρόσφατο σημαντικό παράδειγμα με την πρωτοβουλία του “Big Bang”. Οι αναδυόμενες κεφαλαιαγορές προβαίνουν σε συνεχή απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών τους συστημάτων, αν και οι ισχυρές μετακινήσεις κεφαλαίων συμβάλλουν στην εισαγωγή προσωρινών περιοριστικών μέτρων σε ορισμένες από αυτές.

Δραστηριότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κατά το 1997

Το 1997 τα βασικά σημεία στα οποία η ΕΚ άσκησε έλεγχο ήταν τα παρακάτω:

- Προστασία της αγοράς από συστημικούς κινδύνους
 - Αυστηρή τήρηση του τριημέρου για την εκκαθάριση των χρηματιστηριακών συναλλαγών.
 - Κάλυψη με εγγυητικές επιστολές των καθημερινών συναλλαγών από τις χρηματιστηριακές εταιρείες.
 - Δημιουργία του Επικουρικού Κεφαλαίου για την άμεση κάλυψη ανοιγμάτων που δημιουργούνται λόγω αδυναμίας πληρωμών από χρηματιστηριακές εταιρείες.
- Εφαρμογή κανόνων εξυγίανσης
 - Ο κανονισμός Επάρκειας κεφαλαίων. Η εφαρμογή της Επάρκειας κεφαλαίων αποβλέπει στην παρακολούθηση του βαθμού κινδύνου της κάθε εταιρίας. Ειδικότερα στον κίνδυνο θέσης που αναλαμβάνουν οι εταιρίες κατά την χρήση χρηματοοικονομικών

προϊόντων και μετοχών, τον κίνδυνων αντισυμβαλλομένου, τον κίνδυνο διακανονισμού/παράδοσης, τον κίνδυνο μεγάλων χρηματοδοτικών ανοιγμάτων και τον κίνδυνο συναλλάγματος. Με την εφαρμογή της επάρκειας κεφαλαίων παρέχεται προστασία στην αγορά δεδομένου ότι οι εταιρίες δεν αναλαμβάνουν υψηλούς κινδύνους χωρίς να διαθέτουν τα απαιτούμενα κεφάλαια.

- Ο κώδικας δεοντολογίας των ΑΧΕ και ΕΠΕΥ Ο Κώδικας Δεοντολογίας αποτελεί την θέσπιση κανόνων που διέπουν τις σχέσεις και τη συμπεριφορά των απασχολούμενων κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων τους, ώστε να διαφυλάσσεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς, να προστατεύονται τα συμφέροντα του επενδυτικού κοινού και να διασφαλίζεται ο υγιής ανταγωνισμός και η διαφάνεια των συναλλαγών.
- Πλαίσιο καταπολέμησης αδιαφάνειας στις συναλλαγές και στη διαμόρφωση των τιμών.
 - Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς απαγόρευσε ρητά την πρακτική, γνωστή ως 'άτυπο market making'. Η έκδοση της εγκυκλίου την 23 Σεπτεμβρίου 1997 για το άτυπο market making, επισημαίνει την απαγόρευση σε μη τεχνικούς τρόπους (προσυννενοημένες συναλλαγές, τεχνητή εμπορευσιμότητα) αύξησης των τιμών των μετοχών και την παραπλάνηση του επενδυτικού κοινού.
 - Εκδόθηκε απόφαση για την παρεμπόδιση του ξεπλύματος χρήματος (108/27/5/97). Η απόφαση αυτή στοχεύει στην διαφάνεια της εισροής των κεφαλαίων και την προφύλαξη της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς από κεφάλαια που έχουν προέλευση από εγκληματικές δραστηριότητες.
 - Θεσμοθετήθηκε η υποχρεωτική ενημέρωση νεοεισαγομένων εταιριών για κάθε μεταβολή της κατοχής μετοχών τους που υπερβαίνει το 1,5% του κεφαλαίου κατά τους πρώτους 12 μήνες (Ν.2533/97)

- Εφαρμόσθηκε η υποχρέωση Αμοιβαίων κεφαλαίων να ακολουθούν ονοματολογία που να αντιστοιχεί στο περιεχόμενο των χαρτοφυλακίων τους.
- Θεσπίστηκε η υποχρέωση των εισηγμένων στο Χ.Α.Α εταιριών να δημοσιεύουν στοιχεία των αποτελεσμάτων τους ανά τρίμηνο (Ν. 2533/97).

Κατά έτος 1997, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ανακάλεσε την άδεια λειτουργίας σε έξι χρηματιστηριακές εταιρίες για παραβάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας. Σύμφωνα με τις αποφάσεις, τις οποίες εξέδωσε το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, για τις υποθέσεις των δύο Μετοχών (ΜΑΓΡΙΖΟΣ, ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ) και τις μεθοδεύσεις που εκπορεύθηκαν από τη ΔΕΛΤΑ ΑΧΕ επεβλήθησαν διοικητικά πρόστιμα σε δεκαεννιά φυσικά πρόσωπα και σε πέντε εταιρίες, ενώ υποβλήθηκαν εγκλήσεις-μηνύσεις κατά δεκαεπτά φυσικών προσώπων. Τέλος σε σχέση με τις παραπάνω μεθοδεύσεις και για αντιδεοντολογική συμπεριφορά, η Επιτροπή απηύθυνε επίπληξη σε τρεις ακόμη χρηματιστηριακές εταιρίες και έθεσε έξι χρηματιστηριακές εταιρείες σε καθεστώς τρίμηνης επιτήρησης.

Σε άλλες περιπτώσεις, η Επιτροπή επέβαλε χρηματικά πρόστιμα σε μία Α.Χ.Ε για παράβαση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας και σε δύο ΑΧΕ και μία Εταιρεία Λήψης και Διαβίβασης Εντολών (ΕΛΔΕ) για παραβάσεις του κώδικα δεοντολογίας.

Η Επιτροπή έβαλε πρόστιμα σε 46 πρόσωπα σύμφωνα με τις διατάξεις του Π.Δ. 51/92. Τα πρόστιμα αφορούσαν παραβάσεις από παράλειψη γνωστοποίησης ή εκπρόθεσμη γνωστοποίηση προς το Χρηματιστήριο συγκεκριμένων κατά ποσοστό μεταβολών συμμετοχής μετόχων στο μετοχικό κεφάλαιο εισηγμένων εταιριών.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με απόφασή της εισηγήθηκε την επιβολή προστίμων σε τριάντα εταιρίες για παραβίαση των διατάξεων του Π.Δ 360/1985.

Όσον αφορά την επιβολή προστίμων σε ΑΕΔΑΚ, επέβαλε πρόστιμο σε μία για παράβαση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας, ενώ σε μια άλλη επιβλήθηκε

πρόστιμο για παράβαση των επενδυτικών ορίων , σύμφωνα με το άρθρο 33 του Ν.1969/91. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με απόφασή της, προχώρησε στην διαγραφή επτά εισηγμένων εταιριών από το Χ.Α.Α, επειδή οι εταιρίες είχαν τεθεί σε εκκαθάριση, είτε λόγω μακράς αναστολής διαπραγματεύσεων είτε τέλος, λόγω υποτροπής μη τήρησης από τη εταιρία των διατάξεων της χρηματιστηριακής νομοθεσίας (άρθρο 2 του Α.Ν 148/67). Επίσης η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διεξήγε έλεγχο σε δεκαέξι χρηματιστηριακές εταιρίες.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εργάστηκε συστηματικά και έκανε πολλές εισηγήσεις για την κατάρτιση του Ν. 2533/1997 'Χρηματιστηριακή Αγορά Παραγώγων και Άλλες Διατάξεις', ο οποίος ψηφίστηκε την 11 Νοεμβρίου 1997. Ο νόμος αυτός περιλαμβάνει δύο μεγάλες καινοτομίες:

- α) Την λειτουργία της αγοράς Παραγώγων και
- β) Την μεταρρύθμιση του Συνεγγυητικού κεφαλαίου

Τα πρώτα βήματα για την λειτουργία της Αγοράς Παραγώγων έχουν ήδη γίνει με την έναρξη της διαδικασίας για την δημιουργία των δύο εταιριών, της Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών Α.Ε. και της εταιρίας Εκκαθάρισης Συναλλαγών επί παραγώγων Α.Ε. Η λειτουργία της αγοράς παραγώγων επρόκειτο να ολοκληρώσει και να επιφέρει βελτίωση σε όλο το σύστημα Χρηματιστηριακών συναλλαγών στην Ελλάδα.

3. ΕΚΘΕΣΗ 1998

Γενική επισκόπηση

Ως πόλος προσέλκυσης αποταμιευτικών πόρων από το εσωτερικό και το εξωτερικό, αλλά και ως πηγή άντλησης επενδυτικών κεφαλαίων για τις Ελληνικές επιχειρήσεις, η κεφαλαιαγορά ανταγωνίζεται πλέον σε μέγεθος και βάθος άλλες πιο παραδοσιακές μορφές χρηματοοικονομικής μεσολάβησης στην Ελλάδα. Το μέγεθος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν άμεσα ή έμμεσα (δηλαδή και από τοποθετήσεις αμοιβαίων κεφαλαίων) μέσω της κεφαλαιαγοράς ξεπέρασε τα δύο τρισεκατομμύρια δραχμές το 1998. Η ελληνική αγορά κεφαλαίων προσεγγίζει επομένως τις διαστάσεις και τις επιδόσεις ώριμων αγορών σε ανεπτυγμένες οικονομίες.

Οι σημαντικές επιδόσεις της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς κατά το 1998, η απόκτηση εύρους και βάθους από την χρηματιστηριακή αγορά και η προσέλκυση νέων επενδυτών είναι αποτελέσματα που οφείλονται σε ένα θεμελιακό παράγοντα: την απόκτηση αξιοπιστίας. Τόσο σε μακροοικονομικό όσο και σε μικροοικονομικό επίπεδο, το 1998 ήταν έτος κατά το οποίο η αξιοπιστία του Ελληνικού οικονομικού περιβάλλοντος κατοχυρώθηκε πολλαπλά. Η επιτυχία της δημοσιονομικής προσαρμογής, η σταθερή νομισματική πολιτική, η επενδυτική ανάκαμψη στην οικονομία με ταυτόχρονη μείωση του πληθωρισμού, αποτέλεσαν κεντρικά στοιχεία για την δραστική βελτίωση του οικονομικού περιβάλλοντος στην Ελλάδα.

Ειδικότερα, για την κεφαλαιαγορά, η βελτίωση των προοπτικών των ελληνικών επιχειρήσεων και η σημαντική μείωση των επιτοκίων τόνωσαν τις προοπτικές και την ελκυστικότητα των διαπραγματεύσιμων κινητών αξιών. Η αύξουσα εποπτική παρουσία και η ενεργός παρακολούθηση και επιβολή της τήρησης των κανόνων της αγοράς συντέλεσαν, επίσης, σημαντικά στην ενίσχυση της αξιοπιστίας.

Η νομισματική αναπροσαρμογή της δραχμής τον Μάρτιο του 1998, η σαφής πολιτική βούληση για την εκπλήρωση των κριτηρίων και οι εξελίξεις που ακολούθησαν έχουν δρομολογήσει πλέον πολύ αποφασιστικά την ένταξη της

Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση της Ευρώπης. Η προοπτική αυτή αποτελεί πηγή αισιόδοξων προσδοκιών για το μέλλον της Ελληνικής οικονομίας και της κεφαλαιαγοράς. Σημαίνει όμως ταυτόχρονα ότι η οικονομία θα αντιμετωπίσει νέες και υψηλότερες ανταγωνιστικές προκλήσεις σε πολλούς τομείς, ιδιαίτερα στον τομέα των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Κατά το τελευταίο τρίμηνο του 1998 μια σοβαρή χρηματοοικονομική κρίση εκδηλώθηκε με αφετηρία την οικονομική αδυναμία της Ρωσίας. Η κρίση μεταδόθηκε σε πολλές αγορές, αναδυόμενες και ανεπτυγμένες, και οδήγησε σε σημαντικές κάμψεις τις τιμές των αξιών στα χρηματιστήρια. Η ταχεία μετάδοση της κρίσης σε άλλες χώρες με εγγενείς αδυναμίες όπως η Βραζιλία, δημιούργησε γενικότερη ανησυχία για το ενδεχόμενο μιας παρατεταμένης κρίσης, αλλά η διεθνής κοινότητα αντέδρασε κυρίως με μειώσεις επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες. Οι αγορές ανέκαμψαν γρήγορα.

Η Ελληνική αγορά υπέστη και αυτή το πλήγμα της εξωγενούς αυτής διαταραχής με μειώσεις των τιμών των τίτλων. Η ανταπόκριση όμως του Ελληνικού επενδυτικού κοινού στην κρίση ήταν ψύχραιμη. Πράγματι, η Ελληνική αγορά υπέστη σχετικά ελαφρά τις συνέπειες της αναταραχής και ήταν από τις πρώτες που ανέκαμψε.

Το ενδεχόμενο νέων κρίσεων δεν έχει εκλείψει πάντως και η διεθνής οικονομική τάξη έχει ακόμη πολλές αδυναμίες. Μια ενίσχυση της εποπτείας των κεφαλαιαγορών σε παγκόσμιο επίπεδο είναι επιθυμητή και αναγκαία. Είναι εμφανές, ότι οι φορείς των αγορών, οι επενδυτές και οι αρχές πρέπει να συνεκτιμούν στις αποφάσεις και τις ενέργειές τους το ενδεχόμενο νέας αναταραχής στις αγορές κεφαλαίου.

Η ελληνική οικονομία

Το 1998 συνεχίστηκε η σταθερή βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών της ελληνικής οικονομίας. Το πραγματικό Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) της χώρας εκτιμάται ότι αυξήθηκε κατά 3,5% το 1998 έναντι 3,2% το 1997 (Πίνακας 1). Οι ρυθμοί ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας κατά τη διετία 1997-98 είναι οι υψηλότεροι της τελευταίας δεκαετίας και ξεπερνούν το μέσο ρυθμό

αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2,7% το 1997 και 2,8% το 1998).

Κατά τη διάρκεια του 1998 η επενδυτική δραστηριότητα συνέχισε την ανοδική πορεία των προηγούμενων ετών, συμβάλλοντας σταθερά στη διατήρηση της αναπτυξιακής δυναμικής της

χώρας. Ιδιαίτερα σημαντική ήταν η συμβολή των δημοσίων επενδύσεων, οι οποίες αυξήθηκαν κατά 13,7% το 1998 έναντι 7,2% το 1997. Οι ιδιωτικές επενδύσεις σημείωσαν επίσης αύξηση κατά 8,4% το 1998 έναντι 10,5% το 1997. Η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των πραγματικών εισοδημάτων οδήγησε σε πτώση του ρυθμού αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης από 2,5% το 1997 σε 1,8% το 1998, ενώ η δημόσια κατανάλωση σημείωσε πτώση κατά 0,6%. Έτσι, κατά το 1998, για πρώτη φορά κατά την τελευταία τετραετία, η καθαρή εγχώρια ζήτηση επιβραδύνθηκε σε σχέση προς το ΑΕΠ, προσεγγίζοντας το 3,3%. Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας που ακολούθησε την αναπροσαρμογή της ισοτιμίας της δραχμής έναντι του ECU το Μάρτιο του 1998, εκτιμάται ότι οδήγησε σε αύξηση των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών κατά 7,1% έναντι 5,3% το 1997, ενώ παράλληλα οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν μόνο κατά 4,9% έναντι 5,4% το 1997.

Η θετική πορεία των μακροοικονομικών μεγεθών και η συνακόλουθη βελτίωση του επιχειρηματικού κλίματος αντανακλάται επίσης στην πορεία του γενικού δείκτη βιομηχανικής παραγωγής, ο οποίος στην περίοδο Ιανουαρίου-Οκτωβρίου παρουσίασε αύξηση 6,9%, η οποία αποτελεί τη μεγαλύτερη αύξηση του δείκτη κατά την τελευταία δεκαετία. Ωστόσο, η επιτάχυνση των επενδύσεων και της ανάπτυξης κατά το 1998 συνοδεύτηκε από οριακή μόνο μείωση του ποσοστού ανεργίας από 10,3% το 1997 σε 10,1% το 1998.

Κατά το 1998 συνεχίστηκε η περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Η μέση ετήσια αύξηση του Γενικού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή το 1998 ήταν 4,8%, έναντι 5,5% το 1997. Αξίζει να σημειωθεί ότι η μείωση αυτή έχει επιτευχθεί σ' ένα έτος κατά το οποίο έπρεπε να απορροφηθούν οι πληθωριστικές συνέπειες της αναπροσαρμογής της ισοτιμίας της δραχμής. Η πτώση του πληθωρισμού ήταν το αποτέλεσμα κυρίως της συγκράτησης του ρυθμού αύξησης της

συνολικής ζήτησης, που οφείλεται αφενός στη σημαντική υποχώρηση του ρυθμού αύξησης του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος σε 2,9% το 1998 έναντι 7,1% το 1997, και αφετέρου στην αυστηρή νομισματική πολιτική. Κατά το 12μηνο Νοέμβριος '97 – Νοέμβριος '98, ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος με την ευρεία έννοια διαμορφώθηκε σε 2,6% έναντι πρόβλεψης 6-9% για το 1998.

Τα ονομαστικά επιτόκια ακολούθησαν την πτωτική πορεία του πληθωρισμού. Το Δεκέμβριο του 1998 το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων ετήσιας διάρκειας ήταν 10,3% έναντι 11,4% την ίδια περίοδο του 1997. Ας σημειωθεί ότι, έπειτα από την ένταξη της δραχμής στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών και παρά την πρόσφατη διεθνή χρηματοοικονομική αναταραχή (Αύγουστος 1998), το μέσο επιτόκιο των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου δεκαετούς διάρκειας υποχώρησε το Δεκέμβριο του 1998 στο 6,9% από 11,2% που ήταν την ίδια περίοδο του προηγούμενου έτους.

Η υποχώρηση του πληθωρισμού κατά το 1998 ενισχύθηκε επίσης από τη σημαντική μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης, το οποίο εκτιμάται ότι το 1998 ήταν μόλις 2,2% του ΑΕΠ, έναντι 4% το 1997 και 7,5% το 1996. Παράλληλα, το πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης αυξάνεται διαχρονικά, ανερχόμενο σε 6,9% επί του ΑΕΠ το 1998 έναντι 5,7% το 1997 και 4,5% το 1996. Η δημοσιονομική προσαρμογή που σημειώθηκε κατά το 1998 συνέβαλε στη μείωση του δημοσίου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ. Έτσι, κατά το 1998, παρά τη σημαντική επίπτωση που είχε στο δημόσιο χρέος η αναπροσαρμογή της ισοτιμίας της δραχμής και η ρωσική κρίση, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ μειώθηκε κατά τέσσερις ποσοστιαίες μονάδες, από 109,5% το 1997 σε 105,5% το 1998.

Η σημαντικότερη συναλλαγματική εξέλιξη το 1998 ήταν η συμμετοχή της δραχμής από τις 16 Μαρτίου στο Μηχανισμό Συναλλαγματικών Ισοτιμιών (ΜΣΙ) της Ευρωπαϊκής Ένωσης και η αναπροσαρμογή της κεντρικής ισοτιμίας της κατά 14,1% έναντι του ECU στις 357 δραχμές ανά ECU. Την είσοδο της δραχμής στο ΜΣΙ ακολούθησε σημαντική εισροή κεφαλαίων για τοποθετήσεις στην ελληνική κεφαλαιαγορά, κυρίως σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και

μετοχικούς τίτλους, με αποτέλεσμα η δραχμή να ανατιμηθεί ως προς τη νέα κεντρική της ισοτιμία. Σε μέσα ετήσια επίπεδα, ο δείκτης της σταθμισμένης συναλλαγματικής ισοτιμίας που καταρτίζει η Τράπεζα της Ελλάδος υποχώρησε το 1998 κατά 5,9% έναντι υποχώρησης 1,9% το 1997. Τέλος, το 1998 εκτιμάται ότι το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου ανήλθε σε 12,8% του ΑΕΠ έναντι 12,3% το 1997, ενώ το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 2,9% του ΑΕΠ έναντι 2,6% το 1997.

Κατά το 1998 η ελληνική οικονομία επέδειξε αξιοσημείωτη αντοχή στις πιέσεις που ασκήθηκαν κατά τη διάρκεια της διεθνούς χρηματοοικονομικής αναταραχής, που άρχισε τον Αύγουστο από τη Ρωσία. Παρά τις παροδικές δυσμενείς επιπτώσεις που είχε η αναταραχή αυτή στα επιτόκια και στην εξυπηρέτηση του δημοσίου χρέους, η βελτίωση των βασικών μακροοικονομικών μεγεθών συνεχίστηκε.

Αποτέλεσμα των παραπάνω θετικών μακροοικονομικών εξελίξεων ήταν η αναβάθμιση κατά την τελευταία διετία του διεθνούς επιπέδου πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας από τους επενδυτικούς οίκους του εξωτερικού και η συνεχής αύξηση του επενδυτικού ενδιαφέροντος προς την Ελλάδα.

Η ελληνική αγορά χρήματος και κεφαλαίου

Σε συνέχεια της εντυπωσιακής ανοδικής πορείας του 1997, οι θετικές προσδοκίες για το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ σε συνδυασμό με τις επίσης θετικές εξελίξεις στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και των επιτοκίων συνέβαλαν στη διατήρηση της έντονης δραστηριότητας κατά το 1998 στην αγορά χρήματος και κεφαλαίου.

Η ένταξη της δραχμής στο ΜΣΙ της Ευρωπαϊκής Ένωσης ταυτόχρονα με την αναπροσαρμογή της ισοτιμίας της συνέβαλε αποφασιστικά στη βελτίωση των βασικών μεγεθών και της διεθνούς εικόνας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Η συνεχιζόμενη αποκλιμάκωση των επιτοκίων ενέτεινε το επενδυτικό ενδιαφέρον προς τα Ελληνικά ομόλογα και μετοχές, καθώς αυξήθηκε η παρούσα αξία της προσδοκώμενης κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Παράλληλα η πιθανότητα πλήρους ένταξης της χώρας στην Ευρωπαϊκή

Οικονομική και Νομισματική Ένωση ενισχύθηκε αποφασιστικά, με αποτέλεσμα την προσέλκυση πολλών ξένων θεσμικών επενδυτών στην ελληνική κεφαλαιαγορά.

Η ένταξη της χώρας στο ΜΣΙ αποτέλεσε το πρώτο βήμα μιας διαδικασίας διεθνούς αναθεώρησης της σημασίας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς που θα έχει ως αποτέλεσμα τη μετάταξή της από την κατηγορία των αναδυόμενων σε αυτή των ανεπτυγμένων κεφαλαιαγορών. Η εξέλιξη αυτή ενισχύθηκε περαιτέρω από την αποτελεσματικότητα της πολιτικής περιορισμού των πληθωριστικών πιέσεων που αναπόφευκτα συνόδευσαν την αναπροσαρμογή της ισοτιμίας της δραχμής.

Το 1998 χαρακτηρίστηκε από την επιτυχή αποκρατικοποίηση σημαντικών επιχειρήσεων και οργανισμών του Ελληνικού Δημοσίου. Τα έσοδα του Δημοσίου από τις μετοχοποιήσεις και ιδιωτικοποιήσεις κατά το 1998 υπερέβησαν το 1 τρις δρχ, ενώ τα έσοδα που αποκόμισαν οι επιχειρήσεις και οι οργανισμοί που ιδιωτικοποιήθηκαν καθώς και οι λοιποί πλην του Δημοσίου μέτοχοί τους προσέγγισαν τα 120 δις δρχ.

Κατά τη διάρκεια της διεθνούς κρίσης του Οκτωβρίου ο δείκτης του ελληνικού χρηματιστηρίου σημείωσε πτώση κατά 24%. Στην πτώση αυτή συνέβαλαν και άλλοι

παράγοντες, όπως η αναβολή της πώλησης της Ιονικής Τράπεζας (στην αρχή της κρίσης) και η προσωρινή αναζωπύρωση του πληθωρισμού ως αποτέλεσμα της αναπροσαρμογής της ισοτιμίας της δραχμής. Λόγω της εξομάλυνσης της διεθνούς αναταραχής κατά το τελευταίο δίμηνο του 1998, στην οποία συνέβαλε αποφασιστικά η αποτελεσματική λειτουργία των συστημάτων ασφαλείας των διεθνών κεφαλαιαγορών, η καθοδική πορεία του ΧΑΑ της περιόδου Αυγούστου-Οκτωβρίου αντιστράφηκε με αποτέλεσμα ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑΑ να εμφανίσει ταχεία και θεαματική άνοδο, κλείνοντας στο τέλος του έτους στις 2737 μονάδες, επίπεδο που είναι αυξημένο κατά 84,7% έναντι του 1997.

Οι σημαντικές αυξήσεις στις κεφαλαιακές αποδόσεις κατά το 1997 και το πρώτο εξάμηνο του 1998 εμπέδωσαν θετικό κλίμα εμπιστοσύνης στους

επενδυτές με αποτέλεσμα τη μαζική εισροή εγχωρίων και αλλοδαπών κεφαλαίων, που συνέτειναν στην επιτάχυνση των εξελίξεων στην κεφαλαιαγορά καθώς διευρύνθηκε η εισαγωγή νέων επιχειρήσεων στο ΧΑΑ. Η προσέλευση νέων επιχειρήσεων στο ΧΑΑ ενισχύθηκε από την αυξημένη ζήτηση μετοχικών τίτλων ως αποτέλεσμα της προσδοκίας σημαντικών υπεραξιών από την αύξηση της τιμής των μετοχών των νεοεισαγόμενων εταιριών μετά την έναρξη της διαπραγμάτευσής τους.

Όπως προκύπτει από τα στοιχεία των τελευταίων ετών, η τιμή των μετοχών των νεοεισαγόμενων εταιριών υπερβαίνει σημαντικά την τιμή εισαγωγής τους. Για το 1998 η μέση απόδοση των μετοχών των νεοεισαγόμενων στο ΧΑΑ εταιριών στο πρώτο τριήμερο της διαπραγμάτευσής τους ανήλθε σε 97,3%. Ωστόσο, η μεγάλη διαφορά μεταξύ αρχικής τιμής εισαγωγής και τιμής διαπραγμάτευσης έχει και αρνητικές πλευρές, η σημασία των οποίων περιορίζεται εφόσον οι επιχειρήσεις εφαρμόσουν με συνέπεια τα επενδυτικά τους προγράμματα.

Κατά το 1998, 49 εισηγμένες στο ΧΑΑ επιχειρήσεις προχώρησαν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, από τις οποίες οι 42 προέρχονται από την Κύρια Αγορά και οι 7 από την Παράλληλη. Τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν ανήλθαν σε 483 δις δρχ. Το αντίστοιχο ποσό για το 1997 ήταν 503 δις δρχ. Αν όμως από τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου του 1997 εξαιρεθούν τα 190 δις δρχ. που αντλήθηκαν από τον ΟΤΕ, προκύπτει ανοδική πορεία τους κατά το 1998 σε ποσοστό 54,5%. Το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων συγκεντρώθηκε από εταιρίες της Κύριας Αγοράς, οι οποίες άντλησαν κεφάλαια 469 δις δρχ, δηλαδή το 97% του συνόλου.

Οι εξελίξεις στις διεθνείς αγορές

Το 1998 υπήρξε έτος σημαντικών εξελίξεων και γεγονότων που επηρέασαν καθοριστικά την πορεία των διεθνών κεφαλαιαγορών. Ενδεικτικά αναφέρονται:

- Το αρνητικό κλίμα στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ασίας που κληροδότησε η κρίση του 1997, με κύριο χαρακτηριστικό την αδυναμία της ιαπωνικής οικονομίας να ανακτήσει το δυναμισμό της.
- Η Ρωσική κρίση που ξεκίνησε τον Αύγουστο του 1998 με την υποτίμηση του ρωσικού νομίσματος.
- Η αμφισβήτηση της αμερικανικής προεδρίας.
- Οι φόβοι για την πορεία των οικονομιών των χωρών της Λατινικής Αμερικής.
- Η ένταση των συγχωνεύσεων-εξαγορών και η δημιουργία επιχειρηματικών κολοσσών σε όλους σχεδόν τους σημαντικούς κλάδους σε διεθνές επίπεδο.
- Η προσμονή και προετοιμασία των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης για την εισαγωγή του EURO.

Στις αρχές του 1998, ως αποτέλεσμα της ασιατικής κρίσης του 1997, οι κεφαλαιαγορές επέδειξαν γενικά συγκρατημένη συμπεριφορά. Στη συνέχεια το κλίμα αναστράφηκε – τουλάχιστο στην Αμερική και την Ευρώπη- και μέχρι την παραμονή της ρωσικής κρίσης τον Αύγουστο οι τοπικές αγορές γνώριζαν άνθηση. Αξίζει να αναφερθούν τα σημαντικά κέρδη που επέφεραν οι αυξήσεις των τιμών των μετοχών σε όλες σχεδόν τις χώρες, ανεξαρτήτως του σημείου του οικονομικού κύκλου στο οποίο κάθε μία από αυτές βρίσκονταν και των προοπτικών για περαιτέρω ανάπτυξη, με μόνη αξιοσημείωτη εξαίρεση την Ιαπωνία.

Ένα άλλο χαρακτηριστικό άξιο σχολιασμού είναι η ταυτόχρονη άνοδος των τιμών των μετοχών και των ομολόγων παρά τις αβέβαιες προοπτικές για τις μελλοντικές τάσεις των κεφαλαιαγορών.

Κατά το φθινόπωρο του 1998 οι τιμές των μετοχών έπεσαν σημαντικά και τα χρηματιστήρια συμμετείχαν στη διαμόρφωση του κλίματος της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι συνέπειες του οποίου επηρεάζουν ακόμη οικονομίες και φορείς. Η πρόσφατη αυτή διεθνής χρηματιστηριακή κρίση επηρέασε κυρίως τις αναδυόμενες αγορές, αλλά έγινε αισθητή και στις ανεπτυγμένες οικονομίες. Σε διάστημα περίπου δύο μηνών (Αύγουστος-

Σεπτέμβριος 1998) τα ανεπτυγμένα χρηματιστήρια υπέστησαν σημαντικές απώλειες, λ.χ. 16% ο δείκτης Dow - Jones. Η νέα κρίση προκάλεσε έντονο σκεπτικισμό και παράλληλα συσώρευσε ζημίες, επηρεάζοντας ουσιαστικά την εμπιστοσύνη των επενδυτών στις αγορές κεφαλαίου.

Μετά από διαβουλεύσεις, επήλθε συμφωνία για μείωση των επιτοκίων διεθνώς, αρχής γενομένης από τις ΗΠΑ. Η μείωση αυτή βασίστηκε στο γεγονός ότι οι οικονομίες των ανεπτυγμένων χωρών είχαν ήδη επιτύχει να ελέγξουν σε μεγάλο βαθμό τις πληθωριστικές πιέσεις στις οικονομίες τους μέσω του περιορισμού του δημοσίου χρέους και του κόστους εργασίας. Συνεπώς η πτώση των επιτοκίων προκάλεσε βελτίωση του κλίματος στις αγορές και όχι πληθωριστικές προσδοκίες.

Γρήγορα οι κεφαλαιαγορές ανέκαμψαν και παρουσίασαν νέες εντυπωσιακές επιδόσεις, παραμένουν όμως πολλές εστίες αναταραχής στην παγκόσμια οικονομία. Η συντονισμένη μείωση των επιτοκίων δεν εξαλείφει την ανάγκη για πρόσθετα μέτρα αντιμετώπισης των κρίσεων που πρέπει να τεθούν σε εφαρμογή μετά από διεθνείς συμφωνίες.

Η πρόσφατη αυτή κρίση έθεσε ουσιαστικά θέματα που συζητήθηκαν στους διεθνείς οργανισμούς στο πλαίσιο της προσπάθειας αφενός για έγκαιρη πρόβλεψη των πιθανών κρίσεων και αφετέρου για βελτίωση της αποτελεσματικότητας του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος. Οι ιδιαιτερότητες της κρίσης αυτής καθώς και οι προσδιοριστικοί της παράγοντες παρουσιάστηκαν διεξοδικά σε πλήθος μελετών ή συζητήθηκαν στο πλαίσιο διεθνών συναντήσεων, όπου επισημάνθηκαν μεταξύ άλλων τα ακόλουθα:

- Η ελλιπής κάλυψη των φορέων της αγοράς από τον συναλλαγματικό κίνδυνο οδήγησε σε πιέσεις επί του ισοζυγίου των τρεχουσών συναλλαγών και επί των συναλλαγματικών ισοτιμιών των χωρών τους.
- Το υψηλό επίπεδο του βραχυπρόθεσμου εξωτερικού δανεισμού και οι κερδοσκοπικές επενδύσεις ενέτειναν την αβεβαιότητα.
- Ευρείες και επικίνδυνες εκθέσεις των τραπεζών σε προγράμματα υψηλής επικινδυνότητας, όπως επίσης η έλλειψη διαφάνειας και

επαρκών κανόνων εποπτείας στην αγορά συναλλάγματος, αποτελούν επίσης παράγοντες που συνέβαλαν στην αναταραχή.

Από την εμπειρία της κρίσης αυτής προκύπτει, μεταξύ άλλων, ότι η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος, που αυξάνει σημαντικά τον κίνδυνο μιας κρίσης, πρέπει να συνοδεύεται από αυστηρή εποπτεία. Το συμπέρασμα αυτό προβάλλει επιτακτικά την ανάγκη για διεύρυνση της διεθνούς συνεργασίας μεταξύ των εποπτικών αρχών.

Δραστηριότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κατά το 1998

Κατά το έτος 1998 το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, με βάση νομοθετικές εξουσιοδοτήσεις, προχώρησε στην έκδοση κανονιστικών αποφάσεων και εισηγήθηκε στον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας την έκδοση διαφόρων αποφάσεων. Πρόκειται για αποφάσεις θεσμικού χαρακτήρα, οι οποίες αποβλέπουν στην εξυπηρέτηση και προστασία του επενδυτικού κοινού, στην ενίσχυση της προστασίας του συστήματος συναλλαγών και εκκαθάρισης, στη θεσμοθέτηση κωδίκων δεοντολογίας και στην εξασφάλιση της διαφάνειας στην κεφαλαιαγορά.

Οι βασικοί άξονες στους οποίους κινήθηκαν αυτές οι αποφάσεις ήταν:

- Εξυπηρέτηση και προστασία του επενδυτικού κοινού.
- Ενίσχυση της προστασίας του συστήματος συναλλαγών και της εκκαθάρισης.
- Κατάρτιση και εφαρμογή κωδίκων δεοντολογίας.
- Μέτρα διαφάνειας

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είχε ενεργό συμμετοχή στην κατάρτιση του νομοσχεδίου με βάση το οποίο ψηφίστηκε ο νόμος 2651/1998. Με το νόμο αυτό έγιναν σημαντικές τροποποιήσεις στο ΠΔ 350/1985, που αφορά τους όρους και τις προϋποθέσεις εισαγωγής κινητών αξιών στο ΧΑΑ και ρυθμίζονται διάφορα άλλα θέματα της κεφαλαιαγοράς.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είχε ενεργό συμμετοχή στην κατάρτιση του νομοσχεδίου με βάση το οποίο ψηφίστηκε ο νόμος 2651/1998. Με το νόμο αυτό έγιναν σημαντικές τροποποιήσεις στο ΠΔ 350/1985, που αφορά τους

όρους και τις προϋποθέσεις εισαγωγής κινητών αξιών στο ΧΑΑ και ρυθμίζονται διάφορα άλλα θέματα της κεφαλαιαγοράς.

Με τις ρυθμίσεις του νόμου οι όροι και οι προϋποθέσεις εισαγωγής κινητών αξιών στο ΧΑΑ έγιναν πιο ελαστικοί και εναρμονίστηκαν με τα ισχύοντα διεθνώς και ειδικότερα στις περισσότερες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ταυτόχρονα όμως, οι ρυθμίσεις αυτές εξισορροπούνται με την εισαγωγή διατάξεων με τις οποίες ενισχύεται η διαφάνεια στις δημόσιες εγγραφές και διευρύνονται οι ευθύνες των εκδοτών, των αναδόχων και των συμβούλων.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνεργάζεται με την Τράπεζα της Ελλάδος για την αποτελεσματική άσκηση της εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ, για θέματα γνωστοποιήσεων της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από εγχώριες και αλλοδαπές ΕΠΕΥ και για την αμοιβαία παροχή πληροφοριών και συνδρομής για την καλύτερη εκτέλεση των καθηκόντων τους.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς συνεργάζεται επίσης στενά με τις εισαγγελικές και δικαστικές αρχές σε θέματα παραβάσεων της χρηματιστηριακής νομοθεσίας. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στο πλαίσιο της αρμοδιότητάς της υποβάλλει εγκλήσεις και μηνυτήριες αναφορές στις εισαγγελικές αρχές για την διερεύνηση αδικημάτων που σχετίζονται με παραβάσεις της νομοθεσίας και για την άσκηση ποινικών διώξεων των εμπλεκομένων.

4. ΕΚΘΕΣΗ 1999

Γενική επισκόπηση

Στη διάρκεια του 1999 συνεχίστηκε η έντονη οικονομική ανάπτυξη στην Ελλάδα. Ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ, από 3,7% το 1998, μειώθηκε ελαφρά μόνο και έφθασε στο 3,5% το 1999, κυρίως λόγω της μικρής αρνητικής συμβολής που είχαν οι καθαρές εξαγωγές στην αύξηση του ΑΕΠ. Κύριος προωθητικός παράγοντας στην αύξηση του ΑΕΠ εξακολουθούν να είναι οι ιδιωτικές και δημόσιες επενδύσεις. Οι πραγματικές ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου αυξήθηκαν κατά 8,1% το 1998 και κατά 8,3% το 1999. Αντιστρέφοντας την προηγούμενη επιβράδυνση, ο ρυθμός αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης επιταχύνθηκε από 2,1% το 1998 σε 2,6% το 1999. Το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε κάπως και εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε σε μέσο ετήσιο επίπεδο 10,5% το 1999. Η αύξηση της απασχόλησης μειώθηκε από 3,4% το 1998 σε 1,2% το 1999.¹ Το εμπορικό έλλειμμα για το 1999 (το οποίο εν μέρει έχει υποστεί στρέβλωση από την πλημμελή καταγραφή των εξαγωγών) εκτιμάται ότι παρέμεινε σε γενικές γραμμές στο ίδιο επίπεδο με το προηγούμενο έτος, δηλ. περίπου στο 13% του ΑΕΠ.

Η ελληνική οικονομία

Κατά το 1999 συνεχίστηκε η σταθερή ανοδική πορεία των μακροοικονομικών μεγεθών της Ελληνικής Οικονομίας. Το πραγματικό Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) της χώρας αυξήθηκε από 3,7% το 1998 σε κατά 3,5% το 1999. Η συνεχιζόμενη αύξηση του ΑΕΠ επιβεβαιώνει την έντονη οικονομική ανάπτυξη της Ελληνικής οικονομίας κατά την τριετία 1997-1999, οι ρυθμοί της οποίας συνεχίζουν να υπερβαίνουν τον μέσο ρυθμό αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ των χωρών- μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (2,8% το 1999). Σημαντικό παράγοντα στην σταθεροποίηση και ανάπτυξη της οικονομίας της χώρας ήταν η συμβολή των δημοσίων επενδύσεων, οι οποίες αυξήθηκαν από 13,7% το 1998 σε 14,1% το 1999. Οι ιδιωτικές επενδύσεις σημείωσαν επίσης αύξηση κατά 8,3% το 1999. Η αύξηση των πραγματικών εισοδημάτων επιτάχυνε τον ρυθμό αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης από 1,8% το 1998 σε 2,6% το 1999,

ενώ ο ρυθμός αύξησης της δημόσιας κατανάλωσης σημείωσε μικρή πτώση κατά 0,2%. Συνεπώς, ο ρυθμός αύξησης της καθαρής συνολικής εγχώριας ζήτησης κατά το 1999 δεν υπερέβη σημαντικά τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ, καθώς προσέγγισε το 3,6%, επιβεβαιώνοντας εν μέρει την αποτελεσματική πολιτική συγκράτησης των δημοσίων δαπανών. Η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της Ελληνικής οικονομίας που ακολούθησε την αναπροσαρμογή της ισοτιμίας της δραχμής έναντι του ECU τον Μάρτιο του 1998, εκτιμάται ότι απέδωσε τα αναμενόμενα οφέλη καθώς οδήγησε σε περαιτέρω αύξηση των εξαγόμενων αγαθών και υπηρεσιών κατά 5,4% κατά το 1999.

Παράλληλα οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 5,1% το 1999 έναντι 4,9% το 1998. Κατά το 1999 συνεχίστηκε η περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Η μέση ετήσια αύξηση του Γενικού Δείκτη Τιμών Καταναλωτή ήταν 2,4% το 1999 έναντι 4,8% το 1998. Οι αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου ανήλθαν σε 6,4% περίπου τον Ιούλιο και 6,46% τον Δεκέμβριο του 1999. Η βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών κατά το 1999 αντανακλάται στη σημαντική μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης, ήταν μόλις 1,5% του ΑΕΠ το 1999 έναντι 2,5% το 1998 και 4% το 1997. Παράλληλα, το πρωτογενές πλεόνασμα της γενικής κυβέρνησης αυξήθηκε σε 7% επί του ΑΕΠ το 1999 από 6,4% το 1998 και 5,7% το 1997. Η δημοσιονομική αυτή προσαρμογή συνέβαλε στην περαιτέρω μείωση του δημόσιου χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ. Παρά την σημαντική επίπτωση που είχαν στο δημόσιο χρέος αφενός η αναπροσαρμογή της ισοτιμίας της δραχμής και αφετέρου η αύξηση της διεθνούς τιμής του πετρελαίου το 1999, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ μειώθηκε από 105,5% το 1998 σε 104,6% το 1999. Το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου ανήλθε το 1999 σε 8,5% του ΑΕΠ έναντι 12,8% το 1998, ενώ το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 1,3% του ΑΕΠ έναντι 1,9% το 1998. Αποτέλεσμα των θετικών μακροοικονομικών εξελίξεων ήταν η συνεχής αναβάθμιση κατά την διετία 1998-1999 του επιπέδου πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας από τους οίκους

του εξωτερικού όπως οι J.P. Morgan και Moody's, καθώς και η συνεχής αύξηση του διεθνούς επενδυτικού ενδιαφέροντος προς την Ελλάδα.

Ο ρυθμός πληθωρισμού, βάσει του ΕνΔΤΚ, συνέχισε την καθοδική του πορεία το 1999. Το Σεπτέμβριο του 1999 ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του ΕνΔΤΚ έφθασε στο χαμηλότερο σημείο του (1,5%), δηλαδή ήταν κατά 2 εκατοστιαίες μονάδες χαμηλότερος από ό,τι τον Ιανουάριο του 1999 (3,5%). Τους τρεις τελευταίους μήνες του 1999 όμως, ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ επιταχύνθηκε κάπως, κυρίως λόγω της αύξησης των τιμών της ενέργειας, φθάνοντας το 2,4% το Δεκέμβριο του 1999, και υπερβαίνοντας κατά 0,7 της εκατοστιαίας μονάδας το μέσο όρο της ζώνης του ευρώ.

Οι κύριοι παράγοντες που συνέβαλαν στη συνολική μείωση του πληθωρισμού ήταν η νομισματική πολιτική την οποία άσκησε η Τράπεζα της Ελλάδος και η οποία είναι

προσανατολισμένη στη σταθερότητα, καθώς και η σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος (από 5,5% το 1998 σε 2,5% το 1999). Η επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος υποστηρίχθηκε, με τη σειρά της, από την έντονη αύξηση της παραγωγικότητας και τη συνεχιζόμενη συγκράτηση των μισθών, μετά τη διετή συλλογική σύμβαση μεταξύ των κοινωνικών εταίρων που υπογράφηκε το Μάιο του 1998. Ο βασικός πληθωρισμός, όπως μετρείται με βάση τον ΕνΔΤΚ χωρίς τις τιμές των εποχικών ειδών διατροφής και της ενέργειας, ακολούθησε πτωτική πορεία κατά το μεγαλύτερο μέρος του 1999, υποχωρώντας από 4,4% τον Ιανουάριο σε 1,7% το Δεκέμβριο του 1999.

Άλλοι παράγοντες που εξηγούν τη μείωση του πληθωρισμού είναι μία σειρά από μειώσεις των έμμεσων φόρων το 1998 και το 1999 και, κατά δεύτερο λόγο, οι συμφωνίες κυρίων μεταξύ της Ελληνικής Κυβέρνησης και των επιχειρήσεων να ενθαρρύνουν τη συγκράτηση των τιμών στον ιδιωτικό τομέα. Οι μειώσεις της φορολογίας και οι συμφωνίες κυρίων εκτιμάται ότι συνέβαλαν από κοινού σε μείωση του πληθωρισμού κατά 1 εκατοστιαία μονάδα περίπου. Μετά τη σημαντική μείωση του ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης από 13,8% του ΑΕΠ το 1993 σε 2,5% του ΑΕΠ το 1998, η δημοσιονομική εξυγίανση

συνεχίστηκε στην Ελλάδα το 1999, καθώς το έλλειμμα μειώθηκε ακόμη περισσότερο στο 1,6% του ΑΕΠ. Η μείωση αυτή οφειλόταν στην υψηλή απόδοση των δημόσιων εσόδων, τα οποία ανήλθαν από 50,8% του ΑΕΠ το 1998 σε 51,7% του ΑΕΠ το 1999. Εξάλλου, ο λόγος συνολικών δαπανών/ΑΕΠ μειώθηκε οριακά μόνο, από 53,3% το 1998 σε 53,2% το 1999, κυρίως λόγω της μείωσης των δαπανών για τόκους. Το πρωτογενές πλεόνασμα επίσης αυξήθηκε από 6,4% σε 7,1% του ΑΕΠ. Το δημόσιο χρέος μειώθηκε κατά 1 εκατοστιαία μονάδα σε 104,4% του ΑΕΠ το 1999, δηλαδή με ελαφρά χαμηλότερο ρυθμό από ό,τι το 1997 και το 1998, κατά τα οποία το δημόσιο χρέος μειωνόταν κατά 3 περίπου εκατοστιαίες μονάδες ανά έτος. Συνεπώς, ο λόγος χρέους/ΑΕΠ εξελίχθηκε λιγότερο ευνοϊκά από ό,τι θα αναμενόταν με βάση το λόγο ελλείματος/ΑΕΠ και το ρυθμό αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ, πράγμα που οφείλεται στο ότι οι προσαρμογές χρέους-ελλείματος ήταν τελικά δυσμενείς, συμπεριλαμβανομένων και κεφαλαιακών ενισχύσεων δημόσιων επιχειρήσεων και συναλλαγματικών διαφορών. Το γεγονός ότι κατά τα προηγούμενα έτη είχαν σημειωθεί καλύτερα αποτελέσματα από ό,τι αναμενόταν διευκόλυνε ώστε το επικαιροποιημένο πρόγραμμα σύγκλισης, που υπεβλήθη το Δεκέμβριο του 1999, να θέσει πιο φιλόδοξους στόχους σχετικά με τον προϋπολογισμό από ό,τι το προηγούμενο πρόγραμμα σύγκλισης.

Η ελληνική αγορά χρήματος και κεφαλαίου

Η συνεχής ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς κατά το 1999 αντανακλάται με σαφήνεια στο ύψος της συνολικής κεφαλαιοποίησης στο ΧΑΑ. Η συνολική κεφαλαιοποίηση του ΧΑΑ ανήλθε σε 19.779.897.300 € στο τέλος του 1999, υπερβαίνοντας το 168% του ΑΕΠ της χώρας. Η συναλλακτική δραστηριότητα, κατά το 1999 στην κεφαλαιαγορά παρουσίασε τεράστια άνοδο. Σημειώθηκε μεγάλη αύξηση στις χρηματιστηριακές τιμές και κυρίως στον όγκο συναλλαγών στο ΧΑΑ. Στο τέλος του 1998 ο γενικός δείκτης τιμών του χρηματιστηρίου έκλεισε στις 2.737 μονάδες, ενώ στο τέλος του 1999 έκλεισε στις 5.535 μονάδες (αύξηση ΓΔ κατά 102,2%), παρουσιάζοντας την καλύτερη επίδοση όλων των εποχών. Ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών για το 1999

διαμορφώθηκε σε 704.328.687 €, έχοντας σε ορισμένες συνεδριάσεις υπερβεί τα 1.173.881.145 € ημερησίως, έναντι 220.102.715 € ημερησίως κατά το 1998. Την ίδια περίοδο η συνολική αξία των συναλλαγών υπερδιπλασιάστηκε και ο αριθμός του επενδυτικού κοινού για τη διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών ανήλθε σε 1,35 εκατομμύρια, αντιστοιχώντας στο 30% των Ελληνικών νοικοκυριών.

Οι διαδικασίες εταιρικής και κλαδικής αναδιάρθρωσης παρουσίασαν σημαντική πρόοδο κυρίως μέσω του μηχανισμού συγχωνεύσεων και εξαγορών. Η ALPHA τράπεζα Πίστεως εξαγόρασε την πλειοψηφία των μετοχών της Ιονικής τράπεζας καταβάλλοντας τίμημα 798.239.178 €. Επίσης, προχώρησαν οι διαδικασίες συγχώνευσης μεταξύ της EFG Eurobank και της Τράπεζας Αθηνών, ενώ έλαβε χώρα η απόκτηση, μέσω δημόσιας πρότασης αγοράς μετοχών, σημαντικού ποσοστού του μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας Εργασίας από την EFG Eurobank. Τέλος, το Ελληνικό Δημόσιο, αφού ολοκλήρωσε μια σημαντική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εθνικής Τράπεζας, προχώρησε το φθινόπωρο του 1999 στις διαδικασίες διάθεσης μέρους των μετοχών της τράπεζας προς διαπραγμάτευση στο New York Stock Exchange των ΗΠΑ. Τα έσοδα του δημοσίου από τις ιδιωτικοποιήσεις ανήλθαν σε 3.137.197.359 €. προερχόμενα κυρίως από τα έσοδα της τέταρτης μετοχοποίησης του ΟΤΕ (1.000.733.676 €) και της Εθνικής Τράπεζας (824.651.504 €). Παράλληλα, τα έσοδα των φορέων του ευρύτερου Δημόσιου Τομέα από τις ιδιωτικοποιήσεις ανήλθαν σε 1.159.207.630 €.

Το 1999 οι εισηγμένες εταιρείες στο Χ.Α.Α. έφτασαν τις 294, από τις 258 το 1998. Από τις 294 εταιρείες οι 224 εντάσσονται στην Κύρια αγορά και οι 70 στην Παράλληλη. Πραγματοποιήθηκαν συνολικά 2 μετατάξεις εταιρειών από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά. Ο αριθμός των εισηγμένων στην Κύρια αγορά συνεχίζει να παρουσιάζει αύξηση, από 208 το 1998 σε 224 το 1999. Μεγάλη αύξηση των εισηγμένων παρουσίασε και η Παράλληλη Αγορά, από 50 το 1998 σε 70 το 1999

Ο συνολικός αριθμός δημοσίων εγγραφών ανήλθε σε 39 αντλώντας συνολικά κεφάλαια 934.307.783 €. Από τις 39 δημόσιες εγγραφές οι 14

πραγματοποιήθηκαν στην Κύρια Αγορά και μαζί με τις 2 μετατάξεις από την Παράλληλη αντλήθηκαν 628.253.643 €, ενώ από τις 23 εισαγωγές στην παράλληλη αγορά αντλήθηκαν 306.054.139 €. Το μέσο ύψος αντληθέντων κεφαλαίων ανά δημόσια εγγραφή διαμορφώθηκε σε 23.956.610 €, με την Π. Κωτσόβολος Α.Ε.Ε. να πραγματοποιεί την υψηλότερη άντληση, στην παράλληλη αγορά, ύψους 120.908.291 €. Τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν από τις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες κατά το 1999 μέσω αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου ανήλθαν σε 3.183.622.697€ αυξημένα κατά 73% σε σχέση με το 1998. Στο σύνολο 56 εταιρείες προέβησαν σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, με την μεγαλύτερη άντληση να πραγματοποιείται από την Βιοχάλκο Ε.Β. Χαλκού κ Αλούμ. ύψους 415.113.720 €, με τον μέσο όρο αύξησης να βρίσκεται στα 58.850.405 €. Από το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων το 95,1% προήλθε από την Κύρια αγορά, ενώ το 4,9% από την Παράλληλη. Τα κεφάλαια αυτά συνέβαλαν κατά 6,3% στην διεύρυνση της κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου.

Οι συνεχείς αυτές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου αντανακλούν τόσο την επιθυμία των εταιρειών για καινούργια ανοίγματα και επενδύσεις, όσο και το ενδιαφέρον των υποψήφιων επενδυτών για απόκτηση μετοχικών τίτλων. Τα αντληθέντα κεφάλαια κατά 53,5% χρησιμοποιήθηκαν για νέες επενδύσεις (πάγιος εξοπλισμός), 15,2% χρησιμοποιήθηκε για την χρηματοδότηση εξαγορών και συγχωνεύσεων, 16,1% για την μείωση των δανειακών υποχρεώσεων, 14,8% για κεφάλαια κίνησης και 0,5% για άλλες δραστηριότητες. Οι εταιρείες της Κύριας αγοράς προσανατολίστηκαν κυρίως σε επενδύσεις, σε αντίθεση με τις εισηγμένες στην Παράλληλη αγορά που προσανατολίστηκαν στην ελάφρυνση των χρεών τους.

Κατά το 1999 η εγχώρια αγορά τίτλων σταθερού εισοδήματος εξακολούθησε να κυριαρχείται από τις εκδόσεις των άυλων κρατικών τίτλων. Σημαντικές εξελίξεις σημειώθηκαν τόσο στην Ηλεκτρονική Δευτερογενή Αγορά των Τίτλων αυτών (ΗΔΑΤ) όσο και στην πρωτογενή. Η αποτελεσματικότητα της ΗΔΑΤ ενισχύθηκε με την τροποποίηση και βελτίωση του Κανονισμού Λειτουργίας των Βασικών Διαπραγματευτών Αγοράς, την εισαγωγή μέτρων όπως η δυνατότητα

απευθείας συμμετοχής σε αυτή μη εγκατεστημένων στην Ελλάδα χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και την οργάνωση της αγοράς ώστε, εκτός από τον δανεισμό τίτλων, να καλύψει και τις συμφωνίες πώλησης με επαναγορά.

Παράλληλα δημιουργήθηκε ο Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (ΟΔΔΗΧ), ο οποίος προσέδωσε ευελιξία στη λήψη και ταχύτητα εκτέλεσης των αποφάσεων, εντατικοποιήθηκαν οι εκδόσεις αποταμιευτικών ομολόγων, αντικαταστάθηκαν με

επιτυχία διάφοροι τίτλοι παλαιότερων εκδόσεων με ομόλογα σταθερού επιτοκίου και διευρύνθηκαν οι παραχθείσες στους επενδυτές δυνατότητες ανταλλαγής προμετόχων με μετοχές κρατικών επιχειρήσεων.

Οι εξελίξεις στις διεθνείς αγορές

Το 1999 αποκαταστάθηκε σε σημαντικό βαθμό η ηρεμία στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου και επανήλθε η εμπιστοσύνη προς το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα που είχε κλονιστεί από τις διαδοχικές κρίσεις στη νοτιοανατολική Ασία το 1997, στη Ρωσία το 1998 και στη Βραζιλία στις αρχές του 1999. Η καθιέρωση και ο προσδιορισμός των ισοτιμιών των 11 νομισμάτων της ζώνης του ευρώ έγινε ομαλά, όμως στη συνέχεια ακολούθησε σημαντική διολίσθηση του κοινού νομίσματος έναντι του δολαρίου και του γεν.

Ο ρυθμός αύξησης της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ θα φτάσει το 2,3% το 1999, έναντι 2,5% το 1998. Ο χαμηλότερος αυτός ρυθμός ανάπτυξης αντανάκλα εξελίξεις που παρατηρήθηκαν τόσο σε μεγάλες βιομηχανικές χώρες, όσο και σε αναπτυσσόμενες οικονομίες και οικονομίες σε "διαδικασία μετάβασης". Οι χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας το 1999 σηματοδοτούν, σύμφωνα με εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών, το τέλος της παρούσας καθοδικής φάσης του οικονομικού κύκλου. Με την προβλεπόμενη ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας από το 2000, αρχίζει με ευοίωνες προοπτικές ο νέος οικονομικός κύκλος.

Μεταξύ των αναπτυγμένων οικονομιών ωστόσο, παρατηρείται σημαντική διαφοροποίηση στην εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας το 1999. Οι ΗΠΑ

συνέχισαν να παρουσιάζουν υψηλούς ρυθμούς οικονομικής ανόδου. Το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε περαιτέρω, χωρίς να προκληθούν πληθωριστικές πιέσεις, γεγονός στο οποίο συντέινε η ανατίμηση του δολαρίου. Η Ιαπωνία, έχοντας ξεκινήσει ουσιαστικά βήματα αναδιάρθρωσης του χρηματοπιστωτικού της συστήματος, παρουσίασε το 1999 επιβραδυντική μείωση της οικονομικής δραστηριότητας. Η περιορισμένη ζήτηση στην ιαπωνική οικονομία και οι αναδιαρθρώσεις στον επιχειρηματικό και τραπεζικό τομέα, προξένησαν αύξηση του ποσοστού ανέργων και παρεμπόδισαν την οικονομική ανάκαμψη στην ευρύτερη εκτός Ιαπωνίας περιοχή της νοτιοανατολικής Ασίας. Στην ΕΕ ο χαμηλός ρυθμός ανόδου της εσωτερικής ζήτησης και η χαμηλή εξαγωγική επίδοση οδήγησαν σε επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, γεγονός που δεν επέτρεψε ουσιαστική απορρόφηση του υψηλού ποσοστού ανέργων.

Η υποχώρηση των πληθωριστικών πιέσεων στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων δεκαετιών, παρά τη διαρκή άνοδο της τιμής του πετρελαίου, χαρακτήρισε το σύνολο των οικονομιών του ΟΟΣΑ. Η μείωση του αποπληθωριστή του ΑΕΠ σε 2,4% το 1999, από 3,1% το 1998 ήταν κυρίως αποτέλεσμα της υποχώρησης του επιπέδου των τιμών που παρατηρήθηκε στην Ιαπωνία. Ο πληθωρισμός παρέμεινε χαμηλός στις ΗΠΑ, παρά την ισχυρή ανάπτυξη της οικονομίας, γεγονός που αποδίδεται τόσο στην "εξαγωγή πληθωρισμού" μέσω του "σκληρού" δολαρίου, όσο και στη διεύρυνση της συνολικής προσφοράς και την αύξηση της παραγωγικότητας στους κλάδους υψηλής τεχνολογίας, που έχουν οδηγήσει σε μείωση του "φυσικού ποσοστού ανεργίας".

Η υψηλή κερδοφορία των μεγάλων εταιρειών, η μεγάλη ρευστότητα στις αγορές και η αναζήτηση υψηλών αποδόσεων σε περιβάλλον ολοένα και πιο χαμηλών τραπεζικών επιτοκίων συνετέλεσαν στην άνοδο των δεικτών των διεθνών χρηματιστηρίων κατά το 1999. Στην ίδια κατεύθυνση συνέβαλαν και οι υψηλές προσδοκίες που είχαν τροφοδοτηθεί από το μεγάλο όγκο συγχωνεύσεων και εξαγορών που πραγματοποιήθηκαν στη διάρκεια του έτους στην Ευρώπη και στις ΗΠΑ.

Η σταδιακή αποκατάσταση του κλίματος εμπιστοσύνης προς τις αναδυόμενες αγορές επέδρασε θετικά στην επανατοποθέτηση θεσμικών επενδυτών σε αγορές χρήματος και κεφαλαίου της νοτιοανατολικής Ασίας και της Ιαπωνίας. Τα χρηματιστήρια των περισσότερων χωρών, που είχαν καταγράψει τις μεγαλύτερες απώλειες στις συναλλαγματικές κρίσεις της προηγούμενης διετίας, επανήλθαν στα προ της κρίσης επίπεδα.

Σημαντική πτώση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων (σε μέσα επίπεδα) χαρακτήρισε τη νομισματική πολιτική Ευρώπης και Ιαπωνίας το 1999. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια στις ΗΠΑ και την ΕΕ στις αρχές του 1999 διαμορφώθηκαν στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων τριών δεκαετιών. Η συνολική μείωση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων της ζώνης του ευρώ γύρω στις 0,7 ποσοστιαίες μονάδες στο πεντάμηνο Δεκεμβρίου 1998 - Απριλίου 1999, απέβλεπε τόσο σε ομαλές συνθήκες εισαγωγής του ευρώ όσο και στην τόνωση της ζήτησης. Η αντιπληθωριστική πολιτική ελαφράς αύξησης των επιτοκίων της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ στα μέσα του έτους, οδήγησαν την ισοτιμία ευρώ /δολαρίου σε ευρείες διακυμάνσεις.

Το 1999 επήλθε ηρεμία στη διεθνή αγορά συναλλάγματος, με περιορισμό της μεταβλητότητας στις ισοτιμίες των νομισμάτων, χωρίς όμως να παρατηρείται παράλληλα και σταθερότητα στις ισοτιμίες των κυριότερων νομισμάτων. Η υποτίμηση του νομίσματος της Βραζιλίας στα μέσα Ιανουαρίου του 1999 δεν προκάλεσε γενικότερες αλυσιδωτές αντιδράσεις, παρά περιορισμένες μόνο στην περιφέρεια της Λατινικής Αμερικής.

Η ισχυρή οικονομική άνοδος των ΗΠΑ σε σχέση με εκείνη της ευρωπαϊκής ηπείρου, καθώς επίσης και η κρίση στο Κόσοβο κατά το πρώτο εξάμηνο του 1999, οδήγησαν σε συνεχή διολίσθηση του ευρώ έναντι του δολαρίου, παρά την επιτυχή και ομαλή εισαγωγή του νέου νομίσματος. Το δολάριο συνέχισε να ανατιμάται παρά τη διαρκή αύξηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών που έφτασε σε ύψη-ρεκόρ το 1999. Η προτίμηση την οποία έδειξαν οι διεθνείς αγορές για τις υψηλές διαφορετικές αποδόσεις των ομολόγων του αμερικανικού Δημοσίου έναντι των ευρωπαϊκών συνέπεσε χρονικά με την ανοδική τάση του αμερικανικού νομίσματος, την οποία σε ένα βαθμό και

ενίσχυσε. Έντονη και διαρκή ανοδική πορεία ακολούθησε και το ιαπωνικό νόμισμα το 1999, παρά τα προβλήματα της οικονομίας, ενώ το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της χώρας παρέμεινε πλεονασματικό.

Δραστηριότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κατά το 1999

Σύμφωνα με απόφαση του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς οι κανόνες που διέπουν τη Δημόσια Πρόταση Αγοράς Κινητών Αξιών έχουν ως σκοπό να διασφαλίσουν ότι:

- Όλοι οι κάτοχοι κινητών αξιών της υπό εξαγορά εταιρίας που βρίσκονται υπό παρόμοιες συνθήκες τυγχάνουν ισότιμης μεταχείρισης.
- Οι αποδέκτες της Δημόσιας Πρότασης διαθέτουν επαρκή χρόνο και πληροφόρηση προκειμένου να λάβουν την απόφαση τους σχετικά με τη Δημόσια Πρόταση. Επίσης, η άσκηση δραστηριοτήτων της υπό εξαγορά εταιρίας δεν παρακωλύεται και τέλος, ο προτείνον καταβάλλει πλήρως το τίμημα και λαμβάνει όλα τα εύλογα μέτρα για την καταβολή κάθε άλλου ανταλλάγματος.

Σημαντική εξέλιξη για την κεφαλαιαγορά που αφορά στη ρύθμιση της επενδυτικής πολιτικής των ασφαλιστικών φορέων, αποτελεί η έκδοση κοινής Υπουργικής Απόφασης με βάση την οποία καθορίζονται:

- Οι όροι και προϋποθέσεις διενέργειας επενδύσεων από τους ασφαλιστικούς φορείς αρμοδιότητας του Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών ασφαλίσεων σε κινητές αξίες.
- Οι κανόνες επενδυτικής συμπεριφοράς για την αξιοποίηση της κινητής περιουσίας των ασφαλιστικών φορέων.
- Το πλαίσιο εκσυγχρονισμού της διοικητικής οργάνωσης των ανωτέρω ασφαλιστικών φορέων.

Τέλος, Η υποχρέωση των εισηγμένων εταιριών να δημιουργήσουν τμήμα εσωτερικού ελέγχου αλλά και υπηρεσία εξυπηρέτησης μετόχων και υπηρεσία εταιρικών ανακοινώσεων όπως προβλέπεται από τα άρθρα 12 έως και 14 του Κανονισμού εξειδικεύθηκε με διατάξεις του νόμου “Για την εταιρική

διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις”.

5. ΕΚΘΕΣΗ 2000

Γενική επισκόπηση

Το έτος 2000 επεφύλαξε δοκιμασίες στο Ελληνικό επενδυτικό κοινό και την κεφαλαιαγορά. Μετά από τρία συνεχή έτη πολύ μεγάλων ανόδων στις χρηματιστηριακές αξίες, το 2000 ήταν έτος σημαντικής διόρθωσης των τιμών των μετοχών. Η μακροσκοπική αυτή συμπεριφορά είναι συνήθης στα διεθνή χρηματιστηριακά δεδομένα. Η προκήρυξη και διενέργεια εθνικών εκλογών τον Απρίλιο του 2000 δημιούργησε ένα πόλο νευρικότητας στην χρηματιστηριακή αγορά. Από την άλλη πλευρά, η οριστική υποδοχή της Ελλάδας στην ζώνη του Ευρώ εξάλειψε και τις τελευταίες αβεβαιότητες που υπήρχαν ως προς την ενταξιακή πορεία της Ελληνικής οικονομίας. Τέλος, η ανακοίνωση της μελλοντικής κατάταξης της Ελληνικής στην κατηγορία των ανεπτυγμένων αγορών απετέλεσε μία σημαντική διεθνή αναγνώριση για την ωριμότητα και την αποδοτικότητα των λειτουργικών, εποπτικών και θεσμικών συστημάτων της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Τα γενικά πολιτικά και οικονομικά γεγονότα δεν επαρκούν για την ερμηνεία των εξελίξεων. Η διόρθωση των χρηματιστηριακών τιμών κατά το έτος 2000 είχε ως θεμελιώδες γενεσιουργό αίτιο την μεγάλη κρίση υπερτίμησης των μετοχών κατά το 1999. Η κρίση εκείνη κορυφώθηκε από εκρηκτική αύξηση της ζήτησης για μετοχές σε μία περίοδο 2-3 μηνών το καλοκαίρι του 1999, περίοδο τόσο μικρή ώστε να ήταν τότε αδύνατη η ταχεία προσαρμογή της προσφοράς τίτλων. Το κλίμα ευφορίας που επικράτησε εκείνο το διάστημα οδήγησε μεγάλο τμήμα του επενδυτικού κοινού σε διενέργεια αγορών με κίνητρο την βραχυπρόθεσμη κερδοσκοπία και όχι την γνώση και την προσδοκία της κερδοφορίας των εκδοτριών εταιριών. Αυτή η συνταγή για κρίσεις υπερτίμησης έχει σημειωθεί σε πολλές αγορές, πιο πρόσφατα μάλιστα στο χρηματιστήριο NASDAQ των Η.Π.Α. Από την ευρύτατη διεθνή εμπειρία στο θέμα αυτό, και από τις αναλύσεις πολλών εποπτικών αρχών προκύπτει σαφώς ότι τέτοιες κρίσεις δεν αντιμετωπίζονται, ενώ εξελίσσονται, με αγορανομικά ή

αστυνομικά μέτρα. Η πιθανότητα εκδήλωσής τους μειώνεται με αυξημένη διαφάνεια και ανάπτυξη της χρηματιστηριακής παιδείας. Τα περιστατικά κρίσεων υπερτίμησης διορθώνονται τελικά από τον ίδιο τον μηχανισμό της αγοράς. Η αναζήτηση εξωοικονομικών παρεμβάσεων είναι συχνά επιβλαβής διότι εμποδίζει τον μηχανισμό της αγοράς να λειτουργήσει αποτελεσματικά.

Η διόρθωση των τιμών μετά την υπερτίμηση του Σεπτεμβρίου 1999 επήλθε μέσω του μηχανισμού των ρευστοποιήσεων θέσεων. Μεγάλα τμήματα του επενδυτικού κοινού ρευστοποίησαν θέσεις, ιδίως στις λεγόμενες 'περιφερειακές' μετοχές, οι οποίες είχαν υπερτιμηθεί υπερβολικά από το κύμα των αλόγιστων αγορών που είχε προηγηθεί.

Υπήρξε όμως και μία δεύτερη πιο σημαντική διόρθωση: κατά το έτος 2000 παρατηρήθηκαν μεγάλες ρευστοποιήσεις θέσεων από θεσμικούς επενδυτές 'αναδυόμενων αγορών' του εξωτερικού, οι οποίοι διέθεταν κυρίως τίτλους εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης (τράπεζες, τηλεπικοινωνίες κ.α.). Το φαινόμενο αυτό οφείλεται αφενός στην προσδοκώμενη μετάταξη της Ελληνικής αγοράς και αφετέρου στην προσδοκία μεγαλύτερων κεφαλαιακών κερδών σε άλλες αναδυόμενες αγορές. Τέλος σημαντική επίδραση στην διόρθωση των χρηματιστηριακών τιμών στην Ελλάδα άσκησε η γενική τάση διόρθωσης των τιμών στα διεθνή χρηματιστήρια, η πλειοψηφία των οποίων έδειξε αρνητική επίδοση κατά το 2000.

Είναι πολύ σημαντικό στοιχείο της χρηματιστηριακής παιδείας να εξοικειώνεται όλο περισσότερο το επενδυτικό κοινό με τους κινδύνους και τις διακυμάνσεις των τιμών, έτσι ώστε να οδηγείται σε ψύχραιμες επενδυτικές αποφάσεις. Οι ψύχραιμες επενδυτικές αποφάσεις συντείνουν αποφασιστικά στην ομαλή λειτουργία της αγοράς, αλλά και στην ωφέλεια των επενδυτών.

Η ελληνική οικονομία

Η συνεπής οικονομική πολιτική της Ελληνικής Κυβέρνησης οδήγησε ήδη από την άνοιξη του 2000 στην ικανοποίηση των κριτηρίων σύγκλισης που προβλέπονται στη Συνθήκη του Μάαστριχ για την πλήρη συμμετοχή μιας χώρας στην Ευρωπαϊκή Οικονομική και Νομισματική Ένωση (Ο.Ν.Ε.). Ως

αποτέλεσμα της επιτυχούς αυτής προσπάθειας, το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο αποφάσισε κατά τη Σύνοδο Κορυφής της Feira την 19η Ιουνίου 2000 την πλήρη συμμετοχή της Ελλάδος στο τελικό στάδιο της

Ο.Ν.Ε. από την 1η Ιανουαρίου 2001. Η απόφαση αυτή, η οποία αποτελεί ιστορικό σταθμό για την χώρα, επηρέασε αποφασιστικά τις μακροοικονομικές εξελίξεις.

Κατά το 2000 η Ελληνική οικονομία συνέχισε, για πέμπτη συνεχή χρονιά, να αναπτύσσεται με ρυθμό υψηλότερο του μέσου όρου της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Ε.Ε.). Προσωρινές εκτιμήσεις φέρουν το πραγματικό Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) της χώρας να έχει αυξηθεί κατά 4,1%, έναντι αύξησης 3,4% του συνόλου των χωρών της Ε.Ε.

Η αύξηση του Α.Ε.Π. ήταν το αποτέλεσμα της αύξησης της συνολικής εγχώριας ζήτησης. Η επίδραση της ζήτησης από το εξωτερικό, όπως εκφράζεται στο εμπορικό ισοζύγιο, ήταν το 2000 αρνητική, σε αντίθεση προς το 1999 όπου ήταν οριακά θετική. Οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου, οι οποίες αποτελούν βασικό παράγοντα καθορισμού της εγχώριας ζήτησης, εκτιμάται ότι αυξήθηκαν κατά 9,3% σε πραγματικές τιμές το 2000 έναντι 7,3% το 1999.

Η επενδυτική δραστηριότητα ήταν έντονη τόσο από τον ιδιωτικό όσο και από το δημόσιο τομέα και τροφοδοτήθηκε κυρίως από τη χρηματοδότηση μεγάλων έργων υποδομής αλλά και από επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό. Σημαντική ήταν επίσης η συμβολή της καταναλωτικής ζήτησης στην αύξηση του Α.Ε.Π. Η ιδιωτική κατανάλωση αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκε το 2000 κατά 3,1% σε πραγματικές τιμές, έναντι 2,9% το 1999. Η δημόσια κατανάλωση σημείωσε επίσης μικρή αύξηση κατά 0,8%. Η άνοδος της συνολικής εγχώριας ζήτησης συνοδεύτηκε από σημαντική εισαγωγική διείσδυση στην Ελληνική οικονομία, δοθέντος ότι οι εισαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 7,4% το 2000 έναντι 3,9% το 1999, ενώ οι εξαγωγές αγαθών και υπηρεσιών αυξήθηκαν κατά 8% το 2000 έναντι 6,5% το 1999.

Η σημαντική αύξηση του Α.Ε.Π. το 2000 αντανακλάται στην πορεία του δείκτη βιομηχανικής παραγωγής. Την περίοδο Ιανουαρίου-Αυγούστου, η μέση ετήσια αύξηση της συνολικής βιομηχανικής παραγωγής ήταν 7,7%, έναντι 2,8% το

1999. Η αύξηση αυτή οφείλεται στους υψηλούς ρυθμούς επέκτασης της παραγωγής διαρκών καταναλωτικών αγαθών, ενέργειας, κεφαλαιακών και ενδιάμεσων αγαθών καθώς και στην ισχυρή ανάκαμψη της εξορυκτικής δραστηριότητας.

Η επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης της Ελληνικής οικονομίας οδήγησε σε μικρή μείωση του ποσοστού ανεργίας από 12% το 1999 σε 11,3% το 2000. Οι κατά κεφαλή ονομαστικές αμοιβές στο σύνολο της οικονομίας αυξήθηκαν κατά 4,5% ενώ η παραγωγικότητα της εργασίας αυξήθηκε κατά 2,9% με αποτέλεσμα τη μικρή αύξηση του ονομαστικού κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος κατά 1,5% το 2000 έναντι 0,6% το 1999.

Κατά το 2000 παρατηρήθηκε επιτάχυνση του πληθωρισμού. Ο Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) αυξήθηκε κατά 3,2% έναντι 2,4% το 1999, ενώ ο εναρμονισμένος ΔΤΚ αυξήθηκε κατά 2,9% έναντι 2,1% το 1999. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στην άνοδο της διεθνούς τιμής του πετρελαίου και στην ανατίμηση του δολαρίου έναντι του Ευρώ και της δραχμής. Ωστόσο, οι ίδιοι παράγοντες οδήγησαν και σε επιτάχυνση του μέσου πληθωρισμού στη ζώνη του ευρώ από 1,7% το Δεκέμβριο του 1999 σε 2,7% τον Οκτώβριο του 2000. Βεβαίως, η επιτάχυνση του πληθωρισμού κατά το 2000 επηρεάστηκε από την πορεία σταδιακής προσέγγιση της αξίας της δραχμής προς την αμετάκλητη κεντρική της ισοτιμία των 340,75 δρχ ανά ευρώ.

Η πορείας αυτή και η διολίσθηση της δραχμής έναντι του δολαρίου και του γιεν, οδήγησαν σε μείωση της σταθμισμένης συναλλαγματικής της ισοτιμίας κατά 6,2%.

Οι νομισματικές εξελίξεις το έτος αυτό χαρακτηρίστηκαν επίσης από τη σταδιακή σύγκλιση των εγχωρίων επιτοκίων προς τα επιτόκια της ζώνης του ευρώ, εν όψει της συμμετοχής της χώρας στο τελικό στάδιο της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

Στο νέο νομισματικό πλαίσιο, η Τράπεζα της Ελλάδος μείωσε σταδιακά το επιτόκιο παρέμβασης στη διατραπεζική αγορά χρήματος για πράξεις 14 ημερών από 10,75% στο τέλος του 1999 σε 4,75% στο τέλος του 2000, οδηγώντας σε μείωση του μέσου επιτοκίου καταθέσεων ταμειυτηρίου κατά 3,6

εκατοστιαίες μονάδες και του μέσου επιτοκίου καταθέσεων προθεσμίας κατά 3 εκατοστιαίες μονάδες.

Η ελληνική αγορά χρήματος και κεφαλαίου

Το έτος 2000 χαρακτηρίστηκε από έντονες χρηματιστηριακές διακυμάνσεις και υποχώρηση της συναλλακτικής δραστηριότητας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.) αλλά επίσης από σημαντικό θεσμικό εκσυγχρονισμό και δραστηριότητα στην πρωτογενή και την δευτερογενή αγορά μετοχικών τίτλων. Η συρρίκνωση της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιριών δεν αποτέλεσε παράγοντα αποσταθεροποίησης των συστημάτων της αγοράς, καθώς ενισχύθηκε περαιτέρω η ομαλή ανάπτυξη και ασφάλεια των συναλλαγών υπό καθεστώς διαφάνειας.

Κατά το 2000 σημειώθηκε διόρθωση των χρηματιστηριακών τιμών και υποχώρηση της συναλλακτικής δραστηριότητας στο Χ.Α.Α. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών του χρηματιστηρίου έκλεισε στο τέλος του 2000 στις 3388,9 μονάδες παρουσιάζοντας συνολική ετήσια πτώση κατά 38,8% σε σχέση με το κλείσιμο στο τέλος του 1999. Η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών για το 2000 διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 150 δισ. δρχ έναντι 240 δισ. δρχ το 1999 και 75 δισ. δρχ το 1998. Η συνολική κεφαλαιοποίηση στο Χ.Α.Α. ανήλθε στο τέλος του 2000 σε 40,2 τρισ. δρχ έναντι 67,3 τρισ. δρχ το 1999, σημειώνοντας μείωση κατά 40,3%. Παρά την μείωση, η συνολική κεφαλαιοποίηση αντιστοιχεί στο 100% περίπου του Α.Ε.Π. της χώρας, αναδεικνύοντας το σημαντικό ρόλο της κεφαλαιαγοράς στην εθνική οικονομία.

Η διορθωτική τάση και οι έντονες διακυμάνσεις τόσο του γενικού επιπέδου των τιμών όσο και των σχετικών τιμών των μετοχικών τίτλων στο Χ.Α.Α κατά το έτος 2000 οφείλονται σε σημαντικό βαθμό στην εμμονή των δυσμενών επιδράσεων του σωρευτικού κύκλου υπερθέρμανσης και αυτοτροφοδοτούμενων προσδοκιών που σημειώθηκε στην Ελληνική κεφαλαιαγορά κατά το τρίτο τρίμηνο του 1999. Όπως είναι γνωστό, ο κύκλος

υπερθέρμανσης οδήγησε σε πρωτόγνωρη για την Ελληνική εμπειρία εισροή ρευστότητας στο Χ.Α.Α., η οποία ώθησε απότομα προς τα πάνω τις τιμές.

Οι γρήγορες ανατιμήσεις προσήλκυσαν νέο κύμα ρευστότητας και ο κύκλος αυτοτροφοδοτήθηκε. Ως αποτέλεσμα των ανατιμήσεων αυτών παρατηρήθηκε στρέβλωση στις τιμές των τίτλων σε σχέση με την προσδοκώμενη κερδοφορία των εταιριών, διαμορφώθηκε μια γενική προτίμηση του κοινού στην χρήση των χρηματιστηριακών τίτλων ως τοποθετήσεις βραχείας προθεσμίας, και επήλθε μια 'αποδιαφοροποίηση' επενδυτικών χαρτοφυλακίων με την συγκέντρωση των επιλογών των επενδυτών σε ολιγάριθμους τίτλους και την παρεπόμενη έκθεσή τους σε περιττό επενδυτικό κίνδυνο. Επιπλέον, παρατηρήθηκαν έντονα φαινόμενα επενδυτικού μιμητισμού τα οποία δεν προσανατόλισαν τους επενδυτές στην σωστή επιλογή αλλά στη 'δημοφιλή τοποθέτηση' της στιγμής. Οι επιδράσεις του κύκλου υπερθέρμανσης και αυτοτροφοδοτούμενων προσδοκιών επέβαλλαν στους μήνες που ακολούθησαν μια πορεία σταδιακής διόρθωσης των τιμών λόγω των εκτεταμένων ρευστοποιήσεων χαρτοφυλακίων τόσο απο εγχώριους επενδυτές όσο και απο αλλοδαπούς θεσμικούς επενδυτές. Οι ρευστοποιήσεις καθόρισαν σε σημαντικό βαθμό την χρηματιστηριακή συμπεριφορά του τελευταίου τριμήνου του 1999 και του έτους 2000.

Κατά το πρώτο τρίμηνο του 2000 η ένταση των χρηματιστηριακών διακυμάνσεων ενισχύθηκε από την νευρικότητα που δημιούργησε η ανακοίνωση και η πραγματοποίηση των εθνικών εκλογών τον Μάρτιο του έτους αυτού. Με το τέλος των εκλογών, οι αβεβαιότητες περιορίστηκαν με αποτέλεσμα την επαναφορά κλίματος αισιοδοξίας στην χρηματιστηριακή αγορά η οποία οδήγησε σε επιτάχυνση της εισροής νέας ρευστότητας σε αυτή μέχρι το τέλος του Απριλίου.

Από τα τέλη Απριλίου το επενδυτικό κλίμα επιδεινώθηκε εκ νέου αντανακλώντας τις

αναμενόμενες αρνητικές επιδράσεις της έντονα ανοδικής πορείας της διεθνούς τιμής του πετρελαίου στον εγχώριο και τους διεθνείς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης. Πράγματι, η άνοδος της διεθνούς τιμής του πετρελαίου την

περίοδο Απριλίου-Σεπτεμβρίου 2000 υπήρξε ιδιαίτερα μεγάλη τροφοδοτώντας χρηματιστηριακή αστάθεια στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Από τα τέλη του Αυγούστου σημειώθηκε σημαντική εισροή ρευστότητας, κυρίως από τους ξένους θεσμικούς επενδυτές, με αποτέλεσμα νέα άνοδο του γενικού δείκτη τιμών στο Χ.Α.Α. Ωστόσο, η δυναμική βελτίωσης του επενδυτικού κλίματος δεν ήταν αρκετά έντονη. Σε αυτό συνέβαλε αποφασιστικά ένας νέος κύκλος αναστάτωσης στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, ιδίως σε μετοχές εταιριών των κλάδων των τηλεπικοινωνιών και της «Νέας Οικονομίας», κλπ. Συνέβαλαν επίσης και τυχαία γεγονότα όπως το πολύνεκρο ατύχημα ναυτιλιακής εταιρίας τον Σεπτέμβριο και η αυτοκτονία του προέδρου του διοικητικού της συμβουλίου. Από τον Οκτώβριο 2000 εμφανίστηκε νέα τάση ρευστοποιήσεων, ιδιαιτέρως από τους ξένους θεσμικούς επενδυτές. Οι μεγάλες αυτές ρευστοποιήσεις από τους ξένους θεσμικούς επενδυτές οφείλονται, δοθέντος του επενδυτικού τους χαρακτήρα, σε σημαντικό βαθμό στην αναδιάρθρωση των χαρτοφυλακίων τους ενόψει της προσεχούς αναβάθμισης

της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς από τους διεθνείς οίκους αξιολόγησης αγορών και την ένταξη της στις ώριμες αγορές το έτος 2001. Το έτος αυτό αποτελεί ορόσημο για την Ελληνική οικονομία λόγω της σύνδεσης της δραχμής με το Ευρώ με σταθερή ισοτιμία και της πλήρους κατάργησης της το 2002.

Η πρωτογενής αγορά κεφαλαίου λειτούργησε ικανοποιητικά παρά την παρατεταμένη διόρθωση των τιμών. Η άντληση κεφαλαίων από νεοεισαγόμενες και εισηγμένες επιχειρήσεις συνέχισε να προσφέρει πολύ σημαντικούς πόρους με τη μορφή μετοχικού κεφαλαίου στις ελληνικές επιχειρήσεις. Το έτος 2000 έγιναν 48 νέες εισαγωγές εταιριών στο χρηματιστήριο έναντι 42 εισαγωγών το 1999, οι οποίες άντλησαν 871,6 δισ. δρχ έναντι 627,8 δισ. δρχ το 1999 (ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1). Το χρηματιστήριο απέτελεσε για δεύτερο συνεχή χρόνο μία πηγή μεγάλης χρηματοδότησης των εταιριών. Η συνεχής άντληση πόρων από την κεφαλαιαγορά επιφορτίζει τις εισηγμένες εταιρίες με την υποχρέωση να χρησιμοποιούν αποτελεσματικά τα κεφάλαια αυτά προς όφελος όλων των μετόχων τους και να διατηρούν υψηλό

επίπεδο διαφάνειας των ενεργειών τους προς το επενδυτικό κοινό. Η προβλεπόμενη κερδοφορία των εισηγμένων εταιριών είναι ασφαλώς θετική. Η εξομάλυνση της αγοράς και των προσδοκιών στο ελληνικό χρηματιστήριο προϋποθέτει την συνεχή επικοινωνία των εταιριών με όλο τον μετοχικό κόσμο που τις στηρίζει. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θέσπισε δύο θεμελιώδεις κανονισμούς συμπεριφοράς το έτος που πέρασε: τον κανονισμό επιθετικών εξαγορών και τον κανονισμό συμπεριφοράς εισηγμένων εταιριών. Οι εταιρίες οφείλουν να αξιοποιήσουν τα εργαλεία που παρέχουν οι κανονισμοί αυτοί για την οικοδόμηση νέων σχέσεων εμπιστοσύνης με το επενδυτικό κοινό.

Οι εξελίξεις στις διεθνείς αγορές

Η έναρξη του 2000 συνοδεύτηκε από μετριασμό του ενθουσιασμού που είχε επικρατήσει στις διεθνείς κεφαλαιαγορές κατά το 1999, ιδιαίτερα όσον αφορά στις τιμές των μετοχών των εταιριών της «Νέας Οικονομίας». Η εκτίμηση ότι οι μετοχές αυτές ήταν υπερτιμολογημένες οδήγούσε συχνά σε έντονες χρηματιστηριακές διακυμάνσεις. Οι διακυμάνσεις αυτές τροφοδοτήθηκαν επίσης από την άσκηση περιοριστικής νομισματικής πολιτικής συνοδευόμενη από διακυμάνσεις στην προσφορά χρήματος στις ΗΠΑ. Οι νομισματικές αυτές μεταβολές δεν απορροφήθηκαν επαρκώς από τους μηχανισμούς σταθεροποίησης τιμών και διαμόρφωσης της αγοράς από τους market-makers. Η μεγάλη αύξηση των χρηματιστηριακών τιμών των εταιριών της «Νέας Οικονομίας» στις διεθνείς κεφαλαιαγορές κατά το 1999 συνέβαλλε στη συγκέντρωση πολλών κεφαλαίων από τις εταιρίες αυτές κατά το 2000 μέσω διαδοχικών αυξήσεων του μετοχικού τους κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή για την χρηματοδότηση νεοσύστατων εταιριών υψηλής τεχνολογίας. Παράλληλα, οι χαμηλές αποδόσεις και κεφαλαιακές ζημίες πολλών εταιριών κατά το 1999 και ο εντεινόμενος ανταγωνισμός συνέβαλαν στην εμφάνιση έντονης τάσης επαναγοράς ιδίων μετοχών κατά το 2000. Ωστόσο, κατά το έτος αυτό, οι διεθνείς κεφαλαιαγορές συνέχισαν την ενθάρρυνση της ελεύθερης μετακίνησης κεφαλαίων, οδηγώντας σε έξαρση των διασυνοριακών εξαγορών και συγχωνεύσεων μεταξύ εταιριών.

Οι διακυμάνσεις των χρηματιστηριακών τιμών και οι συσχετίσεις της χρηματιστηριακής συμπεριφοράς μεταξύ των εθνικών αγορών και μεταξύ των κλάδων οικονομικής δραστηριότητας έγιναν ακόμη εντονότερες στο πρώτο τρίμηνο του 2000, καθώς αυξήθηκε δραματικά η διακύμανση της παγκόσμιας αγοράς.

Ωστόσο, οι διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών των εταιριών της 'Νέας Οικονομίας' παρουσίασαν διαφοροποιήσεις σε σχέση προς τις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών των εταιριών της 'Παλαιάς Οικονομίας'. Σε συνέχεια της σύντομης πτώσης τους διεθνώς που παρατηρήθηκε στην αρχή του 2000, οι τιμές των μετοχών στην Ευρώπη ανέκαμψαν, ενώ στις ΗΠΑ παρέμειναν στάσιμες ή ακολούθησαν περαιτέρω πτωτική πορεία. Στην Ιαπωνία, η ανακοίνωση στα μέσα Μαρτίου ότι η οικονομία αντιμετωπίζει έντονο κίνδυνο ύφεσης με βάση τα στοιχεία του τελευταίου τριμήνου του 1999, οδήγησε σε προσωρινές αλλά σημαντικές ρευστοποιήσεις μετοχών.

Κατά το 2000 οι εξελίξεις στα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη των ανεπτυγμένων χωρών ήταν κατά κανόνα ενθαρρυντικές. Ο ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π. στις χώρες-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης ήταν 3,4% το 2000 έναντι 2,3% το 1999 (Πίνακα 22), ενώ ο πληθωρισμός σημείωσε μικρή άνοδο από 1,7% το 1999 σε 1,9% το 2000, κυρίως λόγω της αύξησης της διεθνούς τιμής του πετρελαίου και της διολίσθησης του ευρώ έναντι του δολαρίου και του γεν. Η αύξηση του Α.Ε.Π. στις Η.Π.Α. επιβραδύνθηκε από 4,1% το 1999 σε 3,6% το 2000, ενώ στην Ιαπωνία επιταχύνθηκε από 0,3% σε 1,1% αντίστοιχα. Ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ αυξήθηκε από 1,6% το 1999 σε 2,3% το 2000 λόγω της έντονης οικονομικής μεγέθυνσης και της αύξησης της τιμής του πετρελαίου, ενώ δε Ιαπωνία επιβραδύνθηκε από 0,5% το 1999 σε 0,2% το 2000 λόγω της οικονομικής ύφεσης.

Η διολίσθηση του ευρώ έναντι του δολαρίου σε επίπεδα χαμηλότερα των 0,84 δολάρια ανά ευρώ, είχε ως αποτέλεσμα τη μείωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις προοπτικές των Ευρωπαϊκών μετοχών, οδηγώντας σε ρευστοποιήσεις τους. Επιπλέον, στην προσπάθειά της να συγκρατήσει την ισοτιμία δολαρίου προς ευρώ, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προέβη σε

αύξηση του ελαχίστου βραχυπροθέσμου επιτοκίου δανεισμού σε ευρώ από τις εμπορικές τράπεζες. Αρνητικό, τέλος, ρόλο είχε και η αύξηση της τιμής του πετρελαίου σε επίπεδα ανώτερα των 37 δολαρίων Η.Π.Α. ανά βαρέλι.

Κατά τη διάρκεια του 2000 άρχισε η υλοποίηση των προσπαθειών συγχωνεύσεων και εξαγορών μεταξύ των Ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων. Η πρώτη προσπάθεια περιλαμβάνει τη δημιουργία του χρηματιστηρίου «Euronext» και η δεύτερη τη δημιουργία του χρηματιστηρίου «iX». Η δεύτερη προσπάθεια τελικώς δεν ευδοκίμησε, λόγω της έλλειψης επαρκούς συναίνεσης των μετόχων όπως επίσης και της δημόσιας πρότασης επιθετικής εξαγοράς του χρηματιστηρίου του Λονδίνου από το χρηματιστήριο της Στοκχόλμης.

Δραστηριότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κατά το 2000

Κατά το 2000 το Διοικητικό Συμβούλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, έχοντας τις απαιτούμενες νομοθετικές εξουσιοδοτήσεις, προχώρησε στην έκδοση διαφόρων κανονιστικών αποφάσεων και εισηγήθηκε την έκδοση άλλων αποφάσεων προς τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας. Πρόκειται για αποφάσεις θεσμικού χαρακτήρα, οι οποίες αποβλέπουν στην εξυπηρέτηση και προστασία του επενδυτικού κοινού, στην ενίσχυση της ομαλότητας της αγοράς, στην ενίσχυση της προστασίας του συστήματος συναλλαγών και εκκαθάρισης, στην εξασφάλιση της διαφάνειας στην κεφαλαιαγορά και στην εύρυθμη λειτουργία των φορέων της κεφαλαιαγοράς.

Το έτος 2000 έγιναν νέα μεγάλα βήματα για την ωρίμανση και την εμβάθυνση των μηχανισμών εποπτείας της κεφαλαιαγοράς. Η προληπτική εποπτεία των χρηματιστηριακών εταιριών και των συναλλαγών αξιοποίησε περισσότερο τις τεχνικές δυνατότητες του νέου συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών. Εγκαινιάσθηκε η συνδυασμένη παρακολούθηση της αγοράς παραγώγων με την αγορά του ΧΑΑ Επιταχύνθηκε και επεκτάθηκε σε μεγαλύτερη συχνότητα ο έλεγχος επάρκειας κεφαλαίων των ΑΕΠΕΥ. Η παρακολούθηση της εφαρμογής των κανόνων για το ξέπλυμα χρήματος έγινε πιο εντατική. Η κατασταλτική εποπτεία διευρύνθηκε πολύ σημαντικά με τον πολλαπλασιασμό των ελέγχων,

των κυρώσεων, και την διαλεύκανση ιδιαίτερα σημαντικών περιπτώσεων χρηματιστηριακών παραβάσεων.

Σημαντικό μέτρο προληπτικής εποπτείας είναι η παροχή αδειών και εγκρίσεων. Η δραστηριότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στον τομέα αυτόν ήταν κατά το 2000 ιδιαίτερα σημαντική: χορηγήθηκαν άδειες λειτουργίας σε 9 ΑΧΕ, 10 ΑΕΠΕΥ, 1 ΑΕΔΑΚ και 31 ΑΕΕΧ και τροποποιήθηκαν οι όροι λειτουργίας 7 ΑΧΕ προκειμένου να επεκτείνουν τις δραστηριότητες τους ως ΑΕΠΕΥ. Κατά το 2000 εγκρίθηκε η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου 70 ΑΧΕ και ΑΕΠΕΥ και 9 ΑΕΕΧ καθώς και η σύσταση 36 νέων αμοιβαίων κεφαλαίων.

Από τους ελέγχους που πραγματοποιήθηκαν κατά το 2000 προέκυψαν παραβάσεις, οι οποίες οδήγησαν την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στην επιβολή προστίμων συνολικού ποσού 3,411 δισ. δρχ έναντι ποσού 1,074 δισ. δρχ το 1999, αντιπροσωπεύοντας ετήσια αύξηση 217,6%.

Τον Απρίλιο του 2000 η Επιτροπή ανακοίνωσε ένα νέο πρόγραμμα θεσμικών μεταρρυθμίσεων με προοπτική την ένταξη της Ελληνικής αγοράς στην κατηγορία των ανεπτυγμένων αγορών. Το πρόγραμμα αυτό προϋπέθετε νομοθετικές παρεμβάσεις αλλά και κανονιστικές ρυθμίσεις από την Επιτροπή.

6. ΕΚΘΕΣΗ 2001

Γενική επισκόπηση

Με την ένταξή της στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση, η Ελληνική οικονομία λειτουργεί σε ένα νέο περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, μηδενικού - σχεδόν - συναλλαγματικού κινδύνου και σημαντικά μεγαλύτερης εμπιστοσύνης της αγοράς λόγω της σταθερότητας του οικονομικού περιβάλλοντος.

Το 2001 ήταν έτος σημαντικών μεταβολών, προκλήσεων αλλά και επιτευγμάτων για την ελληνική οικονομία. Μετά την ένταξη της χώρας μας στην ΟΝΕ και την υιοθέτηση του ενιαίου νομίσματος από την 1η Ιανουαρίου 2001, η οικονομία λειτουργεί σε ένα νέο νομισματικό περιβάλλον που διασφαλίζει υψηλό βαθμό σταθερότητας των τιμών και προάγει την οικονομική ανάπτυξη. Το προηγούμενο, όμως, έτος χαρακτηρίστηκε από έντονη και συγχρονισμένη επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας στη ζώνη του ευρώ και παγκοσμίως, καθώς και από αυξημένη αβεβαιότητα στις διεθνείς αγορές κεφαλαίων. Οι διεθνείς οικονομικές εξελίξεις είχαν αναπόφευκτα δυσμενείς επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία, η συνολική επίδρασή τους όμως ήταν σχετικά περιορισμένη και αντισταθμίστηκε από άλλους παράγοντες, με αποτέλεσμα ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης κατά το πρώτο έτος μετά την ένταξη στη ζώνη του ευρώ να διατηρηθεί στο υψηλό επίπεδο του 2000.

Η ελληνική οικονομία

Οι εξελίξεις στην παγκόσμια και ειδικότερα στην ευρωπαϊκή οικονομία επηρέασαν δυσμενώς ορισμένα βασικά μεγέθη της ελληνικής οικονομίας. Συγκεκριμένα, επιβραδύνθηκαν οι ρυθμοί ανόδου των εξαγωγών αγαθών και υπηρεσιών, της βιομηχανικής παραγωγής και των ιδιωτικών επιχειρηματικών επενδύσεων. Ταυτόχρονα όμως, ο ρυθμός ανόδου της ιδιωτικής κατανάλωσης παρέμεινε υψηλός, οι επενδύσεις σε κατοικίες και γενικότερα σε κατασκευές αυξήθηκαν περισσότερο από όσο το 2000 και η επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου των εισαγωγών ήταν έντονη. Για τους λόγους αυτούς, ο ρυθμός

αύξησης του ΑΕΠ διατηρήθηκε στο 4,1%, δηλαδή στο ίδιο επίπεδο όπως και το 2000 και σαφώς υψηλότερος από το ρυθμό ανόδου στη ζώνη του ευρώ.

Στις 28 Φεβρουαρίου 2002 ολοκληρώθηκε στην Ελλάδα η εισαγωγή των τραπεζογραμμάτων και των κερμάτων ευρώ με τη λήξη της περιόδου παράλληλης κυκλοφορίας. Χάρη στη θετική υποδοχή από το κοινό, αλλά και στην έγκαιρη προετοιμασία των αρμόδιων φορέων, η εισαγωγή των τραπεζογραμμάτων και κερμάτων ευρώ πραγματοποιήθηκε ομαλά και απρόσκοπτα. Οι προετοιμασίες για την εισαγωγή του ευρώ σε φυσική μορφή περιλάμβαναν την εκτίμηση και την παραγωγή των αναγκαίων ποσοτήτων τραπεζογραμμάτων και κερμάτων ευρώ, την ολοκλήρωση του νομικού πλαισίου για την εισαγωγή του ευρώ, τις πρακτικές προετοιμασίες για την εισαγωγή στην κυκλοφορία των τραπεζογραμμάτων και κερμάτων ευρώ και την παράλληλη απόσυρση των δραχμών, ενημερωτικές δραστηριότητες αλλά και ρυθμίσεις για την προστασία των νέων τραπεζογραμμάτων και κερμάτων από την παραχάραξη.

Η προσαρμογή του κοινού και των επιχειρήσεων στο νέο νόμισμα ήταν ταχύτερη από την αναμενόμενη και έγινε εμφανής και από το γεγονός ότι ποσοστό άνω του 90% των συναλλαγών πραγματοποιούνταν σε ευρώ ήδη από το τέλος Ιανουαρίου. Με ικανοποιητικούς ρυθμούς εξελίχθηκε και η απόσυρση δραχμών από την Τράπεζα της Ελλάδος. Η συνολική απόσυρση των δραχμών στις 28 Φεβρουαρίου 2002 ανερχόταν σε 2,7 τρισεκ. δραχμές ή 90% περίπου του νομίσματος σε κυκλοφορία την 31η Δεκεμβρίου 2001.

Οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας δεν ήταν όλες προς την ίδια κατεύθυνση. Είναι θετικό ότι το μέσο ετήσιο ποσοστό ανεργίας μειώθηκε για δεύτερο κατά σειρά έτος το 2001 (σε 10,5%, από 11,1% το 2000 και 11,9% το 1999), αν και παραμένει το δεύτερο σε ύψος στην ΕΕ. Ακόμη, ο αριθμός των απασχολούμενων μισθωτών αυξήθηκε αισθητά (κατά 2,2%). Η συνολική απασχόληση όμως μειώθηκε κατά 0,8% το 2001, επειδή η αύξηση του αριθμού των απασχολούμενων μισθωτών αντισταθμίστηκε από τη μείωση των αυτοαπασχολούμενων και των “συμβοηθόντων” (αλλά μη αμειβόμενων) μελών της οικογένειας, ιδιαίτερα στον αγροτικό τομέα (όπου η απασχόληση

μειώθηκε κατά 6,6%). Η μικρή μείωση της απασχόλησης δεν συνδέεται μόνο με τη συνεχιζόμενη μείωση της απασχόλησης στον αγροτικό τομέα, αλλά αντανακλά και τη διεύρυνση της συμμετοχής των νέων (15-29 ετών) στην εκπαίδευση, καθώς και το γεγονός ότι αυξήθηκαν οι πρόωρες αποχωρήσεις-συνταξιοδοτήσεις ατόμων ηλικίας 45 ετών και άνω.

Το 2001 ο πληθωρισμός ακολούθησε στην Ελλάδα γενικά την ίδια πορεία με τον πληθωρισμό στη ζώνη του ευρώ ως σύνολο, αν και διατηρήθηκε σε υψηλότερα επίπεδα από ό,τι ο τελευταίος. Ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός διαμορφώθηκε το 2001 στο 3,4%, δηλαδή σε επίπεδο ελαφρά υψηλότερο από ό,τι το 2000 (3,2%), ενώ η διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδος και ζώνης του ευρώ ήταν ίση με 1,2 εκατοστιαία μονάδα κατά μέσο όρο στη διάρκεια του έτους.

Η διατήρηση του πληθωρισμού στην Ελλάδα σε σχετικά υψηλό επίπεδο το 2001 οφείλεται κυρίως στις έμμεσες και με χρονική υστέρηση επιπτώσεις που είχαν στις τιμές των αγαθών (εκτός καυσίμων) και των υπηρεσιών η άνοδος των διεθνών τιμών των καυσίμων και η ταυτόχρονη υποχώρηση της ισοτιμίας του ευρώ έναντι του δολαρίου και της ισοτιμίας της δραχμής έναντι του ευρώ στη διάρκεια του 2000. Σε μικρότερο βαθμό, το σχετικά υψηλό επίπεδο του πληθωρισμού συνδέεται με την επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος στον επιχειρηματικό τομέα σε 2,9% το 2001 από 2,5% το 2000.

Η μείωση των επιτοκίων λόγω της μετάβασης στην ενιαία νομισματική πολιτική είχε ευδιάκριτη επεκτατική επίδραση στη ζήτηση. Η άνοδος της καταναλωτικής ζήτησης όμως δεν είχε ως τελικό αποτέλεσμα την αύξηση των πληθωριστικών πιέσεων (αν και είναι δυνατόν να απέτρεψε τον περιορισμό τους), αφενός επειδή σημαντικό μέρος της διοχετεύθηκε σε εισαγόμενα προϊόντα και αφετέρου επειδή ο εντεινόμενος ανταγωνισμός τιμών από την πλευρά των εισαγωγών συγκράτησε τα περιθώρια κέρδους και την άνοδο των τιμών των εγχώριων προϊόντων.

Η υιοθέτηση από την Ελλάδα του ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος από την 1η Ιανουαρίου 2001 έχει μειώσει αισθητά τη σημασία του ελλείμματος των

τρεχουσών συναλλαγών και της χρηματοδότησής του ως περιοριστικού παράγοντα κατά την άσκηση της οικονομικής πολιτικής. Ωστόσο, η εξέλιξη του ισοζυγίου εξακολουθεί να παρέχει χρήσιμη πληροφόρηση για την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών αγαθών και υπηρεσιών τόσο στην εγχώρια όσο και στη διεθνή αγορά και βεβαίως επηρεάζει την εξέλιξη του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος. Επομένως, είναι θετικό ότι το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκε το 2001 κατά 303 εκατ. ευρώ έναντι εκείνου του 2000 και περιορίστηκε σε 6,2% του ΑΕΠ (έναντι 6,8% το προηγούμενο έτος), ποσοστό που εξακολουθεί όμως να είναι υψηλό. Η εξέλιξη αυτή ήταν συνισταμένη της μείωσης του εμπορικού ελλείμματος και της αύξησης του πλεονάσματος των ισοζυγίων των μεταβιβάσεων και των υπηρεσιών ενώ αντίθετα, το έλλειμμα του ισοζυγίου των εισοδημάτων διπλασιάστηκε.

Το 2001 αποτέλεσε σημείο καμπής για την πορεία των δημοσίων οικονομικών. Η συστηματική προσπάθεια που καταβλήθηκε επί σειρά ετών για τον περιορισμό των δημοσιονομικών ανισορροπιών είχε ως αποτέλεσμα την επίτευξη μικρού πλεονάσματος το 2001, για πρώτη φορά μετά από τρεις δεκαετίες περίπου. Συγκεκριμένα, το αποτέλεσμα της γενικής κυβέρνησης σε εθνολογιστική βάση μετατράπηκε, από έλλειμμα ίσο με 0,8% του ΑΕΠ το 2000, σε πλεόνασμα ίσο με 0,1% του ΑΕΠ το 2001. Επομένως, η χώρα μας, από το πρώτο έτος συμμετοχής της στη ζώνη του ευρώ, ικανοποιούσε τον όρο του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης για “ισοσκελισμένο ή πλεονασματικό” προϋπολογισμό της γενικής κυβέρνησης. Επιπλέον, το ενοποιημένο χρέος της γενικής κυβέρνησης μειώθηκε κατά 3,1 εκατοστιαίες μονάδες, σε 99,7% το 2001.

Η ελληνική αγορά χρήματος και κεφαλαίου

Οι νομισματικές εξελίξεις στην Ελλάδα το 2001 χαρακτηρίζονται από σημαντική επιβράδυνση του M3 το οποίο αποτελεί την ελληνική συνιστώσα του νομισματικού μεγέθους M3 της ζώνης του ευρώ. Παρά το γεγονός ότι η ενιαία νομισματική πολιτική της ΕΚΤ λαμβάνει υπόψη τις μεταβολές του M3 για το σύνολο της ζώνης του ευρώ, η εξέλιξη της ελληνικής συνιστώσας του μεγέθους

αυτού παρέχει χρήσιμες ενδείξεις για τις νομισματικές συνθήκες στην Ελλάδα. Ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ελληνικού M3 περιορίστηκε σταδιακά σε 6,7% το τέταρτο τρίμηνο του 2001 από 12,8% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2000. Η σταδιακή υποχώρηση του ρυθμού ανόδου του M3 κατά το 2001 συνδέεται κυρίως με την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης τόσο προς τον ιδιωτικό τομέα όσο και προς τη γενική κυβέρνηση.

Η συνολική πιστωτική επέκταση επιβραδύνθηκε σημαντικά το 2001, καθώς διαμορφώθηκε σε 15,7%, έναντι 20,2% το 2000. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην περιορισμένη αύξηση των πιστώσεων προς τη γενική κυβέρνηση, κατά 10,4%, έναντι αύξησης κατά 15,9% το 2000, και στη σημαντική επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις σε 18,6% από 25% το 2000. Αντίθετα, η τραπεζική χρηματοδότηση των νοικοκυριών (καταναλωτικά και στεγαστικά δάνεια) αυξήθηκε κατά 40%, έναντι αύξησης 35% το 2000. Συνολικά, η πιστωτική επέκταση προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αν και επιβραδύνθηκε, παρέμεινε και κατά το 2001 σε υψηλά επίπεδα.

Κατά το 2001, τα τραπεζικά επιτόκια στην Ελλάδα παρουσίασαν πτωτική πορεία, καθώς επηρεάστηκαν από τη μείωση των επιτοκίων της ΕΚΤ, και συνέχισαν την περαιτέρω σύγκλισή τους προς τα επιτόκια της ζώνης του ευρώ. Ειδικότερα, τα επιτόκια των καταθέσεων συνέκλιναν σχεδόν πλήρως προς τα αντίστοιχα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ και το μέσο σταθμικό επιτόκιο των καταθέσεων και των *repos* μειώθηκε κατά 2 εκατοστιαίες μονάδες το 2001. Ανάλογες μειώσεις παρατηρήθηκαν και στα επιτόκια των τραπεζικών δανείων. Η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας διεθνώς και ειδικότερα οι αρνητικές εξελίξεις στις χρηματιστηριακές αγορές κατά τη διάρκεια του παρελθόντος έτους επηρέασαν την αποδοτικότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων σε όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αντίστοιχα επηρεάστηκε και η κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών των οποίων τα προ φόρων κέρδη μειώθηκαν το 2001 κατά 13,7%. Μειώθηκε επίσης η απόδοση στο σύνολο του ενεργητικού τους σε 1,5% από 1,9% το 2000 και των ιδίων κεφαλαίων τους σε 17,9% από 20,7% το 2000. Σε αντίθεση με τα λοιπά (εκτός τόκων) έσοδα των

τραπεζών, τα οποία υποχώρησαν λόγω της μείωσης των εσόδων από χρηματοοικονομικές πράξεις και λοιπές προμήθειες, τα καθαρά έσοδα από τόκους αυξήθηκαν κατά 13,9% το 2001 και παρέμειναν ως ποσοστό του μέσου ενεργητικού τους περίπου στο επίπεδο του προηγούμενου έτους. Στην εξέλιξη αυτή συνέβαλε η ταχύτερη αύξηση των χορηγήσεων γενικώς σε σύγκριση με τις καταθέσεις και ειδικότερα η πολύ ταχύτερη αύξηση των καταναλωτικών δανείων, στα οποία το περιθώριο κέρδους είναι υψηλότερο. Εξάλλου, οι λειτουργικές δαπάνες των τραπεζών υποχώρησαν οριακά το 2001 ως ποσοστό του ενεργητικού (σε 2,3% από 2,4% το 2000) κυρίως λόγω της συγκράτησης των δαπανών προσωπικού. Η εξέλιξη αυτή θεωρείται ικανοποιητική, δεδομένου ότι οι δαπάνες διαχείρισης των τραπεζών επιβαρύνθηκαν επιπλέον το 2001 λόγω της προετοιμασίας για την εισαγωγή του ευρώ.

Στον εποπτικό τομέα τα σημαντικότερα θέματα που εξετάζονται αυτήν την περίοδο σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης αφορούν την αναθεώρηση του θεσμικού πλαισίου για τον προσδιορισμό της κεφαλαιακής επάρκειας των πιστωτικών ιδρυμάτων και των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, τη διαδικασία εποπτικής αξιολόγησης και τα μέτρα που αποβλέπουν στο να καταστεί αποτελεσματικότερος ο μηχανισμός παρακολούθησης των αγορών. Επίσης εξετάζονται θέματα που αφορούν την καθιέρωση πλαισίου για την εποπτεία των χρηματοπιστωτικών ομίλων και το θεσμικό πλαίσιο για τις επενδυτικές υπηρεσίες.

Ο Γενικός Δείκτης Τιμών (ΓΔΤ) του ΧΑΑ έκλεισε στο τέλος του 2001 στις 2591,6 μονάδες, παρουσιάζοντας συνολική μείωση κατά 23,5% σε σχέση με το κλείσιμο του Δείκτη στο τέλος του προηγούμενου έτους. Το 2001 χαρακτηρίστηκε από τη μείωση της αξίας συναλλαγών σε 40,5 δις ευρώ έναντι 101,7 δις Ευρώ το 2000. Κατά το 2001, η ημερήσια αξία συναλλαγών στο ΧΑΑ διαμορφώθηκε κατά μέσο όρο σε 162,1 εκατ. Ευρώ, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 63,2%.

Η συνολική χρηματιστηριακή αξία στο χρηματιστήριο ήταν στο τέλος του έτους 97,2 εκατ. Ευρώ, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 17,8%. Η μείωση της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας το 2001 οφείλεται στην μείωση των

χρηματιστηριακών τιμών και την έξοδο της εταιρίας Interamerican από το ΧΑΑ. Το 2001 η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών των εταιριών της Παράλληλης Αγοράς σημείωσε μείωση κατά 27,7% ενώ η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών των εταιριών της Κύριας Αγοράς σημείωσε μείωση κατά 16,9%.

Κατά το 2001 ο αριθμός και το ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου από τις εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρείες μειώθηκε σημαντικά ο αριθμός των εταιριών που προχώρησαν σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου μειώθηκε σε 19 αυξήσεις το 2001 έναντι 103 αυξήσεων το 2000. Τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν ήταν 145,5 δις δραχμές το 2001. Η μείωση του ύψους χρηματοδότησης των εισηγμένων εταιριών οφείλεται κυρίως στη μείωση των χρηματιστηριακών τιμών. Επίσης, το κόστος δανεισμού μειώθηκε σημαντικά, με αποτέλεσμα να είναι χαμηλότερο από το κόστος άντλησης κεφαλαίου.

Κατά το 2001, ο κλάδος των Κατασκευαστικών Εταιριών συγκέντρωσε μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου 52,3 δις δραχμές και κατατάχθηκε στην πρώτη θέση ως προς την άντληση κεφαλαίων. Στη δεύτερη θέση κατατάσσεται ο κλάδος των Σημαντικών Αλλαγών δραστηριότητας που περιλαμβάνει μόνο μία εταιρεία, η οποία άντλησε κεφάλαια 25 δις δραχμές. Στις 8 εκ των 19 αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου δεν υπήρξε πλήρης κάλυψη της έκδοσης από τους παλαιούς μετόχους.

Κατά το 2001 σημειώθηκε μείωση στην προσφορά διαπραγματεύσιμων τίτλων στην πρωτογενή αγορά διεθνώς και στην Ελλάδα. Εκτιμάται ότι η μείωση οφείλεται κυρίως:

- Στη μείωση του όγκου συναλλαγών στη δευτερογενή αγορά τίτλων των ανεπτυγμένων χωρών και οι επιπτώσεις τους στην ψυχολογία των υποψηφίων επενδυτών στην πρωτογενή αγορά
- Στην ικανοποιητική απόδοση που πραγματοποίησαν οι εκδόσεις ομολογιακών τίτλων, με αποτέλεσμα τη στροφή σημαντικού μέρους των επενδυτών σε επενδύσεις χαμηλότερου κινδύνου
- Στην αύξηση της κατανάλωσης ορισμένων αναπτυγμένων αγορών
- Στις διαδοχικές μειώσεις επιτοκίων από την Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ.

Τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια από τη διάθεση μετοχών και εταιρικών ομολόγων μέσω αρχικών δημόσιων εγγραφών και αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου ανήλθαν το 2001 σε 1,49 δις Ευρώ έναντι 11,59 δις Ευρώ το 2000. Κατά το 2001, η δημόσια προσφορά μετοχικών τίτλων χαρακτηρίστηκε από μειωμένη ανταπόκριση των υποψηφίων εγχώριων και διεθνών επενδυτών.

Οι εξελίξεις στις διεθνείς αγορές

Οι εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία ήταν γενικά δυσμενείς το 2001. Κύρια χαρακτηριστικά ήταν η έντονη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας σε όλες τις προηγμένες οικονομίες, η ουσιαστική στασιμότητα του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου, καθώς και η σημαντική —αλλά πρόσκαιρη— περαιτέρω επιδείνωση του διεθνούς οικονομικού κλίματος και της δραστηριότητας μετά τις τρομοκρατικές επιθέσεις της 11ης Σεπτεμβρίου στις ΗΠΑ. Στη ζώνη του ευρώ, ο ρυθμός ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας σημείωσε μικρότερη επιβράδυνση από ό,τι στις ΗΠΑ και διαμορφώθηκε στο 1,6% το 2001, από 3,3% το προηγούμενο έτος, ενώ ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός αυξήθηκε ελαφρά και έφθασε το 2,5%.

Τους τέσσερις πρώτους μήνες του 2001 η ΕΚΤ δε μετέβαλε τα βασικά της επιτόκια, καθώς, ενόψει και του επιταχυνόμενου πληθωρισμού, το Διοικητικό Συμβούλιο εκτιμούσε ότι οι κίνδυνοι για τη σταθερότητα των τιμών δεν είχαν εκλείψει. Στην περίοδο από τις αρχές Μαΐου μέχρι τις αρχές Νοέμβριου 2001, η ΕΚΤ προέβη τέσσερις φορές σε μείωση των βασικών της επιτοκίων, συνολικά κατά 150 μονάδες βάσης, με αποτέλεσμα μετά την τελευταία μείωση το ελάχιστο επιτόκιο προσφοράς για πράξεις κύριας αναχρηματοδότησης να διαμορφωθεί σε 3,25%. Μετά τη μείωση των επιτοκίων το Νοέμβριο του 2001, η ΕΚΤ δεν μετέβαλε τα βασικά της επιτόκια καθώς το Διοικητικό Συμβούλιο θεωρεί ότι το επίπεδό τους παραμένει συμβατό με την επίτευξη της σταθερότητας των τιμών σε μεσοπρόθεσμη βάση.

Δραστηριότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς κατά το 2001

Η σημαντικότερη εξέλιξη του έτους ήταν η αναβάθμιση της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Αλλά και η μετάταξη της από τις αναπτυσσόμενες στις ανεπτυγμένες στις ανεπτυγμένες αγορές, που πραγματοποιήθηκε τον Μάιο του 2001. Η μετάταξη έγινε αφορμή για εκροές θεσμικών κεφαλαίων αναπτυσσόμενων αγορών από την Ελληνική αγορά. Επίσης, αναγνωρίστηκε η ισοτιμία της αγοράς της Ελλάδος με τις μεγάλες ανεπτυγμένες χώρες του κόσμου. Όπως ακόμα, άνοιξε ο δρόμος για τη συνεργασία του χρηματιστηρίου των Αθηνών με άλλα Ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Έπειτα, έγινε η δημοσίευση ομοιόμορφων ετήσιων δελτίων από όλες τις εισηγμένες εταιρίες και η συμπερίληψη σε αυτά των πινάκων ταμειακών ροών συντάχθηκαν με βάση τα διεθνή λογιστικά πρότυπα. Αυτά αποτέλεσαν πρωτοποριακό βήμα για την αντικειμενική, έγκυρη και ολοκληρωμένη ενημέρωση των επενδυτών στο Ελληνικό χρηματιστήριο. Η εφαρμογή του κανονισμού δημοσίων προσφορών αγοράς μετοχών επέφερε επίσης επιτυχή αποτελέσματα.

Νέες θεσμικές ρυθμίσεις που αφορούν στην λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς θεσπίστηκαν κατά το 2001. Ο λόγος για δύο ρυθμίσεις που αφορούν στη δημιουργία συντεταγμένων μηχανισμών για την παροχή ρευστότητας στη χρηματιστηριακή αγορά. Πρόκειται για τη θέσπιση κανόνων που διέπουν τις αγορές των μετοχών επί πιστώσει και για τη ρύθμιση της λειτουργίας ειδικών διαπραγματευτών της αγοράς. αυτές οι δύο ρυθμίσεις θέτουν κανονιστικό πλαίσιο για λειτουργίες που μέχρι τότε διενεργούνταν άτυπα. Μία τρίτη με θεμελιώδη σημασία ρύθμιση θεσπίστηκε το 2001 αλλά θα ξεκινήσει τη λειτουργία της από το 2002. Πρόκειται για την πιστοποίηση στελεχών που ασκούν καθήκοντα διαβιβαστών και εκτελεστών εντολών, διαχειριστών κεφαλαίων, συμβούλων επενδύσεων και αναλυτών.

Επίσης, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έκδωσε Κανονισμό Συμπεριφοράς εισηγμένων εταιρειών και προσώπων που συνδέονται με αυτές, ο οποίος τέθηκε σε εφαρμογή εντός του έτους 2001. Ο κανονισμός επιβάλλει την έγκαιρη γνωστοποίηση από τις εταιρείες προς το επενδυτικό κοινό εταιρικών αποφάσεων αλλά και των γεγονότων τα οποία δύνανται να επηρεάσουν την

τιμή της μετοχής των εταιρειών αυτών. Την έγκαιρη γνωστοποίηση συναλλαγών από τη διοίκηση και τα ανώτερα στελέχη των εταιρειών. Επίσης, τη βελτίωση των παρεχόμενων από τις εταιρείες περιοδικών πληροφοριών.

Κατά το 2001 εκπονήθηκαν για πρώτη φορά από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύο μελέτες σχετικά με τη διασπορά μετοχικής ιδιοκτησίας των εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιρειών. Πρώτον, η διασπορά των μετοχών στο ελληνικό χρηματιστήριο βρίσκεται προς χαμηλό επίπεδο. Η διασπορά ανέρχεται σε ποσοστό 35,7% για τους μετόχους που κατέχουν μετοχικό ποσοστό μικρότερο του 1% και σε 47,2% για αυτούς που κατέχουν μετοχικό ποσοστό μικρότερο του 5%. Οι μικροί μέτοχοι προτιμούν την επένδυση σε εταιρείες μεγάλης χρηματιστηριακής αξίας και συγκριτικά χαμηλότερου επενδυτικού κινδύνου.

Δεύτερον, οι εταιρείες της Κύριας Αγοράς χαρακτηρίζονται από υψηλότερη διασπορά σε σχέση με αυτές της Παράλληλης Αγοράς. Συγκεκριμένα, η διασπορά μετοχικής ιδιοκτησίας για τους μετόχους με μετοχικό ποσοστό μικρότερο του 1% στις εταιρείες της Κύριας Αγοράς ανέρχεται σε ποσοστό 37,0% ενώ στις εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς ανέρχεται σε ποσοστό 21,5%.

Τρίτον, για τους μετόχους με μετοχικό ποσοστό μικρότερο του 1%, η διασπορά μετοχικής ιδιοκτησίας των εταιρειών του δείκτη FTSE-20 (εταιρείες υψηλής χρηματιστηριακής αξίας) ανέρχεται σε ποσοστό 41,9%. Των εταιρειών του δείκτη FTSE-40 (εταιρείες μεσαίας χρηματιστηριακής αξίας) ανέρχεται σε ποσοστό 30,6% ενώ στις λοιπές εταιρείες μικρο-μεσαίας χρηματιστηριακής αξίας ανέρχεται σε ποσοστό 26,5%.

Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι εταιρείες υψηλής χρηματιστηριακής αξίας χαρακτηρίζονται από ευρύτερη διασπορά ενώ όσο η χρηματιστηριακή αξία μειώνεται τόσο η συγκέντρωση των μετοχών στα χέρια των βασικών μετόχων αυξάνεται.

Κατά τη διάρκεια της χρονικής περιόδου που μεσολάβησε μεταξύ των δύο μελετών

σημειώθηκε μικρή μείωση της διασποράς στις εταιρείες της Κύριας Αγοράς και του δείκτη FTSE-20. Αντίθετα, οι εταιρείες της Παράλληλης Αγοράς και του δείκτη FTSE-40 παρουσίαζαν μικρή αύξηση της διασποράς των μετοχών τους. Τέλος, το 2001 καθορίστηκε η έννοια του ειδικού διαπραγματευτή. Ο ειδικός διαπραγματευτής εισάγει στο σύστημα διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό και σε συνεχή βάση, ταυτόχρονες εντολές αγοράς και πώλησης μετοχών των οποίων έχει αναλάβει την ειδική διαπραγμάτευση. Με τον τρόπο αυτό συμβάλλει στην ενίσχυση της ρευστότητας της αγοράς των εν λόγω μετοχών με θετικά οφέλη για τους επενδυτές.

Παράλληλα, ο ειδικός διαπραγματευτής συνεισφέρει στην εύρυθμη λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς. Βελτιώνοντας τη διαφάνεια, συντελώντας στην καλύτερη πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού και επομένως στην αύξηση της εμπιστοσύνης προς τον χρηματιστηριακό θεσμό.

7. Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ ΤΟ 2003

Οι περισσότεροι από τους παράγοντες που είχαν επηρεάσει θετικά την πορεία της οικονομίας τα πρώτα έτη μετά την υιοθέτηση του ευρώ εξακολουθήσαν να επιδρούν ευνοϊκά και το 2003 αλλά με κάποιες διαφοροποιήσεις ως προς το βαθμό της επίδρασής τους στα επιμέρους μεγέθη της οικονομίας.

Ο ρυθμός ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας επιταχύνθηκε το 2003, παρά τη δυσμενή οικονομική συγκυρία στη ζώνη του ευρώ. Η αύξηση του ΑΕΠ έφτασε το 4,2% έναντι 3,9% το 2002, υπερβαίνοντας τον αντίστοιχο μέσο ρυθμό στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Η διατήρηση σχετικά υψηλού ρυθμού ανάπτυξης στην Ελλάδα παρά την οικονομική επιβράδυνση στη ζώνη του ευρώ οφείλεται σε μια σειρά παραγόντων που ενίσχυσαν την εγχώρια ζήτηση. Ειδικότερα, η μείωση του κόστους χρηματοδότησης λόγω της χαλάρωσης των νομισματικών συνθηκών, σε συνδυασμό με τη βελτίωση του διαθέσιμου εισοδήματος, προκάλεσε σημαντική άνοδο της ιδιωτικής κατανάλωσης. Εξάλλου, οι άνετες νομισματικές συνθήκες και η ευνοϊκή εξέλιξη των κερδών στήριξαν τις επιχειρηματικές

επενδύσεις. Επίσης, στην άνοδο του ΑΕΠ συνέβαλλαν σημαντικά οι επενδύσεις σε κατασκευαστικά έργα που συνδέονταν με την διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων καθώς και σε άλλα δημόσια έργα υποδομής.

Ωστόσο, παρά αυτές τις ευνοϊκές εγχώριες συνθήκες, η ελληνική οικονομία δεν σημείωσε πρόοδο όσον αφορά την επίλυση των δυο βασικών διαρθρωτικών της προβλημάτων, δηλαδή της χαμηλής διεθνούς ανταγωνιστικότητας και τις δημοσιονομικές ανισορροπίες. Ο πληθωρισμός παρέμεινε κοντά στο 3,5% με αποτέλεσμα η διαφορά πληθωρισμού μεταξύ Ελλάδας και ζώνης του ευρώ να παραμείνει περίπου στο 1,5%. Η εξέλιξη αυτή υποδήλωνε την περαιτέρω διάβρωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της χώρας και το πραγματικό εξωτερικό ισοζύγιο εξακολουθούσε να έχει αρνητική συμβολή στην άνοδο του ΑΕΠ.

Το έλλειμμα της γενικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ παρέμεινε οριακά χαμηλότερο του 3%, που είναι και η τιμή αναφοράς που έχει τεθεί από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Πρόκειται για σημαντική επιδείνωση του ελλείμματος σε σχέση με το 2002, παρά τη συνεχιζόμενη υψηλή οικονομική ανάπτυξη, θέτοντας έτσι σε κίνδυνο την υποχρέωση για διατήρηση χαμηλού ελλείμματος. Το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε ελαφρά το 2003, καθώς η αύξηση της απασχόλησης άρχισε να ανταποκρίνεται στην άνοδο της οικονομικής δραστηριότητας, παραμένοντας όμως ένα από τα υψηλότερα στην ΕΕ. Η αγορά εργασίας χαρακτηριζόταν από σημαντικά στοιχεία δυσκαμψίας που εμπόδιζαν τη μείωση της διαρθρωτικής ανεργίας.

Οι προοπτικές για τα επόμενα έτη ήταν ευσίωνες. Η κυριότερη ώθηση αναμενόταν να προέλθει από την εγχώρια ζήτηση, όπως επίσης και από την επίδραση της εξωτερικής ζήτησης λόγω της ταχύτερης ανόδου της παγκόσμιας οικονομικής δραστηριότητας και του εμπορίου. Παράλληλα, οι χαλαρές νομισματικές συνθήκες και η συνεχιζόμενη εισροή πόρων από τα διαρθρωτικά ταμεία της Ευρωπαϊκής Ένωσης θα έπαιζαν και αυτές το ρόλο τους στην περαιτέρω ώθηση της οικονομικής δραστηριότητας.

Συνοψίζοντας, οι κυριότερες οικονομικές προκλήσεις με τις οποίες ήταν αντιμέτωπη η Ελλάδα το 2003, ήταν η σύγκλιση του βιοτικού της επιπέδου

προς το μέσο όρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και η παροχή ευκαιριών απασχόλησης σε όλους. Η σύγκλιση με τους εταίρους στην ΕΕ θα απαιτούσε υψηλούς ρυθμούς ανόδου του κατά κεφαλήν ΑΕΠ για μια μεγάλη σειρά ετών. Προϋπόθεση για αυτό ήταν τόσο η άσκηση μακροοικονομικής πολιτικής προσανατολισμένης στη σταθερότητα όσο και η επιτάχυνση και διεύρυνση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων για την ενίσχυση του αναπτυξιακού δυναμικού της χώρας.

Κλείνοντας αυτή τη συνοπτική παρουσίαση του οικονομικού περιβάλλοντος της Ελλάδας το 2003, στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται ορισμένα από τα πιο βασικά οικονομικά μεγέθη του έτους αυτού¹.

Μέγεθος	2003
Ετήσιες Ποσοστιαίες Μεταβολές	
ΑΕΠ	4,2
Ιδιωτική Κατανάλωση	4,0
Δημόσια Κατανάλωση	6,0
Τελική Εγχώρια Ζήτηση	5,5
Εξαγωγές	1,6
Εισαγωγές	10,2
Απασχόληση	2,2
Κατα Κεφαλήν Αποδοχές	7,6
Πληθωρισμός	3,4
(%) ΑΕΠ	
Εμπορικό Ισοζύγιο	-16,2
Δημοσιονομικό Ισοζύγιο	-3,0
Κυβερνητικό Χρέος	103,0

¹ Πηγή: Ελληνική Στατιστική Υπηρεσία (www.statistics.gr)

Ποσοστό	
Ανεργία	9,3
Αποταμίευση	13,9

8. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΛΑΔΩΝ

8.1 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ

Ο κατασκευαστικός κλάδος ανέκαθεν ήταν ένας από τους σημαντικότερους της ελληνικής οικονομίας. Σύμφωνα με το Ινστιτούτο Οικονομίας Κατασκευών, η συμμετοχή του στο ΑΕΠ ήταν το 12% την περίοδο 2002-2004 από 8,6% το 2000. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής της εγχώριας κατασκευαστικής δραστηριότητας διαμορφώθηκε σε 11% την περίοδο 2002-2004. Οι προοπτικές του κατασκευαστικού κλάδου στην Ελλάδα ήταν θετικές για την τη συγκεκριμένη πενταετία και σε αυτό συνέβαλλαν μεταξύ άλλων:

1. Η ολοκλήρωση του II Κοινοτικού Πακέτου Στήριξης (ΚΠΣ) και τα κονδύλια από το III ΚΠΣ (πακέτο Σαντέρ) που περιλάμβανε μεγάλα έργα συνολικού κόστους μεγαλύτερου των 7 τρις. δρχ. - έργα οδοποιίας (ολοκλήρωση της ΠΑΘΕ και Εγνατίας οδού), επενδύσεις στο σιδηροδρομικό δίκτυο, στα αεροδρόμια, καθώς και σημαντικές επενδύσεις σε έργα τουριστικής, τηλεπικοινωνιακής και ενεργειακής υποδομής, κ.ά.
2. Η ανάληψη των Ολυμπιακών αγώνων του 2004.
3. Η σταδιακή ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας.
4. Η ενίσχυση της οικοδομικής δραστηριότητας λόγω μείωσης των επιτοκίων χορηγήσεων.
5. Η ανάγκη κατασκευής μεγάλων έργων υποδομής στους τομείς των μεταφορών, ενέργειας και προστασίας περιβάλλοντος.
6. Η δυναμική ανάπτυξη του τομέα Αξιοποίησης Γης και Ακινήτων.
7. Η διείσδυση των ελληνικών κατασκευαστικών εταιριών στην Ανατολική Ευρώπη λόγω της ανοικοδόμησης της ευρύτερης περιοχής των Βαλκανίων, και της ανάπτυξης των χωρών της Ανατολικής Ευρώπης και της Μέσης Ανατολής.
8. Τα δημόσια έργα υπάχθηκαν στο Πρόγραμμα Δημοσίων Επενδύσεων του Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών και για την περίοδο 2000-2006 για την ολοκλήρωση τους αναμενόταν να διατεθούν € 52,4 δις για το Γ' ΚΠΣ, το Ταμείο Συνοχής και Κοινοτικές Πρωτοβουλίες.

Η κατασκευαστική δραστηριότητα στην Ελλάδα διακρινόταν στους επιμέρους τομείς των ιδιωτικών και δημοσίων καθώς και συγχρηματοδοτούμενων έργων. Η ιδιωτική οικοδομική δραστηριότητα αφορούσε κυρίως στην κατασκευή επαγγελματικών κτιρίων και κατοικιών.

Τα δημόσια έργα υπάγονταν στο Πρόγραμμα Δημόσιων Επενδύσεων και αφορούσαν σε έργα υποδομής όπως λιμάνια, γέφυρες, δρόμους, νοσοκομεία κ.λ.π. τα οποία αποτελούσαν και τον σημαντικότερο προσδιοριστικό παράγοντα ζήτησης του κλάδου.

Στα συγχρηματοδοτούμενα έργα, τα οποία συνιστούσαν μια ειδική μορφή αυτοχρηματοδότησης, οι ίδιες οι εταιρίες συμμετείχαν, μέσα από τη σύσταση κοινοπραξιών, στο κόστος κατασκευής των έργων. Η ζήτηση για τεχνικά έργα επηρεαζόταν και επηρεάζεται από παράγοντες όπως η γενική κατάσταση της οικονομίας, η αναπτυξιακή πολιτική της χώρας αλλά και το γενικότερο επενδυτικό κλίμα που επικρατούσε.

Το μέγεθος αγοράς των τεχνικών εταιριών Η' και Ζ' τάξης για την χρονική περίοδο 2000-2004 παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα:

Έτος	Μέγεθος αγοράς (εκ. €)
2000	1.643
2001	1.981
2002	2.700
2003	3.727
2004	4.570

Το συνολικό μέγεθος αγοράς των εταιριών Η' και Ζ' τάξης ακολούθησε την περίοδο 2000-2004 μέσο ρυθμό αύξησης 29,2%.

Ο κλάδος των κατασκευών όπως είδαμε ιστορικά έχει ιδιαίτερα βαρύτητα για την πορεία της ελληνικής οικονομίας, καθώς επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό την εξέλιξη βασικών μακροοικονομικών μεγεθών και την απασχόληση. Η τάση συρρίκνωσης του αριθμού των απασχολούμενων στις οικοδομήσεις και τα δημόσια έργα μετά το πέρας της ολοκλήρωσης των ολυμπιακών έργων

φανερώνει ότι μετά το 2004 ο κλάδος εισήλθε σε φάση ύφεσης με την εμφάνιση μαζικών απολύσεων και την επιδείνωση των εργασιακών σχέσεων.

Μετά από το 1998 και εντεύθεν, ο κλάδος των κατασκευών αποτέλεσε την ατμομηχανή της οικονομικής ανάπτυξης και της απασχόλησης στην Ελλάδα. Οι απαιτήσεις του εγχειρήματος της άρτιας διεξαγωγής των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004 στην Αθήνα σε συνδυασμό με την εισροή κοινοτικών κονδυλίων για την επιτέλεση του σκοπού αυτού, καθώς και για τον εκσυγχρονισμό της συγκοινωνιακής υποδομής της χώρας συνέβαλαν στην επέκταση της κατασκευαστικής δραστηριότητας και την αύξηση των απασχολούμενων στον κλάδο των οικοδομήσεων – δημόσιων έργων.

Σε αυτήν την κατεύθυνση λειτούργησαν επίσης η σταδιακή πτώση του ύψους των επιτοκίων και η επέκταση της καταναλωτικής πίστης, η οποία διέυρνε την έκταση της χορήγησης στεγαστικών δανείων με άμεσο αποτέλεσμα την αύξηση της ιδιωτικής οικοδομικής δραστηριότητας.

8.2 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ

Ο τουρισμός είναι ο δυναμικότερος και ανταγωνιστικότερος κλάδος της ελληνικής οικονομίας σε διεθνές επίπεδο,. Από τις αρχές της δεκαετίας του '90 η τουριστική δραστηριότητα αποτελεί το μεγαλύτερο κλάδο παραγωγής, καθώς και το μεγαλύτερο εξαγωγίμο προϊόν σε παγκόσμιο επίπεδο. Η ανάπτυξη του διεθνούς τουρισμού κατά τα τελευταία 40-50 χρόνια συντελέστηκε με ρυθμούς

υψηλότερους της αύξησης του παγκοσμίου ΑΕΠ. Εκτιμάται ότι ο τουρισμός αντιπροσωπεύει το 12% της ιδιωτικής κατανάλωσης, παράγει το 6% του παγκόσμιου ακαθάριστου προϊόντος και προσφέρει περισσότερο από το 7% των θέσεων εργασίας σε παγκόσμιο επίπεδο.

Το μέγεθος της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας του κλάδου των ξενοδοχείων και εστιατορίων στην Ελλάδα το 2003 ήταν 8.821,9 εκατ. € και αντιστοιχούσε στο 7,57% της εθνικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας. Σε σχέση με το παρελθόν, το μέγεθος της συμμετοχής του κλάδου στη συνολική ακαθάριστη προστιθέμενη αξία είναι αυξανόμενο. Το 1995 η συμμετοχή του κλάδου ήταν 6,53%, ενώ το 2000 είχε φτάσει στο 6,87%. Αντίστοιχα, στην Ε.Ε. η συμμετοχή του κλάδου στη διαμόρφωση της συνολικής ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας παρουσίασε μείωση κατά την περίοδο 1995-2004 και από 2,64% το 1995 μειώθηκε σε 2,42% το 2004.

Σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής (Στατιστική Τουρισμού, 2003) στην Ελλάδα λειτούργησαν το 2003 8.952 ξενοδοχεία και ομοειδή καταλύματα και 335 οργανωμένες κατασκηνώσεις (campings). Επιπλέον, στις περισσότερες τουριστικές περιοχές υπάρχει σημαντικός αριθμός ενοικιαζομένων δωματίων, που φέρουν το ειδικό σήμα λειτουργίας του Ε.Ο.Τ. Τα περισσότερα από τα τουριστικά καταλύματα έχουν ανακαινιστεί και εκσυγχρονιστεί πρόσφατα και διαθέτουν σύγχρονες εγκαταστάσεις υψηλών προδιαγραφών.

Μεταξύ 2000-2005 παρατηρείται αύξηση του αριθμού των ξενοδοχειακών και συναφών μονάδων κατά 8,4%, ενώ η συνολική μεταβολή για την περίοδο 1990-2005 είναι της τάξης του 25,8%. Αντίθετα, ο αριθμός των οργανωμένων κατασκηνώσεων εμφανίζεται ελαφρά μειωμένος κατά 2,6% την περίοδο 2000-

2005, ενώ η συνολική μεταβολή για την 15ετία είναι θετική και ανέρχεται στο 7,9%. Σε επίπεδο Ε.Ε. (25) το μερίδιο της χώρας στο συνολικό αριθμό ξενοδοχειακών μονάδων και συναφών καταλυμάτων το 2004 ανήλθε στο 4,4% από 4,1% που ήταν το 2000.

Ως προς την κατηγορία των ξενοδοχειακών καταλυμάτων στην Ελλάδα κυριαρχεί η Γ' τάξη (2 αστέρων σύμφωνα με τη νέα κατάταξη των ξενοδοχειακών καταλυμάτων) η οποία αντιπροσωπεύει το 50% του αριθμού των μονάδων. Ακολουθεί η Β' τάξη (3 αστέρων) με ποσοστό 18,9% των μονάδων, ενώ στην τελευταία τάξη (Δ-Ε τάξη ή 1 αστέρα) ανήκει το 19,1% των ξενοδοχειακών μονάδων. Οι ξενοδοχειακές μονάδες Α' τάξης και Πολυτελείας (5 και 4 αστέρων) αντιστοιχούν μόλις στο 12,1% του συνόλου.

Εκτός από τα πάσης φύσεως καταλύματα, η εγχώρια τουριστική προσφορά υποστηρίζεται από ένα κύκλωμα υποκλάδων αποκλειστικής παραγωγής και διάθεσης τουριστικών αγαθών και υπηρεσιών με τα ακόλουθα μεγέθη (προσεγγίσεις): 4.850 Τουριστικά γραφεία, 750 Τουριστικές επιχειρήσεις οδικών μεταφορών, 1.500 Γραφεία ενοικίασης αυτοκινήτων Ι.Χ. χωρίς οδηγό, 200 Ναυλομεσιτικά γραφεία για την αντιπροσώπευση περισσότερων από 4.500 σκαφών αναψυχής, 10.500 Εμπορικές επιχειρήσεις αναμνηστικών πάσης φύσεως, 2.000 Διπλωματούχοι ξεναγοί ως ατομικοί επαγγελματίες, ενώ υπάρχουν και 30.000 περίπου επιχειρήσεις εστίασης – καφετέριες-διασκέδασης, που εξυπηρετούν έμμεσα την εγχώρια τουριστική προσφορά.

Στο αναφερόμενο κύκλωμα τουριστικής παραγωγής θα πρέπει τέλος να συνυπολογιστούν τα εποχικά προσφερόμενα αγαθά και υπηρεσίες από ένα πλήθος επιχειρήσεων σε διάφορους τομείς, μη αποκλειστικής τουριστικής παραγωγής, όπως, Τράπεζες, Οδικές, Θαλάσσιες και Αεροπορικές Μεταφορές, Ταχυδρομικές και Ιατρικές Υπηρεσίες, Πρατήρια Καυσίμων, Καταστήματα Τροφίμων και λοιπών καταναλωτικών αγαθών, Υπηρεσίες Αεροδρομίων, Λιμένων και Σταθμών και πίσω από αυτές το σύνολο σχεδόν των κλάδων μεταποιητικής παραγωγής καταναλωτικών αγαθών καθώς και ένα σημαντικό μέρος των κλάδων παραγωγής κεφαλαιουχικών προϊόντων.

Κατά την περίοδο 1990-2005 στην Ελλάδα αυξάνονταν συνεχώς οι υποδομές υποδοχής τουριστών. Έτσι, ο αριθμός των κλινών που λειτούργησαν κατά το έτος 2003 στα πάσης φύσεως ξενοδοχειακά καταλύματα (πλην campings) ανήλθε σε 682.050. Το μέγεθος αυτό είναι αυξημένο κατά 12,36% σε σχέση με το 2000, ενώ ο καταγραφόμενος μέσος ετήσιος ρυθμός μεταβολής της περιόδου 1990-2005 είναι της τάξης του 3%. Η διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων από τη χώρα συνέβαλε σημαντικά στην αύξηση του αριθμού των τουριστικών κλινών κατά την προαναφερόμενη περίοδο. Όσον αφορά στο μερίδιο της χώρας στο συνολικό ξενοδοχειακό δυναμικό των χωρών της Ε.Ε. ως προς τις τουριστικές κλίνες, σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat παρατηρείται ελαφρά αύξηση της εθνικής συμμετοχής από 6,08% το 1995 σε 6,20% το 2003. Επιπρόσθετα προς τις ξενοδοχειακές μονάδες, στην Ελλάδα διατίθενται περί τις 600.000 κλίνες σε ενοικιαζόμενα δωμάτια. Όσον αφορά τις θέσεις σε οργανωμένες κατασκηνώσεις, αυτές ανήλθαν το 2003 σε 92.677, μειωμένες κατά 3,29% σε σχέση με το 2000.

8.3 Ο ΚΛΑΔΟΣ ΤΩΝ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΩΝ

Στον κλάδο των ιχθυοτροφιών δραστηριοποιείται μικρός αριθμός επιχειρήσεων σε σύγκριση με άλλους κλάδους, οι περισσότερες των οποίων εντάσσονται στον παραγωγικό τομέα. Η συστηματική ενασχόληση εταιρειών με τις εισαγωγές και την παραγωγή ιχθυοτροφιών οριοθετείται στις αρχές της δεκαετίας του '90, όταν ουσιαστικά αναπτύχθηκε η ιχθυοκαλλιέργεια στην Ελλάδα.

Ο κλάδος της θαλάσσιας ιχθυοκαλλιέργειας αποτελεί μία σημαντική παγκόσμια βιομηχανία με σημαντικό ρυθμό ανάπτυξης τις τελευταίες δεκαετίες. Το μεγαλύτερο ποσοστό της παγκόσμιας παραγωγής ψαριών με ιχθυοκαλλιέργειες (80% περίπου) προέρχεται από τη περιοχή του ινδο-ειρηνικού. Καθοριστικοί παράγοντες της εντυπωσιακής ώθησης των ιχθυοκαλλιεργειών σε παγκόσμιο επίπεδο αποτελούν η εξαντλητική αλίευση των ωκεανών και η στασιμότητα της παγκόσμιας αλιείας σε συνδυασμό με τη συνεχώς εντεινόμενη ζήτηση αλιευμάτων λόγω της διεθνούς στροφής προς υγιεινότερα προϊόντα διατροφής. Κατά συνέπεια, ενώ το 1994 η παραγωγή ιχθύων με ιχθυοκαλλιέργειες αντιστοιχούσε μόλις στο 8% της παγκόσμιας αλιευτικής παραγωγής, το 2000 το ποσοστό αυτό ανήλθε περίπου στο 30%, φτάνοντας το 2003 κοντά στο 46%.

Ειδικότερα, στη χώρα μας η ενεργός δραστηριοποίηση στον κλάδο της ιχθυοκαλλιέργειας ξεκίνησε στις αρχές της δεκαετίας του 1980 με τα δύο γνωστά είδη της τσιπούρας και του λαυρακιού και μέχρι το 1985 λειτουργούσαν μόνο τρεις μονάδες ιχθυοκαλλιέργειας. Από τότε και μέχρι το 1989 οι μονάδες του κλάδου έφτασαν τις τριάντα, ενώ κατά το 2003 λειτούργησαν 290 μονάδες παραγωγής τσιπούρας-λαυρακιού με παραγωγή 65.000 τόνων, καθώς και 41 ιχθυογεννητικοί σταθμοί με παραγωγή 240.935.415 τεμαχίων γόνου τσιπούρας-λαυρακιού .

Μία από τις σημαντικότερες δυσκολίες που αντιμετώπισαν οι πρωτεργάτες του χώρου, αυτή της εξάρτησης από εισαγόμενο γόνου του οποίου ο ποιοτικός έλεγχος ήταν σχεδόν αδύνατος, εξαλείφθηκε στη δεκαετία του '90 και άνοιξε ο δρόμος για την απρόσκοπτη περαιτέρω ανάπτυξη των παραγωγικών μονάδων.

Τα ανωτέρω μεγέθη κατατάσσουν την Ελλάδα ως την κορυφαία όχι μόνο παραγωγική αλλά και εξαγωγική χώρα της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Μεσογείου, ενώ σημειωτέον είναι ότι σήμερα εξάγεται παγκοσμίως και η ελληνική τεχνογνωσία αφού αναγνωρίζεται ως ένα εξαιρετικά επιτυχημένο μοντέλο βιομηχανικής εφαρμογής.

Τέλος, όσον αφορά την προσέγγιση του κλάδου από διαρθρωτική άποψη, παρατηρείται καταρχήν ότι η ραγδαία ανάπτυξη των ιχθυοκαλλιέργειών μετά το 2000 λόγω της δημιουργίας πλήθους μικρότερων μονάδων, είχε σαν αποτέλεσμα την απότομη αύξηση της παραγωγής και παράλληλα τη μείωση των τιμών πώλησης. Επιπλέον, ο διπλασιασμός του κόστους παραγωγής από το 1990 μέχρι σήμερα με τη συνακόλουθη συμπίεση του περιθωρίου κέρδους, σε συνδυασμό με το υψηλό κόστος χρήματος κατά τα πρώτα έτη της δεκαετίας του '90, συνετέλεσαν στην οργανωτική αναδιάρθρωση του κλάδου. Ήδη το 2003 είχε αρχίσει να παρατηρείται σημαντική τάση συγχώνευσης μεταξύ των επιχειρήσεων του κλάδου καθώς και απορρόφησης-εξαγοράς των μικρότερων μονάδων με ταυτόχρονη σταθεροποίηση των τιμών. Κατά συνέπεια δημιουργούνται σύγχρονοι επιχειρηματικοί όμιλοι με δυναμική παρουσία, μερικοί εκ των οποίων μάλιστα καθετοποιούνται και μεταβάλλονται από επιχειρήσεις του πρωτογενούς αλιευτικού τομέα, σε μεγάλες βιομηχανίες τροφίμων που διαθέτουν και άλλα συσκευασμένα προϊόντα υψηλής προστιθέμενης αξίας.

Το 2003 Ελλάδα ήταν αδιαμφισβήτητα ο παγκόσμιος ηγέτης στην παραγωγή τσιπούρας και λαυρακιού ιχθυοκαλλιέργειας, με συνολικό όγκο παραγωγής 120.000 τόνους το 2003 που αντιστοιχεί περίπου στο 40% της παγκόσμιας παραγωγής.

Ο ετήσιος τζίρος των εξαγωγών της ελληνικής ιχθυοκαλλιέργειας ξεπέρασε το 2003 τα 400 εκατομμύρια ευρώ και από το 80% της συνολικής παραγωγής τσιπούρας και λαυρακιού ιχθυοκαλλιέργειας εξάγεται. Η τσιπούρα και το λαβράκι ιχθυοκαλλιέργειας αποτελούν το πρώτο τρόφιμο που εξάγει η Ελλάδα με βάση την αξία και τον όγκο. Τέλος να επισημάνουμε πως ο κλάδος της

Μεσογειακής Ιχθυοκαλλιέργειας στην Ελλάδα προσφέρει εργασία σε περίπου 10.000 άτομα.

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΣ	ΣΤΟΙΧΕΙΑ	ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ
Ενεργές (σε λειτουργία)	65 εταιρείες	
Απασχόληση	10.000 εργαζόμενοι	Άμεσα εργαζόμενοι
	8.000 εργαζόμενοι	Έμμεσα εργαζόμενοι
Κύκλος Εργασιών	800.000.000 €	0,38% του ΑΕΠ
Επενδύσεις	740.000.000 €	Επενδυμένο κεφάλαιο
Εξαγωγές	400.000.000 €	<ul style="list-style-type: none"> • 1ος εξαγωγέας του κλάδου τροφίμων • 3,2% του συνόλου των εξαγωγών της χώρας • 25% του συνόλου των εξαγωγών ειδών διατροφής
Εταιρείες Εισηγμένες στο Χ.Α.Α.	6	

ΜΟΝΑΔΕΣ ΕΚΤΡΟΦΗΣ	ΣΤΟΙΧΕΙΑ	ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ
Ενεργές (σε λειτουργία)	328 άδειες	Σε απομονωμένες, κυρίως, περιοχές
Θαλάσσια Έκταση	7,8 χλμ ²	Το Αεροδρόμιο Αθηνών καταλαμβάνει 16,5 χλμ ²

ΠΑΡΑΓΩΓΗ	ΣΤΟΙΧΕΙΑ	ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ
Έτοιμο Τελικό Προϊόν (Τσιπούρα + Λαβράκι)	121.000 τόνοι	40% της παγκόσμιας παραγωγής
Γόνος	400.000.000 ιχθύδια	40% της παγκόσμιας παραγωγής

Ο κλάδος στην Ελλάδα εμφανίζει ιδιαίτερως ευνοϊκές προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης κυρίως λόγω των φυσικών πλεονεκτημάτων που διακρίνουν τη χώρα μας, καθώς καμία άλλη μεσογειακή ή ευρωπαϊκή χώρα δε διαθέτει τις ανάλογες γεωγραφικές και βιολογικές συνθήκες που να επιτρέπουν την παραγωγή αντίστοιχης ποσότητας, και πρωτίστως ποιότητας, ιχθύων. Εξάλλου και σε παγκόσμιο επίπεδο η ανάπτυξη του κλάδου παρουσιάζει εντυπωσιακές προοπτικές λόγω της έντονης, όπως σημειώθηκε, στροφής προς υγιεινότερες μορφές διατροφής όπως είναι τα ιχθυρά προϊόντα. Ο λόγος εστιάζεται στην ποιότητα των ψαριών και των μαλακίων ως τροφών, καθώς εμπεριέχουν υψηλότερα ποσοστά πρωτεΐνης σε σχέση με τις λοιπές τροφές ζωικής ή

φυτικής προέλευσης, ενώ παράλληλα τα λίπη των ψαριών είναι πλούσια σε πολυακόρεστα λιπαρά οξέα, με αποτέλεσμα να συνιστούν άριστης ποιότητας τροφή για τον άνθρωπο. Επιπροσθέτως, καθώς οι θάλασσες έχουν υπεραλιευθεί ή ακόμη και ρυπανθεί, τα ψάρια που προέρχονται από ιχθυοκαλλιέργειες πολλές φορές υπερέχουν λόγω της ποιότητας και διαθεσιμότητάς τους. Ειδικότερα, οι πολύ καλές προοπτικές του κλάδου ενισχύονται από μία σειρά καθοριστικών παραγόντων, οι οποίοι δύνανται να παρουσιασθούν συνοπτικά ως εξής:

- Μεγάλη ζήτηση καθαρισμένων και τυποποιημένων αλιευμάτων (φιλέτων, απεντερωμένων κλπ.), κυρίως από νεότερης ηλικίας νοικοκυριά, με αυξημένες επαγγελματικές υποχρεώσεις.
- Απαγόρευση πώλησης μη απεντερωμένων αλιευμάτων σύμφωνα με τους ορισμούς της κοινοτικής νομοθεσίας, εξέλιξη που δημιουργεί εκτεταμένες δυνατότητες ανάπτυξης στον τομέα της μεταποίησης των νωπών αλιευμάτων.
- Προσδοκώμενη αύξηση των πωλήσεων λόγω της ανάπτυξης νέων αγορών σε χώρες της Βαλκανικής, της Βόρειας Ευρώπης, της Αμερικανικής ηπείρου και της Ασίας, καθώς και νέων ποικιλιών αλιευμάτων, τα οποία σήμερα ικανοποιούνται αποκλειστικά από προϊόντα ελεύθερης αλιείας.
- Προβλεπόμενη δημιουργία εγκαταστάσεων υποδομής προκειμένου να υποστηριχθούν οι αλιευτικές δραστηριότητες στη θάλασσα και τις λίμνες, με παράλληλη εξέταση της προοπτικής επέκτασης των ιχθυοκαλλιεργητικών μονάδων εκτός των στενών πλαισίων των κόλπων και στην ανοιχτή θάλασσα.
- Εντεινόμενη προώθηση της σχετικής επιστημονικής έρευνας με στόχο την τελειοποίηση και αρτιότερη εφαρμογή των εφαρμόσιμων μεθόδων, σε συνδυασμό με την πληρέστερη επαγγελματική κατάρτιση και κοινωνική στήριξη των νέων αλιέων.

Με βάση τις ανωτέρω παραδοχές, οι προοπτικές του κλάδου των ιχθυοκαλλιεργειών προδιαγράφονται ευνοϊκές για τη χώρα μας, ιδιαίτερα αν

συνδυαστούν με την επιτυχή στρατηγική αναδιάρθρωση του κλάδου μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων, καθώς και με τη λειτουργική αναδιάρθρωση των εταιριών που ήδη υπάγονται σε αυτόν.

9. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

9.1 Χρηματοοικονομική ανάλυση

Χρηματοοικονομική ανάλυση ονομάζεται η διερεύνηση και η αξιοποίηση των δεδομένων τα οποία παίρνουμε από τις οικονομικές ή λογιστικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, δηλαδή από πίνακες στους οποίους απεικονίζονται τα στοιχεία της χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης, τα αποτελέσματα της διαχείρισής τους και η διάθεση των αποτελεσμάτων. Με την ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών εκτιμάται η εξέλιξη της χρηματοοικονομικής κατάστασης και απόδοσης μιας επιχείρησης. Σκοπός της είναι η εξαγωγή συμπερασμάτων και η αξιοποίησή τους ώστε η εξεταζόμενη επιχείρηση να εκμεταλλεύεται τα δυνατά της σημεία προς όφελός της και να λαμβάνει τα απαραίτητα μέτρα για να διορθώσει τις αδυναμίες της.

Μια από τις πιο διαδεδομένες μεθόδους χρηματοοικονομικής ανάλυσης αποτελεί η χρήση των αριθμοδεικτών, οι οποίοι βοηθούν στην ερμηνεία των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων. Μέσω των αριθμοδεικτών γίνεται αμέσως αντιληπτή η πραγματική αξία και η σπουδαιότητα των απολύτων μεγεθών, πράγμα που οδήγησε στην καθιέρωση της χρησιμοποίησής τους. Ένας μεμονωμένος όμως αριθμοδείκτης δεν μπορεί να μας δώσει πλήρη εικόνα της οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης αν δε συγκριθεί με τους αντίστοιχους του ίδιου κλάδου ή της ίδιας επιχείρησης διαχρονικά.

9.2 Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις

Όλες οι κινήσεις που αφορούν τους πόρους μιας επιχείρησης, καταγράφονται στα βιβλία της και είναι διαθέσιμες σε κάθε ενδιαφερόμενο, ειδικά στις ανώνυμες εταιρείες. Τη μεγαλύτερη σημασία συγκεντρώνουν εκείνες οι καταστάσεις που περιέχουν περιληπτικά όλα τα οικονομικά δεδομένα και καθιστούν ευκολότερη την αξιοποίησή τους λόγω της τυποποίησής τους. Οι βασικότερες καταστάσεις λοιπόν είναι:

- Ο ισολογισμός.
- Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως.

- Η κατάσταση διανομής κερδών.
- Η κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων
- Η κατάσταση ταμειακών ροών

Ο ισολογισμός συνοψίζει την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης μια δεδομένη χρονική στιγμή, επομένως η εικόνα που αποδίδει χαρακτηρίζεται από στατικότητα. Παρουσιάζει τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης ομαδοποιημένα ανάλογα με τον χρόνο παραμονής τους σε αυτήν (πάγια, κυκλοφορούντα, διαθέσιμα). Επίσης, παραθέτει και τις πηγές κεφαλαίων της ανάλογα με την προέλευσή τους (μακροπρόθεσμος και βραχυπρόθεσμος δανεισμός, ίδια κεφάλαια). Με άλλα λόγια, ο ισολογισμός δίνει πληροφορίες για την περιουσιακή κατάσταση της επιχείρησης, καθώς και τις πηγές χρηματοδότησής της.

Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης δίνει πληροφορίες για τα συνολικά έσοδα και έξοδα της επιχείρησης στη διάρκεια μιας χρήσης. Έτσι, η διαφορά της με τον ισολογισμό είναι ότι δεν δίνει μια στατική εικόνα αλλά εκφράζει το αποτέλεσμα της δραστηριότητας της επιχείρησης σε ολόκληρη τη χρήση.

Η κατάσταση διανομής κερδών δείχνει τους αποδέκτες των κερδών της επιχείρησης, σε περίπτωση βέβαια που υπάρχουν. Οι βασικότερες χρήσεις των κερδών είναι είτε η παρακράτησή τους για χρηματοδότηση μελλοντικών επενδύσεων (αποθεματικά) οπότε και αυξάνουν ισόποσα τα ίδια κεφάλαια, είτε η διανομή τους στους μετόχους με τη μορφή μερίσματος.

Η συγκεκριμένη λογιστική κατάσταση είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς δίνει σημαντικές πληροφορίες για την εξέλιξη της καθαρής θέσης μιας επιχείρησης. Η μορφή της είναι απλοϊκή και βασίζεται στη συγκριτική απεικόνιση της εξέλιξης των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης μέσα σε μια χρήση. Η εξέλιξη αυτή μπορεί να προέλθει από τρεις βασικές πηγές:

- Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.
- Κέρδη χρήσεως.
- Ύψος μερισμάτων

Τέλος, η κατάσταση ταμειακών ροών είναι ένα παράγωγο του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως και δείχνει πώς αυτές οι καταστάσεις επηρεάζουν τις ταμειακές ροές μιας επιχείρησης. Ο σκοπός της είναι να οριστεί το καθαρό αποτέλεσμα στα ταμειακά διαθέσιμα από την χρήση ώστε τελικά να υπολογιστεί το ύψος του ταμείου στο τέλος κάθε έτους.

Οι κύριες συνιστώσες του τελικού αποτελέσματος είναι οι εξής:

- Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες.
- Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες.
- Ταμειακές ροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.

Το αλγεβρικό άθροισμα των παραπάνω μας δίνει το καθαρό αποτέλεσμα των ταμειακών διαθεσίμων στο τέλος του έτους.

9.3 Είδη ανάλυσης

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις παρέχουν διάφορα οικονομικά στοιχεία τα οποία μπορούν να αναλυθούν με σκοπό να προκύψουν χρήσιμα συμπεράσματα για την κεφαλαιακή διάθρωση και την μελλοντική πορεία μιας επιχείρησης. Η ανάλυση αυτή γίνεται με τη σύγκριση των διαφόρων στοιχείων του ισολογισμού και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως, τόσο διαχρονικά για την ίδια επιχείρηση όσο και διαστρωματικά με τη χρήση των λογιστικών καταστάσεων των επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου.

Τα βασικότερα σημεία στα οποία επικεντρώνεται η ανάλυση είναι τα εξής²:

- Αποδοτικότητα, δηλαδή η αξιολόγηση της ικανότητας των επιχειρήσεων να δημιουργούν κέρδη μέσω των κεφαλαίων που διαθέτουν.
- Ρευστότητα, που έχει να κάνει με τη δυνατότητα των επιχειρήσεων να ανταποκρίνονται στις άμεσες υποχρεώσεις τους.
- Φερεγγυότητα, όπου αξιολογείται η ικανότητα των επιχειρήσεων να ανταποκρίνονται στις υποχρεώσεις έναντι των ξένων δανείστών τους (κυρίως των τραπεζών και των προμηθευτών).

² Πηγή: Νιάρχος, Ν. , (1997), Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, 5η έκδοση

- Διαχρονική εξέλιξη κύκλου εργασιών, κερδών, αξιολόγηση μερισματικής πολιτικής και πολιτικής διάθεσης των κερδών, σύνθεση δαπανών, διαδικασία επιλογής επενδύσεων.

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων ενδιαφέρει άμεσα μια ομάδα ατόμων, τα οποία θέλουν να γνωρίζουν τα δυνατά και τα αδύνατα σημεία της επιχείρησης ώστε να προσαρμόσουν ανάλογα την πολιτική τους και να εστιάσουν τις αποφάσεις τους εκεί που χρειάζεται. Οι κυριότερες ομάδες που ενδιαφέρονται για τα αποτελέσματα της ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων μιας επιχείρησης είναι οι εξής³:

- Πρώτα από όλους η διοικητική ομάδα της, η οποία θέλει και οφείλει να γνωρίζει τη χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης ώστε να είναι σε θέση να λαμβάνει επενδυτικές, λειτουργικές και χρηματοοικονομικές αποφάσεις.
- Οι μέτοχοι, οι οποίοι είναι λογικό να ενδιαφέρονται για την πορεία της επιχείρησης στην οποία έχουν επενδύσει. Επίσης, η συγκεκριμένη γνώση τους βοηθά στον καλύτερο έλεγχο των πεπραγμένων της διοίκησης . πολλές φορές τα συμφέροντα διοίκησης – μετόχων είναι συγκρουόμενα, οπότε οι μέτοχοι επιθυμούν να έχουν πλήρη πληροφόρηση ώστε να ασκούν καλύτερο έλεγχο.
- Οι πιστωτές, οι οποίοι έχοντας δανείσει χρήματα στις επιχειρήσεις για την πραγματοποίηση των επενδυτικών σχεδίων τους, είναι φυσικό να ενδιαφέρονται για τις προοπτικές και τη βιωσιμότητα της επιχείρησης, ώστε να είναι σε θέση να προσαρμόζουν τις απαιτήσεις τους τόσο σε ό,τι αφορά τον υπάρχοντα δανεισμό όσο και σε πιθανό μελλοντικό. Το ίδιο ισχύει εν ολίγοις και για τους προμηθευτές σε ό,τι αφορά την έγκριση κάποιας μελλοντικής πίστωσης.
- Τέλος, οι εργαζόμενοι ενδιαφέρονται για την εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών της επιχείρησης ώστε αφενός να έχουν γνώση των προοπτικών

³ Πηγή: Besley, S., Brigham, E. (2008), Essentials of Managerial Finance, 14th Edition, Thomson South – Western

του οργανισμού στον οποίο απασχολούνται, αφετέρου να μπορούν να προσαρμόζουν ανάλογα και τις δικές τους απαιτήσεις έναντι σε αυτόν.

Οι αριθμοδείκτες εκφράζουν μια αριθμητική σχέση μεταξύ κάποιων ποσών και είναι σημαντικοί εφόσον η σχέση αυτή μπορεί να ερμηνευθεί, δηλαδή εφόσον εκφράζει μια λογική και κατανοητή κατάσταση η οποία μπορεί να χρησιμοποιηθεί στη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων.

Το πιο σημαντικό επίπεδο ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι ο υπολογισμός και η ερμηνεία των χρηματοοικονομικών δεικτών. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες αποτελούν μια από τις βασικές προσεγγίσεις αξιολόγησης της αποτελεσματικότητας μιας επιχείρησης, τόσο διαχρονικά όσο και διαστρωματικά. Υπολογίζονται με τη χρήση δεδομένων από τις λογιστικές καταστάσεις μιας επιχείρησης και οι βασικές χρήσεις τους σύμφωνα με τον Bull (2008)⁴ συνοψίζονται στις παρακάτω διαστάσεις:

- Λήψη στρατηγικών αποφάσεων.
- Λήψη αποφάσεων χρηματοδότησης.
- Διαχείριση περιουσιακών στοιχείων.
- Διαχείριση προστιθέμενης αξίας.
- Διαχείριση φορολογικών υποθέσεων.
- Αναπτυξιακή πολιτική.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες χωρίζονται στις εξής κύριες κατηγορίες⁵:

- ❖ Διάρθρωσης ενεργητικού, οι οποίοι μετράνε τη δομή και την εξέλιξη των βασικών στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης.
- ❖ Κεφαλαιακής διάρθρωσης, οι οποίοι έχουν να κάνουν περισσότερο με τη μακροπρόθεσμη λειτουργία της επιχείρησης, τη μόχλευση και το επίπεδο κινδύνου από τους τρόπους χρηματοδότησής της.

⁴ Bull, R. (2008), *Financial Ratios: how to use financial ratios to maximize value and success for your business*, Cima Publishing

⁵ Πηγή: Νιάρχος, Ν. , (1997), *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*, Εκδόσεις Σταμούλης, 5η έκδοση

- ❖ Ρευστότητας, που αντικατοπτρίζουν την κατάσταση της ρευστότητας της επιχείρησης και κυρίως την ικανότητά της να ανταπεξέρχεται στις υποχρεώσεις της βασικά σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.
- ❖ Δραστηριότητας, οι οποίοι μετρούν «πόσες φορές» και «κάθε πόσο» ανανεώνονται μέσω των πωλήσεων τα εξεταζόμενα στοιχεία (συνήθως αποθέματα, απαιτήσεις, υποχρεώσεις σε προμηθευτές), δηλαδή δείχνουν την ένταση με την οποία τα υπό εξέταση μεγέθη βοηθούν στην επίτευξη πωλήσεων.
- ❖ Αποδοτικότητα, που αξιολογούν την κερδοφορία της επιχείρησης σε σχέση με τα συνολικά μεγέθη του ισολογισμού τους (ενεργητικό, ίδια κεφάλαια κλπ.).
- ❖ Επενδύσεων, που αφορούν κυρίως επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και παρέχουν πληροφόρηση για την αξία και τις προοπτικές μιας επένδυσης σε αυτήν.

Οι αριθμοδείκτες παρέχουν ένα γρήγορο και απλό μέσο για την εξέταση της χρηματοοικονομικής ευρωστίας μιας επιχείρησης. Με τον υπολογισμό των βασικότερων εξ αυτών, καθίσταται δυνατή η διαμόρφωση μιας αξιόπιστης εικόνας της πορείας και της απόδοσης της εταιρείας. Αυτός είναι και ο λόγος που χρησιμοποιούνται ευρέως από όλους όσους σχετίζονται με την επιχείρηση, είτε άμεσα είτε έμμεσα. Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα των αριθμοδεικτών είναι τα παρακάτω⁶:

- ✓ Τα μεμονωμένα λογιστικά μεγέθη δίνουν πολλές φορές μια στρεβλή εικόνα για την επιχείρηση. Αποκτούν σημασία μόνο όταν αξιολογούνται σε σχέση με άλλα, όπως γίνεται με τους αριθμοδείκτες.
- ✓ Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες καθιστούν δυνατή τη σύγκριση μιας επιχείρησης με άλλες διαφορετικού μεγέθους.
- ✓ Επίσης, κάνουν πιο εύκολη τη σύγκριση των μεγεθών μιας επιχείρησης με αυτά ολόκληρου του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται.

⁶ Πηγή: Νιάρχος, Ν. , (1997), Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, 5η έκδοση

- ✓ Παρέχουν πληροφορίες για την ποιότητα και την αποδοτικότητα των επιχειρηματικών αποφάσεων και μπορούν να αποτελέσουν τη βάση για την αξιολόγηση της μελλοντικής πορείας και της βιωσιμότητας της επιχείρησης.
- ✓ Η απλή χρήση ενός μικρού αριθμού δεικτών, παρέχει πολλαπλάσια πληροφόρηση από αυτή που δίνει μεμονωμένα ένας ισολογισμός ή μια κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, οι οποίοι στην αναλυτική τους μορφή είναι ιδιαίτερα πολύπλοκοι.

Όλες αυτές οι μεταβλητές είναι απόλυτα συνδεδεμένες μεταξύ τους, δημιουργώντας ένα ιδιαίτερα σύνθετο πλαίσιο σχέσεων και αλληλεπιδράσεων, το οποίο πρέπει να αναλύεται με ιδιαίτερη προσοχή. Ενδεικτικά, οι αλληλεπιδράσεις αυτές συνοψίζονται στα εξής⁷:

- Η ρευστότητα επηρεάζει καθοριστικά τις προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης, καθώς προσδιορίζει τα περιθώρια πραγματοποίησης νέων επενδύσεων. Επίσης, η ρευστότητα συμβάλλει στην αποδοτικότητα της επιχείρησης μέσω της διαμόρφωσης του κεφαλαίου κίνησης.
- Ο ρυθμός ανάπτυξης επηρεάζει την αποδοτικότητα και την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης μέσω της διαφοροποίησης των επιπέδων εσόδων και εξόδων.
- Η αποδοτικότητα με τη σειρά της επηρεάζει την πολιτική διανομής κερδών μέσω του ποσοστού παρακρατηθέντων κερδών και έτσι επιδρά στη ρευστότητα, την κεφαλαιακή δομή και τις προοπτικές ανάπτυξης της εταιρείας.
- Η κεφαλαιακή δομή έχει άμεση και διττή σχέση με την αποδοτικότητα, τη ρευστότητα και την ανάπτυξη και κυρίως, επηρεάζει το επίπεδο του κινδύνου.

Από την άλλη πλευρά, πρέπει να επισημανθεί ότι οι δείκτες δεν μπορούν να εξηγήσουν για ποιο λόγο υπάρχουν οι αδυναμίες ή τα πλεονεκτήματα της

⁷ Πηγή: Bull, R. (2008), *Financial Ratios: how to use financial ratios to maximize value and success for your business*, Cima Publishing

επιχείρησης ή για ποιο λόγο συμβαίνουν οι διάφορες μεταβολές. Οι πληροφορίες που δίνουν, ακόμα και αν είναι ακριβείς και αξιόπιστες, μπορούν να δώσουν λανθασμένη εικόνα αν δεν αξιολογηθούν με τον σωστό τρόπο. Επομένως, πρέπει να αποτελούν απλώς την αφετηρία μιας ανάλυσης και μόνο μια πιο λεπτομερής διερεύνηση και άλλων θεμάτων που σχετίζονται με την επιχείρηση μπορεί να δώσει τέτοιες απαντήσεις.

9.4 Σύνθεση κλάδων

Στις παρακάτω ενότητες θα αναλυθεί η χρηματοοικονομική κατάσταση των τριών κλάδων το 2003. Οι τρεις κλάδοι περιλαμβάνουν τις (τότε) εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρείες και η κατάταξή τους έγινε βάσει των επίσημων κωδικών οικονομικής δραστηριότητας. Για λόγους πληρότητας, παρατίθενται οι εταιρείες που συνιστούν τον κάθε κλάδο:

Κατασκευές

ALFA BETON
REDS
ΑΒΑΞ
ΑΕΓΕΚ
ΑΘΗΝΑ
ΑΚΤΩΡ
ΑΛΤΕ
ΑΤΤΙ ΚΑΤ
ΒΕΤΑΝΕΤ
ΒΙΟΤΕΡ
ΓΕΝΕΡ
ΔΙΕΚΑΤ
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ
ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΙΔΑΣ
ΕΚΤΕΡ
ΕΛΒΙΕΜΕΚ
ΕΜΠΕΔΟΣ
ΕΡΓΑΣ
ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ
ΙΝΤΡΑΚΟΜ
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ
ΙΝΤΡΑΜΕΤ
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ-ΛΑΠΠΑΣ

ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ

ΜΗΧΑΝΙΚΗ

ΜΟΧΛΟΣ

ΜΠΑΛΑΦΑΣ

ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ

ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ

ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ

ΤΕΡΝΑ

Ξενοδοχεία

HYATT REGENCY

ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ
ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ

ΓΕΚΕ

ΙΟΝΙΚΗ
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ

ΛΑΜΨΑ

Ιχθυοκαλλιέργειες

INTERFISH

SEAFARM IONIAN

ΓΑΛΑΞΙΔΙ

ΔΙΑΣ

ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΙΕΣ

ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ

ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑΙ

ΝΗΡΕΥΣ

ΣΕΛΟΝΤΑ

9.5 Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας περιγράφουν την τρέχουσα οικονομική κατάσταση της επιχείρησης ή του κλάδου, κατάσταση η οποία ενδιαφέρει αφενός τη διοίκηση και αφετέρου τρίτους όπως πιστωτές, προμηθευτές και μετόχους. Ειδικά όμως για τη διοίκηση, η οικογένεια των αριθμοδεικτών ρευστότητας αποκαλύπτει τον τρόπο με τον οποίο απασχολούνται τα κεφάλαια κινήσεώς της, αν τα κεφάλαια είναι επαρκή σε σχέση με τις εργασίες της, ή αν υπολείπονται από τα κανονικά οπότε υπάρχει πρόβλημα μετρητών.

Επίσης, η διαχρονική παρακολούθησή τους επιτρέπει να διαπιστωθεί αν υπάρχει βελτίωση ή όχι της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης. Το πόσο ρευστό είναι ένα περιουσιακό στοιχείο εξαρτάται από την ταχύτητα με την οποία μπορεί να μετατραπεί σε χρήμα χωρίς να μειωθεί η αξία του. Η ύπαρξη ρευστότητας σε μια επιχείρηση έχει επίδραση στα κέρδη της, διότι αν τα κυκλοφοριακά της στοιχεία δε μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά ή αν δεν υπάρχουν επαρκή ρευστά διαθέσιμα, τότε η επιχείρηση δε θα είναι σε θέση να πληρώσει τις υποχρεώσεις της. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα τη δυσφήμισή της και τη μείωση της εμπιστοσύνης των συναλλασσόμενων με αυτή. Οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται περισσότερο για τον προσδιορισμό της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης και της ικανότητάς της να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της είναι οι εξής:

➤ **Αριθμοδείκτης Γενικής ή Έμμεσης Ρευστότητας**

Κυκλοφορούν ενεργητικό
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των κυκλοφοριακών στοιχείων με το σύνολο των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων. Για να είναι περισσότερο αξιόπιστος ο δείκτης θα πρέπει να εξετάζεται διαχρονικά, σε σύγκριση με όμοιες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου και με το μέσο όρο του κλάδου αλλά και σε συνδυασμό με τους παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται. Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας μας δείχνει την ισορροπία μεταξύ βραχυχρόνιων στοιχείων που συνθέτουν τον ισολογισμό. (δηλαδή σε τι ποσοστό οι βραχυχρόνιες απαιτήσεις που έχει μια επιχείρηση μπορούν να καλύψουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της). Επίσης μας δείχνει και το περιθώριο ασφαλείας που διατηρείται ώστε να είναι σε θέση να αντιμετωπιστεί κάποια ανεπιθύμητη εξέλιξη στη ροή των κεφαλαίων κίνησης. Επειδή σπάνια υπάρχει ακριβής αντιστοιχία μεταξύ των εισερχόμενων κεφαλαίων και των εξοφλούμενων υποχρεώσεων, γι' αυτό μια επιχείρηση θα πρέπει να διατηρεί επαρκή κυκλοφοριακά στοιχεία για να είναι σε θέση να

ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της όταν καταστούν ληξιπρόθεσμες. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας τόσο καλύτερη, από πλευράς ρευστότητας, είναι η θέση της συγκεκριμένης επιχείρησης ή του κλάδου.

Τα αποτελέσματα του δείκτη γενικής ρευστότητας είναι τα παρακάτω:

Γενικής Ρευστότητας	
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	1,64
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	2,61
ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	1,55

Οι τρεις κλάδοι που αναλύονται εμφανίζουν αρκετά ικανοποιητική κατάσταση στη ρευστότητά τους, με δείκτη γενικής ρευστότητας αρκετά μεγαλύτερο του 1. Την πιο καλή εικόνα παρατηρούμε στον κλάδο των ξενοδοχείων, ενώ κατασκευές και ιχθυοκαλλιέργειες παίρνουν παρόμοιες τιμές στον δείκτη αυτό. Εν γένει, η καλή κατάσταση της οικονομίας το 2003 αντικατοπτρίζεται στο δείκτη γενικής ρευστότητας μιας και η εύκολη πρόσβαση σε ρευστότητα βοηθούσε τις επιχειρήσεις να διαχειρίζονται πιο άνετα τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους και έτσι να μην κινδυνεύουν αν για κάποιο λόγο απαιτούνταν να ρευστοποιήσουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους. Παρακάτω, απεικονίζονται οι επιμέρους υπολογισμοί του δείκτη γενικής ρευστότητας για τις εταιρείες του κάθε κλάδου:

➤ **Κατασκευές**

	Γενικής Ρευστότητας
ALFA BETON	0,96
REDS	0,41
ΑΒΑΞ	1,27
ΑΕΓΕΚ	2,09
ΑΘΗΝΑ	1,53
ΑΚΤΩΡ	1,80
ΑΛΤΕ	1,34
ΑΤΤΙ ΚΑΤ	1,98
ΒΕΤΑΝΕΤ	2,35
ΒΙΟΤΕΡ	1,16

ΓΕΝΕΡ	2,25
ΔΙΕΚΑΤ	1,20
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	2,54
ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΙΔΑΣ	1,40
ΕΚΤΕΡ	2,16
ΕΛΒΙΕΜΕΚ	6,26
ΕΜΠΕΔΟΣ	1,60
ΕΡΓΑΣ	2,46
ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ	1,22
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ	0,48
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	1,53
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	1,93
ΙΝΤΡΑΜΕΤ	1,24
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ-ΛΑΠΠΑΣ	1,57
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	2,15
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	6,78
ΜΟΧΛΟΣ	1,58
ΜΠΑΛΑΦΑΣ	2,05
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ	1,67
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	1,72
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	3,55
ΤΕΡΝΑ	1,63

➤ Ξενοδοχεία

	Γενικής Ρευστότητας
ΗΥΑΤΤ REGENCY	5,02
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ	6,94
ΓΕΚΕ	3,75
ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ	1,00
ΛΑΜΨΑ	1,07

➤ Ιχθυοκαλλιέργειες

	Γενικής Ρευστότητας
INTERFISH	1,46
SEAFARM IONIAN	0,96
ΓΑΛΑΞΙΔΙ	1,62
ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΙΕΣ	1,25
ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ	1,29

ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑΙ	
ΝΗΡΕΥΣ	2,19
ΣΕΛΟΝΤΑ	2,14

9.6 Αριθμοδείκτες δραστηριότητας

Η χρησιμοποίηση των αριθμοδεικτών δραστηριότητας βοηθά να προσδιορίσουμε το βαθμό μετατροπής ορισμένων περιουσιακών στοιχείων, όπως είναι τα αποθέματα και οι απαιτήσεις, σε ρευστά. Με άλλα λόγια αυτή η κατηγορία δεικτών μας δείχνει πόσο αποτελεσματικά διαχειρίζεται μια επιχείρηση τους πόρους της, με σκοπό τη δημιουργία πωλήσεων. Πιο συγκεκριμένα, η διοίκηση της επιχείρησης προκειμένου να πετύχει την πιο αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης θα πρέπει να παρακολουθεί συνέχεια και με την απαιτούμενη προσοχή τις διαδικασίες για τη γρήγορη μετατροπή των απαιτήσεων και αποθεμάτων σε μετρητά. Μπορούμε να πούμε ότι κάθε μέγεθος του κυκλοφοριακού ενεργητικού αξιοποιείται όταν μετατρέπεται από συγκεκριμένο αγαθό σε ρευστό χρήμα και στη συνέχεια μετατρέπεται πάλι σε αγαθό. Έτσι δημιουργείται ένα κύκλωμα αξιών, το οποίο όσο πιο συχνά επαναλαμβάνεται μέσα στη χρήση τόσο μεγαλύτερη είναι η κυκλοφορία του συγκεκριμένου στοιχείου και συνεπώς ο βαθμός αξιοποίησής του αυξάνεται. Η έννοια της κυκλοφοριακής ταχύτητας αναφέρεται στο χρόνο μετατροπής ενός στοιχείου του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε κάποιο άλλο στοιχείο που είναι είτε πιο εύκολα ρευστοποιήσιμο είτε ρευστό. Οι πιο γνωστοί δείκτες δραστηριότητας είναι οι εξής:

➤ **Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού**

$$\frac{\text{Σύνολο πωλήσεων}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}}$$

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού εκφράζει το βαθμό χρησιμοποίησης του ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις. Παρέχει δηλαδή ένδειξη για το πόσο η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία

προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της. Πιο συγκεκριμένα, δείχνει τα έσοδα τα οποία δημιουργεί κάθε ευρώ που έχει επενδυθεί στο ενεργητικό. Για παράδειγμα, αν η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού είναι ίση με 1, αυτό σημαίνει ότι πραγματοποιήθηκαν πωλήσεις ενός ευρώ για κάθε ένα ευρώ που επενδύθηκε στο ενεργητικό. Ένας υψηλός δείκτης παρέχει μια σημαντική ένδειξη ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιήσει τις πωλήσεις της. Στην περίπτωση ενός χαμηλού δείκτη η επιχείρηση θα πρέπει να αυξήσει το βαθμό αξιοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων ή θα πρέπει να ρευστοποιήσει κάποια από τα περιουσιακά της στοιχεία αφού είναι πιθανό να μη χρησιμοποιούνται παραγωγικά.

➤ **Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων**

$$\frac{\text{Σύνολο πωλήσεων}}{\text{Καθαρά πάγια}}$$

Ο δείκτης αυτός μας δείχνει ποιο είναι το ύψος των πωλήσεων που αντιστοιχεί σε μια μονάδα του πάγιου ενεργητικού. Γενικά, όσο υψηλότερος ο δείκτης, τόσο πιο εντατική η χρήση των παγίων και τόσο πιο αποδοτικό για την επιχείρηση. Διαχρονική παρακολούθηση του δείκτη παρέχει πληροφορίες για το εάν η διοίκηση μιας επιχείρησης γίνεται περισσότερο ή λιγότερο αποτελεσματική στη χρησιμοποίηση του πάγιου ενεργητικού της.

➤ **Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Υποχρεώσεων**

$$\frac{\text{Σύνολο πωλήσεων}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας υποχρεώσεων μας δείχνει πόσες φορές κατά μέσο όρο, πληρώνονται κατά τη διάρκεια της χρήσης οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερος ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας υποχρεώσεων τόσο μικρότερο το χρονικό διάστημα το οποίο

μεσολαβεί για την εξόφληση των απαιτήσεων. Συνεπώς μικρότερες τιμές αυτού του αριθμοδείκτη είναι προτιμότερες από τις μεγαλύτερες.

Τα αποτελέσματα των δεικτών δραστηριότητας είναι τα παρακάτω:

	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Βραχ. Υποχρεώσεων
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	0,52	1,43	1,54
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	0,31	0,39	4,04
ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	0,36	0,88	0,97

Ξεκινώντας από την κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού, η μεγαλύτερη εμφανίζεται στον κλάδο των κατασκευών που το 2003 σημείωνε μεγάλους κύκλους εργασιών και όπως αποδεικνύεται είχε αρκετά ικανοποιητικό βαθμό ανακύκλωσης του ενεργητικού. Η μικρότερη ταχύτητα συναντάται στον κλάδο των ξενοδοχείων.

Ο κατασκευαστικός κλάδος είχε επίσης και με διαφορά την καλύτερη κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίου ενεργητικού, πράγμα που σημαίνει ότι σε αυτόν υπήρχε πολύ αποδοτική χρήση των παγίων στοιχείων. Το γεγονός αυτό είναι αναμενόμενο μιας και πρόκειται για κλάδο εντάσεως κεφαλαίου και η αποδοτική χρήση του παγίου ενεργητικού είναι απαραίτητη για την επιτυχή πορεία των αποτελεσμάτων. Από την άλλη, πρέπει να τονιστεί ότι ο κλάδος των ξενοδοχείων είχε αρκετά χαμηλή την κυκλοφοριακή ταχύτητα του παγίου ενεργητικού.

Τέλος, τα ξενοδοχεία είχαν με διαφορά την υψηλότερη ταχύτητα κυκλοφορίας βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Με άλλα λόγια, στον ξενοδοχειακό κλάδο το διάστημα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ήταν κατά πολύ συντομότερο σε σχέση με τους άλλους δυο κλάδους. Αυτό είναι εύκολα εξηγήσιμο δεδομένης της φύσης του συγκεκριμένου κλάδου που ως κλάδος υπηρεσιών είναι πιο ευνόητο ότι πρέπει να πληρώνει πιο άμεσα τις υποχρεώσεις του.

Παράλληλα, παραθέτουμε και τους αναλυτικούς υπολογισμούς ανά επιχείρηση:

➤ Κατασκευές

	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Βραχ. Υποχρεώσεων
ALFA BETON	0,72	1,71	2,95
REDS	0,32	0,35	50,19
ΑΒΑΞ	0,61	1,21	-
ΑΕΓΕΚ	0,07	0,21	29,18
ΑΘΗΝΑ	1,17	3,92	2186,05
ΑΚΤΩΡ	0,81	2,48	-
ΑΛΤΕ	0,45	1,88	-
ΑΤΤΙ ΚΑΤ	0,31	0,93	1,37
ΒΕΤΑΝΕΤ	0,26	0,41	0,73
ΒΙΟΤΕΡ	0,52	0,99	8,25
ΓΕΝΕΡ	0,63	8,37	8,09
ΔΙΕΚΑΤ	0,58	1,03	3,84
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	0,40	0,78	2,31
ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΙΔΑΣ	0,57	0,96	2,41
ΕΚΤΕΡ	0,66	1,98	1465,10
ΕΛΒΙΕΜΕΚ	0,25	0,77	0,54
ΕΜΠΕΔΟΣ	0,30	1,13	-
ΕΡΓΑΣ	0,35	3,55	2,17
ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ	0,27	0,78	4535,43
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ	0,49	0,75	7,47
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	0,46	1,48	39,62
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	0,70	2,07	-
ΙΝΤΡΑΜΕΤ	0,88	2,65	12146,90
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ-ΛΑΠΠΑΣ	0,53	1,74	16,27
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	0,44	1,20	-
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	0,22	0,40	-
ΜΟΧΛΟΣ	1,79	8,91	-
ΜΠΑΛΑΦΑΣ	0,06	0,08	0,58
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ	0,33	3,34	4,49
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	0,36	0,86	4,11
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	0,15	0,49	-
ΤΕΡΝΑ	1,00	2,79	8044,31

➤ Ξενοδοχεία

	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Βραχ. Υποχρεώσεων
HYATT REGENCY	0,68	0,90	1,67
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ	0,13	0,18	56,55
ΓΕΚΕ	0,36	0,90	2388,19
ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ	0,10	0,12	0,20
ΛΑΜΨΑ	0,16	0,20	0,22

➤ Ιχθυοκαλλιέργειες

	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Βραχ. Υποχρεώσεων
INTERFISH	0,42	1,34	1,89
SEAFARM IONIAN	0,16	0,44	-
ΓΑΛΑΞΙΔΙ	0,67	5,08	8,96
ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΙΕΣ	0,38	1,36	5,05
ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑΙ	0,70	2,37	14,41
ΝΗΡΕΥΣ	0,41	0,96	3,59
ΣΕΛΟΝΤΑ	0,17	0,31	1,42

9.7 Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας

Αποδοτικότητα ονομάζουμε την πιθανότητα του κεφαλαίου να παράγει κέρδος καθώς και την ικανότητα που έχει η επιχείρηση να πραγματοποιεί κέρδη από τις διάφορες δραστηριότητές της κυρίως όμως από την κύρια δραστηριότητά της. Η αποδοτικότητα είναι το αποτέλεσμα ενός μεγάλου αριθμού επιχειρηματικών αποφάσεων, καθώς επίσης και της πολιτικής που ακολουθείται κάθε φορά σε θέματα τιμών, διαφήμισης κλπ. Η ανάλυση της αποδοτικότητας μας πληροφορεί σχετικά με το δυναμικό κερδών της επιχείρησης και το βαθμό αποτελεσματικότητας με τον οποίο διοικείται. Το γεγονός λοιπόν, ότι η ύπαρξη των περισσότερων επιχειρήσεων είναι συνυφασμένη με την πραγματοποίηση κερδών, αυτό καθιστά απόλυτα

αναγκαία την ανάλυση αποδοτικότητας. Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας αναφέρονται αφ' ενός στις σχέσεις κερδών και απασχολούμενων στην επιχείρηση κεφαλαίων και αφ' ετέρου στις σχέσεις μεταξύ κερδών και πωλήσεων και δείχνουν πόσο αποτελεσματικά λειτούργησε η επιχείρηση κατά τη διάρκεια μιας ή και περισσότερων χρήσεων. Γενικά οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας υπολογίζονται είτε με βάση τις πωλήσεις της επιχείρησης κατά τη διάρκεια μιας χρήσης, είτε με βάση τις επενδύσεις της. Οι κυριότεροι αριθμοδείκτες είναι:

➤ **Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου ή Μικτού Κέρδους**

$$\frac{\text{Μικτά αποτελέσματα εκμετάλλευσης}}{\text{Πωλήσεις}} \times 100$$

Ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους μας δείχνει το μικτό κέρδος που έχει μια επιχείρηση από την πώληση προϊόντων, δείχνει επίσης την αποτελεσματικότητα της εκμετάλλευσης καθώς και τον τρόπο με τον οποίο καθορίζει την τιμή του προϊόντος η επιχείρηση. Ο δείκτης αυτός εξαρτάται από τα χαρακτηριστικά του κλάδου που δραστηριοποιείται, τον ανταγωνισμό, τη στρατηγική της επιχείρησης, τη φάση του οικονομικού κύκλου και του κύκλου ζωής του προϊόντος. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους τόσο καλύτερη, από άποψης κερδών, είναι η θέση της επιχείρησης γιατί μπορεί να αντιμετωπίσει χωρίς δυσκολία τυχών αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της. Έτσι, αφού ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους μας δείχνει το πόσο επικερδής είναι μια επιχείρηση από την πώληση των προϊόντων της, η συνεχής παρακολούθηση αυτού για μια σειρά ετών μας παρέχει ένδειξη για την πορεία της εταιρείας.

➤ **Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους**

$$\frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}} \times 100$$

Ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους δείχνει το ποσοστό του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τις πωλήσεις της, δηλαδή δείχνει το κέρδος από τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Το ύψος του εξαρτάται από το είδος του πωλούμενου προϊόντος και από τη στρατηγική που ακολουθεί η επιχείρηση σε σχέση με τον ανταγωνισμό. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης καθαρού κέρδους, τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση.

➤ **Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού**

$$\frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Σύνολο ενεργητικού}} \times 100$$

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (Return on Assets – ROA) μετρά την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, καθώς και των επί μέρους τμημάτων της και αποτελεί ένα είδος αξιολόγησης και ελέγχου της διοικήσεώς της. Ο δείκτης αυτός αντανακλά την ικανότητα της διοίκησης να χρησιμοποιεί τους οικονομικούς πόρους της επιχείρησης για να δημιουργεί καθαρά κέρδη. Μετρά δηλαδή την απόδοση όλων των επενδυμένων κεφαλαίων (ιδίων και ξένων) μιας επιχείρησης. Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μας επιτρέπει να συγκρίνουμε την αποδοτικότητα της επιχείρησης που εξετάζουμε με την αποδοτικότητα άλλων ομοειδών επιχειρήσεων καθώς και με την αποδοτικότητα άλλων μορφών επενδύσεων. Επίσης μας βοηθά να παρακολουθήσουμε τη διαχρονική πορεία της αποδοτικότητας της επιχείρησης που εξετάζουμε καθώς και τη διερεύνηση των αιτιών της μεταβολής της διαχρονικά.

➤ **Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων**

$$\frac{\text{Καθαρά κέρδη}}{\text{Ίδια κεφάλαια}} \times 100$$

Αυτός ο αριθμοδείκτης (Return on Equity – ROE) μετρά το βαθμό αξιοποίησης των ιδίων κεφαλαίων, την ικανότητα δηλαδή του επιχειρηματία να αξιοποιεί

τα ίδια κεφάλαια και να παράγει από αυτά καθαρά κέρδη. Με άλλα λόγια μας δείχνει την αποτελεσματικότητα με την οποία μια επιχείρηση χρησιμοποιεί τα κεφάλαια των ιδιοκτητών της, καθώς παρουσιάζει το μέγεθος των κερδών που δημιουργήθηκε από τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι στην επιχείρηση

Τα αποτελέσματα των δεικτών αποδοτικότητας είναι τα παρακάτω:

	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	ROA	ROE
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	14,32%	12,84%	6,67%	11,44%
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	52,82%	19,82%	6,06%	11,44%
ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	19,67%	5,68%	2,06%	3,90%

Η εικόνα που βλέπουμε στους δείκτες αποδοτικότητας συνάδει πλήρως με την κατάσταση της οικονομίας που περιγράψαμε παραπάνω. Πιο συγκεκριμένα, η υψηλή κερδοφορία των επιχειρήσεων και των τριών κλάδων αντικατοπτρίζεται στους αντίστοιχους δείκτες.

Αναλυτικότερα, στα περιθώρια κέρδους είναι χαρακτηριστική η εξαιρετικά υψηλή τιμή του μικτού περιθωρίου στον κλάδο των ξενοδοχείων, όπου και ξεπερνά το 50%. Στις ιχθυοκαλλιέργειες είναι λίγο μικρότερος του 20% και στις κατασκευές ελαφρώς πιο κάτω από το 15%. Βέβαια, πρέπει να τονιστεί πως και οι τιμές στον κλάδο των κατασκευών είναι πολύ ικανοποιητικές μιας και οι επιχειρήσεις του τομέα αυτού λειτουργούν με μικρά περιθώρια και βασίζουν την κερδοφορία τους στον υψηλό κύκλο εργασιών. Πράγματι, βλέπουμε πως το καθαρό περιθώριο κέρδους στις κατασκευές είναι λίγο μικρότερο από το αντίστοιχο μικτό, ενώ στον κλάδο των ιχθυοκαλλιεργειών πέφτει στο 5,86% λόγω υψηλών λειτουργικών εξόδων.

Ταυτόχρονα, οι δυο δημοφιλείς δείκτες αποδοτικότητας έχουν ανάλογα καλή εικόνα με τον κλάδο των κατασκευών να υπερέχει και τις ιχθυοκαλλιέργειες να έχουν χαμηλότερη μεν, θετική δε αποδοτικότητα.

Τέλος, παρουσιάζουμε αναλυτικά τους δείκτες ανά επιχείρηση:

➤ Κατασκευές

	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	ROA	ROE
ALFA BETON	14,81%	5,91%	4,25%	18,90%
REDS	13,24%	6,54%	2,06%	2,76%
ΑΒΑΞ	17,88%	21,34%	13,08%	20,03%
ΑΕΓΕΚ	13,29%	43,25%	3,06%	4,37%
ΑΘΗΝΑ	7,81%	3,88%	4,55%	8,16%
ΑΚΤΩΡ	13,91%	24,29%	19,69%	30,24%
ΑΛΤΕ	19,34%	10,83%	4,89%	7,93%
ΑΤΤΙ ΚΑΤ	16,91%	6,43%	2,01%	4,22%
ΒΕΤΑΝΕΤ	33,01%	35,01%	9,17%	18,57%
ΒΙΟΤΕΡ	15,01%	7,14%	3,73%	6,67%
ΓΕΝΕΡ	2,27%	3,64%	2,30%	4,53%
ΔΙΕΚΑΤ	18,97%	9,28%	5,36%	11,19%
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	11,78%	7,83%	3,13%	5,09%
ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΙΔΑΣ	18,81%	6,96%	3,97%	8,36%
ΕΚΤΕΡ	20,64%	19,44%	12,82%	17,89%
ΕΛΒΙΕΜΕΚ	25,49%	5,73%	1,42%	3,72%
ΕΜΠΕΔΟΣ	22,04%	11,21%	3,36%	6,19%
ΕΡΓΑΣ	13,87%	-10,37%	-3,59%	-8,03%
ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ	21,90%	2,45%	0,67%	1,24%
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ	-52,99%	-87,48%	-42,56%	-173,77%
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	9,20%	12,58%	5,74%	10,98%
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	20,78%	16,60%	11,56%	21,31%
ΙΝΤΡΑΜΕΤ	17,69%	11,28%	9,93%	19,93%
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ-ΛΑΠΠΑΣ	21,20%	18,12%	9,56%	18,65%
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	10,53%	3,73%	1,65%	2,38%
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	17,01%	19,41%	4,26%	4,77%
ΜΟΧΛΟΣ	3,50%	2,95%	5,26%	8,34%
ΜΠΑΛΑΦΑΣ	32,28%	14,98%	0,97%	1,25%
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ	44,18%	36,29%	12,11%	36,61%
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	14,16%	10,70%	3,86%	7,12%
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	-60,85%	8,88%	1,33%	1,75%
ΤΕΡΝΑ	15,44%	14,26%	14,29%	23,47%

➤ Ξενοδοχεία

	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	ROA	ROE
HYATT REGENCY	69,26%	34,55%	23,36%	43,90%
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ	12,65%	-0,74%	-0,10%	-0,10%
ΓΕΚΕ	45,34%	3,22%	1,16%	1,38%
ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ	-3,51%	-23,46%	-2,31%	-5,88%
ΛΑΜΨΑ	25,22%	-31,46%	-5,18%	-48,27%

➤ Ιχθυοκαλλιέργειες

	Μικτό Περιθώριο Κέρδους	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	ROA	ROE
INTERFISH	21,36%	102,66%	43,49%	140,51%
SEAFARM IONIAN	20,57%	-82,03%	-13,41%	-38,21%
ΓΑΛΑΞΙΔΙ	23,60%	9,65%	6,43%	16,28%
ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΙΣ	21,85%	11,71%	4,44%	12,53%
ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑΙ	15,39%	2,05%	1,44%	3,56%
ΝΗΡΕΥΣ	20,17%	4,81%	1,98%	3,16%
ΣΕΛΟΝΤΑ	23,51%	6,58%	1,14%	1,70%

9.8 Αριθμοδείκτες χρηματοοικονομικής διάρθρωσης και βιωσιμότητας

Με τους αριθμοδείκτες χρηματοοικονομικής διάρθρωσης και βιωσιμότητας εξετάζουμε τη δυνατότητα επιβίωσης της επιχείρησης μακροχρόνια, όπως επίσης και την επίδραση που έχει η χρηματοοικονομική της διάρθρωση στη διαμόρφωση της κερδοφορίας της, δηλαδή το βαθμό «κινδύνου» λόγω χρηματοοικονομικής μόχλευσης που εμπεριέχει αυτή η διάρθρωση για τους μετόχους. χρηματοοικονομική μόχλευση είναι η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων με σκοπό την αύξηση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων. Η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων αυξάνει την αναμενόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης όταν η αναμενόμενη απόδοση του

ενεργητικού υπερβαίνει το κόστος των δανειακών κεφαλαίων. Η μόχλευση όμως φέρνει αντίθετα αποτελέσματα όταν η απόδοση του ενεργητικού είναι μικρότερη από το κόστος δανειακών κεφαλαίων. Στην περίπτωση αυτή είναι πιθανό να πραγματοποιηθούν ζημιές και αν η επιχείρηση αδυνατεί να καλύψει τις υποχρεώσεις της υπάρχει κίνδυνος να πτωχεύσει. Επομένως, αποφάσεις σχετικά με το ύψος των δανειακών κεφαλαίων που θα πρέπει να χρησιμοποιεί μια επιχείρηση θα πρέπει να εξισορροπούν τις μεγαλύτερες αναμενόμενες αποδόσεις με τον πρόσθετο κίνδυνο αθέτησης των δανειακών υποχρεώσεων. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος είναι ένας από τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις μιας επιχείρησης για τη διατήρηση μιας δεδομένης διάρθρωσης κεφαλαίων. Υπάρχει σε όλες τις οικονομικές δραστηριότητες και συνδέεται άμεσα με το είδος της κάθε επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο επιχειρηματικός κίνδυνος τόσο χαμηλότερος πρέπει να είναι ο αριθμοδείκτης δανειακής επιβάρυνσης. Ένας ακόμα σημαντικός παράγοντας για τη χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων από μια επιχείρηση είναι η θέση της επιχείρησης από άποψης φορολογίας. Οι τόκοι αφαιρούνται από τα κέρδη με αποτέλεσμα να μειώνεται το φορολογητέο ποσό και το κόστος δανεισμού ανάλογα με το συντελεστή φορολογίας κάθε επιχείρησης. Το πλεονέκτημα όμως αυτό χάνεται, αν το μεγαλύτερο μέρος των κερδών έχει λόγους να υπόκειται σε φορολογικές απαλλαγές. Επομένως, όσο υψηλότερος ο συντελεστής φορολογίας εισοδήματος τόσο πιο επωφελής η χρησιμοποίηση των ξένων κεφαλαίων. Τέλος, η ικανότητα της επιχείρησης να αντλεί κεφάλαια με επωφελείς γι' αυτήν όρους ακόμη και κάτω από δύσκολες συνθήκες είναι ο τρίτος παράγοντας που επηρεάζει τις αποφάσεις μιας επιχείρησης όσον αφορά τη διάρθρωση των κεφαλαίων της. Επιχειρήσεις με αμετάβλητο κύκλο εργασιών έχουν ανάγκη συνεχούς ροής κεφαλαίων για να πετύχουν μακροχρόνια άνοδο. Οι ανάγκες μιας επιχείρησης για κεφάλαια μελλοντικά και οι συνέπειες από τυχόν έλλειψή τους έχουν σημαντική επίδραση στη διάρθρωση των κεφαλαίων της επιχείρησης. Οι τράπεζες επιλέγουν με αυστηρά κριτήρια τις επιχειρήσεις που δανείζουν και προτιμούν αυτές που παρουσιάζουν υγιείς και δυναμικούς ισολογισμούς, για το λόγο αυτό

αυξάνονται και οι δυσκολίες δανεισμού κάτω από συνθήκες στενότητας ρευστών.

➤ **Αριθμοδείκτης Μόχλευσης**

$$\frac{\text{Ίδια κεφάλαια}}{\text{Ξένα κεφάλαια}} \times 100$$

Ο αριθμοδείκτης ιδίων προς ξένα κεφάλαια (ή μόχλευσης) δείχνει την ασφάλεια που παρέχει στους δανειστές της μια επιχείρηση και χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί αν υπάρχει ή όχι υπερδανεισμός. Αν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας, μας δείχνει ότι οι φορείς της επιχείρησης συμμετέχουν σ' αυτή με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές της. Εξάλλου όσο μεγαλύτερη είναι αυτή η σχέση τόσο μεγαλύτερη ασφάλεια παρέχεται στους πιστωτές της επιχείρησης. Αντίθετα, ένας χαμηλός αριθμοδείκτης ιδίων προς ξένα κεφάλαια εκφράζει περιορισμένη εξασφάλιση των πιστωτών της επιχείρησης.

➤ **Αριθμοδείκτης Κάλυψης Τόκων**

$$\frac{\text{Οργανικά Κέρδη}}{\text{Τόκοι}}$$

Ο δείκτης κάλυψης (γνωστός και ως δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών εξόδων) τόκων υποδηλώνει την ευχέρεια της επιχείρησης να καλύπτει τα έξοδα για τόκους των δανείων της με χρήση της οργανικής κερδοφορίας της. Έτσι, όσο μεγαλύτερη τιμή παίρνει ο δείκτης, τόσο μικρότερο κίνδυνο ενδέχεται να αντιμετωπίσει η επιχείρηση κατά την αποπληρωμή των υποχρεώσεων προς τις τράπεζες.

Τα αποτελέσματα των δεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι τα παρακάτω:

	Μόχλευσης	Κάλυψης Τόκων
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	65,92%	7,22
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	86,44%	15,25
ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ	88,51%	4,90

Αναφορικά με τον δείκτη μόχλευσης, η χαμηλότερη παρατηρείται στις κατασκευές με 65,92% ενώ οι άλλοι δυο κλάδοι κινούνται υψηλότερα, λίγο πάνω από 85%. Βέβαια, είναι εμφανές πως σε όλες τις περιπτώσεις οι δείκτες μόχλευσης είναι μικρότεροι του 100%, δηλαδή στους κλάδους η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια είναι μεγαλύτερη της χρηματοδότησης με ξένα. Αυτό μπορεί να εξηγηθεί και από τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας το 2003. Την περίοδο αυτή το χρηματιστήριο ήταν σε φάση ανάπτυξης και η πρόσβαση σε ίδια κεφάλαια μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου ήταν πιο εύκολη. Την ίδια στιγμή, τα επιτόκια δανεισμού δεν ήταν ακόμα επαρκώς μικρά και έτσι οι επιχειρήσεις κατέφευγαν πιο εύκολα στην ίδια χρηματοδότηση.

Τέλος, ο δείκτης κάλυψης τόκων αποκαλύπτει ότι σε κάθε περίπτωση στους υπό εξέταση κλάδους δεν αντιμετωπιζόταν σοβαρό πρόβλημα στην αποπληρωμή των τόκων μέσω της κερδοφορίας. Καλύτερη είναι η εικόνα στον κλάδο των ξενοδοχείων με τις ιχθυοκαλλιέργειες να είναι λίγο μικρότερες από το 5.

Παρακάτω παρατίθενται οι τιμές των δεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης ανά επιχείρηση:

➤ **Κατασκευές**

	Μόχλευσης	Κάλυψης Τόκων
ALFA BETON	338,08%	3,68
REDS	29,17%	71,11
ΑΒΑΞ	51,96%	33,32
ΑΕΓΕΚ	43,33%	3,66
ΑΘΗΝΑ	70,98%	14,01
ΑΚΤΩΡ	48,48%	84,36
ΑΛΤΕ	61,06%	4,40
ΑΤΤΙ ΚΑΤ	106,37%	11,87
BETANET	102,47%	3,54
ΒΙΟΤΕΡ	77,35%	1,28
ΓΕΝΕΡ	92,10%	1,52
ΔΙΕΚΑΤ	105,69%	1,95

ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	57,24%	1,77
ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΙΔΑΣ	108,81%	2,49
ΕΚΤΕΡ	39,14%	10,79
ΕΛΒΙΕΜΕΚ	147,09%	0,47
ΕΜΠΕΔΟΣ	81,61%	1,89
ΕΡΓΑΣ	117,75%	-12,37
ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ	85,99%	0,28
ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ	294,25%	-13,23
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	85,61%	4,89
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	60,93%	35,02
ΙΝΤΡΑΜΕΤ	97,50%	7,61
ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ-ΛΑΠΠΑΣ	93,03%	5,75
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	41,27%	2,36
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	7,20%	37,92
ΜΟΧΛΟΣ	58,20%	5,59
ΜΠΑΛΑΦΑΣ	27,83%	1,10
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ	136,78%	22,72
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	76,18%	2,75
ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	25,60%	1,21
ΤΕΡΝΑ	63,10%	14,46

➤ Ξενοδοχεία

	Μόχλευσης	Κάλυψης Τόκων
ΗΥΑΤΤ REGENCY	85,06%	10,11
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ	4,19%	-2,22
ΓΕΚΕ	18,79%	-
ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ	150,11%	-6,68
ΛΑΜΨΑ	816,13%	-3,00

➤ Ιχθυοκαλλιέργειες

	Μόχλευσης	Κάλυψης Τόκων
INTERFISH	221,82%	32,31
SEAFARM IONIAN	184,86%	-4,57
ΓΑΛΑΞΙΔΙ	152,13%	4,93
ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΙΕΣ	181,05%	1,97
ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑΙ	146,32%	0,95
ΝΗΡΕΥΣ	58,65%	1,58
ΣΕΛΟΝΤΑ	48,80%	1,42

10. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το 2003 η ελληνική οικονομία βρισκόταν σε φάση άνθησης και διαρκούς ανόδου του ΑΕΠ και του βιοτικού επιπέδου. Η πρόσφατη είσοδος στη ζώνη του ευρώ και η επικείμενη διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων αποτελούσαν τα εχέγγυα για την ομαλή ανάπτυξη, αποκρύπτοντας όμως τα δομικά προβλήματα της οικονομίας που βγήκαν στην επιφάνεια λίγα χρόνια μετά.

Στο πλαίσιο αυτό στην παρούσα εργασία αξιολογήθηκε η γενικότερη κατάσταση το 2003 για τρεις κλάδους: τον κατασκευαστικό, τον ξενοδοχειακό και τον κλάδο των ιχθυοκαλλιεργειών. Έμφαση δόθηκε στη χρηματοοικονομική τους ανάλυση με βάση τα δημοσιευμένα αποτελέσματα των εισηγμένων εταιρειών του κάθε κλάδου.

Η ανάλυση έδειξε ότι η γενική εικόνα των κλάδων ήταν άκρως ικανοποιητική. Προβλήματα ρευστότητας δεν ήταν εμφανή, η χρησιμοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού ήταν αποδοτική και η κερδοφορία υψηλή. Επίσης, η ανοδική τάση του χρηματιστηρίου έκανε εύκολη την πρόσβαση σε ίδια κεφάλαια με αποτέλεσμα τη χαμηλή μόχλευση.

Συνοπτικά, το έτος που εξετάσαμε ήταν από τα πιο ανθηρά για την ελληνική οικονομία με αποτέλεσμα αυτό να απεικονίζεται στους κλάδους που εξετάσαμε και στην πλειοψηφία των επιχειρήσεων που τους αποτελούσε.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Γκίκα Δ, Παπαδάκη Α, Σιουγλέ Γ, Ανάλυση & αποτίμηση επιχειρήσεων, Εκδόσεις Γ.Μπένου, Αθήνα 2010.
- Ελληνική Στατιστική Αρχή, www.statistics.gr
- Κάντζος Κ., Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2002.
- Ίδρυμα οικονομικών και βιομηχανικών ερευνών, www.iobe.gr
- Νιάρχος Ν., Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις ΑΘ. ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ, Αθήνα 2004
- Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση του Διοικητή για το έτος 2003, διαθέσιμη στο www.bankofgreece.gr
- Τράπεζα της Ελλάδος, Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής για το έτος 2003, διαθέσιμη στο www.bankofgreece.gr