

ΒΑΣΙΛΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΑΚΗ-ΜΑΛΙΝΔΡΕΤΟΥ

Πάντειο Πανεπιστήμιο

MANAGEMENT ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΕΣ

I. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΗ ΦΑΣΗ

Το φαινόμενο του στασιμοπληθωρισμού (stagflation) που διατάραξε τη διεθνή οικονομία στην διάρκεια της 10ετίας του '70 και η οικονομική «αυτοκατάρρευση» του συστήματος συγκεντρωτικής διαχείρισης της οικονομίας στη διάρκεια της 10ετίας του '80 συνετέλεσαν στην αναζωπύρωση του ενδιαφέροντος στις επενδύσεις παγίου κεφαλαίου (fixed investment), ως καθοριστικού παράγοντα της οικονομικής σταθεροποίησης (economic stabilization) και ανάπτυξης (development).

Η εντεύθεν διεθνοποίηση των επενδύσεων ανέκτησε το ρόλο στρατηγικής μεταβλητής οικονομικής πολιτικής. Με την ταχύτητα ωστόσο των εξελίξεων και των πραγματικών αναγκών για προσαρμογή των εθνικών οικονομιών, των θεσμών και φορέων επιχειρηματικής και επαγγελματικής δραστηριότητας, υπάρχουν κίνδυνοι λαθών, βεβιασμένων αποφάσεων και επιλογών, υπό την πίεση επιτακτικών συγκυριών, βραχυχρόνιων σκοπιμοτήτων και άγνοιας. Οι κίνδυνοι αυτοί αποδίδονται συνήθως στον βραχυχρόνιο ορίζοντα (short time - horizon) πολιτικών επιλογών σε έναν τομέα ιδιαίτερα μακροχρόνιων επιδράσεων, όπως είναι η «συσσώρευση» (accumulation)¹. Το κοινωνικό κόστος όμως που συνεπάγονται τέτοια λάθη ίσως σήμερα είναι δυσανάλογο και έχει διεθνείς διαστάσεις λαμβανόμενων υπ' όψη:

α. Των μεγάλων πρόσθετων επενδυτικών αναγκών για τεχνολογικό εκσυγχρονισμό, ταχύ μετασχηματισμό, προσαρμογή και ανάπτυξη των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης.

β. Της χαλάρωσης μέχρι πτωτικής τάσης που διαφαίνεται στο ποσοστό αποταμίευσης (ροπής αποταμίευσης) διεθνώς και

γ. του συσχετισμού με άλλα γεγονότα που στιγματίσαν την παγκόσμια οικονομία στην διάρκεια της τελευταίας 20ετίας (κατάργηση του συστήματος Bretton Woods, δημιουργία διεθνούς προβλήματος εξωτερικού χρέους των χωρών του «τρίτου κόσμου» μετά τις πετρελαιακές κρίσεις στη 10ετία του '70).

Η αντιστροφή της ανοδικής τάσης της αποταμίευσης² βρίσκεται εν τούτοις σε αντίθεση με τις αυξανόμενες επενδυτικές ανάγκες, συντελώντας ανατροφοδοτικά στον πληθωρισμό, σε υψηλά επιτόκια και στην παραπέρα εξασθένιση της διαδικασίας της συσσώρευσης. Η χαλάρωση αυτή έχει αποδοθεί βασικά στον «δημόσιο τομέα», σε μια γενικότερη τάση μεταβολής της διαχρονικής προτίμησης (time preference)³ κτλ.

Μια αίσθηση της έκτασης του προβλήματος ειδικά στην περίπτωση της ελληνικής οικονομίας δίνεται με τα εξής: οι επενδύσεις παγίου κεφαλαίου εσημείωσαν μείωση από το επίπεδο του 24% του ΑΕΠ στη 10ετία του '70 σε κάτω του 20% στη 10ετία του '80 (στην Ισπανία και Πορτογαλία το ποσοστό αυτό ανέρχεται σε 26-27%). Παράλληλα, οι αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα ως ποσοστό του ΑΕΠ έπεσαν στο 14.2% του ΑΕΠ το 1987 για να διαμορφωθούν γύρω στο 19%. Προσθέτοντας το ποσοστό των αποσβέσεων που υπολογίζονται σε 8-9% του ΑΕΠ, έχουμε ένα σύνολο αποταμιευτικών πόρων για τη χρηματοδότηση των ακαθαρίστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου 27-28%. Το ποσοστό αυτό μαζί με ένα έλλειμμα της τάξης 2-3% του ΑΕΠ στο Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών μπορεί να χρηματοδοτήσει ύψος επενδύσεων της τάξης του 30% του ΑΕΠ. Όμως, απαραίτητη προϋπόθεση είναι να μειωθούν σημαντικά τα καταναλωτικά ελλείμματα του Δημόσιου Τομέα, που απορροφούν μεγάλο τμήμα της εθνικής αποταμίευσης. Διότι αυτά στενεύουν σημαντικά τα περιθώρια για επενδύσεις παγίου κεφαλαίου και έχουμε παρατεταμένο υψηλό πληθωρισμό και υψηλά επιτόκια, σε ένα ανατροφοδοτούμενο «φαύλο κύκλο» από τον οποίο δύσκολα εξέρχονται οι εθνικές οικονομίες.

Σε ό,τι αφορά τις επενδύσεις, συχνά επισημαίνονται αποσπασματικοί χειρισμοί όσον αφορά την πολιτική στη φάση της χάραξης και εφαρμογής της. Αυτοί ίσως οφείλονται κατά μέρος σε ανεπαρκή αντίληψη της διαδικασίας της συσσώρευσης και του σχηματισμού κεφαλαίου.

Με τις μεταβατικές συνθήκες προσαρμογής των εθνικών οικονομιών σε ένα νέο διεθνή καταμερισμό των έργων και παγκόσμια οικονομική τάξη και την εντεύθεν καθετοποίηση των αναγκών για επενδύσεις εκσυγχρονισμού και επέκτασης⁴, το θέμα της σχετικής έρευνας παραμένει πάντοτε «ανοικτό». Μέσα σ' αυτά τα δεδομένα έχει ήδη γίνει μια πρωτότυπη προσέγγιση των επενδύσεων: ως πρόβλημα εξατομίκευσης (mispecification), ταυτοποίησης (identification) και επιπέδου ανάλυσης (aggregation), σύμφωνα με την οικονομετρική ορολογία⁵. Από αυτήν ανέκυψαν πρακτικά ενδιαφέρουσες επιστημάνσεις και διελύθησαν αρκετές παρεξηγήσεις στον τομέα αυτό που δυσχέραιναν τη χάραξη και εφαρμογή αποτελεσματικής επενδυτικής πολιτικής. Διατυπώθηκε η θέση ότι το υπ' όψη πρόβλημα μπορεί να επαναπροσδιοριστεί ως θέμα αποτελεσματικού μάνατζμεντ των επενδύσεων, με την ευρεία έννοια του όρου. Πιο συγκεκριμένα, η έννοια αυτή ανταποκρίνεται στη συνολική διαχείριση των αποταμιεύσεων (ροής) και της συσσώρευσης πλούτου (αποθέματος) από τους αποταμιευτές, που σημαίνει ότι αυτοί πρέπει να συνεξετάζουν ταυτόχρονα όλες τις διαθέσιμες χρηματοπιστωτικές και πραγματικές μορφές διακράτησης πλούτου.

Το αποτελεσματικό μάνατζμεντ των επενδύσεων (investment management) προϋποθέτει πληρέστερη αντίληψη του θεσμικού και λειτουργικού πλαισίου και των συνθηκών υπό τις οποίες αυτές πραγματοποιούνται. Η ασύμμετρη σημασία π.χ. στον θεσμικό παράγοντα - πλαίσιο, στους διαφορετικούς φορείς αποφάσεων αποταμιεύσεων, επενδύσεων κ.ο.κ. παρατηρείται ότι συντελεί στην υποβάθμιση της λειτουργικής της δυναμικής διαδικασίας των αποταμιεύσεων και επενδύσεων. Πιο συγκεκριμένα, οι τρέχουσες εξελίξεις στον τομέα του σχηματισμού κεφαλαίου φαίνεται ότι δικαιώνουν και αναβαθμίζουν την έρευνα που είχε αρχίσει παλιότερα, επαναθέτοντας στο προσκήνιο το ευρύτερο θέμα της συσσώρευσης πλούτου (wealth) και της επιλογής περιουσιακών στοιχείων (assets choice) με συνθήκες αβεβαιότητας (uncertainty conditions)⁶.

Μετά την επανάκαμψη του ενδιαφέροντος στη διαδικασία της συσσώρευσης, με την ευρεία έννοια του πλούτου και με συνθήκες αβεβαιότητας, έρχονται στην επιφάνεια ορισμένες πλευρές που παρουσιάζουν ιδιαίτερη πρακτική σημασία. Πρώτον, οι αποταμιευτές-επενδυτές δεν σκέπτονται όπως οι ερευνητές και οι πολιτικοί που

παίρνουν δεδομένες τις παραδοσιακές διακρίσεις, κατατάξεις, ταξινομήσεις και διαχωρισμούς (μακρο- και μικρο-οικονομικό επίπεδο, πραγματικός και χρηματοπιστωτικός τομέας κ.ο.κ.). Έτσι οι τελευταίοι χειρίζονται χωριστά τις πάγιες επενδύσεις από τις χρηματοοικονομικές «επενδύσεις» (τοποθετήσεις), απομακρυσμένοι από τις πραγματικές συνθήκες της ενιαίας και αδιαίρετης διαδικασίας της συσσώρευσης και του σχηματισμού κεφαλαίου. Αντίθετα, οι αποταμιευτές κάνουν εκ των πραγμάτων συνολική διαχείριση (πακέτο) του αποθέματος (stock) πλούτου που έχουν συσσωρεύσει και το αναπροσαρμόζουν βαθμιαία σύμφωνα με τις σχετικές αποδόσεις κτλ., μέσα στις διαθέσιμες δυνατότητες και λειτουργίες των διαφόρων αγορών. Οπότε ανακύπτει σοβαρό πρόβλημα αποθέματος-ροών (stock-flow problem) και κατ' ανάγκη εδώ δεχόμαστε ότι οι ιδιωτικοί φορείς μεταχειρίζονται τον πλούτο (περιουσία) ενιαία ως συνολική καταρχήν δύναμη απαιτήσεων απέναντι στην υπόλοιπη κοινωνία, κάνοντας κάποιες βαθμιαίες αναπροσαρμογές του κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας και αγορών [αγοραστικότητα (marketability), ρευστότητα (liquidity), συναλλακτικό κόστος (transaction costs) κτλ.]. Δεύτερον, κατά συνέπεια υποτονούν βαθμιαία οι καθιερωμένες ταξινομήσεις ανάμεσα και σε διαφορετικούς ρόλους και φορείς (αποταμιευτές και επενδυτές). Διότι με τη συσσώρευση «πλούτου» και τη διεύρυνση των περιθωρίων αποκέντρωσης και ελευθέρων επιλογών, μειώνεται πλέον η πρακτική σημασία του διαχωρισμού αποταμιευτών-επενδυτών, εργαζομένων-επιχειρηματιών, κ.ο.κ. Ίσως βρισκόμαστε μπροστά σε ένα ευρύτερο φαινόμενο κάθετης πλέον ανάπτυξης του συμμετοχικού πνεύματος (αναβίωση όρων, όπως συμμετοχική δημοκρατία, λαϊκός καπιταλισμός κτλ.). Τρίτον, οι διεθνείς εξελίξεις ανοίγματος των αγορών και αποκέντρωσης του «πλούτου» και της διαδικασίας της συσσώρευσης συνοδεύονται με μια σειρά από πολλές επενδυτικές καινοτομίες (innovations)⁷, που διευκολύνουν την πρόσβαση και την αλλαγή ρόλων και ιδιοτήτων. Με αυτόν τον τρόπο πραγματοποιείται βαθμιαία μετασχηματισμός στην κατεύθυνση ευρύτερης λαϊκής συμμετοχής στους συντελεστές της οικονομικής προόδου (τεχνογνωσία, επενδυτική και επιχειρηματική δράση κτλ.). Το ερευνητικό και πρακτικό ενδιαφέρον του μετασχηματισμού αυτού είναι σχεδόν αυτονόητο.

II. ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΠΕΛΕΥΘΕΡΩΣΗ ΤΟΥ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ

Οι εξελίξεις (αλλαγές, μεταλλαγές κτλ.) στη μεταβατική αυτή περίοδο, ενώ προήλθαν βασικά από την απελευθέρωση της κίνησης κυρίως «κεφαλαίου» σε διεθνές επίπεδο — όσον αφορά την εργασία παρατηρείται τελευταία μάλλον αντίθετη διεθνής τάση σε όρους «κινητικότητας», με σκοπό την αναχαίτιση μαζικών μεταναστευτικών ρευμάτων προς βορρά και δυσμάς — συνεπάγονται ρευστότητα που παρεμποδίζει τη συσσώρευσή του. Μέχρι να μπορέσουν να καταγραφούν καλύτερα οι πραγματικές ανάγκες για επενδύσεις μετά από τη διαμόρφωση ομαλότητας σε εθνικό και διεθνές επίπεδο, το θέμα του management των επενδύσεων θα αμφιταλαντεύεται μεταξύ συμπληγάδων από τη διεθνή ρευστότητα μέχρι τον βραχυχρόνιο ορίζοντα της οικονομικής πολιτικής. Επομένως, στη μεταβατική περίοδο που διερχόμαστε, κρίσιμο ρόλο θα έχουν το επενδυτικό κλίμα, η εμπιστοσύνη, αξιοπιστία κτλ.

Πρέπει να σημειωθεί ότι η πορεία στην απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίου έχει επιταχυνθεί πλέον κάθετα. Αυτή, όμως, υπήρξε αποτέλεσμα βαθμιαίας και μακράς διεθνούς συνεργασίας στα βασικά πλαίσια του ΟΟΣΑ και της ΕΟΚ μέσω των «Κωδικών Απελευθέρωσης Κεφαλαιακών και Αδήλων Συναλλαγών». Κύριος ανατροφοδοτικός παράγοντας της μακράς αυτής πορείας ήταν ότι η απελευθέρωση αυτή συνοδευόταν από παρατεταμένη οικονομική και κοινωνική πρόοδο στις χώρες αυτές. Προχωρούσε παράλληλα και βαθμιαία η απελευθέρωση των εθνικών νομισματοπιστωτικών συστημάτων στην κατεύθυνση της δημιουργίας μιας ενιαίας διεθνούς κεφαλαιαγοράς και νομισματικού συστήματος με χαρακτηριστικά τη διεθνοποίηση και τον ανταγωνισμό.

Η απελευθέρωση της διεθνούς κεφαλαιαγοράς εξελήφθη αρχικά από ωρισμένους σαν δέλεαρ για την κάλυψη δημοσιονομικών ελλειμμάτων με εξωτερικό δανεισμό. Βαθμιαία όμως άρχισε να γίνεται αντιληπτό ότι τα δημοσιονομικά ελλείμματα αναχαιτίζουν τις πάγιες επενδύσεις μέσω του πληθωρισμού και των επιτοκίων. Έτσι σημειώθηκε ριζική μεταστροφή της οικονομικής πολιτικής με προτεραιότητα πλέον στη μείωση των ελλειμμάτων του δημόσιου τομέα, για τη συγκράτηση των τιμών και ιδιαίτερα των επιτοκίων ώστε να διαμορφωθεί θετικό «επενδυτικό κλίμα» για αποταμιευτικές-επενδυτικές πρωτοβουλίες και επιλογές. Ο ρόλος των επιτοκίων έχει προβλημα-

τίσει με τον παραδοσιακό διαχωρισμό σε αποταμιευτές-επενδυτές. Αυτό όμως ξεπερνιέται με την αντίληψη της διαφορετικής σημασίας του πραγματικού και του ονομαστικού επιτοκίου για τις αποταμιεύσεις και τις επενδύσεις αντίστοιχα.

Στην πραγματικότητα, μέχρι τη 10ετία του 1970 ρητά ή σιωπηρά είχε επικρατήσει η στρουκτουραλιστική σχολή (structuralism)⁸ που θεωρούσε τον «ελεγχόμενο πληθωρισμό» ως παράγοντα οικονομικής ανάπτυξης μέσω κυρίως «δημοσίων επενδύσεων» με αναγκαστική αποταμίευση (forced saving), ακόμη και με συνθήκες αρνητικών πραγματικών επιτοκίων. Βαθμιαία η αντίληψη περιορίστηκε στο ότι ο ρόλος των «δημοσίων επενδύσεων» είναι η δημιουργία «υποδομής» και άρα χρειάζεται επαναθεώρηση του ενδιαφέροντος στον μηχανισμό σχηματισμού κεφαλαίου. Σε αυτήν στηρίχθηκε η πολιτική εξόδου από το φαινόμενο του διεθνούς στασιμο-πληθωρισμού. Έτσι φτάσαμε στο ότι οι «δημόσιες επενδύσεις» πρέπει να γίνονται με συγκράτηση των δημοσίων καταναλωτικών δαπανών και όχι σε βάρος των ιδιωτικών αποταμιεύσεων-επενδύσεων. Έχει πλέον αναγνωριστεί ότι η μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων είναι αυτή που οδηγεί σε χαλάρωση του πληθωρισμού (παρανομαστή του πραγματικού επιτοκίου), έτσι ώστε να ακολουθεί μείωση των ονομαστικών επιτοκίων παράλληλα με ενδεχόμενη διαμόρφωση θετικών πραγματικών επιτοκίων.

Συνεπώς, είναι εφικτή η ταυτόχρονη συνέγερση των αποταμιεύσεων και των επενδύσεων, καθ' όσον οι τελευταίες θα βρίσκουν συμφερότερο κόστος δανεισμού, ενώ οι αποταμιευτές θα προσβλέπουν σε θετικό πραγματικό επιτόκιο. Διότι σε δυναμική ανάλυση μετρούν οι σχετικοί ρυθμοί μεταβολής τιμών και επιτοκίων στον χρόνο, σε συνδυασμό με το θετικό κλίμα και τις προοπτικές σχετικής σταθερότητας και αμετάβλητους «κανόνες του παιχνιδιού».

Όπως είδαμε, είχαμε δύο σχετικές τάσεις σε διεθνές επίπεδο: πρώτον, απελευθέρωση της κινήσεως κεφαλαίου και των εθνικών πιστωτικών συστημάτων με εντεύθεν αύξηση του ανταγωνισμού. Δεύτερον, διάλυση των αρχικών παρεξηγήσεων ότι αυτό θα μπορούσε να αξιοποιηθεί δημοσιονομικά, οδηγώντας σε παραπέρα ελλειμματική διαχείριση. Κατά συνέπεια, στον τραπεζικό τομέα στις περιπτώσεις όπου, όπως συμβαίνει παρ' ημίν, αυτός συνεχίζει να έχει καθοριστική θέση στο πιστωτικό σύστημα (με 80% περίπου κρα-

τικές τράπεζες, δύο από τις οποίες καλύπτουν το 70% του συνολικού ενεργητικού και παθητικού), εμμένουν οι δυσχέρειες συγκράτησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του πληθωρισμού. Έτσι η τακτική της βαθμιαίας αποσπασματικής χαλάρωσης των πιστωτικών περιορισμών, που παραμένουν από την πρώτη μεταπολεμική εποχή, εμφανίζεται ανίσχυρη να αλλάζει λειτουργικά την κατάσταση με αμετάβλητο το θεσμικό, ιδιοκτησιακό και διοικητικό καθεστώς.

Οι δυσκαμψίες της ταχείας προσαρμογής και εναρμόνισης στο διεθνές περιβάλλον (απελευθέρωση αγορών και ιδιαίτερα του τραπεζικού συστήματος, ένταση του ανταγωνισμού κτλ.), παρατείνουν περαιτέρω την αποσταθεροποίηση, την ύφεση της οικονομίας, την αύξηση της ανεργίας κτλ. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο παρεμποδίζεται η δημιουργία θετικού επενδυτικού κλίματος και δεν διευκολύνεται η διάχυση (diffusion) των χρηματοπιστωτικών καινοτομιών (financial innovations) στην έκταση που συμβαίνουν στο εξωτερικό, δοκιμάζεται η εξωτραπεζική κεφαλαιαγορά κτλ. Επομένως, η έρευνα για τις χρηματοπιστωτικές καινοτομίες εντάσσεται σωστά στο τοπικό θεσμικό πλαίσιο διευκολύνοντας την εκτίμηση της μελλοντικής τους πορείας και της συμβολής τους, σε συγκεκριμένα χωροχρονικά δεδομένα.

III. ΕΠΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΩΝ

Όσον αφορά τις χρηματοπιστωτικές καινοτομίες (χ-κ) παρατηρείται, πιο συγκεκριμένα μέσα στα παραπάνω πλαίσια, μια βεβαιωμένη πίεση για άμεση διατεταγμένη εισαγωγή τους λόγω βραδύτητας. Οι χ-κ πρέπει να συσχετίζονται με τις έννοιες του χρήματος (money) και των επενδύσεων (investments), που αποτελούν λειτουργικά στοιχεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Το χρήμα με τις τρεις γνωστές ιδιότητές του ως λογιστικού μέτρου, μέσου συναλλαγών και διακράτησης αξιών, συνδέεται ιδίως μέσω της τελευταίας με τις επενδύσεις, ως δυνατές μορφές «πλούτου» για τους αποταμιευτές-επενδυτές. Εδώ ανακύπτει θέμα αρμοδιότητας, με την έννοια ότι ολόκληρο το υποδόμημα της νομισματικής και πιστωτικής πολιτικής στηρίζεται στην παρέμβαση των αρχών με σκοπό να παρεμποδίζουν τη θεσμική δύναμη του τραπεζικού συστήματος να δημιουργεί «καινοτομίες», με αφετηρία τις επιταγές και το λεγόμενο «λογιστικό»

χρήμα. Άρα, τα άμεσα ελεγχόμενα πιστωτικά ιδρύματα (κρατικές τράπεζες) δεν έχουν ανεξαρτησία επιλογών στην εισαγωγή καινοτομιών, στην έκταση που αυτές υπάρχει φόβος να φέρουν δυσχέρειες στην άσκηση της νομισματικής και πιστωτικής πολιτικής.

Κάποιος βέβαια αντίλογος μπορεί να υπάρξει, με την έννοια ότι εδώ αναφερόμαστε στις χ-κ που ακολουθούν την τεχνολογική πρόοδο και την ένταση του ανταγωνισμού. Συνέπεια αυτών είναι η ανάπτυξη και επινόηση προσφοράς υπηρεσιών καλύτερης ποιότητας, με σκοπό την προσέλκυση αποταμιευτών-καταθετών, τη μείωση του λειτουργικού κόστους, κτλ. Οι χ-κ βρίσκονται πάντως στο κοινό πεδίο χρήματος-επενδύσεων, όπου το χρήμα ως γενικά αποδεκτό μέσο συναλλαγών δεν αποδίδει όσο οι καθαυτό «τοποθετήσεις» και «επενδύσεις». Οι τελευταίες όμως στερούνται απόλυτης εμπορευσιμότητας (marketability) - ευχέρειας άμεσης αγοραπωλησίας - ρευστότητας (liquidity) - άμεσης μετατροπής σε μέσο συναλλαγών - αδιαιρετότητας (indivisibility.) Όσο απομακρύνονται ως προς αυτά, λογικά αυξάνεται η αποδοτικότητά τους (rate of return / yield). Άρα η δεύτερη επισήμανση είναι ότι οι χ-κ έχουν πτωτικές επιπτώσεις στα επιτόκια και ασκούν θετικές επιδράσεις στις επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου.

Ένας πρόσθετος παράγων που σχετίζεται με τις αποδόσεις είναι οι διακυμάνσεις των τιμών στην αγορά με την έννοια ότι αυτές συνεπάγονται τον κίνδυνο ζημίας που ανταμείβονται με σχετικά ψηλές αποδόσεις. Εκεί θεμελιώνεται η στρατηγική των περιουσιακών επιλογών με συνθήκες αβεβαιότητας (uncertainty). Μεγαλύτερη αβεβαιότητα συνεπάγεται μεγαλύτερες αποδόσεις για κάλυψη των κινδύνων και αντίθετα. Στην πράξη μεγαλύτερες πιθανότητες διακυμάνσεων έχουν τα χρηματο-πιστωτικά περιουσιακά στοιχεία («χαρτιά») και έτσι μπορούν να υπάρξουν μεγαλύτερες τρέχουσες αποδόσεις *vis-a-vis* στις «άμεσες επενδύσεις». Οι χ-κ προϋποθέτουν ανταγωνισμό και δεν μπορούν να παραβλέψουν την κατάσταση στον χώρο των άμεσων επενδύσεων και αντίθετα.

Πρώτη θεμελιακή προϋπόθεση για ταχεία εφαρμογή και επέκταση των χ-κ είναι η επικράτηση ανταγωνιστικών συνθηκών μέσα στο πιστωτικό σύστημα. Έτσι τα πιστωτικά ιδρύματα δέχονται σοβαρές πιέσεις και προσπαθούν να διατηρήσουν ή να αυξήσουν την πελατεία τους.

Μέχρι πριν από μερικά χρόνια οι χ-κ περιορίζονταν βασικά στον χώρο των τραπεζών. Τώρα έχουν δημιουργηθεί και άλλες εξειδικευμένες μορφές χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όπως Εταιρείες Χρηματοδοτικής Μίσθωσης⁹, Αμοιβαία Κεφάλαια¹⁰ κτλ.

Οι χ-κ απευθύνονται στους αποταμιευτές και επενδυτές χωρίς πλέον αυστηρή διάκριση μεταξύ τους. Οι πιστωτικοί φορείς (financial agents) αναλύουν σε βάθος τις υφιστάμενες συνθήκες, προτιμήσεις και λοιπούς παράγοντες συμπεριφοράς των εργαζομένων, επαγγελματιών κ.ά., ως υποψηφίων αποταμιευτών και επενδυτών. Αυτοί, με δεδομένα τις διαθέσιμες τοποθετήσεις, την προβλεπόμενη απόδοση και τον κίνδυνο, αποφασίζουν ταυτόχρονα για αποταμίευση και επενδύσεις.

Κάθε χ-κ έχει ιδιαίτερα πρακτικά χαρακτηριστικά, γεγονός που μειώνει τη χρησιμότητα της περιγραφής καθεμιάς με βάση την εμπειρία από την εφαρμογή τους σε άλλες χώρες.

IV. ΕΠΙΛΟΓΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Όσον αφορά τις επενδυτικές αποφάσεις κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας, έχουν αναπτυχθεί δύο διαφορετικές θεωρητικές σχολές: η παραδοσιακή (traditional theory) και η σύγχρονη (modern theory). Κατά την παραδοσιακή θεωρία, κάθε επενδυτική πρόταση κρίνεται με βάση το δικό της συνολικό κίνδυνο και την προσδοκώμενη από αυτήν απόδοση. Με σύγχρονες εν τούτοις συνθήκες υποστηρίζεται εναλλακτικά ότι κάθε συγκεκριμένη επενδυτική πρόταση κρίνεται στα πλαίσια ενός χαρτοφυλακίου¹¹. Τα χαρτοφυλάκια χωρίζονται σε τρεις κατηγορίες, ανάλογα με τους κινδύνους που δέχονται να αναλάβουν οι κάτοχοί τους: α. το Συντηρητικό χαρτοφυλάκιο, που περιλαμβάνει σε πολύ μεγάλο ποσοστό τίτλους σταθερής απόδοσης, όπως είναι κρατικοί τίτλοι με ρήτρα ECU, προθεσμιακές καταθέσεις, Repos για ένα εξάμηνο, ομολογίες σε «σκληρό νόμισμα» και με σταθερό ή κυμαινόμενο επιτόκιο, κτλ. β. το Μικτό χαρτοφυλάκιο, που περιλαμβάνει τίτλους σταθερής απόδοσης, αλλά και μετοχές οι οποίες μπορεί να φέρουν μεγάλες αποδόσεις λόγω ταχέων διακυμάνσεών τους μέσα σε μικρές χρονικές περιόδους και γ. το Επιθετικό (ή αναπτυξιακό) χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει σε πολύ μεγάλο ποσοστό μετοχές, οι οποίες έχουν πολύ μεγάλα ρίσκα και

μπορούν να οδηγήσουν σε απώλεια κεφαλαίου ή σε πολύ μεγάλα κέρδη.

Με την προωθούμενη απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων σε κοινοτικό και διεθνές επίπεδο, παρέχεται η δυνατότητα «πολύ μεγάλης διασποράς των κινδύνων» (diversification principle), που συνεπάγονται οι επενδύσεις σε κινητές αξίες. Από τον Μάιο 1991 οι Έλληνες επενδυτές έχουν τη δυνατότητα να επενδύουν σε τίτλους που έχουν εκδοθεί και είναι διαπραγματεύσιμοι σε χρηματιστηριακές αγορές χωρών της ΕΟΚ. Εν τούτοις, η «απελευθέρωση» κεφαλαίου είναι ακόμη γραφειοκρατική και δυσκολεύει την ανάπτυξη του “Private Banking” σε τομείς που περιλαμβάνουν κινητές αξίες διαπραγματεύσιμες στο εξωτερικό. Το “Private Banking”, μια από τις πολλές χ-κ, είναι η διαχείριση διαθεσίμων του χαρτοφυλακίου των πελατών με μετρητά άνω των 30 εκ. δρχ. τουλάχιστον. Στηρίζεται σε προβλέψεις που βασίζονται σε σωστές τεχνικές αναλύσεις και οικονομικές πληροφορίες από διαφορετικές αλλά έγκυρες πηγές.

Το βασικό πρόβλημα είναι πάντοτε η επιλογή ενός χαρτοφυλακίου που σαν «πακέτο» θα έχει τον άριστο συνδυασμό προσδοκώμενης αποδοτικότητας που μεγιστοποιεί τη χρησιμότητα

$$U(W, C) \rightarrow \text{Max} \quad (1)$$

$W = \text{wealth}$ (πλούτος)

$C = \text{consumption}$ (κατανάλωση στη μονάδα του χρόνου).

Η απόδοση ενός χαρτοφυλακίου είναι ο σταθμικός μέσος όρος των προσδοκωμένων αποδόσεων από όλες τις επί μέρους επενδύσεις που περιέχονται σε αυτό.

$$A_p = \sum_{i=1}^n w_i A_i \quad (2)$$

$A_i = \text{προσδοκώμενη αποδοτικότητα του στοιχείου } i$

$w_i = \text{ποσοστό της αξίας της επένδυσης } i \text{ στο συνολικό χαρτοφυλάκιο}$

Ο κίνδυνος ενός χαρτοφυλακίου αποτελείται από το άθροισμα των κινδύνων των επενδύσεων που συμμετέχουν, σταθμισμένων με το ποσοστό συμμετοχής καθεμιάς και τη συνδιακύμανση μεταξύ των αποδόσεων των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_i x_j \sigma_{ij} \quad (3)$$

$\sigma_p^2 = \text{διακύμανση των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου}$

$x_i = \text{ποσοστό που έχει επενδυθεί στο στοιχείο } i$

x_j = ποσοστό που έχει επενδυθεί στο στοιχείο j
 σ_{ij} = συνδιακύμανση των αποδόσεων των επενδυτικών
στοιχείων i και j

$$\sigma_{ij} = \text{COV}_{ij} = \sum_{i=1}^n p (r_i - \bar{r}_i) (r_j - \bar{r}_j) \quad (4)$$

COV_{ij} = συνδιακύμανση μεταξύ i και j
 p = πιθανότητα ότι στα στοιχεία i και j θα έχουν μια
συγκεκριμένη τιμή

r_i = απόδοση του στοιχείου i

r_j = απόδοση του στοιχείου j

Η ομοιότητα ή όχι στη συμπεριφορά των επενδύσεων είναι ο
συντελεστής συσχέτισης.

$$P_{ij} = \frac{\sigma_{ij}}{\sigma_i \sigma_j} = \frac{\text{COV}_{ij}}{\sigma_i \sigma_j} \quad (5)$$

Σύμφωνα με τα παραπάνω, ο κίνδυνος του χαρτοφυλακίου εξαρ-
τάται από τους κινδύνους των επενδύσεων που συμμετέχουν στο
χαρτοφυλάκιο, το ποσοστό συμμετοχής κάθε επένδυσης στο χαρτο-
φυλάκιο και τη συνδιακύμανση μεταξύ των αποδόσεων των επενδύ-
σεων που υπάρχουν στο χαρτοφυλάκιο.

Στις επιλογές τους οι επενδυτές υποτίθεται ότι αποστρέφονται
τον κίνδυνο (risk averters), με την έννοια ότι για την ελαχιστοποίη-
ση του κινδύνου συμφέρει η διασπορά του «πλούτου» (περιουσίας)
σε διάφορα περιουσιακά στοιχεία. Για μετοχές με τον ίδιο περίπου
κίνδυνο προτιμάται η μετοχή με τη μεγαλύτερη απόδοση και για
μετοχές με την ίδια απόδοση προτιμάται αυτή με τον μικρότερο κίν-
δυνο.

Οι επενδυτές που θέλουν να μεγιστοποιήσουν την απόδοση θα
πρέπει να επενδύουν ανάλογα μεταξύ του «χαρτοφυλακίου της
αγοράς» και των εντόκων γραμματίων του Δημοσίου που στερούνται
κινδύνου. Το «χαρτοφυλάκιο της αγοράς» είναι το πιο διαφοροποιη-
μένο χαρτοφυλάκιο. Όταν η αγορά βρίσκεται σε «ισορροπία», η
προσδοκώμενη απόδοση από ένα χαρτοφυλάκιο είναι:

$$r_p = i + \left(\frac{r_m - i}{\sigma_m}\right) \sigma_p = i + (r_m - i) \frac{\sigma_p}{\sigma_m} \quad (6)$$

r_p = προσδοκώμενη απόδοση από το συγκεκριμένο
χαρτοφυλάκιο

i = χωρίς κίνδυνο απόδοση (έντοκα γραμμάτια Δημοσίου)

r_m = προσδοκώμενη απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς

σ_m = κίνδυνος χαρτοφυλακίου αγοράς (μέση απόκλιση τετραγώνου)

σ_p = κίνδυνος του συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου

Η επιλογή ενός χαρτοφυλακίου γίνεται είτε απευθείας από τους ίδιους τους ιδιώτες επενδυτές, είτε με ανάθεση στους λεγόμενους θεσμικούς επενδυτές (institutional investors). Οι τελευταίοι περιλαμβάνουν συνήθως στο χαρτοφυλάκιό τους για διασφάλιση των πελατών τους, ένα minimum από έντοκα γραμμάτια Δημοσίου, επειδή αυτά είναι χρεόγραφα σταθερής προόδου με μηδενικό κίνδυνο για ονομαστική ζημιά.

Η σχέση (6) είναι βασική και δείχνει ότι η απόδοση που θα πρέπει να προσδοκούμε από καλώς διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια είναι συνάρτηση του χωρίς κίνδυνο επιτοκίου i και της επί πλέον απόδοσης που θα πρέπει να έχουμε για να αποζημιωθούμε για τον συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου, η οποία αντιπροσωπεύεται από το γινόμενο της τιμής του κινδύνου ($\frac{r_m - i}{\sigma_m}$) επί τον κίνδυνο του συγκεκριμένου χαρτοφυλακίου σ_p .

Η προσδοκώμενη απόδοση για οποιαδήποτε μετοχή j του χαρτοφυλακίου δίνεται από την σχέση:

$$r_j = i + \left(\frac{r_m - i}{\sigma_m} \right) P_{jm} \sigma_j \quad (7)$$

$\left(\frac{r_m - i}{\sigma_m} \right)$ = τιμή κινδύνου risk premium

P_{jm} = συντελεστής συσχέτισης της μετοχής j με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Ο κίνδυνος που παραμένει στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς όταν η μετοχή προστίθεται σ' αυτό, δηλαδή $COV_{jm} = P_{jm} C_j C_m$ λέγεται κίνδυνος της αγοράς και αντιπροσωπεύει όλους τους παράγοντες που επηρεάζουν το σύνολο των μετοχών, όπως πληθωρισμός, νομισματική πολιτική κτλ. Το υπόλοιπο από τον συνολικό κίνδυνο μιας μετοχής εξαλείφεται όταν αυτή περιληφθεί στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Ο κίνδυνος αυτός είναι μη συστηματικός ή ειδικός για μια εταιρεία και οφείλεται στην κακή διαχείριση, κακές εργασιακές σχέσεις, κακή οργάνωση κτλ.

Επειδή ο λόγος $\frac{COV_{jm}}{\sigma_m^2}$ B είναι ο γωνιακός συντελεστής που συνάγεται όταν παλινοδρομήσουμε την απόδοση του χρεογράφου στην απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, η σχέση (7) κατόπιν απλών χειρισμών γίνεται:

$$r_j = i + (r_m - i) B \quad (8)$$

Η σχέση (8) σημαίνει ότι η προσδοκώμενη απόδοση από μια επένδυση (μετοχή) είναι συνάρτηση του i και της ποσότητας του κινδύνου επί το risk premium ($r_m - i$). Από τα παραπάνω συνάγεται ότι η προσδοκώμενη απόδοση (συντελεστής κεφαλαιοποίησης) για μια μετοχή δίνεται από τη σχέση (8) και ο συστηματικός ή αγοραίος κίνδυνος από τον γωνιακό συντελεστή B, που προκύπτει όταν παλινοδρομήσουμε την απόδοση μιας μετοχής με την απόδοση του χαρτοφυλακίου.

V. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ-ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

Ανακεφαλαιώνοντας εντοπίζουμε ορισμένα κύρια σημεία στα οποία πάσχει ιδιαίτερα η διαδικασία της συσσώρευσης υπό τις ελληνικές συνθήκες της παρατεταμένης επενδυτικής στασιμότητας και απροθυμίας ανάληψης παραγωγικών επιχειρηματικών πρωτοβουλιών.

Στο άρθρο αυτό παρουσιάστηκαν οι κυριότερες διεθνείς τάσεις για ταχεία απελευθέρωση του κεφαλαίου και των πιστωτικών συστημάτων. Μέσα σε αυτά τα πλαίσια, η ένταση του ανταγωνισμού στο πιστωτικό σύστημα είναι αυτή που δημιουργεί πλήθος χρηματοπιστωτικών καινοτομιών, με σκοπό τη διατήρηση της πελατείας και την παραπέρα προσέλκυση νέας. Διότι τόσο η υπαρξιακή όσο και η επεκτατική στρατηγική συμπλέουν, όταν με την «έκρηξη» της πληροφορικής τεχνολογίας, η επιχειρηματική επιβίωση προϋποθέτει διατήρηση καλής θέσης στην πορεία της συνεχούς προσαρμογής, κ.ο.κ.

Με αυτά τα δεδομένα αυξάνεται η πρακτική σημασία χ-κ στην διαδικασία της συσσώρευσης. Διότι πρώτον υπάρχει θέμα σωστής ένταξης των χ-κ στη διαδικασία αυτή. Δεύτερον, αν αυτές εισάγονται βεβιασμένα, διατεταγμένα και αποσπασματικά, χωρίς ολοκληρωμένη δραστηριοποίηση της διαδικασίας της συσσώρευσης, υπάρ-

χουν κίνδυνοι αντίθετου αποτελέσματος. Έτσι, πιθανοί επιχειρηματίες-επενδυτές βρίσκουν πλέον δελεαστικές προσφορές σε επιδοτούμενες χρηματοπιστωτικές τοποθετήσεις, αναβάλλοντας ίσως τα επενδυτικά τους σχέδια. Επί πλέον, οι δυσαρμονίες λόγω ιδιοκτησιακού και διοικητικού καθεστώτος του τραπεζικού συστήματος, παρεμποδίζουν την αβίαστη οικειοποίηση και προσαρμογή στην τεχνολογική κοσμογονία που συντελείται διεθνώς. Εν τούτοις, η προνομιακή τους θέση συνεπάγεται αρνητικές παρενέργειες στην ανάπτυξη των υπόλοιπων τμημάτων του πιστωτικού τομέα — εξωτραπεζική χρηματαγορά και κεφαλαιαγορά — και των χρηματοπιστωτικών καινοτομιών.

Το αρνητικό αποτέλεσμα στην ανάκαμψη των παραγωγικών επενδύσεων είναι υπαρκτό. Διότι η ανάπτυξη του ανταγωνισμού και των χ-κ συντελεί σε πρωτογενή και δευτερογενή μείωση του κόστους του χρήματος με σημαντικές επιδράσεις στις επιχειρηματικές επενδύσεις, πρώτον λόγω τεχνολογικής αποδοτικότητας και δεύτερον λόγω του ότι καθίσταται δυσκολότερη η κάλυψη των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Η ανάπτυξη του ανταγωνισμού παρεμποδίζεται με τη συνέχιση των επιδοτήσεων επιλεκτικά (προβληματικές επιχειρήσεις), επιβραβεύοντας κατ' αυτό τον τρόπο την ανικανότητα και τιμωρώντας την απόδοση και τις εποικοδομητικές πρωτοβουλίες. Έτσι, οι χ-κ εντάσσονται σε μια ολοκληρωμένη επενδυτική στρατηγική υπέρβασης από τις συνθήκες φαυλοκυκλικά ανατροφοδοτούμενου μισ-μάνατζμεντ (mis-management), αποδέσμευσης των παραγωγικών δυνάμεων, δημιουργίας θετικού επενδυτικού κλίματος κτλ. Η στρατηγική αυτή εξαλείφει παγίδες και ψευτοδιλήμματα όπως π.χ. επιλογής προτεραιοτήτων ανάμεσα στους «στόχους» σταθεροποίησης και ανάπτυξης (παρ' ότι αυτονόητα η συγκράτηση της κατανάλωσης θα πρέπει να συνοδεύεται με παράλληλη αύξηση των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου) κ.ο.κ.

ΥΠΟΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

1. J. Robinson, *The Accumulation of Capital* (London, MacMillan and Co. Ltd, 1965), Bohm-Bawerk, *Positive Theory of Capital*, G.D. Huncke Translator, *Capital and Interest* (Libertarian 1959), R.M. Solow, *Capital Theory and the Rate of Return* (North-Holland, Amsterdam 1963).

2. Σ.Μ. Θεοφανίδης, *Η Άνοδος της Οριακής Ροπής προς Αποταμίευσιν εις την Ελληνικήν Οικονομίαν* (Αγροτικά Συνεταιριστικά Εκδόσεις, Θεσσαλονίκη 1966), Π.Μ. Μαλινδρέτος, *Θεωρία και Εμπειρική Έρευνα της Διεθνούς Συναρτήσεως Προσωπικής Αποταμιεύσεως*, *Σπουδαί*, τόμ. ΚΕ', Ι, 1975, *Χρηματοδότησις Αναπτύξεως και Διεθνής Συνάρτησις Αποταμιεύσεως*, Διατριβή επί Υψηγεία ΠΑΣΠΕ (Αθήναι 1975), R.M. Mikesell and J.E. Zinser, *The Nature of the Savings Functions in Developing Countries: a Survey of the Theoretical and Empirical Literature*, *Journal of Economic Literature*, 1973, κτλ.

3. Η. Uzawa, *Time Preference, the Consumption Function and Optimum Asset Holdings* in Wolfe J.N. (ed.), *Value, Capital and Growth, Papers in Honour of Sir John Hicks* (Edinburgh, Edinburgh University Press 1968), Β. Μαλινδρέτου, *Διαρθρωτική Μεταβολή της Διαχρονικής Προτίμησις* (Αθήνα 1988).

4. Η εκτίμησις για αυξημένες σήμερα ανάγκες για επενδύσεις σε διεθνές επίπεδο, μας απαλλάσσει από την ανάγκη εμπλοκής μας στη γνωστή αντιδικία ανάμεσα στους Solow και Denison σ' ό,τι αφορά την έκτασι της συμβολής τους στην οικονομική πρόοδο.

5. Β. Μαλινδρέτου, *Επενδύσεις (Παρεξηγήσεις και Αποσαφηνίσεις)*, άρθρο στον *Τιμητικό Τόμο του καθηγητού Αθαν. Κανελλοπούλου* (Πανεπιστήμιο Πειραιά, 1992).

6. W. Clower and M.B. Johnson, *Income, Wealth and the Theory of Consumption*, J.N. Wolfe (ed.), ό.π., G.H. Holtman and H. Kato, *Wealth and Inflation Effects in the Aggregate Consumption Function*, *O.E.C.D., Working Papers*, αριθ. 35, July 1986, P.M. Malindretos, *A Study of Saving in Greece*, Ph.D. Thesis, University of Glasgow (Scotland, U.K., 1972).

7. Λ. Χιλιάδακης, *Τραπεζική χρηματοδότηση (σε δραχμές - ξένο νόμισμα), ανάληψη επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring, forfaiting), χρηματοδοτική μίσθωση (leasing)*, 5ο Συνέδριο 10Δ, ΕΕΔΕ, *Το ακριβό χρήμα και οι νέες χρηματοοικονομικές λύσεις*, 28-29 Μαΐου 1991, Γ.Θ. Μητσιόπουλος, *Factoring - Forfaiting (Σύγχρονοι θεσμοί χρηματοδοτήσεων)* (εκδόσεις Σμπίλιας, Το Οικονομικόν, Αθήνα 1989), N.A. Cox and A.J. Mackenzie, *International Factoring* (1986) σ. 63-65, G.I. Woodhead and H.R. Faulbern, *Forfaiting, An International Approach to Export Trade Finance* (Cambridge 1986), Euromoney Publication 1985, *Forfaiting. An alternative Approach to Export Trade Finance*, Ι. Αποστολόπουλος, *Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοίκησης* (ΑΣΟΕΕ, Αθήνα 1987), Γ.Α. Καραθανάσης, *Χρηματοδοτικά θέματα* (Εκδόσεις Σμπίλιας, Αθήνα 1989, 1990).

8. Δ. Καραγιωργας, *Οι Οικονομικές Λειτουργίες του Κράτους* (εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1979).

9. Γ.Θ. Μητσιόπουλος, *Χρηματοδοτική μίσθωση (Financial Leasing)* (εκδόσεις Σμπίλιας, Αθήνα 1988).

10. C.A. Ambrosio, *Principles of Modern Investment* (Science Research Association, Chicago 1976).

11. H.M. Markowitz, *Portfolio Selection: Efficient Diversification Investments* (J. Wiley and sons, New York 1959), W.F. Sharpe, *Portfolio Analysis and Capital Markets* (McGraw-Hill, New York, 1970).



ΠΑΝΤΕΙΟΝ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

Τηλ. 92 01 001

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗΣ

27/4/00

20 NOE. 2000

05 ΔΕΚ. 2000

1 ΙΟΥΝ. 2003

10 ΙΑΝ. 2006

04 ΜΑΡ. 2010

ΠΑΝΤΕΙΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ



002000053044