



ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

**Διερεύνηση των προσδιοριστικών παραγόντων των επιχειρηματικών επενδύσεων
στις χώρες της ευρωζώνης**

Μαγγιώρος Μιχαήλ του Στυλιανού

Εργασία υποβληθείσα στο

Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης

Αθήνα
Νοέμβριος, 2017

Εγκρίνουμε την εργασία του

.....

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΓΕΩΡΓΟΥΤΣΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΧΑΛΑΜΑΝΔΑΡΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΣΠΥΡΟΥ ΣΠΥΡΟΣ

.....

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό. Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΜΑΓΓΙΩΡΟΣ ΜΙΧΑΗΛ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο	
ΒΑΣΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΕΣ ΠΟΥ ΕΠΙΔΡΟΥΝ ΣΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ	
1.1 Εισαγωγή.....	6
1.2 Τα αίτια της οικονομικής μεγένθυσης	8
1.2.1 Κεφάλαιο.....	9
1.2.2 Εργασία.....	9
1.2.3 Φυσικοί πόροι	10
1.2.4 Τεχνολογική πρόοδο.....	10
1.2.5 Νεοκλαστικό υπόδειγμα μεγέθυνσης.....	11
1.3 Διαφορές στην Οικονομική Μεγένθυση των Χωρών	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο	
ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ ΤΑ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ 15 ΧΡΟΝΙΑ	
2.1 Επενδύσεις στη ζώνη του Ευρώ.....	13
2.1.1 Οδηγοί επένδυσης.....	19
2.1.2 Οικονομικές πολιτικές που στηρίζουν τις επενδύσεις.....	21
2.2 Γιατί έχουν γίνει αδύναμες οι επενδύσεις στην Ευρωζώνη.....	22
2.3 Μοντέλο επενδύσεων.....	30
2.3.1 Αποτελέσματα μοντέλου επενδύσεων.....	32
2.3.2 Συμπεράσματα.....	35
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο	
Οικονομική ανάλυση	
3.1 Μεθοδολογία οικονομετρικής ανάλυσης	36
3.2 Εμπειρική ανάλυση.....	39
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	48

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Τα τελευταία χρόνια το παγκόσμιο οικονομικό και επιχειρηματικό περιβάλλον παρουσιάζει πολύ σημαντικές μεταβολές. Μέσα σε αυτό το νέο πλαίσιο που σταδιακά διαμορφώνεται, είναι απαραίτητο για κάθε επιχείρηση να εξασφαλίσει την εύρυθμη χρηματοοικονομική της λειτουργία, ώστε να βελτιώσει τις επιδόσεις της και να εξασφαλίσει τη βιωσιμότητά της μέσα σε ένα πολύ ανταγωνιστικό περιβάλλον. Η πολυπλοκότητα όμως των σύγχρονων προβλημάτων της χρηματοοικονομικής επιστήμης καθιστά αναγκαία την ανάπτυξη συγκεκριμένων μεθοδολογιών και μοντέλων για την αντιμετώπισή τους.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση μας δίνει τη δυνατότητα να εξάγουμε χρήσιμα συμπεράσματα για την κατάσταση των επιχειρήσεων και μέσα από αυτά να οδηγηθούμε στη λήψη ορθών επιχειρηματικών / επενδυτικών αποφάσεων.

Η παρούσα διπλωματική εργασία παρουσιάζει εκτενώς τους βασικότερους παράγοντες που συμβάλουν στις επιχειρηματικές αποφάσεις, καθώς και κάποια σύγχρονα μοντέλα που υπολογίζοντας αυτούς τους παράγοντες οδηγούν τις επιχειρήσεις σε ορθές αποφάσεις.

Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι βασικές έννοιες της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και περιγράφονται λεπτομερώς οι κυριότεροι παράγοντες μια επιχειρηματικής απόφασης.

Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι βασικές εξελίξεις στην Ευρωζώνη τα τελευταία 15 χρόνια (2000-2015) και ανάλυση αυτών με πίνακες και διαγράμματα.

Στο τρίτο κεφάλαιο λαμβάνει χώρα η δική μου εμπειρική ανάλυση στην οποία έχω αντλήσει από το eurostat δείκτες για επενδύσεις σε πάγια (πλην κατοικιών), απόθεμα κεφαλαίου κεφαλαιουχικών αγαθών, ΑΕΠ, επιτόκια δεκαετή δημοσίου, δείκτη πληθωρισμού, δείκτη τιμών των παγίων, δείκτη εξέλιξης των απολαβών των εργαζομένων, δείκτη εξέλιξης τιμών πετρελαίου, δείκτη εμπιστοσύνης καταναλωτών (ή επιχειρηματιών), εξέλιξη του υπολοίπου των δανείων των τραπεζών κάθε χώρας, τον πραγματικό φορολογικό συντελεστή επί των κερδών των επιχειρήσεων, δείκτη ωρών απασχόλησης στη βιομηχανία (σαν δείκτη της ενεργούς ζήτησης στην οικονομία) για Ιταλία, Ισπανία, Γερμανία, Σουηδία και Μ. και έχω συγκρίνει τους δείκτες αυτούς με διαχωρισμό σε χώρες βορρά και νότου. Τέλος έχει γίνει σχολιασμός της διαδικασίας και των αποτελεσμάτων με e-views.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^Ο

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΩΝ ΠΑΡΑΓΩΝΤΩΝ ΠΟΥ ΕΠΙΔΡΟΥΝ ΣΤΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ως πληθωρισμός ορίζεται η ποσοστιαία αύξηση των τιμών , των αγαθών και των υπηρεσιών που λαμβάνει μια χώρα ετησίως .

Η μέτρηση του - επιδιωκόμενου από όλες τις οικονομίες θετικού - ρυθμού μεταβολής του εθνικού προϊόντος αποτελεί αυτό που ονομάζουμε οικονομική ανάπτυξη . Είναι γνωστό , λοιπόν , πως η επιθυμία όλων των οικονομιών είναι η διαχρονική αύξηση του εθνικού προϊόντος.

Η διαφορά ανάμεσα στην αξία των εξαγωγών και των εισαγωγών μιας χώρας είναι ακριβώς αυτό που εκφράζεται στην οικονομική έννοια έλλειμμα ή πλεόνασμα στο εμπορικό ισοζύγιο .

Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) καλείται η συνολική αξία των τελικών αγαθών και των υπηρεσιών που παράγονται μέσα στη χώρα κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου . Βέβαια, στην συνολική αξία των τελικών αγαθών δεν συμπεριλαμβάνονται τα ενδιάμεσα αγαθά , εκείνα δηλαδή που χρησιμοποιούνται ως συντελεστές παραγωγής για την εκ νέου παραγωγή άλλων αγαθών .

Σαφώς, υπάρχει η δυνατότητα μέτρησης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) με τρεις εναλλακτικούς τρόπους , η καθεμία εκ των οποίων προορίζεται για διαφορετικό σκοπό :

- ✓ Την μέθοδο της δαπάνης
- ✓ Την μέθοδο των αμοιβών των συντελεστών παραγωγής
- ✓ Την μέθοδο της προστιθεμένης αξίας

Αρχικά, η μέθοδος της δαπάνης υπολογίζει το ΑΕΠ συγκαταλέγοντας τη δαπάνη για καταναλωτικά αγαθά , την ακαθάριστη εκείνη δαπάνη για επενδυτικά αγαθά και τη δαπάνη του κράτους . Πιο συγκεκριμένα , η δαπάνη των καταναλωτικών αγαθών προέρχεται κυρίως από τα νοικοκυριά- τα οποία αγοράζουν τα τελικά αγαθά και τις υπηρεσίες που προσφέρουν οι επιχειρήσεις- , η ακαθάριστη δαπάνη για επενδυτικά αγαθά πηγάζει από τις επιχειρήσεις που αγοράζουν κεφαλαιούχο εξοπλισμό ενώ οι δαπάνες του κράτους περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων τις δαπάνες για εθνική άμυνα , για εκπαίδευση , για υγεία , για τη διατήρηση της έννομης τάξης καθώς και για τη φωταγώγηση των δρόμων .

Στη συνέχεια, η μέθοδος των Αμοιβών των Συντελεστών Παραγωγής μετρά το ΑΕΠ προσθέτοντας τα εισοδήματα ή τις αμοιβές που πληρώνουν οι επιχειρήσεις στα νοικοκυριά για τους προσφερόμενους συντελεστές . Το άθροισμα όλων αυτών των αμοιβών των συντελεστών παραγωγής μαζί με τους έμμεσους φόρους χωρίς τις επιδοτήσεις μας δίνει το **Καθαρό Εγχώριο Προϊόν** σε τιμές αγοράς. Προσθέτοντας τις αποσβέσεις , βρίσκουμε το **Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν**.

Τις **αποσβέσεις** αποτελούν οι δαπάνες για κεφαλαιούχα αγαθά (εντός μιας χρονικής περιόδου) , τα οποία δεν θα χρησιμοποιηθούν για την αύξηση της παραγωγής αλλά για την αντικατάσταση φθαρμένου , παλαιωμένου ή απαρχαιωμένου κεφαλαιουχικού εξοπλισμού .

Εξίσου σημαντική , όμως , κρίνεται κι η δαπάνη για την αγορά νέων κεφαλαιούχων αγαθών -που θα χρησιμοποιηθούν στην παραγωγή – και η οποία ορίζεται ως **καθαρή επένδυση** ενώ το συνολικό άθροισμα της καθαρής επένδυσης και των αποσβέσεων συγκαταλέγει την **ακαθάριστη επένδυση** .

Τέλος , η μέθοδος της προστιθέμενης αξίας μετρά το ΑΕΠ αν από την αξία της ακαθάριστης παραγωγής αφαιρέσουμε την αξία των **ενδιάμεσων αγαθών** , εκείνων δηλαδή που χρησιμοποιούνται για την εκ νέου παραγωγή άλλων αγαθών κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου . Η ακαθάριστη αξία παραγωγής είναι η αξία όλων εκείνων των αγαθών και των υπηρεσιών που έχουν παραχθεί κατά τη διάρκεια ενός έτους .

Ας το δούμε και πιο συνοπτικά :

- **ΑΕΠ – Αποσβέσεις – Καθαρό Εγχώριο Προϊόν**
- **Καθαρό Εγχώριο Προϊόν – έμμεσοι φόροι + Επιδοτήσεις = Αμοιβές ή Εισόδημα Παραγωγικών Συντελεστών**
- **Εισόδημα Παραγωγικών Συντελεστών = Μισθοί + Ενοίκια + Κέρδη + Τόκοι**
- **Προσωπικό Διαθέσιμο Εισόδημα = εισόδημα Παραγωγικών Συντελεστών – κέρδη + μερίσματα + τόκοι κυβέρνησης + μεταβιβαστικές πληροφορίες – άμεσοι φόροι**

Η Παραοικονομία ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ευρωπαϊκή Ένωση

Χώρες	2000 (% του ΑΕΠ)	2013 (% του ΑΕΠ)
Ελλάδα	22,6	28,7
Ιταλία	22,8	27,1
Ισπανία	16,1	22,7
Πορτογαλία	15,9	22,7
Βέλγιο	19,3	22,2
Σουηδία	15,8	19,2

Φιλανδία	13,4	18,1
Δανία	10,8	18
Γερμανία	11,8	16
Ιρλανδία	11	15,9
Γαλλία	9	15,2
Ηνωμένο Βασίλειο	9,6	12,5
Ολλανδία	11,9	13,1
Αυστρία	6,9	9,8
Νορβηγία	15,3	19,1
ΗΠΑ	6,7	8,7
Ιαπωνία	8,8	11,2

Πηγή : Ευρωπαϊκή Επιτροπή , 2014

1.2 Τα αίτια της οικονομικής μεγένθυσης

Έπειτα από μικρές ποσοστιαίες αυξήσεις στο δυνητικό εγχώριο προϊόν τους για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα , οι ανεπτυγμένες αυτές χώρες κατάφεραν να φτάσουν στα σημερινά επίπεδα ανάπτυξης. Ο ρυθμος μεγένθυσης μιας χώρας είναι ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού εγχώριου ή εθνικού προϊόντος . Πιο συγκεκριμένα , εάν X_0 είναι το ΑΕΠ μιας χώρας το έτος 0 και αυξάνει με ρυθμό 5% ετησίως , μετά από ένα χρόνο θα είναι $X_0(1+0,05)$, έπειτα από δύο χρόνια θα είναι $X_0(1+0,05)^2$ και ύστερα από n χρόνια θα είναι $X_0(1+0,05)^n$.

Ως βασικό δείκτη για την οικονομική μεγένθυση μιας χώρας θεωρούμε το ρυθμό ετήσιας μεταβολής του κατά κεφαλή ΑΕΠ . Μπορεί μια χώρα να έχει υψηλούς ρυθμούς μεγένθυσης , αλλά το κατά κεφαλή προϊόν να μην αυξάνεται ανάλογα λόγω της σημαντικής αύξησης του πληθυσμού της χώρας. Στην χώρα μας , το ποσοστό αύξησης του κατά κεφαλή ΑΕΠ από το 1948 έως το 1973 ήταν κατά μέσο όρο 6,3 % ετησίως -πράγμα που σημαίνει ότι διπλασιαζόταν κάθε έντεκα χρόνια .

Τους παράγοντες ,όμως , που συμβάλλουν στην οικονομική μεγένθυση μιας χώρας , ανεξάρτητα από το πόσο πλούσια ή φτωχή είναι , αποτελούν : οι συντελεστές παραγωγής , το κεφάλαιο , η εργασία , οι φυσικοί πόροι , καθώς και η τεχνολογία . Μέσα από την παραγωγική διαδικασία , οι συντελεστές αυτοί επηρεάζουν τη συνολική παραγωγή . Κι αυτή η παραγωγική διαδικασία συνοψίζεται στη ακόλουθη **συνάρτηση παραγωγής** ,

$$Y = AF (K, L, R)$$

όπου Y = προϊόν , K = κεφάλαιο , L = εργασία , R = φυσικοί πόροι , A = το επίπεδο της τεχνολογικής προόδου και F η συνάρτηση παραγωγής . Η συνάρτηση παραγωγής δείχνει το μέγιστο προϊόν που μπορεί να παραχθεί με τη χρήση συγκεκριμένης ποσότητας κεφαλαίου , εργασίας, φυσικών πόρων και με δεδομένη την υπάρχουσα τεχνολογία . Επίσης , από την παραπάνω συνάρτηση, γνωρίζουμε ότι όταν αυξηθεί ένας από τους παραγωγικούς συντελεστές (κεφάλαιο , εργασία , φυσικοί πόροι) ή βελτιωθεί το υπάρχον επίπεδο της τεχνολογίας A (εξωγενές παράγοντας) , αυξάνεται κι η παραγωγή ή αλλιώς το προϊόν Y .

Σε αυτό το σημείο προκύπτει και το ακόλουθο ερώτημα: πόσο θα αυξηθεί η παραγωγή , αν διπλασιαστεί η ποσότητα των χρησιμοποιούμενων παραγωγικών συντελεστών ; Εάν η παραγωγή διπλασιαστεί , τότε έχουμε σταθερές οικονομίες κλίμακας , εάν υπερδιπλασιαστεί , έχουμε αύξουσες οικονομίες κλίμακας, ενώ αν υποδιπλασιαστεί έχουμε φθίνουσες οικονομίες κλίμακας . Είναι γνωστό ότι οι αύξουσες οικονομίες κλίμακας συμβάλλουν πολύ περισσότερο στην αύξηση του προϊόντος απ' ότι οι σταθερές ή οι φθίνουσες οικονομίες κλίμακας .

Παρακάτω αναλύεται ξεχωριστά η συμβολή κάθε συντελεστή παραγωγής στην παραγωγική διαδικασία .

1.2.1 Κεφάλαιο

Το κεφάλαιο αποτελείται από το μηχανολογικό εξοπλισμό , τις κτιριακές εγκαταστάσεις , τις υποδομές καθώς και τα αποθέματα των εμπορευμάτων . Η σημασία του κεφαλαίου είναι σπουδαία για την οικονομική ανάπτυξη . Ο σιδηρόδρομος , τα αυτοκίνητα , τα αεροπλάνα , η ηλεκτρική ενέργεια και οι τηλεπικοινωνίες αύξησαν σημαντικά την παραγωγικότητα ενώ έδωσαν την δυνατότητα για τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας. Παράλληλη πορεία διέγραψαν και οι προσωπικοί υπολογιστές με την εκτεταμένη χρήση τους στο τέλος του εικοστού αιώνα . Για τη δημιουργία , λοιπόν , και τη συσσώρευση του κεφαλαίου απαιτείται αποταμίευση (αποχή από την κατανάλωση) για αρκετά χρόνια, η οποία με τη σειρά της θα χρηματοδοτήσει επενδύσεις σε νέα κεφαλαιουχικά αγαθά . Με δεδομένο το εργατικό δυναμικό και τη χρήση περισσότερου κεφαλαίου , κάθε εργάτης γίνεται πιο παραγωγικός .

Όμως το κεφάλαιο φθείρεται , παλαιώνει και απαξιώνεται χρόνο με το χρόνο . Γι αυτό τον λόγο , απαιτούνται νέες επενδύσεις ώστε να διατηρείται σταθερό το υπάρχον απόθεμα κεφαλαίου . Η αύξηση του εργατικού δυναμικού απαιτεί ακόμη περισσότερες επενδύσεις έτσι ώστε ο λόγος κεφαλαίου ανά εργάτη να διατηρείται σταθερός . Φυσικά , είναι επακόλουθο πώς η διαχρονική αύξηση του λόγου κεφαλαίου ανά εργάτη σημαίνει και αύξηση του προϊόντος ανά εργάτη .

1.2.2 Εργασία

Ο συντελεστής εργασίας περιλαμβάνει τον αριθμό των εργαζομένων και την εξειδίκευση που διαθέτουν . Η αύξηση του αριθμού των εργαζομένων επέρχεται όταν αυξάνεται και ο πληθυσμός της χώρας . Επιπρόσθετα , ένας άλλος παράγοντας που μπορεί επίσης να αυξήσει τη ποσότητα του συντελεστή εργασίας και , συνεπώς , την παραγωγή , είναι το επιπρόσθετο ωράριο εργασίας . Παρ' όλα αυτά , είναι αδύνατο να αποδοθεί η σημαντική αύξηση του κατά κεφαλή ΑΕΠ τα τελευταία εκατό χρόνια στην αύξηση του ωραρίου εργασίας , καθώς αυτό έχει μειωθεί .

Ένας από τους πιο σημαντικούς παράγοντες για την οικονομική μεγένθυση μιας χώρας είναι το ανθρώπινο κεφάλαιο της , το οποίο συγκαταλέγει τη συσσωρευμένη γνώση , εμπειρία και εκπαίδευση που θα πρέπει να έχει το εργατικό δυναμικό της . Μία χώρα είναι εφικτό να αποκτήσει τα πιο σύγχρονα κεφαλαιούχα αγαθά (μηχανήματα παραγωγής , τεχνολογικό εξοπλισμό) και να τα αξιοποιήσει στο μέγιστο δυνατό βαθμό τους μόνον κι εφόσον διαθέτει ένα κατάλληλα εξειδικευμένο , καταρτισμένο , πειθαρχημένο και υγιές εργατικό δυναμικό.

1.2.3 Φυσικοί πόροι

Ο συντελεστής παραγωγής φυσικοί πόροι αποτελείται από τη γη , τον ορυκτό πλούτο (πετρέλαιο , φυσικό αέριο , ουράνιο) , τα δάση , το νερό , τις θάλασσες και τους ωκεανούς . Μερικοί από τους πόρους αυτούς είναι ανανεώσιμοι ,όπως ο υποθαλάσσιος πλούτος και τα δάση ,πράγμα που σημαίνει ότι μπορούν να αναπαράγονται αν δεν υπάρχει υπερβολική αλιεία και κατανάλωση ξυλείας ενώ άλλοι φυσικοί πόροι , όπως το πετρέλαιο , είναι μη ανανεώσιμοι - δηλαδή θα επέλθει πλήρης εξάντληση τους έπειτα από μερικά χρόνια

Παρόλο που οι κλασσικοί οικονομολόγοι θεωρούν τη γη συντελεστή με μεγάλη αξία , οι ανεπτυγμένες οικονομίες δεν βασίζονται στην οικονομική τους μεγέθυνση στην παραγωγή αγροτικών προϊόντων. Πολλές χώρες ή περιοχές με περιορισμένη έκταση γης , όπως το Χονγκ Κονγκ έχουν φθάσει μεγάλους ρυθμούς οικονομικής μεγένθυσης . Από την αντίθετη πλευρά , η ανάπτυξη μιας χώρας μπορεί να γίνει εμφανής χωρίς την κατοχή φυσικών πόρων - συνεπώς οι φυσικοί πόροι δεν είναι ο πλέον απαραίτητος παράγοντας για την οικονομική ανάπτυξη .

1.2.4 Τεχνολογική Πρόοδος

Η τεχνολογική πρόοδος πηγάζει από τις καινοτομίες και τις εφευρέσεις που ενσωματώνονται στην παραγωγική διαδικασία . Η συμβολή των εφευρέσεων είναι σημαντική στην αύξηση της παραγωγικότητας αλλά και στη βελτίωση της ποιότητας ζωής του ανθρώπου . Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν ο ηλεκτρισμός , η ατμομηχανή , η μηχανή εσωτερικής καύσης , το τηλέφωνο , το αεροπλάνο , ο ηλεκτρονικός υπολογιστής καθώς και η χρήση αγροτικών μηχανών (τρακτέρ) που αντικατέστησε τη χρήση των ζώων στη γεωργία και αύξησε την παραγωγικότητα . Ακόμη , οι σύγχρονες μέθοδοι άρδευσης και η χρήση λιπασμάτων έχουν συνεισφέρει σημαντικά στην αύξηση των αγροτικών προϊόντων . Η τεχνολογική πρόοδος στον αγροτικό τομέα ωφέλησε σημαντικά τις βιομηχανοποιημένες οικονομίες καθώς έγινε εφικτή η μεταφορά των εργατών από τη γεωργία στη βιομηχανία .

Παρόλα αυτά για να γίνει η θεωρία πράξη , απαιτείται η επένδυση πόρων ώστε αυτές οι εφευρέσεις να υλοποιηθούν . Συνήθως, οι επιχειρήσεις είναι πρόθυμες απέναντι στην υιοθέτηση νέων μεθόδων παραγωγής που μειώνουν το κόστος παραγωγής ή αυξάνουν την παραγωγικότητα . Γι αυτόν τον λόγο , είναι έντονη η ανάγκη για παροχή κινήτρων από την πολιτεία (και συνεπώς από τις επιχειρήσεις) προς την έρευνα και την ανάπτυξη . Είναι γνωστό πως οι εφευρέσεις και οι καινοτομίες απαιτούν θυσία και προσπάθεια πολλών ετών . Άλλωστε δεν είναι τυχαίο πως οι χώρες με σημαντική ανάπτυξη δαπανούν σημαντικά περισσότερους πόρους για έρευνα και ανάπτυξη

απ'ότι οι λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες . Επίσης ο δείκτης απονομής διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας υψηλής τεχνολογίας είναι πολύ μεγαλύτερος στις ανεπτυγμένες χώρες απ 'ότι στις αναπτυσσόμενες χώρες .

1.2.5 Νεοκλασικό Υπόδειγμα Οικονομικής Μεγένθυσης

Το νεοκλασικό υπόδειγμα οικονομικής μεγένθυσης αναφέρεται σε μια οικονομία που παράγει ένα ομοιογενές προϊόν με δυο συντελεστές παραγωγής , το κεφάλαιο και την εργασία . Οι φυσικοί πόροι και η γη θεωρούνται φυσικοί συντελεστές δηλαδή δεν μπορούν να αυξηθούν και συνεπώς , δεν επηρεάζουν την ανάλυση του υποδείγματος . Οι αγορές λειτουργούν σε καθεστώς τέλειου ανταγωνισμού και η οικονομία βρίσκεται σε πλήρη απασχόληση παράγοντας το δυνητικό προϊόν . Το υπόδειγμα εξετάζει τους παράγοντες που αυξάνουν το δυνητικό προϊόν μακροχρόνια , καθώς και τους παράγοντες που επηρεάζουν το ρυθμό αύξησης του δυνητικού προϊόντος . Με βάση το υπόδειγμα αυτό , μπορούμε να εξηγήσουμε τις διαφορές στο κατά κεφαλή εισόδημα μεταξύ των χωρών .

Σε αντίθεση με το υπόδειγμα του Malthus , ο πληθυσμός και η εργασία δεν επηρεάζονται από οικονομικούς παράγοντες . Έτσι , η αύξηση του δυνητικού προϊόντος δεν επηρεάζει το ρυθμό αύξησης του πληθυσμού ή της εργασίας . Το υπόδειγμα τονίζει τη σημαντική συμβολή της συσσώρευσης του κεφαλαίου στην αύξηση του προϊόντος . Σημαντική είναι , επίσης , η επίδραση της τεχνολογικής προόδου, που αρχικά θα θεωρήσουμε ότι είναι αμετάβλητη . Η συνάρτηση παραγωγής χωρίς τεχνολογική πρόοδο , για την οικονομία είναι $Y = F(K, L)$, όπου Y είναι το προϊόν , K το κεφάλαιο και L η εργασία . Υποθέτουμε ότι η συνάρτηση παραγωγής έχει σταθερές οικονομίες κλίμακας , ενώ το προϊόν είτε καταναλώνεται είτε αποταμιεύεται . Η αποταμίευση του προϊόντος μετατρέπεται σε επένδυση , η οποία αυξάνει την ποσότητα του κεφαλαίου μέσα στην οικονομία .

Η συσσώρευση του κεφαλαίου μπορεί να αυξήσει διαχρονικά την ποσότητα του κεφαλαίου ανά εργάτη παρά την αύξηση της εργασίας . Σε αυτήν την περίπτωση , κάθε εργάτης γίνεται πιο παραγωγικός , αφού παράγει έχοντας στη διάθεση του περισσότερο κεφάλαιο , αυξάνοντας έτσι το κατά κεφαλή προϊόν . Η διαδικασία αυτή κατά την οποία το κεφάλαιο αυξάνεται ταχύτερα από την εργασία με αποτέλεσμα το κεφάλαιο ανά εργάτη και το προϊόν ανά εργάτη να αυξάνονται , καλείται **βάθυνση** του κεφαλαίου .

1.3 Διαφορές στην Οικονομική Μεγένθυση των Χωρών

Παρατηρώντας την προσαρμογή προς τη μακροχρόνια ισορροπία , που δίνεται από το παραπάνω διάγραμμα , καταλήγουμε σε ένα βασικό συμπέρασμα . Οι φτωχές χώρες που ξεκινούν με ένα χαμηλό κεφάλαιο ανά εργάτη , θα τείνουν προς τη μακροχρόνια ισορροπία E . Αυτό σημαίνει ότι αναπτύσσονται με ταχύτερους ρυθμούς , με αποτέλεσμα το κατά κεφαλή προϊόν μέχρι το σημείο E να αυξάνεται . Αντίθετα , πλούσιες χώρες με αρκετά υψηλό κεφάλαιο ανά εργάτη (δεξιά από το σημείο E) , βλέπουν το προϊόν ανά εργάτη να μειώνεται μέχρι να φθάσουν πίσω στο σημείο E .

Συνεπώς ,οι φτωχές χώρες αναπτύσσονται , κατά μέσο όρο , ταχύτερα από τις πλούσιες χώρες , με αποτέλεσμα το κατά κεφαλή προϊόν των φτωχών χωρών να συγκλίνει προς αυτό των πλουσίων .

Αυτή η σύγκλιση οφείλεται στο γεγονός ότι οι φτωχές χώρες ξεκινούν από χαμηλό κεφάλαιο ανά εργάτη , αλλά μακροχρόνια συσσωρεύουν κεφάλαιο ταχύτερα από τις ανεπτυγμένες οικονομίες . Περισσότερο από τη συσσώρευση του κεφαλαίου , η σύγκλιση προέρχεται κυρίως από την τεχνολογική πρόοδο . Οι αναπτυσσόμενες οικονομίες μπορούν να επωφεληθούν από το κεφάλαιο και την τεχνολογία των ανεπτυγμένων οικονομιών χωρίς οι ίδιες να διαθέτουν σημαντικούς πόρους για έρευνα και ανάπτυξη νέων τεχνολογιών . Αντίθετα , οι ανεπτυγμένες οικονομίες συνήθως διαθέτουν ένα σημαντικό μέρος του ΑΕΠ για έρευνα και ανάπτυξη .

Συνοψίζοντας, οικονομική μεγένθυση είναι η ποσοστιαία μεταβολή του ΑΕΠ . Η ποσοστιαία μεταβολή του κατά κεφαλή ΑΕΠ , είναι ο σημαντικότερος δείκτης οικονομικής μεγένθυσης μιας χώρας . Ο δείκτης αυτός είναι ατελής, διότι δεν λαμβάνει υπόψη του την ανακατανομή του εισοδήματος , που υπάρχει στις διάφορες χώρες .

Η οικονομική μεγένθυση εξαρτάται από την αύξηση της ποσότητας του κεφαλαίου , της εργασίας και των φυσικών πόρων . Η τεχνολογική πρόοδος συμβάλλει επίσης στην αύξηση του προϊόντος , διότι αυξάνει την παραγωγικότητα των συντελεστών παραγωγής .

Οι κλασικοί οικονομολόγοι πίστευαν ότι η γη είναι ο κυριότερος παράγοντας αύξησης του προϊόντος . Η αύξηση του πληθυσμού θα οδηγούσε σε φθίνουσες αποδόσεις του εδάφους με απόρροια την σημαντική μείωση της παραγωγικότητας της εργασίας και του μισθού . Η τεχνολογία δεν έπαιξε γι αυτούς κανένα ρόλο .

Το νεοκλασικό υπόδειγμα οικονομικής μεγένθυσης θεωρεί ότι η περιορισμένη προσφορά ενός συντελεστή παραγωγής , όπως η γη , δεν εμποδίζει την οικονομική μεγένθυση μακροχρόνια . Η οικονομική μεγένθυση είναι απόρροια της συσσώρευσης του κεφαλαίου και της αύξησης της τεχνολογικής προόδου .

Στο νεοκλασικό υπόδειγμα οικονομικής μεγένθυσης υπάρχει μια μακροχρόνια ισορροπία , όπου το κεφάλαιο , η εργασία και το προϊόν αυξάνονται με το ίδιο ρυθμό , που είναι ίσος με την εξωγενή ποσοστιαία αύξηση του πληθυσμού . Άσχετα με το ποιο είναι το αρχικό κεφάλαιο , η οικονομία θα τείνει προς τη μακροχρόνια ισορροπία .

Σε μια μακροχρόνια ισορροπία το προϊόν ανά εργάτη είναι σταθερό . Η τεχνολογική πρόοδος μπορεί να αυξήσει το προϊόν ανά εργάτη κάνοντας τους παραγωγικούς συντελεστές πιο παραγωγικούς .

Οι φτωχότερες χώρες τείνουν να αναπτύσσονται ταχύτερα από τις ανεπτυγμένες υιοθετώντας την τεχνολογία τους , με αποτέλεσμα το κατά κεφαλή προϊόν τους να συγκλίνει προς αυτό των πλουσιότερων χωρών . Πολλά χώρες παραμένουν φτωχές εξ' αιτίας της χαμηλής αποταμίευσης , η οποία δεν μπορεί να χρηματοδοτήσει τη συσσώρευση του κεφαλαίου .

Τα άλματα της τεχνολογικής προόδου έχουν συντελέσει στη σύγκλιση του κατά κεφαλή προϊόντος των διάφορων χωρών . Η σημαντική αύξηση του κατά κεφαλή προϊόντος μετά το 1950 οφείλεται περισσότερο στην αύξηση της τεχνολογικής προόδου παρά στη συσσώρευση του κεφαλαίου .

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

2.1 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΗ ΖΩΝΗ ΤΟΥ ΕΥΡΩ

Σύμφωνα με ερευνητές οικονομολόγους οι επιχειρησιακές επενδύσεις είναι σημαντικός οδηγός τόσο για τον επιχειρησιακό κύκλο όσο και για τις μελλοντικές προοπτικές εξέλιξης της επιχείρησης. Η ανάκαμψη των επενδύσεων βασίζεται σε ένα συνδυασμό που αποτελείται από βελτιωμένες αποφάσεις, εκτιμήσεις για μελλοντικά κέρδη, οικονομικές συνθήκες όπως επίσης και μειωμένη αβεβαιότητα. Ωστόσο οι αδύναμες επενδύσεις στο χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης έχουν καθυστερήσει την οικονομική ανάπτυξη πράγμα το οποίο με τη σειρά του οδηγεί το χρέος της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως προς το Α.Ε.Π να παραμένει σε ιστορικά υψηλά επίπεδα. Σε αυτό το στάδιο πρέπει να τονιστεί ότι οι πολιτικές που ακολουθούνται τείνουν να βελτιώσουν το οικονομικό περιβάλλον και τις πιστωτικές συνθήκες, να μειώσουν τα αρχικά κεφάλαια που απαιτούνται για την πραγματοποίηση μιας επένδυσης, να αυξήσουν τη συνολική ευελξία και στις αγορές εργασίας και προϊόντων όπως επίσης και να παρέχουν ένα οργανωμένο δίκτυο που θα έχει σκοπό τη αναδιάρθρωση του χρέους. Όλα τα παραπάνω κρίνονται απαραίτητα για την πραγματοποίηση μιας αποδοτικής επένδυσης. Οι επενδύσεις αποτελούν βασική κινητήρια δύναμη του επιχειρηματικού κύκλου και καθορίζουν τις μελλοντικές προοπτικές ανάπτυξης. Ως μια σημαντική συνιστώσα των δαπανών του ΑΕΠ, που αντιπροσωπεύει περίπου το 20%, οι πραγματικές επενδύσεις, μέσω κυκλικών μεταβολών, οδηγούν τον επιχειρηματικό κύκλο. Οι αποφάσεις για επενδύσεις καθορίζουν επίσης καθοριστικά το κεφαλαιακό απόθεμα και κατά συνέπεια τη δυνητική ανάπτυξη.

Χωρίς επαρκείς επενδύσεις, το μετοχικό κεφάλαιο δεν μπορεί να ανανεώνεται τακτικά, εμποδίζοντας την τεχνολογική πρόοδο και παρεμποδίζοντας τις διαρθρωτικές αλλαγές στην οικονομία στο σύνολό της. Οι επενδύσεις και κυρίως οι επιχειρηματικές επενδύσεις (εξειδικευμένες σε πραγματικές επενδύσεις βλ. διάγραμμα 1 από κάτω) αυξάνουν επίσης την παραγωγική ικανότητα της εργασίας ενισχύοντας το κεφαλαίο. Εδώ επικεντρωνόμαστε στην ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων στη ζώνη του ευρώ τα τελευταία τρία χρόνια και στο τι απαιτείται από πολιτικής πλευράς προκειμένου να βελτιωθούν οι επενδυτικοί όροι. Μετά από μια περίοδο ουσιαστικής συρρίκνωσης κατά τη διάρκεια της κρίσης(2008) , οι επιχειρηματικές επενδύσεις έχουν ανακάμψει εμφανώς από τις αρχές του 2013 (βλ. Διάγραμμα 1). Η έντονη πτώση των συνολικών επενδύσεων στη ζώνη του ευρώ που παρατηρήθηκε κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης και η μείωση των επενδύσεων το 2011-12 ήταν οι συνέπειες των χαμηλότερων επιχειρηματικών επενδύσεων αλλά και μια ισχυρή καθοδική διόρθωση των στεγαστικών αγορών και των συνεχιζόμενων δημοσιονομικών περιορισμών που οδήγησαν σε χαμηλότερες κατασκευαστικές και δημόσιες επενδύσεις σε ορισμένες χώρες. Η γενική η αύξηση του συνολικού σχηματισμού πάγιου κεφαλαίου από τις αρχές του 2013 οφείλεται σε επενδύσεις εκτός κατασκευών, ενώ οι επενδύσεις στις κατασκευές άρχισαν να αυξάνονται μόνο το 2015 (βλ. Διάγραμμα 2). Τα πρόσφατα τρίμηνα, οι επιχειρηματικές επενδύσεις έχουν καταστεί σημαντικός μοχλός για την ανάκαμψη της ζώνης του ευρώ.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The latest observation is for the second quarter of 2016. Real business investment refers to non-construction investment.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

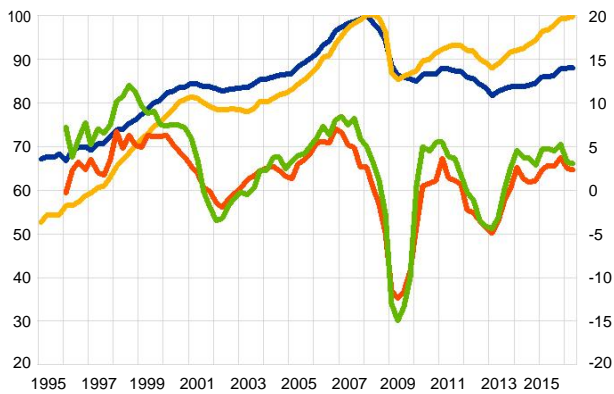
Notes: The latest observation is for the second quarter of 2016. Real business investment refers to non-construction investment

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1

ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ

(index: Q1 2008 = 100; annual percentage changes)

- total investment - level (left-hand scale)
- business investment - level (left-hand scale)
- total investment - annual growth (right-hand scale)
- business investment - annual growth (right-hand scale)

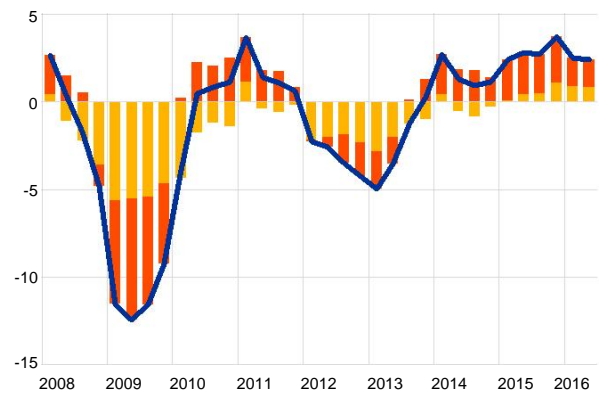


ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2

ΚΑΤΑΡΕΥΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ

(annual percentage changes; percentage points)

- total investment
- construction investment
- business investment



Διάγραμμα 1

Στοιχεία για τις επιχειρηματικές επενδύσεις και το μετοχικό κεφάλαιο στη ζώνη του ευρώ.

Οι τιμές επενδύσεων εκτός κατασκευαστικών έργων, οι οποίες υπολογίζονται από τα στοιχεία των εθνικών λογαριασμών της Eurostat, χρησιμοποιούνται ως υποκατάστατο για τις επιχειρηματικές επενδύσεις σε αυτό το άρθρο. Οι συνολικές επενδυτικές αξίες είναι διαθέσιμες από τους τριμηνιαίους εθνικούς λογαριασμούς που δημοσιεύει η Eurostat για τη ζώνη του ευρώ και τις χώρες μέλη της, όπου διατίθενται επίσης συνολικές επενδύσεις καταναμημένες ανά κύριες κατηγορίες στοιχείων με τριμηνιαία συχνότητα. Προσαρμογή των συνολικών επενδύσεων για κατασκευές (δηλαδή κατοικίες και επενδύσεις εκτός κατοικίας), οι προκύπτουσες επενδύσεις εκτός κατασκευών καλύπτουν: i) μηχανήματα, εξοπλισμό και συστήματα όπλων, ii) προϊόντα διανοητικής ιδιοκτησίας και iii) γεωργικά προϊόντα. Το πρώτο εξάρτημα, με τη σειρά του, αποτελείται από επενδύσεις στις μεταφορές, εξοπλισμό τεχνολογίας πληροφοριών και επικοινωνιών (ΤΠΕ), άλλα μηχανήματα και εξοπλισμό και συστήματα όπλων. Ωστόσο, οι τελευταίες δύο συνιστώσες δεν είναι υποχρεωτικές για την υποβολή εκθέσεων από τις ευρωπαϊκές εθνικές στατιστικές υπηρεσίες στο πλαίσιο του προγράμματος διαβίβασης για το 2010 και συνεπώς τα σχετικά στοιχεία δεν είναι διαθέσιμα για τη ζώνη του ευρώ και τις περισσότερες χώρες σε τριμηνιαία βάση. Η καλύτερη διαθεσιμότητα δεδομένων υπάρχει σε ετήσια συχνότητα, αν και δεν είναι αρκετά συχνή για την ανάλυση που παρουσιάζεται. Από τομεακή άποψη, η Eurostat δεν υπολογίζει τις τριμηνιαίες πραγματικές επιχειρηματικές επενδύσεις στους εθνικούς λογαριασμούς, δεδομένου ότι τα στοιχεία των επίσημων επενδυτικών τομέων κατά κύριες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων είναι διαθέσιμα μόνο σε τιμές αξίας σε τριμηνιαία βάση. Επιπλέον, οι συνολικές επενδύσεις από την κυβέρνηση και από τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις εκφράζονται επί του παρόντος μόνο ονομαστικούς και κατά κύριο λόγο μη εποχικά διορθωμένους όρους.

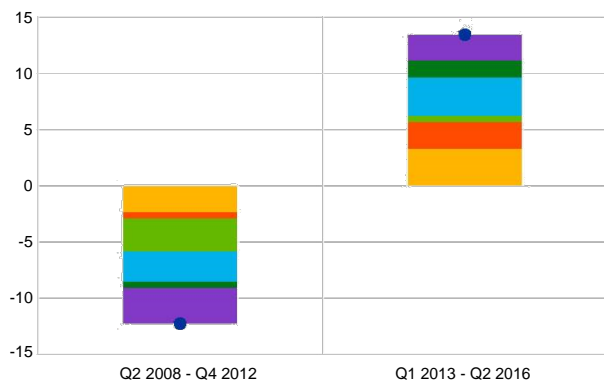
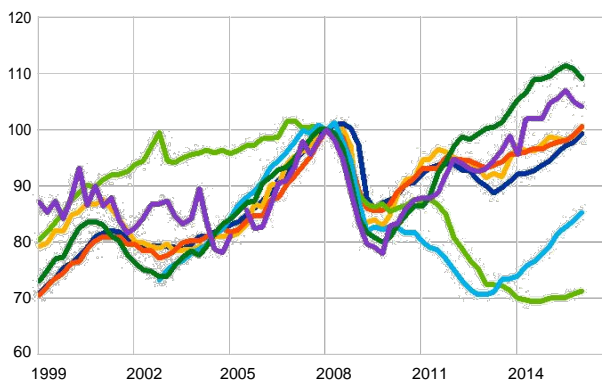
Οι επιχειρηματικές επενδύσεις στην ευρωζώνη επανέρχονται τώρα στην κορυφή πριν από την κρίση που σημειώθηκε το 2008, ενώ οι επιχειρηματικές επενδύσεις σε άλλες προηγμένες οικονομίες έχουν ανακάμψει πιο έντονα (βλ. Διάγραμμα 3). Στη ζώνη του ευρώ, οι επιχειρηματικές επενδύσεις μειώθηκαν το 2008 και πάλι από το 2011. Η ανάκαμψη ξεκίνησε το 2013, αν και με χαμηλότερο μέσο όρο ρυθμού ανάπτυξης που παρατηρήθηκε στην περίοδο πριν από την κρίση. Στο Ηνωμένο Βασίλειο και τις Ηνωμένες Πολιτείες, το χαμηλότερο επίπεδο επενδύσεων καταγράφηκε το 2009. Υπάρχει επίσης ετερογένεια μεταξύ των χωρών της ζώνης του ευρώ. Από την σχεδόν 15% αύξηση του επιπέδου επιχειρηματικών επενδύσεων που παρατηρήθηκε στη ζώνη του ευρώ από το κατώτατο σημείο της Γερμανίας στην Ισπανία και η Γαλλία συνέβαλαν σημαντικά, ενώ υπήρξε περιορισμένη συμβολή από την Ιταλία (βλ. Διάγραμμα 3).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3

ΕΠΙΠΕΔΑ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΕΣ ΠΡΟΗΓΜΕΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΕΣ

(index: Q1 2008 = 100)

— euro area — Spain
— Germany — United States
— France — United Kingdom
— Italy



Sources: OECD and Eurostat (euro area).

Source: Eurostat.

Notes: The latest observation is for the second quarter of 2016. All OECD business investment series refer to private non-residential investment, except for series for Spain and Italy, which include government investment.

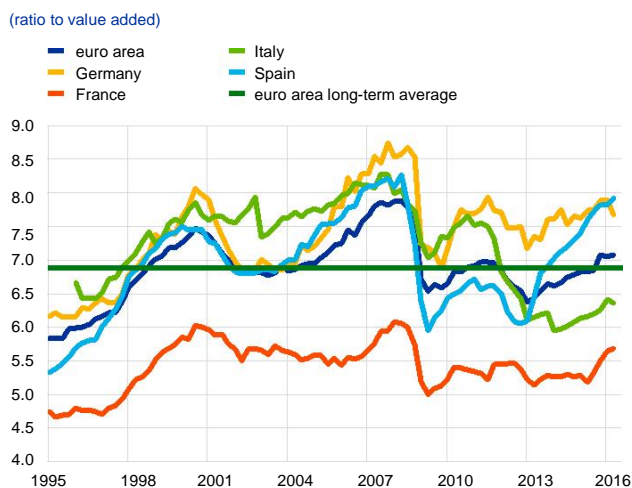
Ο λόγος των πραγματικών επιχειρηματικών επενδύσεων στη ζώνη του ευρώ προς την προστιθέμενη αξία υπερέβη πλέον τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο. Το πραγματικό μερίδιο της επένδυσης στην προστιθέμενη αξία, το οποίο δίνει ένα μέτρο του μεγέθους των επενδύσεων στη συνολική οικονομία, τείνει να είναι χαμηλό με την πάροδο του χρόνου (βλ. Διάγραμμα 5). Ο δείκτης επιχειρηματικών επενδύσεων ήταν επίσης γενικά υψηλότερος στη Γερμανία και την Ισπανία από ό, τι στη Γαλλία, καθώς η τελευταία είναι μια οικονομία μεγαλύτερης ζήτησης υπηρεσιών. Η διασπορά στις αναλογίες των μεγαλύτερων χωρών της ζώνης του ευρώ κορυφώθηκε πριν από την κρίση, αλλά έκτοτε υποχώρησε σε χαμηλότερο σταθερό επίπεδο. Από μια άποψη, ο δείκτης της ζώνης του ευρώ και οι δείκτες άλλων προηγμένων οικονομιών αυξήθηκαν προς τα πάνω πριν από την κρίση για διάφορους λόγους. Ο συνδυασμός χαμηλότερου κόστους χρηματοδότησης, αυξήσεων των επενδύσεων αντικατάστασης και τεχνολογικής προόδου στις ΤΠΕ(τεχνολογίες πληροφοριές και επικοινωνίες) και του τομέα των επενδυτικών αγαθών σε πτώση της σχετικής τιμής των επενδυτικών αγαθών. Σε ορισμένες χώρες, όπως στην Ισπανία, η αύξηση μπορεί επίσης να

αντανακλούσε τις υψηλότερες αναμενόμενες οριακές αποδόσεις των επενδύσεων που συνδέονται με την αντιληπτή δύναμη στον υποκείμενο ρυθμό αύξησης των τάσεων της οικονομίας. Σε ορισμένες χώρες ενδέχεται να σημειώθηκαν «υπερβολικές επενδύσεις», όπως για παράδειγμα κατά τη διάρκεια της εκτεταμένης έκρηξης των ΤΠΕ στα τέλη της δεκαετίας του 1990, που οδήγησε σε «υπερβολικό κεφαλαιακό απόθεμα», λόγω των μη ρεαλιστικών προσδοκιών των οριακών αποδόσεων των επιχειρήσεων. Κατά τη διάρκεια της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και πάλι στην κρίση του δημόσιου χρέους οι επενδύσεις έπεσαν πολύ περισσότερο από την προστιθέμενη αξία. Μετά την κρίση, ο δείκτης άρχισε να αυξάνεται στη ζώνη του ευρώ, ως φυσιολογικό χαρακτηριστικό της κυκλικής ανάκαμψης, και έχει πλέον ξεπεράσει τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο της.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ

5

Αναλογία πραγματικών επιχειρηματικών επενδύσεων στην προστιθέμενη αξία στη ζώνη του ευρώ στις μεγαλύτερες χώρες της ζώνης του €



Source: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The latest observation is for the second quarter of 2016. The long-term average ratio calculated over the period is 6.9. Business investment is proxied by investment in machinery, equipment and weapons systems (the latter cannot be deducted).

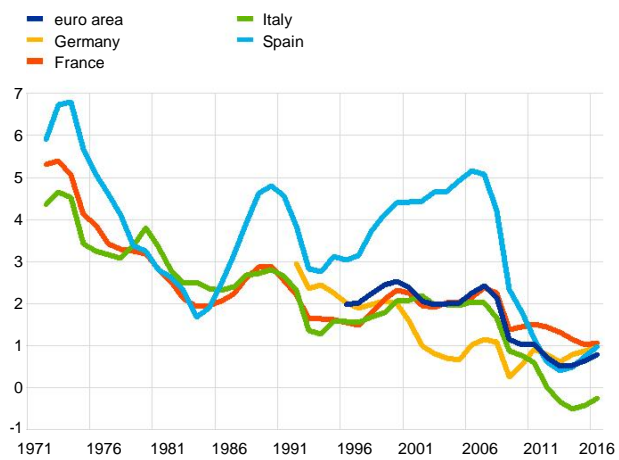
Η ανάλυση της επένδυσης στη ζώνη του ευρώ ανά κατηγορία περιουσιακών στοιχείων δείχνει ότι οι μεταβολές στις επενδύσεις σε μηχανήματα και εξοπλισμό συνεισέφεραν ως επί το πλείστον στην εξέλιξη των επιχειρηματικών επενδύσεων κατά την τελευταία δεκαετία. Οι επενδύσεις σε μηχανήματα και εξοπλισμό προκύπτουν σε μεγάλο βαθμό στον εταιρικό τομέα και, ως εκ τούτου, αποτελούν εγγύηση για επιχειρηματικές επενδύσεις. Οι επενδύσεις στον εξοπλισμό ανακάμπτουν σταδιακά και αναμένεται να επανέλθουν στο προ της κρίσης επίπεδο, ενώ οι επενδύσεις σε προϊόντα διανοητικής ιδιοκτησίας έχουν αποδειχθεί σχετικά ανθεκτικά κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας

Η μείωση του ρυθμού αύξησης του σχηματισμού παγίου κεφαλαίου έχει οδηγήσει σε επιβράδυνση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της ζώνης του ευρώ από το 2008, η οποία δεν έχει προηγηθεί από ιστορική άποψη (βλ. Διάγραμμα 7). Το μετοχικό κεφάλαιο, το οποίο μετρά την αξία όλων των παγίων στοιχείων που χρησιμοποιούνται, μπορεί να προκύψει από σωρευμένες επενδύσεις προσαρμοσμένες στο τεχνολογικό περιεχόμενο των κεφαλαιουχικών αγαθών, τις σχετικές τάσεις των τιμών των κεφαλαιουχικών αγαθών και το ποσοστό απόσβεσης. Ο ρυθμός αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της συνολικής οικονομίας για την Ιταλία και την Ισπανία επιβραδύνθηκε σημαντικά μετά την κρίση, ιδιαίτερα στην Ιταλία, όπου το απόθεμα κεφαλαίου έχει μειωθεί από το 2013. Η μείωση των εισφορών από το κεφάλαιο έχει σταθμίσει τη δυνητική αύξηση των εξαγωγών στις χώρες αυτές τα τελευταία χρόνια. Η επιβράδυνση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου ήταν λιγότερο έντονη στη Γαλλία και ελάχιστα ορατή στη Γερμανία. Εν τω μεταξύ, το ποσοστό απόσβεσης του μετοχικού κεφαλαίου έχει υποχωρήσει κάπως από την κρίση, γεγονός που υποδηλώνει επιβράδυνση της κατανάλωσης παγίου κεφαλαίου (βλ. Διάγραμμα 8). Τα ποσοστά απόσβεσης είναι γενικά υψηλότερα για τα προϊόντα ΤΠΕ από ό,τι για μηχανήματα και εξοπλισμό (τα οποία με τη σειρά τους είναι υψηλότερα από ό,τι για τις κατοικίες). Όσον αφορά τη δυναμική τους, τα ποσοστά υποτίμησης για ολόκληρη την οικονομία έχουν μειωθεί από το 2008 στη Γαλλία και την Ιταλία, αλλά και στη ζώνη του ευρώ, αν και με λιγότερο έντονο τρόπο. Στη Γερμανία, η ισοπέδωση πραγματοποιήθηκε κάπως αργότερα περίπου το 2012. Μόνο στην Ισπανία το ποσοστό απόσβεσης φαίνεται ότι έχει αυξηθεί από το 2008, γεγονός που μπορεί να σχετίζεται με μεταβολές της σύνθεσης του αποθέματος κεφαλαίου, που σχετίζονται με τον συρρικνούμενο τομέα των κατασκευών. Η μεταβολή του ποσοστού απόσβεσης της ζώνης του ευρώ σε σχέση με τη δυναμική της πριν από την κρίση μπορεί να σχετίζεται με τη μείωση του ποσοστού χρησιμοποίησης της παραγωγικής ικανότητας και τη μειωμένη «φθορά» των περιουσιακών στοιχείων. Οι χαμηλότεροι ή βραδύτερα αναπτυσσόμενοι συντελεστές απόσβεσης, *ceteris paribus*, υποδηλώνουν λιγότερη ανάγκη για επενδύσεις αντικατάστασης για τη διατήρηση του επιπέδου του κεφαλαιακού αποθέματος.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7

Total net capital stock growth in the euro area and the largest euro area countries

(annual percentage changes)



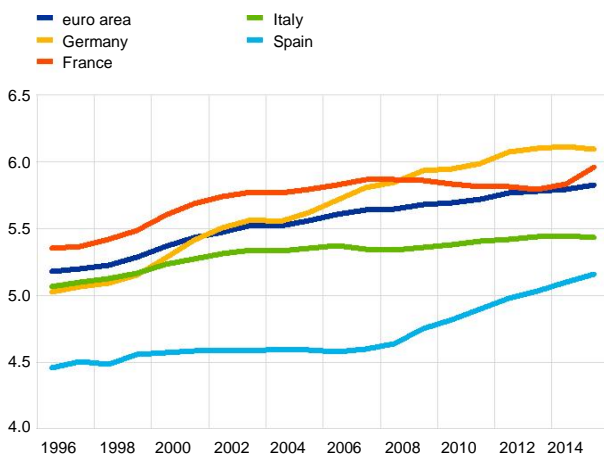
Source: European Commission (AMECO).

Notes: The latest observation is for 2016 (partial projection) for European Commission data. The total net capital stock at constant prices is derived from the previous year's capital stock adjusted for real consumption of capital

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8

Derived depreciation rates for total economy for the euro area and the largest euro area countries

(percentages)



Sources: European Commission (AMECO) and ECB calculations.

Notes: Derived from the net capital stock equation in which the capital stock at (t) equals capital stock (t-1)*(1-delta (t)) + investment (t), where delta is a proxy of the depreciation rate, although also covering the retirement rate.

2.1.1 ΟΔΗΓΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Στις περισσότερες διαδεδομένες οικονομικές θεωρίες το επιθυμητό κεφαλαιακό απόθεμα καθορίζεται από τα σχεδιασμένα επίπεδα παραγωγής, το οικονομικό κόστος και τις δυνατότητες χρηματοδότησης αλλά και τις βιομηχανικές δομές και τις επιχειρησιακές συμμαχίες. Στην πραγματικότητα, οι επιχειρησιακές επενδύσεις καθορίζονται από μια ποικιλία παραγόντων με πολλές παραμέτρους οι οποίες είναι δύσκολο να προβλεφτούν. Τέτοιοι παράγοντες είναι οι προβλέψεις μελλοντικών κερδών, οι δυνατότητες της επιχείρησης, τα κέρδη, η αβεβαιότητα και οι οικονομικές συνθήκες.

Οι περιοδικές άνοδοι της ζήτησης και η βελτίωση των εταιρικών κερδών υποστηρίζουν τις εταιρικές επενδύσεις. Η μακροχρόνια αύξηση του ΑΕΠ στις μεγαλύτερες χώρες της Ευρωζώνης φαίνεται να έχει φτάσει στο τέλος της και τα εταιρικά κέρδη τείνουν να ανακάμψουν.

Το κόστος χρηματοδότησης για τις μη χρηματοοικονομικές εταιρίες(NFCs) της Ευρωζώνης είναι ιδιαίτερα ενθαρρυντικά για επενδύσεις από την περίοδο της κρίσης. κυρίως λόγω των επεκτατικών μέτρων της νομισματικής πολιτικής που ακολουθείται. Επίσης, υπήρξε ελάφρυνση του χρέους στις χώρες της Ευρωζώνης κατά την περίοδο της κρίσης ωστόσο παρόλο τα χαμηλά επιτόκια και την νομισματική πολιτική που ακολούθησε η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα οι εταιρίες δεν ήταν σε θέση να εκμεταλευτούν το πρόσφορο έδαφος και να επενδύσουν περισσότερα.

Η οικονομετρική ανάλυση μας δίνει άλλη μια τεκμηριωμένη οπτική γωνία για την αξία της επένδυσης. Συνήθως, γίνεται ανάλυση των μεταβλητών και εκτίμηση μέσω οικονομετρικών μοντέλων. Η σωστή ερμηνεία του variance και του volatility παίζουν επίσης πολύ μεγάλο ρόλο.

Η εξέταση των στοιχείων δείχνει ότι ίσως η έλλειψη χρηματοδότησης θα λειτουργήσει ως αρνητικός παράγοντας για την επένδυση. Γενικώς, παρατηρείται ότι νέες εταιρίες όπως

επίσης και εταιρίες με καλές προοπτικές ανάπτυξης και μεγάλο δικό τους κεφάλαιο είναι πιο πιθανό να παρουσιάσουν υψηλές επενδύσεις.

Οι επιχειρησιακές επενδύσεις θα πρέπει να υποστηρίζονται από τις εταιρίες αυξάνοντας την εξωτερική χρηματοδότηση ως αποτέλεσμα του χαμηλού ρίσκου και κόστους δανεισμού που υπάρχει αυτή τη στιγμή στην αγορά.

Οι μακροχρόνιες επενδυτικές αποφάσεις επηρεάζονται από πολλούς σημαντικούς παράγοντες. Μερικοί από αυτούς τους παράγοντες περιγράφουν την εσωτερική αγορά της χώρας στην οποία πραγματοποιείται η επένδυση, τον ανταγωνισμό που θα συναντηθεί όπως επίσης και τα επιτόκια δανεισμού.

2.1.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΠΟΥ ΣΤΗΡΙΖΟΥΝ ΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Υπάρχει μια ευρύτατη γκάμα από πολιτικές που αναμένεται να ενισχύσουν τις επενδύσεις. Αυτές οι πολιτικές τείνουν να βελτιώσουν το οικονομικό περιβάλλον και τις πιστωτικές συνθήκες καθώς και να μειώσουν τα ποσά που απαιτούνται για μια επένδυση. Πολιτικές οι οποίες αυξάνουν τον ανταγωνισμό,

μειώνουν τα διαχειριστικά κόστη και ευνοούν τις επιχειρησιακές σχέσεις στα πλαίσια της συνεργασίας λειτουργούν θετικά για μια επένδυση. Επιπρόσθετα, η υψηλή αποδοτικότητα στην αγορά εργασίας συντελεί σε υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης των επενδύσεων. Με λίγα λόγια χρειάζεται ένα αποτελεσματικό σύστημα αναδιάρθρωσης των ήδη χρεωμένων επιχειρήσεων όπως επίσης και η αποφυγή ξαφνικής άνοδος των δανείων. Τελικώς, στοχοθετημένες και αποδοτικές ενδύσεις σε υποδομές δείχνουν ότι μπορούν να βελτιώσουν τις επιχειρησιακές επενδύσεις στην Ευρωζώνη. Η επένδυση στις υποδομές ενισχύει τη παραγωγικότητα του ιδίου κεφαλαίου, να μειώσει τα επιτόκια δανεισμού και γενικά να παροτρύνει τις εταιρικές επενδύσεις. Συνοψίζοντας, περιοδικοί και δομικοί παράγοντες υποστηρίζουν την ανάκαμψη των επενδύσεων τα τελευταία χρόνια. Η ανάπτυξη έχει ανοδική πορεία από το 2013 και μετά και οδηγείται από τη βελτιωμένη πλέον ζήτηση και τις συνθήκες κέρδους, και για κάποιες ευρωπαϊκές χώρες από τις σωστές διαδικασίες και τις βελτιωμένες οικονομικές συνθήκες. Στα χρόνια που έρχονται ο ρόλος των πολιτικών αποφάσεων για τις εταιρικές επενδύσεις παραμένει ύψιστης σημασίας. Οι πολιτικές βελτιώνουν το περιβάλλον, τον ανταγωνισμό στην αγορά προϊόντων και υπηρεσιών. κάνουν πιο ευέλικτη την αγορά εργασίας και υποστηρίζουν την αναδιάρθρωση του χρέους ώστε να επέλθει ανάκαμψη και να δοθεί μια ώθηση στις εταιρικές επενδύσεις.

2.2 ΓΙΑΤΙ ΕΧΟΥΝ ΓΙΝΕΙ ΑΔΥΝΑΜΕΣ ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΖΩΝΗ

Οι επενδύσεις στην Ευρωζώνη παραμένουν κάτω από τα επίπεδα προ κρίσης και οι επιδόσεις τους παραμένουν χαμηλές σε σχέση με τις επενδύσεις που έγιναν μετά από οικονομικές κρίσεις παλαιότερα. Αυτό το άρθρο το οποίο δημοσιεύεται από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (τίτλος: Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak? με συγγραφείς τους Bergljot Barkbu, S. Pelin Berkmen, Pavel Lukyantsau, Sergejs Saksonovs και Hanni Schoelermann) εξηγεί ένα μέρος της αδυναμίας των τωρινών επενδύσεων από τα αποτελέσματα που υπήρχαν πρωτό την κυρίαρχη χρεοπιστωτική κρίση. Το υπόλοιπο μέρος αναφέρεται στα αίτια που προκλήθηκαν από το υψηλό κόστος κεφαλαίου, τους οικονομικούς περιορισμούς, την εταιρική μόχλευση και φυσικά την αβεβαιότητα στα πολιτικά και οικονομικά δρόμενα. Επίσης, υπάρχει μια σημαντική ανομοιογένεια μεταξύ των χωρών όσον αφορά τόσο τη δυναμική των επενδύσεων όσο και τους προσδιορισμούς της. Βασιζόμενοι, στα ευρήματα αυτού του άρθρου, οι επενδύσεις αναμένεται να αυξηθούν καθώς η ανάκαμψη ολοένα και ενισχύεται και η αβεβαιότητα μειώνεται, ωστόσο η επιμονή ορισμένων χωρών στους οικονομικούς φραγμούς και την υψηλή εταιρική μόχλευση θα αποτελούν βάρος στις επενδύσεις. Όπως είναι φυσικό, οι επενδύσεις στην Ευρώπη δεν έχουν ακόμη ανακάμψει μετά τη κρίση συμπεριλαμβανομένων και χωρών εκτός της Ευρώπης. Στο ενδιαίτημα, ένα κομμάτι της πτώσης αυτής των επενδύσεων αντικατοπτρίζει τις χαμηλές ιδιωτικές και δημόσιες επενδύσεις σε συγκεκριμένες χώρες. Συνολικά, η συμπεριφορά των επενδύσεων ποικίλει σημαντικά μεταξύ των χωρών της Ευρωζώνης και του μεγέθους των εταιριών. Η μείωση των επενδύσεων είναι μεγαλύτερη σε μικρές οικονομίες χωρίς γερά θεμέλια απότι σε μεγάλες στιβαρές οικονομίες. Αδύναμες επενδύσεις στην Ευρώπη συνδέονται με μεγάλες απώλειες στα προβλεπόμενα αποτελέσματα. Το πραγματικό ΑΕΠ της Ευρωζώνης παραμένει κάτω από τα επίπεδα που ήταν στη προ κρίσης περίοδο, όπως επίσης και το παραγωγικό κενό παραμένει μεγάλο και με αρνητικό συντελεστή και η ανάκαμψη είναι πιο αργή απότι στις τυπικές περιόδους ύφεσης. Δεδομένης της υποτονικής απόδοσης παραγωγής και των χαμηλών προοπτικών ανάπτυξης, δεν προκαλεί έκπληξη ότι οι επενδύσεις επίσης υστερούσαν στην τάση που παρατηρήθηκε στις περισσότερες προηγούμενες περιόδους ύφεσης. Οι χρηματοπιστωτικές κρίσεις τείνουν να επηρεάζουν τις επενδύσεις. Σύμφωνα λοιπόν με ανάλυση στοιχείων ευρωπαϊκών οικονομιών όπως είναι ο δείκτης για επενδύσεις σε πάγια (πλην κατοικιών), απόθεμα κεφαλαίου κεφαλαιουχικών

αγαθών, ΑΕΠ, επιτόκια δεκαετή δημοσίου, δείκτη πληθωρισμού, δείκτη τιμών των παγίων, δείκτη εξέλιξης των απολαβών των εργαζομένων, δείκτη εμπιστοσύνης καταναλωτών (ή επιχειρηματιών), εξέλιξη του υπολοίπου των δανείων των τραπεζών κάθε χώρας, τον πραγματικό φορολογικό συντελεστή επί των κερδών των επιχειρήσεων, δείκτη ωρών απασχόλησης στη βιομηχανία (σαν δείκτη της ενεργούς ζήτησης στην οικονομία), συμπεραίνεται ότι οι κρίσεις δείχνουν ότι η μείωση του λόγου των επενδύσεων προς το ΑΕΠ θα μπορούσε να είναι μακροχρόνια, με μέγιστη επίπτωση 3 έως 3.5 ποσοστιαίες μονάδες ΑΕΠ τρία χρόνια μετά την κρίση. Στη ζώνη του ευρώ, η παρατηρούμενη μείωση του λόγου των επενδύσεων προς το ΑΕΠ από την αρχή της κρίσης είναι πιο σοβαρή από την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, αλλά είναι σύμφωνη με την παρακμή που παρατηρήθηκε στις πιο σοβαρές από αυτές τις κρίσεις - με το δείκτη επενδύσεων να ανέρχεται σε 4,25% , σημειώνεται κάτω από το επίπεδο πριν από την κρίση. Εκτός από την ασθενή ανάκαμψη μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση, άλλοι παράγοντες που θα μπορούσαν να συμβάλουν στην αδυναμία της επενδυτικής δυναμικής είναι το υψηλό κόστος χρηματοδότησης και η περιορισμένη πρόσβαση στη χρηματοδότηση λόγω του οικονομικού κατακερματισμού, της υψηλής εταιρικής μόχλευσης και της πολιτικής αβεβαιότητας. Οι επενδύσεις σε πολλές μικρότερες ευρωπαϊκές χώρες επηρεάστηκαν επίσης από τη διαθεσιμότητα των διαρθρωτικών ταμείων της ΕΕ. Για παράδειγμα, υπάρχουν ενδείξεις ότι οι επενδύσεις στην Πορτογαλία σε ορισμένους τομείς ήταν πολύ υψηλές πριν από την κρίση. Ενώ το επιτόκιο πολιτικής της ΕΚΤ βρίσκεται στο κατώτατο όριο, τα επιτόκια δανεισμού σε ορισμένες χώρες παραμένουν αυξημένα καθώς ο οικονομικός κατακερματισμός εξακολουθεί να υφίσταται. Δεδομένου ότι η χρηματοδότηση του χρέους στη ζώνη του ευρώ είναι περίπου το 90% των τραπεζικών επιτοκίων, τα υψηλότερα τραπεζικά επιτόκια αυξάνουν το κόστος του κεφαλαίου, ιδίως για τις μικρότερες επιχειρήσεις. Επιπροσθέτως, από τα στοιχεία της έρευνας προκύπτει ότι πολλές μικρότερες επιχειρήσεις αντιμετώπισαν δυσκολίες πρόσβασης στην πίστωση. Οι πρόσφατες βελτιώσεις των εταιρικών ομολόγων και των χρηματιστηριακών αγορών είναι πιθανό να ωφελήσουν μόνο τις μεγαλύτερες εταιρείες με καλύτερη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές. Ταυτόχρονα, ο τομέας των επιχειρήσεων εξακολουθεί να αξιοποιείται ιδιαίτερα, ιδιαίτερα στις χώρες με έντονες πιέσεις. Καθώς οι εταιρείες χτίζουν τους ισολογισμούς με βάση τη γενική λογιστική και τα ελληνικά λογισμικά προτυπα και μειώνουν το χρέος, η ζήτηση για πίστωση παραμένει χαμηλή. Με τα υψηλά μη εξυπηρετούμενα δάνεια και τη συνεχιζόμενη απομόχλευση τόσο στον εταιρικό όσο και στον τραπεζικό τομέα, η πίστωση στον ιδιωτικό τομέα συνεχίζει να συρρικνώνεται. Αν και οι επενδύσεις στη ζώνη του ευρώ θα μπορούσαν να ανακάμψουν χωρίς την επέκταση των πιστώσεων, αυτές οι ανακτήσεις χωρίς πίστωση συνδέονται συνήθως με χαμηλότερες επενδύσεις και βραδύτερη αύξηση του ΑΕΠ. Εμπειρικά, μόνο μία στις πέντε ανακτήσεις είναι χωρίς πίστωση (ΔΝΤ, 2014). Μια παρατεταμένη αδύναμη ανάκαμψη με χαμηλές επενδύσεις θα μπορούσε, με τη σειρά της, να έχει μακροπρόθεσμες συνέπειες με χαμηλότερες δυνατότητες παραγωγής, μειώνοντας περαιτέρω την αναμενόμενη ανάπτυξη.

Σε αυτό το πλαίσιο, το παρόν άρθρο εξετάζει τους παράγοντες που εξηγούν τις επιχειρηματικές επενδύσεις σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Η αδύναμη ανάκαμψη, ο οικονομικός κατακερματισμός, η μόχλευση και η αβεβαιότητα πολιτική θα μπορούσαν να κρατήσουν όλες τις επενδύσεις πίσω. Για να προσδιοριστεί ο αντίκτυπος του κάθε παράγοντα, το άρθρο χρησιμοποιεί τρία σύνολα μοντέλων. Το πρώτο είναι ένα μοντέλο επιταχυντή, το δεύτερο ένα νεοκλασικό μοντέλο (πραγματικό κόστος κεφαλαίου). Και το τρίτο μοντέλο είναι ένας επιταχυντής με αλλαγές, αβεβαιότητα, κόστος δανεισμού, μόχλευση και ταμειακή ροή. Το άρθρο διαπιστώνει ότι όλοι οι προαναφερθέντες παράγοντες έχουν σημασία στην εξήγηση των χαμηλών επενδύσεων, αλλά με σημαντικές διαφορές μεταξύ των χωρών. Το μοντέλο του επιταχυντή το οποίο βασίζεται μόνο στις μεταβολές της παραγωγής, παρακολουθεί στενά την επένδυση, ιδιαίτερα για την Ισπανία, αλλά η πραγματική επένδυση μετά την κρίση παρέμεινε κάτω από την υποτιθέμενη για το μοντέλο αξία της για τις περισσότερες χώρες. Το νεοκλασικό μοντέλο δείχνει ότι, όπως αναμενόταν, το πραγματικό κόστος του κεφαλαίου είναι σημαντικός παράγοντας και ότι οι οικονομικοί περιορισμοί παρεμπόδιζαν τις επενδύσεις σε ορισμένες χώρες. Παρ' όλα αυτά, η πραγματικές επενδύσεις μετά την κρίση εξακολουθούν να είναι χαμηλότερες από το εκτιμώμενο επίπεδο για τις περισσότερες χώρες. Τέλος, το τρίτο μοντέλο συμβάλλει στη μείωση της διαφοράς μεταξύ πραγματικής και εκτιμώμενης επένδυσης. Μεταξύ άλλων, η αβεβαιότητα συνδέεται με τις χαμηλές επενδύσεις στις περισσότερες χώρες. Επιπλέον, η εταιρική μόχλευση συνδέεται αρνητικά με τις επενδύσεις στην Ιταλία, την Πορτογαλία, την Ισπανία και τη Γαλλία. Υπάρχει μια τεράστια βιβλιογραφία σχετικά με τους καθοριστικούς παράγοντες μιας επένδυσης. Η εμπειρική βιβλιογραφία σχετικά με τις επενδύσεις που χρησιμοποιούν συγκεντρωτικά δεδομένα, έχει εξετάσει μια ποικιλία μοντέλων: το Tobin's Q, τον επιταχυντή, το νεοκλασικό και διάφορες εξισώσεις των Euler και άλλων. Οι απλές εξισώσεις Euler συχνά θεωρούνται κακοί παράγοντες πρόβλεψης της επένδυσης, ενώ το μοντέλο του επιταχυντή αποδίδει σχετικά καλά στην εξήγηση της δυναμικής των επενδύσεων. Τα παραδοσιακά μοντέλα επικεντρώνονται στις μεταβολές της παραγωγής, στο Tobin's Q, και στο κόστος χρήσης του κεφαλαίου για να εξηγήσουν τις επενδύσεις.

Η προσέγγιση Q του Tobin διαμορφώνει την επένδυση χρησιμοποιώντας ένα πληρεξούσιο για την αξία μιας μονάδας κεφαλαίου σε ισχύ σε σχέση με την τρέχουσα τιμή αγοράς. Και τα δύο μοντέλα επιτάχυνσης και τα νεοκλασικά μοντέλα ουσιαστικά μοντελοποιούν την τρέχουσα επένδυση ως συνάρτηση των καθυστερημένων επιθυμητών μεταβολών στο απόθεμα κεφαλαίου και την απόσβεση. Στο μοντέλο του επιταχυντή, οι επιθυμητές αλλαγές στο απόθεμα κεφαλαίου είναι συνάρτηση της αύξησης της παραγωγής. Στο νεοκλασικό πρότυπο, είναι συνάρτηση του κόστους χρήσης του κεφαλαίου και της παραγωγικότητας αυτού. Πιο πρόσφατα, έχουν ληφθεί υπόψη και άλλοι καθοριστικοί παράγοντες των επενδύσεων, όπως η αβεβαιότητα, η μόχλευση και οι ταμειακές ροές. Για να αποτιμήσει τον πιστωτικό κίνδυνο, ο Philippon (2009) χρησιμοποιεί τις τιμές των ομολόγων αντί για τις

τιμές των μετοχών για να εκτιμήσει την αξία του Q του Tobin. Αυτό το μέτρο, το οποίο ονομάζεται "Αγορά ομολόγων Q", είναι συνάρτηση του πραγματικού συντελεστή άνευ κινδύνου, της αποδόσης και των κρατικών ομολόγων, της μόχλευσης και της αβεβαιότητας. Διαπιστώνεται ότι το μοντέλο αυτό ταιριάζει με τα επενδυτικά δεδομένα των ΗΠΑ και είναι μια καλύτερη προσέγγιση από το Q του Tobin. Μια άλλη πτυχή της βιβλιογραφίας διερευνά το ρόλο της αβεβαιότητας, της μόχλευσης και της ταμειακής ροής στις επενδύσεις (Baum et al., 2010, Bloom, 2009, Bloom κ.ά., 2007, Dixit and Pindyck, 1994). Οι Bloom, Bond και Van Reenen (2007) επικεντρώνονται στην επίδραση της αβεβαιότητας σε επίπεδο επιχείρησης και των ταμειακών ροών στις επενδύσεις. Η αβεβαιότητα γενικά θεωρείται σημαντικός παράγοντας για την επένδυση, ειδικά για τις επιχειρήσεις των ΗΠΑ και του Ηνωμένου Βασιλείου. Διάφορα έγγραφα επικεντρώθηκαν στις επενδύσεις στην Ευρώπη. Ο Bond et.al (2003) χρησιμοποιεί δεδομένα για το Βέλγιο, τη Γαλλία, τη Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο, καλύπτοντας την περίοδο 1978-1989. Διαπιστώνουν ότι η ταμειακή ροή και τα κέρδη είναι στατιστικά και ποσοτικά λιγότερο σημαντικά για τις χώρες της ηπειρωτικής Ευρώπης. Οι Mizen και Vermeulen (2005), αντιθέτως, διαπιστώνουν ότι οι επενδύσεις στη Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο είναι ευαίσθητες στις ταμειακές ροές, οι οποίες οφείλονται στην πιστοληπτική ικανότητα (εξειδικευμένη από την αύξηση των πωλήσεων και τα λειτουργικά κέρδη). Πιο πρόσφατα, μια μελέτη της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ, 2013) δείχνει ότι η αβεβαιότητα υπήρξε ο κύριος μοχλός της μείωσης των επενδύσεων από το 2010 και ότι οι προσδοκίες για χαμηλή ζήτηση έχουν επίσης διαδραματίσει κάποιο ρόλο. Από την άλλη πλευρά, οι περιορισμοί χρηματοδότησης αποτελούσαν σοβαρή ανησυχία για ορισμένες χώρες. Στηριζόμενοι σε αυτή την εκτενή βιβλιογραφία, εξετάζουμε σε ποιο βαθμό οι εξελίξεις των παραγόντων που αφορούν το κόστος χρήσης του κεφαλαίου, την αβεβαιότητα, τους οικονομικούς περιορισμούς και την εταιρική μόχλευση εξηγούν τις ιδιωτικές επενδύσεις σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ. Επικεντρωμένοι στην πρόβλεψη των επενδύσεων στις ΗΠΑ, το άρθρο εστιάζει στην εξήγηση της προηγούμενης δυναμικής των επενδύσεων. Χρησιμοποιούνται οι τρεις τύποι επενδυτικών μοντέλων που αναφέρθηκαν παραπάνω και είναι το μοντέλο επιταχυντή (για μεταβολές της παραγωγής), το νεοκλασικό μοντέλο (για το κόστος κεφαλαίου) και το μοντέλο "επιταχυντή +" που περιλαμβάνει μεταβλητές αβεβαιότητας, μόχλευσης και ταμειακών ροών. Η προτιμώμενη εμπειρική προσέγγιση είναι η εκτίμηση ενός συνόλου ανά χώρα λόγω της ανομοιογένειας των επιπτώσεων των διαφόρων καθοριστικών παραγόντων στις επενδύσεις. Ενώ οι παλινδρομήσεις των ομάδων θα βοηθούσαν στην εκμετάλλευση της διακύμανσης μεταξύ των χωρών στα δεδομένα, η παραδοχή της ομοιογένειας σε ορισμένους συντελεστές θα ήταν υπερβολικά περιοριστική, δεδομένων των σημαντικών διαφορών μεταξύ των χωρών. Κατά συνέπεια, οι χρονοσειρές που γίνονται για τη ζώνη του ευρώ και πιο συγκεκριμένα για τη Γερμανία, τη Γαλλία, την Ιταλία, την Ισπανία, την Πορτογαλία, την Ιρλανδία και την Ελλάδα, χρησιμοποιούν τριμηνιαία στοιχεία. Ανάλογα με τη διαθεσιμότητα των δεδομένων, η περίοδος παλινδρόμησης κυμαίνεται από τη δεκαετία του 1990 μέχρι το

2012 ή το 2013, καλύπτοντας τα μοντέλα επενδύσεων μετά την κρίση. Ένας συνδιασμός παραγόντων σε ολόκληρη τη ζώνη του ευρώ οδήγησε στις αδύναμες επενδύσεις. Εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι η δυναμική των εξαγωγών μπορεί να εξηγήσει τις γενικές τάσεις στις επενδύσεις, συμπεριλαμβανομένου ενός μέρους της κατάρρευσης μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση. Ειδικότερα, η παραγωγή μπορεί να εξηγήσει σχεδόν όλες τις κινήσεις των επενδύσεων στην Ισπανία. Σε άλλες χώρες, ωστόσο, οι ιδιωτικές επενδύσεις εκτός κατοικίας ήταν χαμηλότερες από αυτές που προέκυπταν από την εξέλιξη της παραγωγής από την έναρξη της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους. Εκτός από τη δυναμική των εξόδων, οι οικονομικοί. Ωστόσο, οι επενδύσεις εξακολουθούν να παραμένουν κάτω από το πρότυπο της υποτιθέμενης αξίας τους για τις περισσότερες χώρες. Η υψηλή αβεβαιότητα και η μόχλευση του εταιρικού τομέα αποτελούν πρόσθετα εμπόδια στις επενδύσεις, ιδίως για ορισμένες από τις χώρες που έχουν υπογραμμιστεί. Αυτοί οι παράγοντες εξηγούν ένα μεγάλο μέρος της μείωσης των επενδύσεων που δεν εξηγείται από τις μεταβολές της παραγωγής και το πραγματικό κόστος του κεφαλαίου.

Με βάση αυτά τα αποτελέσματα, οι επενδύσεις αναμένεται να αυξηθούν καθώς η ανάκαμψη ενισχύεται και η αβεβαιότητα μειώνεται. Η ανάκαμψη στη ζώνη του ευρώ βασίζεται τελικά σε συμπληρωματικές δράσεις πολιτικής τόσο σε εθνικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο ζώνης ευρώ. Η υποστήριξη της ζήτησης, η δημοσίευση οικονομικών καταστάσεων, η ολοκλήρωση της τραπεζικής ένωσης και οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις είναι απαραίτητες για την περαιτέρω ενίσχυση της οικονομίας της ζώνης του ευρώ και τη μείωση της αβεβαιότητας (Πολιτικές του Ευρωζώνου: έκθεση για το προσωπικό του 2014, ΔΝΤ, 2014β). Το εταιρικό χρέος προς μετοχικό κεφάλαιο παραμένει υψηλό σε ορισμένες χώρες που υπογραμμίζονται και η διαδικασία απομόχλευσης βρίσκεται ακόμα σε πρώιμο στάδιο. Ταυτόχρονα, η πρόσβαση των επιχειρήσεων στις κεφαλαιακές ανάγκες πρέπει να βελτιωθεί στις χώρες που υποπεύονται για να υποστηρίξουν τις επενδύσεις. Η διαρκής ανάκαμψη των επενδύσεων θα απαιτήσει την αντιμετώπιση τόσο της υπέρβασης του εταιρικού χρέους όσο και του οικονομικού κατακερματισμού. Με βάση τα στοιχεία από συγκεντρωτικά στοιχεία, οι μελλοντικές εργασίες θα επικεντρωθούν σε επενδύσεις σε επίπεδο επιχείρησης, ιδίως για τις ΜΜΕ. Η ανάλυση σε επίπεδο επιχείρησης θα συμπληρώσει τις μακροοικονομικές υποχωρήσεις και θα διαφοροποιήσει τα καλύτερα επενδυτικά πρότυπα μεγάλων και μικρών εταιρειών. Θα καταγράψει επίσης καλύτερα τον αντίκτυπο άλλων μεταβλητών για συγκεκριμένες επιχειρήσεις, όπως οι ταμειακές ροές, η μόχλευση και η Q του Tobin.

Παρά τις πολύ ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης παγκοσμίως, οι επενδύσεις είναι αδύναμες μετά τη Μεγάλη ύφεση. Τα αποδεικτικά στοιχεία δείχνουν ότι, ιστορικά, η αβεβαιότητα σχετικά με τη μελλοντική κατάσταση της οικονομίας και τα αναμενόμενα οφέλη διαδραματίζουν βασικό ρόλο στην προώθηση των επενδύσεων και οι συνθήκες

χρηματοδότησης λιγότερο. Ως αποτέλεσμα αυτού, οι επενδύσεις μετά τη Μεγάλη Ύφεση φαίνεται να ήταν σε γενικές γραμμές σύμφωνες με αυτό που θα μπορούσε να αναμένεται με βάση τις προηγούμενες σχέσεις. Η ισχυρότερη ανάκαμψη των επενδύσεων φαίνεται να εξαρτάται από τη μείωση της οικονομικής αβεβαιότητας και των προσδοκιών της ισχυρότερης μελλοντικής ανάπτυξης. Οι επιχειρηματικές επενδύσεις δεν είναι μόνο ένας βασικός καθοριστικός παράγοντας της μακροπρόθεσμης ανάπτυξης, αλλά και ένα εξαιρετικά κυκλικό στοιχείο της συνολικής ζήτησης. Ως εκ τούτου, αποτελεί σημαντική συνεισφορά στις διακυμάνσεις του επιχειρηματικού κύκλου. Αυτό έχει αποδειχθεί κατά την τελευταία δεκαετία. Η κατάρρευση των επενδύσεων το 2008 αντιπροσώπευε ένα μεγάλο μέρος της συρρίκνωσης της συνολικής ζήτησης που οδήγησε πολλές προηγμένες οικονομίες να βιώσουν τη χειρότερη ύφεση τους εδώ και δεκαετίες. Σε όλες τις προηγμένες οικονομίες, οι ιδιωτικές επενδύσεις εκτός κατοικίας μειώθηκαν κατά 10-25%. Από την ύφεση, οι πραγματικές επενδύσεις έχουν ανακάμψει σε ορισμένες οικονομίες. Ωστόσο, σε άλλες χώρες η ανάπτυξή της έχει υστερήσει σε σχέση με το πραγματικό ΑΕΠ.

Σε ορισμένες χώρες συμπεριλαμβανομένης της Γαλλίας, της Γερμανίας, της Ιταλίας και της Ιαπωνίας οι πραγματικές επενδύσεις δεν έχουν ακόμη ανακάμψει στην προ-ύφεση επίπεδο. Το χαμηλό επίπεδο επενδύσεων δημιούργησε ανησυχίες ότι η μέση ανάπτυξη των προηγμένων οικονομιών μπορεί να είναι πολύ ασθενέστερη στο μέλλον. Αυτό που αρχικά φαίνεται αινιγματικό είναι ότι οι επιχειρηματικές επενδύσεις παρέμειναν χαμηλές παρά τις ασυνήθιστα εύκολες συνθήκες χρηματοδότησης παγκοσμίως. Οι εξαιρετικά επεκτατικές νομισματικές πολιτικές έχουν οδηγήσει τους δανειολήπτες να αντιμετωπίζουν ιδιαίτερα χαμηλά επιτόκια στις κεφαλαιαγορές, με περιθώρια εταιρικών ομολόγων κοντά σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα σε όλες τις μεγάλες χρηματοπιστωτικές αγορές. Και ο δανεισμός της κεφαλαιαγοράς δεν ήταν μόνο φθηνός για τους δανειολήπτες αλλά και πιο ριψοκίνδυνος, όπως και ευρέως προσβάσιμος. Οι τιμές των μετοχών στις προηγμένες οικονομίες έχει επίσης αυξηθεί όπως επίσης και η συναλλακτική δραστηριότητα σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων και έντονης ανάληψης κινδύνου. Ωστόσο, όπως δείχνει αυτό το ιδιαίτερο χαρακτηριστικό, η φθηνή και εύκολα προσβάσιμη χρηματοδότηση έχει δώσει μόνο ένα μικρό και άμεσο κίνητρο για επενδύσεις στην ανάκαμψη. Αντίθετα, σε ορισμένες οικονομίες, η βελτίωση των αναμενόμενων μελλοντικών οικονομικών συνθηκών αύξησε τις επενδύσεις. Αυτά τα αποτελέσματα φαίνονται σύμφωνα με την ιστορική σχέση που έχουν αυτοί οι παράγοντες με τις επενδύσεις. Συνολικά, τα στοιχεία δείχνουν ότι η ανάκαμψη της επένδυσης ήταν όπως θα ήταν η αναμενόμενη δεδομένης της κατάστασης των οικονομικών και χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Εμείς εξετάζουμε στο πρώτο τμήμα μερικές από τις εξηγήσεις που προτείνονται για τις αδύναμες επενδύσεις. Το δεύτερο τμήμα εκτιμά ένα μοντέλο αύξησης των επενδύσεων για τις οικονομίες της G7 κατά τη διάρκεια των τελευταίων δυόμισι δεκαετιών για να διερευνήσει ποιοι παράγοντες οδήγησαν ιστορικά στις επενδύσεις και ποιος ήταν ο ρόλος τους για να περιορίσουν τις επενδύσεις πιο πρόσφατα. Τι

θα μπορούσε να εξηγήσει τις χαμηλές επιχειρηματικές επενδύσεις; Δύο κύριες εξηγήσεις έχουν προταθεί για την αδυναμία των επιχειρηματικών επενδύσεων παρά τα χαμηλά επιτόκια και την ευρέως προσπελάσιμη χρηματοδότηση της κεφαλαιαγοράς. Το πρώτο αφορά την προφανή αναντιστοιχία μεταξύ ευνοϊκών οικονομικών συνθηκών και επενδυτικών ευκαιριών. Ειδικότερα, οι επιχειρήσεις που διαθέτουν τις καλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες δεν θα έχουν επαρκείς εσωτερικούς πόρους ή εύκολες εξηγήσεις. Μια δεύτερη πιο ρεαλιστική εξήγηση είναι ότι ακόμη και αν οι επιχειρήσεις έχουν κεφάλαια για επενδύσεις, είναι πολύ αβέβαιοι για τις μελλοντικές οικονομικές συνθήκες και κατά συνέπεια, εάν η πιθανή απόδοση της επένδυσης θα δικαιολογήσει το κόστος της. Σε μια ισχυρότερη μορφή, αυτή η δεύτερη εξήγηση θα σήμαινε ότι οι εύκολες συνθήκες δεν είναι ο βασικός καθοριστικός παράγοντας της επένδυσης. Αυτή η ενότητα εξετάζει με τη σειρά της αυτές τις δύο υποθέσεις. Η αδυναμία χρηματοδότησης των επενδύσεων συνεπάγεται ότι οι επιχειρήσεις διαθέτουν ανεπαρκείς εσωτερικούς πόρους και περιορίζονται στο δανεισμό εξωτερικών κεφαλαίων. Οι επιχειρήσεις συχνά χρησιμοποιούν εσωτερική χρηματοδότηση για τη χρηματοδότηση επενδύσεων, επειδή μπορούν να είναι φθηνότερες από τα εξωτερικά κεφάλαια. Αυτό έχει καταδειχθεί από μια εκτεταμένη ερευνητική βιβλιογραφία ξεκινώντας από τους Fazzari (1988). Η συνολική αύξηση των κερδών και η συσσώρευση των ταμειακών υπολοίπων ήταν ισχυρή μόνο στις Ηνωμένες Πολιτείες, αλλά δεν ήταν και ιδιαίτερα αδύναμη σε άλλες χώρες. Η επέκταση αυτής της εξήγησης προϋποθέτει ότι τα ταμειακά διαθέσιμα δεν είναι διαθέσιμα για επένδυση προς ορισμένους μόνο τομείς, όπως η τεχνολογία και η εξόρυξη, αλλά αντανακλούν ένα νέο υψηλότερο επιθυμητό βαθμό αυτοσφάλισης ρευστότητας. Η εξωτερική χρηματοδότηση είναι άμεσα διαθέσιμη και φθηνή για τις επιχειρήσεις με άμεση πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, αλλά είναι σχετικά πιο δαπανηρή και προφανώς δυσκολότερη για τις επιχειρήσεις που εξαρτώνται από τη χρηματοδότηση των τραπεζών. Τα χαμηλά επιτόκια και ο υψηλός κίνδυνος έχουν μειώσει το κόστος και έχουν αυξήσει τη διαθεσιμότητα της χρηματοδότησης της κεφαλαιαγοράς. Ωστόσο, η ιδιαίτερα ευνοϊκή νομισματική πολιτική και η ανάληψη κινδύνων στις κεφαλαιαγορές έχουν μεταφραστεί σε μικρότερο βαθμό στο κόστος και τη διαθεσιμότητα τραπεζικών πιστώσεων. Στις περισσότερες οικονομίες, ενώ εξακολουθεί να είναι πολύ χαμηλό, το κόστος των τραπεζικών πιστώσεων μειώθηκε λιγότερο από το κόστος χρηματοδότησης της κεφαλαιαγοράς. Επιπλέον, σε ορισμένες οικονομίες, κυρίως στη ζώνη του ευρώ, η πρόσβαση σε τραπεζικές πιστώσεις είναι πιο περιοριστική από αυτή που ήταν πριν τη χρηματοπιστωτική κρίση, καθώς τα πρότυπα δανεισμού παρέμειναν σφιχτά. Ως αποτέλεσμα, οι μικρότερες επιχειρήσεις, οι οποίες βασίζονται σε τραπεζική χρηματοδότηση και δεν έχουν άμεση πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά, αντιμετωπίζουν κάπως αυστηρότερους όρους χρηματοδότησης από ό,τι οι μεγάλες επιχειρήσεις. Μια δεύτερη και φαινομενικά πιο πιθανή εξήγηση της βραδείας αύξησης του σχηματισμού κεφαλαίου είναι η έλλειψη κερδοφόρων επενδυτικών ευκαιριών. Πιο συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις δεν μπορούν να περιμένουν ότι οι αποδόσεις από την επέκταση του μετοχικού κεφαλαίου τους θα υπερβούν

τον κίνδυνο κίνδυνο κεφαλαίου ή τις αποδόσεις που θα αντλήσουν από πιο ρευστά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Αυτό μπορεί να οφείλεται στο γεγονός ότι οι επιχειρήσεις είναι ιδιαίτερα αβέβαιες σχετικά με τη μελλοντική ζήτηση και έτσι δεν είναι διατεθειμένες να δεσμευτούν για μη αναστρέψιμες υλικές επενδύσεις. Τα αποδεικτικά στοιχεία σε επίπεδο επιχείρησης έχουν δείξει ότι η αύξηση της αβεβαιότητας καθιστά τις επιχειρήσεις λιγότερο πρόθυμες να πραγματοποιήσουν επενδύσεις. Ακόμη και αν είναι σχετικά σίγουροι για τις μελλοντικές συνθήκες ζήτησης, οι επιχειρήσεις ενδέχεται να διστάζουν να επενδύσουν εάν πιστεύουν ότι οι αποδόσεις των πρόσθετων κεφαλαίων θα είναι χαμηλές. Δεδομένης της έντονης αύξησης της έκδοσης χρεών και μετοχών, είναι δύσκολο να διαπιστωθεί ότι η έλλειψη χρηματοδότησης έχει περιορίσει σημαντικά τις συνολικές επενδύσεις. Πράγματι, όπως σημειώνουν οι van Rixtel και Villegas (2015), πολλές εταιρείες, ειδικά στις Ηνωμένες Πολιτείες, μπορούν να εκδίδουν χρέη υπό τέτοιους ευνοϊκούς όρους ότι έχουν χρησιμοποιήσει νέο χρέος για τη χρηματοδότηση αγορών μετοχών. Επιπλέον, ενώ η αύξηση των επιχειρηματικών πιστώσεων είναι χαμηλή σε παγκόσμιο επίπεδο, δεν είναι σαφές ότι αυτό οφείλεται σε περιορισμένη προσφορά πιστώσεων και όχι σε εξασθενημένη ζήτηση. Η έλλειψη ζήτησης για πιστώσεις είναι σίγουρα ένα μεγάλο μέρος της ασθενούς πιστωτικής επέκτασης, επομένως αυτό είναι μάλλον συνέπεια και όχι οδηγός αδύναμων επενδύσεων. Άλλες πτυχές της εξήγησης ελλείψεων χρηματοδότησης έχουν επίσης ελλείψεις. Ενώ οι μικρές επιχειρήσεις είναι συνήθως οι περισσότεροι οικονομικά περιορισμένοι, η συμβολή τους στις συνολικές επενδύσεις είναι γενικά σχετικά μικρή. Επιπλέον, εάν μόνο οι μικρές επιχειρήσεις είχαν καλές επενδυτικές ευκαιρίες, αλλά μόνο οι μεγάλες επιχειρήσεις είχαν πρόσβαση στη χρηματοδότηση, τότε θα μπορούσε να αναμένεται κάποια μορφή χρηματοδότησης. Αυτό θα μπορούσε να συμβεί μέσω μεγάλων επιχειρήσεων με πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά παρέχοντας χρηματοδότηση σε μικρότερες επιχειρήσεις, για παράδειγμα μέσω εμπορικών πιστώσεων ή μέσω μεγάλων επιχειρήσεων που αγοράζουν μικρές επιχειρήσεις για να έχουν πρόσβαση στις επενδυτικές ευκαιρίες τους. Ωστόσο, μια τέτοια κατάρρευση χρηματοδότησης δεν φαίνεται να συμβαίνει σε μεγάλη κλίμακα. Τα προκαταρκτικά στοιχεία δείχνουν ότι η αντιληπτή αβεβαιότητα σχετικά με την αποδοτικότητα των επενδυτικών ευκαιριών είναι μια πιο πιθανή εξήγηση για τις αδύναμες επενδύσεις. Δεν υπάρχουν άμεσα μέτρα αναμενόμενης απόδοσης των κεφαλαιουχικών επενδύσεων, παρόλο που οι προηγούμενες αποδόσεις μπορούν να αποτελέσουν έναν οδηγό. Στην περίοδο μετά την ύφεση, στις πιο προχωρημένες οικονομίες εκτιμάται ότι οι εκ των υστέρων αποδόσεις των υφιστάμενων περιουσιακών στοιχείων ήταν πράγματι υψηλότερες από τους ιστορικούς μέσους όρους σε σχέση με τους χρηματοοικονομικούς τίτλους. Όμως, ενώ η οικονομική ανάπτυξη έχει ανακάμψει σε ορισμένες χώρες, ενώ παραμένει αναιμική σε άλλες και οι προοπτικές ανάπτυξης παραμένουν ασαφείς. Πράγματι, οι επιχειρήσεις θα είναι πιο αβέβαιες από ό, τι συνήθως όσον αφορά τη δύναμη της ζήτησης και των επιστροφών των επενδύσεων και επομένως βλέπουν τους κινδύνους που είναι υψηλοί. Και πάλι, δεν υπάρχουν άμεσα

μέτρα για την αβεβαιότητα των επιχειρήσεων σχετικά με τις μελλοντικές οικονομικές συνθήκες, αν και μερικοί πληρεξούσιοι υποδεικνύουν ότι υπήρξε σημαντική. Οι δείκτες που βασίζονται σε ειδησεογραφικά δελτία οικονομικής αβεβαιότητας παρέμειναν υψηλοί από την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η μέτρηση της αβεβαιότητας ήταν υψηλότερη κατά την περίοδο 2008-12 από ό, τι πριν από την κρίση. Συνολικά, τα περιστατικά στοιχεία δείχνουν ότι η έλλειψη χρηματοδότησης δεν φαίνεται να αρκούσε για να εξηγήσει τις αδύναμες επενδύσεις. Φαίνεται πιο πιθανό ότι η αβεβαιότητα σχετικά με την απόδοση νέων κεφαλαίων θα μπορούσε να διαδραματίσει κάποιο ρόλο στην καταστολή των επιχειρηματικών επενδύσεων. Ωστόσο, αυτές οι εξηγήσεις, είτε μεμονωμένα είτε από κοινού, δεν μπορούν πιθανώς να εξηγήσουν την πλήρη έκταση της φαινομενικής αδυναμίας των επιχειρηματικών επενδύσεων. Υπό το πρίσμα αυτό, το επόμενο τμήμα εξετάζει περαιτέρω αυτές τις εξηγήσεις χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο επένδυσης.

2.3 ΜΟΝΤΕΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Σύμφωνα λοιπόν με το άρθρο ('Why is investment weak' των Ryan Banerjee, Jonathan Kearns και Marco Lombardi), για να παράσχει μια αυστηρότερη αξιολόγηση των ρόλων που μπορεί να είχαν οι ελλείψεις χρηματοδότησης και η υψηλή αβεβαιότητα στην καταστολή των επενδύσεων, αυτό το τμήμα εκτιμά ένα απλό μοντέλο επενδύσεων για τις οικονομίες του G7: Καναδά, Γαλλία, Γερμανία, Ιταλία, Ιαπωνία, Ηνωμένο Βασίλειο και Ηνωμένες Πολιτείες. Τα τελευταία χρόνια οι επενδύσεις σε αυτές τις οικονομίες κυμαίνονταν από πολύ αδύναμα έως επίπεδα που δείχνουν σχεδόν πλήρη ανάκαμψη. Η εκτίμηση καλύπτει την περίοδο 2000 έως 2015. Το χρησιμοποιούμενο πλαίσιο είναι ευέλικτο, λαμβάνοντας υπόψη τις αλλαγές στις πραγματικές επιχειρηματικές επενδύσεις, προκειμένου να αποφευχθούν ενδεχομένως ακατάλληλοι περιορισμοί λόγω των πολύ μεγάλων αλλαγών στις επενδύσεις κατά την τελευταία δεκαετία και της ανισότητας. Ειδικότερα, η εκτίμηση λαμβάνει τη μορφή:

$$y_{i,t+h} - y_{i,t+h-1} = \alpha_i^h + \theta^h A(L) \Delta y_{i,t-1} + y^h X_{i,t} + \varepsilon_{i,t+h} \quad \text{για } h=0,1,2, \dots, 5$$

Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι οι μεταβολές στην επένδυση (οι οποίες κατά προσέγγιση Ποσοστιαίες μεταβολές) , $y_{i,t+h} - y_{i,t+h-1}$ στη χώρα i που υπολογίζεται στους ορίζοντες h .

Η επιλογή των εξηγηματικών μεταβλητών υποκινείται από σειρές που εννοιολογικά θα έπρεπε να έχουν ρόλο στον προσδιορισμό των επενδύσεων και εμπειρικά έχουν βρεθεί στο παρελθόν ότι διαθέτουν προγνωστική δύναμη για επενδύσεις. Συγκεκριμένα, επιλέγονται μεταβλητές που μπορούν να δώσουν κάποια εικόνα για τους ρόλους των συνθηκών χρηματοδότησης και την αβεβαιότητα όσον αφορά την προώθηση των επιχειρηματικών επενδύσεων. Ορισμένες από τις συμπεριλαμβανόμενες μεταβλητές είναι χρηματοοικονομικού χαρακτήρα. Για παράδειγμα, το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων κρατικών ομολόγων, το περιθώριο μεταξύ του επιτοκίου των εταιρικών ομολόγων υψηλού και χαμηλού βαθμού, την αστάθεια της αγοράς μετοχών και την αύξηση των πιστώσεων από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Δυστυχώς, οι τραπεζικές συνθήκες δανεισμού και το μέσο επιτόκιο δανεισμού τραπεζικών επιχειρήσεων δεν είναι διαθέσιμα για το πλήρες δείγμα και έτσι δεν μπορούν να συμπεριληφθούν. Επίσης, συμπεριλαμβάνονται τα πραγματικά κέρδη στον τομέα των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, τα οποία μετρούνται με ακαθάριστα έξοδα τόκων για τον καλύτερο προσδιορισμό του επιτοκίου. Η τελική μεταβλητή που περιλαμβάνεται είναι η τυπική απόκλιση των προβλέψεων του ΑΕΠ για την κατανόηση της οικονομικής αβεβαιότητας (δεν υπάρχει διαθέσιμη η μέτρηση της αβεβαιότητας για το πλήρες δείγμα χωρών). Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι οι μεμονωμένες μεταβλητές που περιλαμβάνονται στο μοντέλο μπορούν να έχουν εναλλακτικές ερμηνείες. Κάθε μεταβλητή μεμονωμένα μπορεί να μην παρέχει αποδείξεις υπέρ ή κατά των δύο εξηγήσεων για αδύναμη επένδυση. Αντίθετα, πρέπει να ερμηνεύονται συλλογικά. Πράγματι, το μοντέλο καταγράφει απλώς συσχετισμούς, αντί για αιτιακές ή δομικές σχέσεις, και έτσι οι μεταβλητές εκτιμήσεις πρέπει να ερμηνεύονται υπό το φως αυτό. Πολλές μεταβλητές θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν τη διαθεσιμότητα και το κόστος των κεφαλαίων για επενδύσεις. Επειδή τα κέρδη είναι ακαθάριστα, η επίδραση των ταμειακών ροών των χαμηλότερων επιτοκίων και η αύξηση των κερδών σε μετρητά δεν θα πρέπει να αντικατοπτρίζεται σε αυτή τη μεταβλητή, και συνεπώς πρέπει να συλληφθούν από τις μεταβλητές των επιτοκίων στην παλινδρόμηση. Το κόστος και η διαθεσιμότητα των εξωτερικών κεφαλαίων αντιπροσωπεύουν το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο, το spread, το εταιρικό spread, το πλεόνασμα των αποδόσεων σε μετοχές και την αύξηση της πιστωτικής επέκτασης. Όπως δείχνουν οι van Rixtel και Villegas (2015), η αύξηση των τιμών των μετοχών συμβαίνει παράλληλα με την αύξηση της έκδοσης μετοχών. Η πιστωτική επέκταση είναι ένα ατελές μέτρο της διαθεσιμότητας και του κόστους των τραπεζικών πιστώσεων, δεδομένου ότι αντανακλά επίσης τη ζήτηση για πίστωση (η οποία, με τη σειρά της, θα μπορούσε να εξαρτηθεί από επενδυτικές προθέσεις),

αλλά χρησιμοποιείται η περίοδος του δείγματος που είναι η καλύτερη διαθέσιμη μεσολάβησης. Η αναμενόμενη κερδοφορία των επενδυτικών ευκαιριών θα σχετίζεται επίσης με μια σειρά μεταβλητών. Το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο και τα κέρδη είναι πιθανό να συνεργαστούν με τον ευρύτερο οικονομικό κύκλο. Στο βαθμό που η συνολική ζήτηση είναι συνεχής ή τουλάχιστον αντιληπτή από τις επιχειρήσεις, αυτές οι μεταβλητές θα μπορούσαν να υποκαταστήσουν την αναμενόμενη μελλοντική ζήτηση και έτσι να επιστρέψουν οι επενδύσεις. Οι υπερβολικές αποδόσεις μετοχών θα πρέπει επίσης να λαμβάνουν υπόψη τις αλλαγές στην αναμενόμενη μελλοντική κερδοφορία. Τέλος, η διασπορά των προβλέψεων για την αύξηση του ΑΕΠ και τη μεταβλητότητα της αγοράς μετοχών θα πρέπει να αντιπροσωπεύει την αβεβαιότητα που αντιμετωπίζουν οι εταιρείες σχετικά με τις μελλοντικές συνθήκες ζήτησης.

2.3.1 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΜΟΝΤΕΛΟΥ

Σύμφωνα λοιπόν με το μοντέλο του άρθρου ('Why is investment weak' των Ryan Banerjee, Jonathan Kearns και Marco Lombardi), υπάρχουν κάποιες ελλείψεις ενδείξεις ότι το κόστος και η διαθεσιμότητα της χρηματοδότησης ενθαρρύνει τις επενδύσεις. Ο όρος «spread» είναι αρνητικός στους περισσότερους ορίζοντες, γεγονός που δείχνει ότι τα χαμηλότερα μακροπρόθεσμα επιτόκια σε σχέση με το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο προάγουν τις επενδύσεις και είναι στατιστικά σημαντικό σε δύο ορίζοντες. Επιπλέον, η πλεονάζουσα απόδοση μετοχών είναι θετική και σημαντική, αποδεικνύοντας ότι οι ισχυρές αποδόσεις μετοχών συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με μεγαλύτερες μελλοντικές επενδύσεις. Αυτή η σχέση μπορεί να υποδηλώνει ότι οι αυξημένες επενδύσεις ακολουθούνται λόγω της φθηνότερης χρηματοδότησης με μετοχές, της γενικής μείωσης των ασφαλιστρών κινδύνου και συνεπώς της διαθεσιμότητας άλλων τύπων χρηματοδότησης ή της αύξησης της αξίας της επιχείρησης που μειώνει τους χρηματοδοτικούς περιορισμούς. Αντίθετα, οι συντελεστές σημείωσης σχετικά με το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο και την πιστωτική επέκταση δεν είναι συνεπείς.

Παράγοντες κλειδιά για τις non-residential επενδύσεις

Estimates of the drivers of corporate investment at different leads¹

Table 1

	Investment _t	Investment _{t+1}	Investment _{t+2}	Investment _{t+3}	Investment _{t+4}	Investment _{t+5}
Investment _{t-1}	-0.3237	-0.0577	0.0664	0.1090	-0.1378***	-0.0419
Investment _{t-2}	-0.1561	0.0254	0.1479**	-0.0733	-0.0744	-0.0426
Economic uncertainty _t	-0.0793***	-0.0545***	-0.0016	-0.0035	-0.0074	-0.0010
Profits _t	0.0590**	0.0292	0.0279*	-0.0016	0.0207	0.0014
Excess equity returns _t	0.0002	0.0007***	0.0008***	0.0008***	0.0008***	0.0005***
Short-term rate _t	0.0071	0.0060	0.0024	0.0057	0.0062	-0.0110*
Term spread _t	-0.0100*	0.0005	-0.0034	0.0006	0.0051	-0.0085*
Market volatility _t	0.0005	-0.0004	0.0007	0.0003	0.0003	0.0001
Credit growth _t	0.0553	-0.1200	-0.0118	-0.2125**	0.0369	-0.2401**
Fixed effects	Country	Country	Country	Country	Country	Country
R ²	0.17	0.08	0.07	0.07	0.05	0.04
N	645	640	634	627	620	613

¹ OLS point estimates based on an unbalanced panel; countries included are the United States, Canada, Japan, United Kingdom and Germany (Q1 1990–Q3 2014) and Italy (Q1 1999–Q2 2014). **/** indicates statistical significance at the 10/5/1% level, based on White robust standard errors. See Annex 1 for variable definitions and panel of countries and time periods.

Source: BIS calculations and estimates.

Η διακύμανση των εταιρειών και η μεταβλητότητα της αγοράς δεν είναι σημαντικές σε κανένα χρονικό ορίζοντα. Ωστόσο, όταν η μεταβλητή υπερβάλλουσας απόδοσης του μετοχικού κεφαλαίου παραλείπεται από το μοντέλο, το εταιρικό περιθώριο είναι γενικά αρνητικό, αλλά είναι σημαντικό μόνο σε ένα χρονικό ορίζοντα, γεγονός που υποδηλώνει ότι η μεταβλητή υπερβάλλουσας απόδοσης μπορεί να καταγράφει σε κάποιο βαθμό ευρύτερους όρους χρηματοδότησης. Υπάρχουν γενικά ισχυρότερες ενδείξεις ότι η κερδοφορία είναι η κινητήρια δύναμη της επένδυσης. Η πρόβλεψη διασποράς του ΑΕΠ είναι αρνητική και σημαντική στους δύο πρώτους ορίζοντες, γεγονός που δείχνει ότι η μείωση της οικονομικής αβεβαιότητας οδηγεί σε ταχεία αύξηση των επενδύσεων. Η μεταβλητή των κερδών δεν είναι στατιστικά σημαντική, αλλά ο συντελεστής επί των πλεονασματικών αποδόσεων είναι θετικός και σημαντικός σε πέντε ορίζοντες. Μαζί αυτά τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι τα μελλοντικά, παρά τα τρέχοντα, κέρδη ωθούν τις επενδύσεις. Αυτή η ερμηνεία της μεταβλητής των μεταβλητών αποδόσεων σε μετοχές υποστηρίζεται από το συμπέρασμα ότι όταν εξαιρείται από την υποχώρηση, ο συντελεστής στα κέρδη είναι θετικός σε όλους τους

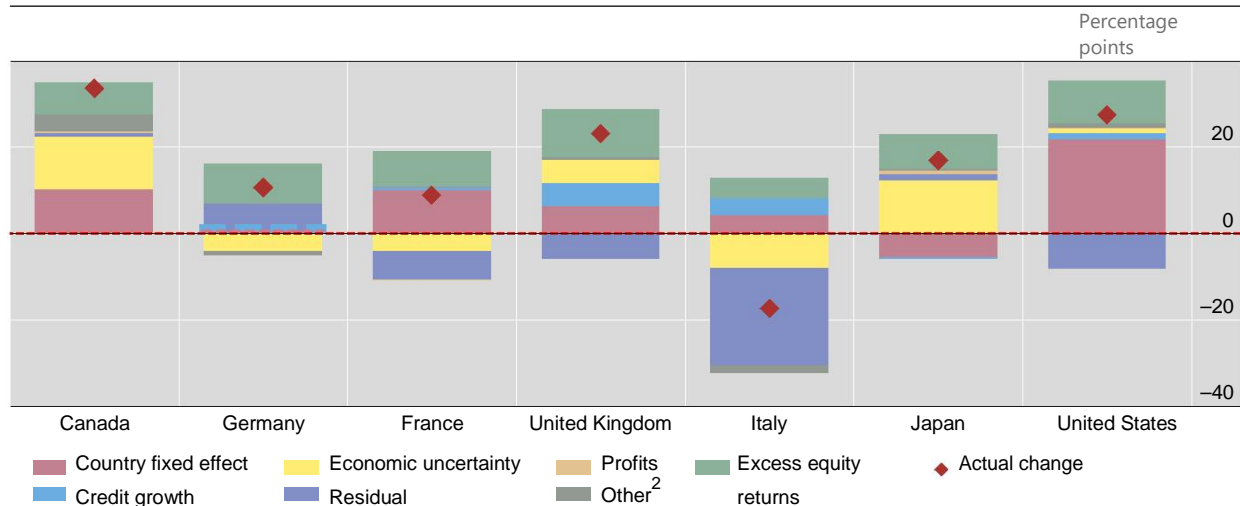
ορίζοντες και σημαντικός στους ορίζοντες των δύο και τεσσάρων τριμήνων. Μια πιο κερδοσκοπική ερμηνεία του θετικού συντελεστή επί των πλεονασμάτων ιδίων κεφαλαίων θα μπορούσε επίσης να είναι ότι η μείωση του ασφαλιστικού κινδύνου που απαιτούν οι επενδυτές για την κατοχή επικίνδυνων περιουσιακών στοιχείων συσχετίζεται με μεγαλύτερη ένταση για τους διαχειριστές εταιρειών να αναλαμβάνουν επιχειρηματικά σχέδια με υψηλό κίνδυνο. Το μοντέλο μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να εξετάσει εάν οι επενδύσεις μετά την κρίση ήταν αδύναμες και, εάν ναι, γιατί. Εξετάζει κατά πόσον η αύξηση των επενδύσεων ήταν σύμφωνη με αυτό που θα αναμενόταν λαμβάνοντας υπόψη τα αποτελέσματα των επεξηγηματικών μεταβλητών και την προηγούμενη σχέση τους με τις επενδύσεις. Με την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης για κάθε μεταβλητή, εκτός από την οικονομική αβεβαιότητα, η δοκιμή ότι οι συντελεστές έχουν αλλάξει απορρίπτεται.

Contributions to non-residential investment growth

Between Q4 2009 and Q3 2014¹

Gra

ph 5



¹ Based on the regression of investment in period $t+1$ on variables dated t and earlier from Table 1. ² Contribution from short-term interest rate, term spread, market volatility and lagged investment terms.

Source: BIS estimates from national data.

Τα αποτελέσματα των δοκιμών υποδηλώνουν ότι η οικονομική αβεβαιότητα είχε μεγαλύτερη επίδραση από το 2007. Αυτές οι συμβολικές συνεισφορές στην αύξηση των επενδύσεων εξηγούν γιατί οι επενδύσεις ήταν ισχυρότερες σε ορισμένες χώρες από άλλες. Χρησιμοποιώντας τις αντισταθμιστικές επενδυτικές διαδρομές, δείχνεται η συμβολή που κάθε μεταβλητή έχει κάνει στην αύξηση των επενδύσεων όταν έχει αποκλίνει από την ιστορική μέση αξία της. Σε όλες τις οικονομίες, οι ισχυρές πλεονασματικές αποδόσεις από το 2009 έχουν ενισχύσει τις επενδύσεις κατά μέσο όρο. Η μεγαλύτερη διαφορά στην αύξηση των επενδύσεων στις χώρες που μπορεί να εξηγήσει το μοντέλο προέρχεται από την οικονομική αβεβαιότητα. Στον Καναδά, την Ιαπωνία, το Ηνωμένο Βασίλειο και σε μικρότερο βαθμό από τις Ηνωμένες Πολιτείες, η μείωση της οικονομικής αβεβαιότητας μετά την κρίση αύξησε τις επενδύσεις κατά σχεδόν 8 ποσοστιαίες μονάδες κατά μέσο όρο. Και στις οικονομίες της ευρωζώνης, η υψηλότερη οικονομική αβεβαιότητα κατέστρεψε την αύξηση των επενδύσεων κατά περίπου 5 εκατοστιαίες μονάδες. Ωστόσο, για την Ιταλία, ο μεγάλος αρνητικός υπολειπόμενος όρος δείχνει ότι ένα σημαντικό μερίδιο της αδυναμίας των επενδύσεων δεν μπορεί να εξηγηθεί από το μοντέλο.

2.3.2 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Σύμφωνα λοιπόν με το άρθρο ('Why is investment weak' των Ryan Banerjee, Jonathan Kearns και Marco Lombardi) και τα αποτελέσματα του που αναλύθηκαν παραπάνω. Παρά τις εύκολες οικονομικές συνθήκες σε παγκόσμιο επίπεδο, οι επιχειρηματικές επενδύσεις τα τελευταία χρόνια ήταν μάλλον αδύναμες στις προηγμένες οικονομίες. Έχουν προταθεί δύο βασικές υποθέσεις για την αντιμετώπιση των ασθενών επενδύσεων: μία που το κόστος και η διαθεσιμότητα χρηματοδότησης παραμένουν περιορισμένα και ένα άλλο ότι η αναμενόμενη απόδοση δεν αρκεί για να δικαιολογήσει τον κίνδυνο μη αναστρέψιμης φυσικής επένδυσης. Τα αποδεικτικά στοιχεία φαίνεται να επιβεβαιώνουν ότι η φθηνή και άμεσα διαθέσιμη χρηματοδότηση έχει παράσχει μόνο ένα μικρό άμεσο κίνητρο για επενδύσεις. Ωστόσο, αυτό δεν είναι παράλληλο με τις ιστορικές σχέσεις του. Οι προσδοκίες για μελλοντικές οικονομικές συνθήκες φαίνεται να είναι πιο σημαντικές για την προώθηση των επενδυτικών αποφάσεων. Στις περισσότερες οικονομίες, η μείωση της αβεβαιότητας σχετικά με τις μελλοντικές οικονομικές συνθήκες αύξησε τις επενδύσεις, αλλά στην Ευρώπη η αβεβαιότητα αυξήθηκε φαινομενικά, περιορίζοντας τις επενδύσεις. Συνολικά, τα στοιχεία που βασίζονται σε μοντέλα υποδηλώνουν ότι στις περισσότερες οικονομίες της G7 η ανάκαμψη των επενδύσεων ήταν σύμφωνη με τα αναμενόμενα δεδομένης της εξέλιξης των διαφόρων καθοριστικών παραγόντων των επενδύσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

3.1 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΕΤΡΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Η παρούσα έρευνα στηρίζεται στην συλλογή ποσοτικών δεδομένων για τη διαχρονική εκτίμηση των άμεσων ξένων επενδύσεων και το πώς επηρεάζονται από μια σειρά μεταβλητών. Οι μεταβλητές αυτές επιλέχτηκαν με βάση διεθνείς μελέτες και έρευνες. Η μελέτη περιλαμβάνει στοιχεία, τα οποία συλλέχτηκαν από διεθνείς οργανισμούς (World Bank, Eurostat, OECD) κατά την περίοδο από 01/01/2000 έως και 31/12/2016. Οι χώρες για τις οποίες συλλέχτηκαν τα στοιχεία είναι η Ιταλία, η Ισπανία, η Γερμανία, η Σουηδία και η Μ. Βρετανία, έχοντας ως στόχο τη σύγκριση των στοιχείων για τις χώρες του βορρά και του νότου. Τα στοιχεία, τα οποία επιλέχτηκαν για την παρούσα ανάλυση, είναι το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, τα δεκαετή επιτόκια δημοσίου, ο δείκτης πληθωρισμού, ο δείκτης τιμών των παγίων, ο δείκτης εξέλιξης των απολαβών των εργαζομένων, ο δείκτης εξέλιξης τιμών πετρελαίου, ο δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών (ή επιχειρηματιών), η εξέλιξη του υπολοίπου των δανείων των τραπεζών κάθε χώρας, ο πραγματικός φορολογικός συντελεστής επί των κερδών των επιχειρήσεων και ο δείκτης ωρών απασχόλησης στη βιομηχανία (σαν δείκτης της ενεργούς ζήτησης στην οικονομία). Λόγω της έλλειψης στοιχείων για κάποιες από τις μεταβλητές που αναφέρθηκαν, δεν χρησιμοποιήθηκαν στην ανάλυση που θα ακολουθήσει, όπως θα αναφερθεί παρακάτω.

Στην παρούσα έρευνα η μέθοδος που θα εξεταστεί βασίζεται σε μεθόδους Panel Data. Η μέθοδος Panel Data περιλαμβάνει διαστρωματικά στοιχεία (cross section data) από χρονολογικές σειρές (time series data). Η παρούσα μελέτη αποτελεί ένα δυναμικό φαινόμενο, το οποίο μεταβάλλεται με βάση το χρόνο με αποτέλεσμα η χρήση της προαναφερθείσας μεθόδου να καθίσταται απαραίτητη, καθώς τα διαστρωματικά στοιχεία από μόνα τους δεν μπορούν να εκφράσουν τη σχέση αυτή, ενώ οι εκτιμήσεις των χρονολογικών σειρών παρουσιάζουν προβλήματα πολυσυγγραμμικότητας και δεν είναι απόλυτα ακριβείς. Η χρήση των Panel Data επιλέχτηκε έχοντας ως γνώμονα την παραγωγή εκτιμήσεων αυξημένης ακρίβειας, καθώς το πλήθος των παρατηρήσεων που χρησιμοποιούνται είναι υπερδιπλάσιο σε σχέση με εκείνο που χρησιμοποιείται τόσο κατά την εκτίμηση με διαστρωματικά στοιχεία, όσο και κατά την εκτίμηση με χρονολογικές σειρές. Επιπλέον, παρέχουν τη δυνατότητα έλεγχου των σταθερών χαρακτηριστικών που μεταβάλλονται μεταξύ των στοιχείων, αλλά παράλληλα μένουν διαχρονικά σταθερά. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να λαμβάνεται υπόψη μεγαλύτερος βαθμός ετερογένειας. Ο Baltagi (1995) στην έρευνα του παραθέτει τα περισσότερα από τα παραπάνω πλεονεκτήματα των πάνελ δεδομένων, σε σχέση με τα διαστρωματικά στοιχεία ή τις χρονολογικές σειρές.

Συνοψίζοντας, η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί οδηγεί σε μείωση της πολυσυγγραμμικότητας, αύξηση της ακρίβειας των εκτιμήσεων και αύξηση της μεταβλητότητας (διακύμανσης) των τιμών των μεταβλητών.

Η εκτίμηση της συνάρτησης παλινδρόμησης εξαρτάται από τις υποθέσεις που πραγματοποιούνται και αφορούν τη σταθερά του μοντέλου, τις κλίσεις της ευθείας και τέλος, τον όρο σφάλματος (Judhe et al, 1985; Hsiao, 1986). Η εμπειρική ανάλυση της παρούσας μελέτης θα πραγματοποιηθεί με τη χρήση της Μεθόδου Ελαχίστων Τετραγώνων γνωστή ως Ordinary Least Squares - OLS παλινδρόμησης, η οποία βασίζεται σε διαστρωματικά δεδομένα και υποθέτει ότι οι ατομικές επιδράσεις είναι κοινές για όλα τα στοιχεία.

$$Y_{it} = a + bX_{it} + u_{it}$$

Όπου, u_{it} είναι ο διαταρακτικός ορός

$i = 1, 2, \dots, N$ είναι η διάσταση των διαστρωματικών στοιχείων

$t = 1, 2, \dots, T$ είναι η διάσταση των χρονολογικών σειρών

a είναι η σταθερά του υποδείγματος

b είναι οι συντελεστές παλινδρόμησης

X_{it} είναι η i παρατήρηση από τις K επεξηγηματικές μεταβλητές.

Η εξαρτημένη μεταβλητή είναι οι άμεσες ξένες επενδύσεις y_i στη χώρα i που υπολογίζεται για κάθε χρονική στιγμή t , δηλαδή κάθε έτος. Αυτή η μεταβλητή υποχωρεί στις δικές της καθυστερήσεις και σε μια σειρά από επεξηγηματικές μεταβλητές X_{it} .

Η επιλογή των επεξηγηματικών μεταβλητών υποκινείται από σειρές οι οποίες έχουν ρόλο στον προσδιορισμό των επενδύσεων και εμπειρικά έχουν βρεθεί στο παρελθόν ότι διαθέτουν προγνωστική δύναμη για επενδύσεις. Η πλειοψηφία των μεταβλητών, που επιλέχθηκαν, είναι χρηματοοικονομικού χαρακτήρα. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι οι μεμονωμένες μεταβλητές που περιλαμβάνονται στο υπόδειγμα μπορούν να έχουν εναλλακτικές ερμηνείες. Κάθε μεταβλητή, η οποία εξετάζεται μεμονωμένα, μπορεί να παρέχει διαφορετικά αποτελέσματα. Επομένως, οι εκτιμήσεις ερμηνεύονται συλλογικά.

Υπό την υπόθεση της αυστηρής εξωγένειας, η οποία εξηγείται από $\text{Cov}\{X_{it}, u_{it}\} = 0$, όπως επίσης και υπό την υπόθεση, ότι η συνδιακύμανση των ερμηνευτικών μεταβλητών και της σταθεράς να είναι μηδέν $\text{Cov}\{X_{it}, a\} = 0$, συνεπάγεται ότι οι OLS εκτιμητές του μοντέλου είναι συνεπείς, γραμμικοί και αμερόληπτοι (BLUE).

Η παρούσα ανάλυση περιλαμβάνει παλινδρομήσεις του συνολικού μοντέλου, εκτιμήσεις της κάθε χώρας, αλλά και ανάλυση για τις χώρες του βορρά και του νότου της Ευρώπης. Το τελευταίο στάδιο της οικονομετρικής μελέτης, περιλαμβάνει τη χρήση ενός fixed effect υποδείγματος το Μοντέλο Σταθερών Επιδράσεων ή αλλιώς ως Μοντέλο Παλινδρόμησης Ελαχίστων Τετραγώνων με Ψευδομεταβλητες, το οποίο λαμβάνει υπόψη διάφορους παράγοντες κάθε μεταβλητής.

$$Y_{it} = b_0 + b_1 X_{it} + U_{it}$$

Όπου, U_{it} είναι ο διαταρακτικός ορός ($U_{it} = \mu_i + v_{it}$)

μ_i είναι το χρονικά αμετάβλητο fixed effect του κάθε στοιχείου i

v_{it} είναι μια διαδικασία iid $\sim (0, \sigma_v^2)$

$i = 1, 2, \dots, N$ είναι η διάσταση των διαστρωματικών στοιχείων

$t = 1, 2, \dots, T$ είναι η διάσταση των χρονολογικών σειρών

b_0 είναι η σταθερά του υποδείγματος

X_{it} είναι η i παρατήρηση από τις K επεξηγηματικές μεταβλητές.

Η εκτίμηση πολλών παραμέτρων στα υποδείγματα των Fixed Effect πιθανώς να οδηγήσει σε απώλεια μερικών βαθμών ελευθερίας στο υπόδειγμα, το οποίο αποφεύγεται με την υπόθεση ότι το χρονικά αμετάβλητο fixed effect του κάθε στοιχείου, είναι τυχαίο. Το νέο αυτό μοντέλο ονομάζεται Random Effects Model (REM), στο οποίο ισχύουν ότι τα μ_i και ν_{it} είναι ανεξάρτητα και ακολουθούν διαδικασίες $\mu_i \sim \text{iid}(0, \sigma_\mu^2)$ και $\nu_{it} \sim \text{iid}(0, \sigma_\nu^2)$ αντίστοιχα.

3.2 ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Όπως αναλύθηκε παραπάνω, η παρούσα μελέτη περιλαμβάνει τη διαχρονική εκτίμηση των άμεσων ξένων επενδύσεων και το πως επηρεάζονται από μια σειρά μεταβλητών για τις χώρες Ιταλία, Ισπανία, Γερμανία, Σουηδία και Μ. Βρετανία, έχοντας ως στόχο τη σύγκριση των στοιχείων για τις χώρες του βορρά και του νότου, Το μοντέλο το οποίο εκτιμάται είναι το κάτωθι:

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + b_6 X_6 + b_7 X_7 + u_i$$

Όπου, Y είναι οι άμεσες ξένες επενδύσεις

u_i σφάλμα της παλινδρόμησης

X_1 είναι το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν

X_2 είναι τα δεκαετή επιτόκια δημοσίου

X_3 είναι ο δείκτης πληθωρισμού

X₄ είναι ο δείκτης εξέλιξης των απολαβών των εργαζομένων

X₅ είναι ο δείκτης εξέλιξης τιμών πετρελαίου

X₆ είναι ο δείκτης εμπιστοσύνης καταναλωτών

X₇ είναι ο δείκτης ωρών απασχόλησης στη βιομηχανία

Για την καλύτερη μελέτη του ανωτέρω μοντέλου, πραγματοποιήθηκαν παλινδρομήσεις σταδιακά άλλων υποδειγμάτων, όπου σε κάθε νέο θα προστίθεται μια επιπλέον μεταβλητή.

	lfixed	workho~s	wages	oil	lgdp	cci	yrate	cpi	tax
lfixed	1,00								
workhours	-0.0978	1,00							
wages	0.1345	-0.3130	1,00						
oil	0.1397	-0.0992	0.2499	1,00					
lgdp	0.3225	-0.2625	0.1454	0.2761	1,00				
cci	-0.0007	0.0021	0.1414	-0.3221	-0.0264	1,00			
yrate	-0.0420	0.4052	-0.4767	-0.2632	-0.1381	-0.1977	1,00		
cpi	0.2004	0.2553	-0.3001	0.1677	0.0794	-0.4578	0.4151	1,00	
tax	-0.1662	0.6965	-0.5766	-0.3867	-0.3050	-0.0231	0.6664	0.3634	1,00

Πριν την εκτέλεση των ανωτέρω παλινδρομήσεων, εξετάζεται η correlation όλων των μεταβλητών για τις οποίες συλλεχτήκαν στοιχεία, όπου εντοπίζεται η συσχέτιση των μεταβλητών του φορολογικού συντελεστή των κερδών των επιχειρήσεων – με το ο δείκτης ωρών απασχόλησης στη βιομηχανία και τα δεκαετή επιτόκια δημοσίου. Εν συνεχεία, πραγματοποιήθηκαν εκτιμήσεις των παλινδρομήσεων για τις διάφορες μεταβλητές, έτσι ώστε να επιδεχθεί το ανώτερο ως το καταλληλότερο μοντέλο για την παρούσα μελέτη.

Για το ανωτέρω μοντέλο πραγματοποιήθηκαν παλινδρομήσεις για το σύνολο των δεδομένων, για κάθε χώρα ξεχωριστά αλλά και για τις χώρες «Βορρά» και «Νότου».

Lfixed		General				Ger		
Constant	- 1,0794	-0.73	0.465	-4.00424	8,4018	2.36	0.043	.3440883
workhours	0,0005	3.60	0.001	.0002422	0,0010	0.63	0.545	-.0025225
Wages	0,0000	2.94	0.004	3.12e-06	0,0000	1.70	0.124	-.0000155
Oil	- 0,0033	-4.14	0.000	-.0048887	0,0032	2.34	0.044	.0001047
Lgdp	0,6739	26.44	0.000	.6231395	0,0102	0.06	0.956	-.3985826
Cci	0,0101	0.69	0.491	-.0188381	0,0028	-0.20	0.842	-.0339951
Yrate	- 0,6796	-0.42	0.674	-3.881544	0,1574	0.04	0.968	-8.523916
Cpi	7,2759	3.99	0.000	3.642604	1,9721	-2.60	0.029	-14.91934
Rsquared	0,9119				0,9628			
Adj R2	0,9039				0,9339			

Lfixed		It				Esp		
Constant	- 8,5984	-1.84	0.100	-19.19317	8,4612	-0.52	0.613	-45.00915
workhours	0,0003	0.14	0.888	-.0039709	0,0006	0.09	0.932	-.0137398
Wages	0,0000	-0.47	0.652	-.0001305	0,0001	-1.77	0.110	-.0002795
Oil	- 0,0022	-1.42	0.191	-.0058163	0,0087	-1.85	0.098	-.0193914
Lgdp	1,0779	4.02	0.003	.471244	1,6249	4.55	0.001	.8165189
Cci	0,0356	1.14	0.284	-.0350874	0,0239	-0.46	0.657	-.1415065
yrate		1.08	0.309	-3.109608		2.18	0.058	-.506493

	2,8347				1,2838			
Cpi	3,8960	0.92	0.384	-5.727059	-	-0.51	0.625	-18.81041
Rsquared	0,8766				0,8015			
Adj R2	0,7807				0,6471			

Lfixed		Swe				Uk		
Constant	5,2518	2.55	0.031	.5962303	2,7796	0.50	0.627	-9.723691
workhours	0,0016	2.12	0.064	-.0001129	0,0018	1.04	0.324	-.0020838
Wages	0,0000	5.86	0.000	.000021	0,0000	-1.63	0.138	-.0000408
Oil	0,0001	-0.15	0.882	-.0018923	0,0025	-1.55	0.156	-.0062421
Lgdp	0,0617	0.53	0.611	-.2033233	0,5529	2.67	0.025	.0852197
Cci	0,0004	0.05	0.961	-.0181278	0,0197	-1.23	0.251	-.0559343
Yrate	0,5870	-0.24	0.814	-6.059508	4,5844	-2.79	0.021	-8.304594
Cpi	0,0730	0.05	0.959	-3.041585	3,9267	-1.12	0.292	-11.86296
Rsquared	0,9842				0,8445			
Adj R2	0,9719				0,7235			

Lfixed		north				south		
Constant	1,6721	-1.38	0.173	-4.107813	5,7942	1.57	0.128	-1.77739
workhours	0,0009	2.91	0.006	.0002713	- 0,0049	-3.58	0.001	-.007786
Wages	0,0000	0.91	0.370	-7.79e-06	- 0,0001	-3.37	0.002	-.0002368
Oil	-	-4.10	0.000	-.0044116	- 0,0053	-2.24	0.034	-.0100992

	0,0030							
Lgdp	0,7196	29.19	0.000	.6698887	1,2252	5.86	0.000	.7951012
Cci	0,0066	0.58	0.568	-.0163927	- 0,0127	-0.39	0.697	-.078762
Yrate	3,1041	-1.75	0.087	-6.682821	8,3173	2.34	0.027	.9983224
Cpi	0,3059	0.15	0.880	-3.771245	- 1,0037	-0.22	0.829	-10.4411
Rsquared	0,9830				0,6960			
Adj R2	0,9802				0,6141			

Στους παραπάνω πίνακες, διαφαίνονται η τιμή έλεγχου F-test για την από κοινού στατιστική σημαντικότητα των επιμέρους μεταβλητών, η οποία πρόεκυψε από το άθροισμα των τετραγώνων του μοντέλου και των καταλοίπων, καθώς και από τους βαθμούς ελευθερίας του υποδείγματος. Στις οχτώ παλινδρόμησης, η p – value των μοντέλων είναι μικρότερη του 0,05, γεγονός που υποδεικνύει την αξιοπιστία των ανεξάρτητων μεταβλητών του υποδείγματος να προβλέψουν την εξαρτημένη μεταβλητή, καθιστώντας το παράλληλα ακριβές και αξιόπιστο. Ένας ακόμα σημαντικός παράγοντας για την εξέταση του μοντέλου, αποτελεί ο συντελεστής προσδιορισμού, R – squared, ο οποίος δείχνει το ποσοστό μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής που εξηγείται από τις επιμέρους ανεξάρτητες μεταβλητές. Ο πιο σημαντικός ίσως έλεγχος των παλινδρομήσεων του μοντέλου, αποτελεί ο έλεγχος t – test, μέσω του οποίου ελέγχεται εάν οι ανεξάρτητες μεταβλητές της παλινδρόμησης είναι όσες με την τιμή μηδέν και η όποια αποτελεί την Μηδενική Υπόθεση. Προκειμένου να απορριφτεί η μηδενική υπόθεση και να θεωρηθεί η ανεξάρτητη μεταβλητή ως στατιστικά σημαντική, θα πρέπει η τιμή έλεγχου της μεταβλητής να είναι σε απόλυτες τιμές μεγαλύτερη του 1,96, συνεπώς $|t\text{-statistic}| > 1.96$ για επίπεδο εμπιστοσύνης της τάξεως του 5%.

Συμφώνα με τις εκτιμηθείς παλινδρομήσεις που παρουσιάζονται παραπάνω, προκύπτει

τα ποσοστά επεξηγηματικότητας παλινδρομήσεων, είναι αρκετά υψηλό καθώς σε όλα τα μοντέλα ξεπερνά τα ποσοστά του 68 %. Αναλυτικότερα, Ειδικότερα για τις χώρες του Βορρά, οι ανεξάρτητες μεταβλητές εξηγούν κατά τουλάχιστον 90 % έως και 98 % (Σουηδία) την εξαρτημένη μεταβλητή, ιδιαίτερος μεγάλα ποσοστά ειδικά αν ληφθέν υπόψη ότι στα panel data μοντέλα, είναι δύσκολο να επιτευχθεί υψηλό ποσοστό επεξηγηματικότητας, λόγω των πολλών στοιχείων που χρησιμοποιούνται και επηρεάζουν τις μεταβλητές. Στις χώρες του Νότου, τα ποσοστά μειώνονται στα επίπεδα του 80 – 87 %, ενώ συνολικά για τις χώρες

του νότου, οι άμεσες ξένες επενδύσεις ερμηνεύονται κατά 69,6 % από τις επτά μεταβλητές που αναλύονται στο υπόδειγμα.

Στο συνολικό μοντέλο για όλες τις χώρες, σύμφωνα με τα αποτελέσματα των παλινδρομήσεων, παρατηρείται ότι οι πέντε μεταβλητές και πιο συγκεκριμένα οι δείκτες πληθωρισμού, εξέλιξης των απολαβών των εργαζομένων, εξέλιξης των τιμών του πετρελαίου, ωρών απασχόλησης στη βιομηχανία και το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, είναι στατιστικά σημαντικές μεταβλητές στην εξήγηση των επενδύσεων. Πιο αναλυτικά, 1 % αύξηση του ΑΕΠ οδηγεί σε αύξηση κατά 0,67 % των αμέσων επενδύσεων, ενώ θετική επίδραση έχουν δείκτης εξέλιξης των απολαβών των εργαζομένων και ο δείκτης ωρών απασχόλησης στη βιομηχανία που οδηγούν σε αρκετά μικρή αύξηση των επενδύσεων.

Στην επιμέρους ανάλυση της κάθε χώρας ξεχωριστά, αξίζει να σημειωθεί η στατιστική σημαντικότητα της μεταβλητής του ΑΕΠ στην Ιταλία, Ισπανία και Μ. Βρετανία, στις οποίες η αύξηση κατά 1 % της μεταβλητής, οδηγεί σε αύξηση κατά 1,07 %, 1,62 % και 0,55 % αντίστοιχα. Το θετικό πρόσημο της μεταβλητής σημαίνει ότι η βελτίωση των οικονομικών στοιχείων μιας χώρας και η αύξηση του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος, αυξάνει τη δυνατότητα προσέλκυσης αμέσων ξένων επενδύσεων στις χώρες αυτές και αποτελεί ίσως την πιο σημαντική μεταβλητή του μοντέλου. Επιπλέον, τα δεκαετή επιτόκια δημοσίου είναι στατιστικά σημαντική μεταβλητή μόνο στη Μ. Βρετανία και έχει αρνητική σχέση με τις άμεσες ξένες επενδύσεις, καθώς με μια αύξηση κατά 1 % των επιτοκίων, θα προκύψει σημαντική μείωση κατά 4,58 % των επενδύσεων. Τέλος, στη Γερμανία ο δείκτης πληθωρισμού είναι στατιστικά σημαντική μεταβλητή σε επίπεδο εμπιστοσύνης 5 %, όπου μια αύξηση κατά 1 % του συγκεκριμένου δείκτη, θα οδηγήσει σε μείωση των αμέσων ξένων επενδύσεων κατά 1,97 %.

Το τελευταίο στάδιο στην παρούσα ανάλυση είναι ο έλεγχος του μοντέλου με τη χρήση Fixed Effects (FE) όσο και με Random Effects (RE), των οποίων τα αποτελέσματα παρουσιάζονται παρακάτω για το συνολικό υπόδειγμα και για τις χώρες του Νότου και του Βορρά συνολικά.

Lfixed	General RE				General FE			
Constant	-	1,1444	-0.40	0.691	-	1,0794	-0.73	0.462
workhours		0,0005	3.60	0.000		0,0005	3.60	0.000
Wages		0,0000	2.94	0.003		0,0000	2.94	0.003
Oil	-	0,0033	-4.14	0.000	-	0,0033	-4.14	0.000
Lgdp		0,6739	26.44	0.000		0,6739	26.44	0.000
Cci		0,0101	0.69	0.488		0,0101	0.69	0.488
Yrate	-	0,6796	-0.42	0.673	-	0,6796	-0.42	0.673
Cpi		7,2759	3.99	0.000		7,2759	3.99	0.000
Rsquared	overall = 0.9119				overall = 0.9003			

Lfixed	North FE				North RE			
Constant		1,0203	4.90	0.000	-	1,6721	-1.38	0.166
workhours	-	0,0010	-1.75	0.088		0,0009	2.91	0.004
Wages		0,0000	4.42	0.000		0,0000	0.91	0.365
Oil		0,0009	1.01	0.318	-	0,0030	-4.10	0.000
Lgdp		0,0348	0.30	0.763		0,7196	29.19	0.000
Cci		0,0059	0.70	0.485		0,0066	0.58	0.565
Yrate	-	1,6758	-1.26	0.215	-	3,1041	-1.75	0.030
Cpi	-	1,3742	-0.91	0.366		0,3059	0.15	0.880
Rsquared	overall = 0.3877				overall = 0.9830			

Lfixed	South FE				South RE			
Constant		0,9384	0.17	0.866		5,7942	1.57	0.116
workhours	-	0,0038	-2.29	0.031	-	0,0049	-3.58	0.000
Wages	-	0,0001	-3.01	0.006	-	0,0001	-3.37	0.001
Oil	-	0,0058	-2.45	0.022	-	0,0053	-2.24	0.025
Lgdp		1,3544	5.77	0.000		1,2252	5.86	0.000
Cci	-	0,0043	-0.13	0.896	-	0,0127	-0.39	0.694
Yrate		8,4512	2.39	0.025		2,3173	2.34	0.019
Cpi	-	0,4768	-0.10	0.918	-	1,0037	-0.22	0.827
Rsquared	overall = 0.6466				overall = 0.6960			

Για να αποφασιστεί ποιο από τα μοντέλα Σταθερών ή Τυχαίων επιδράσεων είναι το καταλληλότερο, πραγματοποιήθηκε ο έλεγχος Hausman, όπου η μηδενική υπόθεση θεωρεί ότι το προτιμητέο μοντέλο είναι αυτό των τυχαίων επιδράσεων, ενώ η εναλλακτική υπόθεση υποστηρίζει εκείνο των σταθερών επιδράσεων. Η p – value που βρέθηκε για τον έλεγχο Hausman ισούται με 0,0752 και είναι μεγαλύτερο από το 0,05 (επίπεδο σημαντικότητας 95 %) και προκύπτει το συμπέρασμα ότι το μοντέλο των Τυχαίων Επιδράσεων (RE) είναι περισσότερο αντιπροσωπευτικό για την τρέχουσα έρευνα. Το παραπάνω γεγονός επιβεβαιώνεται και από τα ποσοστά επεξηγηματικότητας (R – squared) των ανωτέρω παλινδρομήσεων, όπου παρατηρούνται ποσοστά μεγαλύτερα του 69,6 % για τα RE μοντέλα, σε σχέση με τα FE μοντέλα στα όποια το ποσοστό πέφτει στα επίπεδα του 38,7 %.

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα για τις χώρες του Βορρά και του Νότου, προκύπτουν οι κάτωθι παρατηρήσεις. Καταρχάς, οι άμεσες ξένες επενδύσεις ερμηνεύονται κατά 69,6 % από τις επτά μεταβλητές που αναλύονται στο υπόδειγμα για τις χώρες του Νότου, ενώ το ποσοστό αυτό εκτινάσσεται στο 98,3 % για τις χώρες του Βορρά. Στα συνολικά μοντέλα RE και FE για όλες τις χώρες, οι επενδύσεις εξηγούνται κατά 91,1 % και 90 % από τις επιμέρους ανεξάρτητες μεταβλητές.

Οι παλινδρομήσεις των Τυχαίων Επιδράσεων και Σταθερών Επιδράσεων, τόσο για το σύνολο των χωρών όσο και χρησιμοποιώντας την ψευδομεταβλητές για τη διάκριση Βορρά - Νότου, έδειξαν ότι στο μοντέλο οι ανεξάρτητες μεταβλητές που χρησιμοποιήθηκαν είναι στατιστικά σημαντικές με τον έλεγχο του F-test.

Συμφώνα με τους παραπάνω πίνακες, στο 95 % διάστημα εμπιστοσύνης, οι μεταβλητές δείκτη ωρών απασχόλησης στη βιομηχανία, δείκτη εξέλιξης τιμών πετρελαίου, τα δεκαετή επιτόκια δημοσίου και το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν, είναι στατιστικά σημαντικές και για τις χώρες του βορρά αλλά και για του νότου, επηρεάζοντας της άμεσες ξένες επενδύσεις. Τα πρόσθετα των επιδράσεων του ΑΕΠ και του δείκτη εξέλιξης τιμών πετρελαίου, είναι θετικά και ίδια για τις χώρες του βορρά και νότου, των οποίων οι αυξήσεις κατά 1 % ελκύουν τις ξένες επενδύσεις σε ποσοστά 0,71 % και 1,22 % λόγω της αύξησης του ΑΕΠ για Βορρά και Νότο αντίστοιχα, ενώ οι αύξηση της τιμής του πετρελαίου οδηγεί μικρή μείωση των επενδύσεων. Ουσιαστική διαφορά μεταξύ των δυο περιοχών προκύπτει από τη μεταβλητή των δεκαετή επιτοκίων δημοσίου και από το δείκτη ωρών απασχόλησης. Αναλυτικά, μια αύξηση στα δεκαετή επιτόκια δημοσίου οδηγεί σε μείωση κατά 3,1 % των αμέσων ξένων επενδύσεων για τις βόρειες χώρες και αντίθετα, σε αύξηση κατά 2,31 % της εξαρτημένης μεταβλητής για τις νότιες χώρες. Οι αντίθετες επιπτώσεις παρατηρούνται για το δείκτη ωρών

απασχόλησης, όπου η αύξηση του δείκτη για τις χώρες του βορρά οδηγεί σε αύξηση των επενδύσεων και μείωση αυτών για τις χώρες του νότου.

Στα μοντέλα Τυχαίων Επιδράσεων, πραγματοποιήθηκαν οι απαραίτητοι έλεγχοι για τον εντοπισμό πολυσυγραμμικότητας, ετεροσκεδαστικότητας και αυτοσυσχέτισης. Στο μοντέλο θα πρέπει να εντοπίζεται ομοσκεδαστικότητα, δηλαδή η διακύμανση του ορού σφάλματος να είναι σταθερή, $\text{Var}(u_i) = \sigma^2$. Ο παραπάνω έλεγχος επιβεβαιώνεται και τα μοντέλα εμφανίζουν ομοσκεδαστικότητα, εφόσον το αποτέλεσμα των ελέγχων $\text{Prob} > \chi^2 = 0.000 < 0.05$. Όσον αφορά την ύπαρξη πολυσυγραμμικότητας, ελέγχτηκε παραπάνω όταν και απορρίφτηκε η μεταβλητή του συντελεστή φορών των κερδών των επιχειρήσεων.

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

BIBΛΙΑ

- 1) Richard Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, 2011 / 10th Edition, Principles of Corporate Finance (McGraw - Hill)
- 2) Damodaran Aswath, 2012 / 3rd Edition, Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset (Wiley Finance)

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

- www.iobe.gr
- www.investopedia.com
- www.naftemporiki.gr
- www.capital.gr
- ec.europa.eu/eurostat

ΑΡΘΡΑ

- Anderton, R., Aranki, T., Dieppe, A., Elding, C., Haroutunian, S., Jacquinot, P., Jarvis, V., Labhard, V., Rusinova, D. and Szörfi, B., “Potential output from a euro area perspective”, *Occasional Paper Series*, No 156, ECB, Frankfurt am Main, November 2014.
- Rodriguez Palenzuela, D. and Dees, S., “Savings and investment behaviour in the euro area”, *Occasional Paper Series*, No 167, ECB, Frankfurt am Main, January 2016
- European Commission, *Quarterly report on the euro area*, Volume 13, Issue 1, April 2014
- Altavilla, C., Giannone, D. and Lenza, M., “The financial and macroeconomic effects of OMT announcements”, *Working Paper Series*, No 1707, ECB, Frankfurt am Main, August 2014
- BIS Quarterly Review, March 2015 άρθρο ('Why is investment weak' των Ryan Banerjee, Jonathan Kearns και Marco Lombardi)
- IMF Working Paper European Department Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak? WP/25/32 (*Bergljot Barkbu, S. Pelin Berkmen, Pavel Lukyantsau, Sergejs Saksonovs, and Hanni Schoelermann*)
- Philippon, T., “The Bond Market's q”, *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, Vol. 124(3), 2009, pp. 1011-1056.

