

**Τίτλος Εργασίας:**

**Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία και Τιμές Εμπορευμάτων:**

**Η περίπτωση της Νορβηγίας**



**Όνοματεπώνυμο φοιτητή:**

**ΦΙΛΑΝΔΡΟΣ ΗΛΙΑΣ**

**Σχολή:**

**ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ - ΑΤΕΙ ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ**

**Τμήμα:**

**ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

**ΚΑΛΑΜΑΤΑ, ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ, 2016**

## **Ευχαριστίες**

Ο συγγραφέας της παρούσας εργασίας θα ήθελε να ευχαριστήσει για την πολύτιμη καθοδήγησή του κατά τη διάρκεια της συγγραφής τον επιβλέπων καθηγητή κ. Μπαμπαλό Βασίλειο. Επίσης, ιδιαίτερες ευχαριστίες στην οικογένεια του που του συμπαραστάθηκε στην επίπονη και μακρά διαδικασία της έρευνας και συγγραφής της παρούσας έκθεσης. Τέλος, θα ήθελε να σημειώσει την πολύτιμη συμβολή των συμφοιτητών και συμφοιτητριών του που μέσα στο αμφιθέατρο της σχολής προέβησαν σε διαφωτιστικές ανταλλαγές απόψεων σχετικά με την θεματική της εργασίας αυτής.

## **Περίληψη**

Η παρούσα μελέτη έχει ως κεντρικό της θέμα τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία, δηλαδή τους επενδυτικούς οργανισμούς που έχουν συσταθεί από κράτη και αποτελούν μία από τις δυναμικότερες συνιστώσες του σύγχρονου διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος. Οι επιδράσεις τους στο διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα είναι ιδιαίτερα σημαντικές, ιδιαίτερα σε περιόδους οικονομικής ύφεσης. Παράλληλα, οι αγορές εμπορευμάτων αποτελούν την πιο εξελιγμένη μορφή χρηματιστηριακής οργάνωσης και θεωρούνται απόλυτα απαραίτητες για την ομαλή λειτουργία όχι μόνο των ανεπτυγμένων χωρών, αλλά και των μικρότερων, εξαρτημένων από αυτές, οικονομιών. Η θεματική της παρούσας εργασίας αφορά το οικονομικό δίπολο που προαναφέρθηκε, εξετάζοντας τις μεταξύ τους σχέσεις και περιγράφοντας ως μελέτη περίπτωσης τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία της Νορβηγίας, τα οποία θεωρούνται τα πλέον σημαντικά στο διεθνές χρηματιστήριο λόγω των εσόδων από τις πωλήσεις πετρελαίου και φυσικού αερίου της χώρας.

## **Abstract**

The present study has as its main thematic the State Sovereign Funds, those investment funds that have been introduced by States and are some of the most powerful components of the modern global financial system. Their effects in the global financial system are crucial, especially in times of economic recession. At the same time, the commodity markets are the most advanced form of stock organization and are considered to be crucial for the normal function not only of developed states

but also of smaller, more dependent on them. This essay is concerned with the aforementioned dual pole, studying their inter-relation and introducing as a case study the country of Norway, whose State Sovereign Funds are considered to be of the most important in the global stock market, due to the increased incomes of oil and natural gas available in the country.

**Λέξεις - κλειδιά:** Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία, Αγορές και Τιμές Εμπορευμάτων, Χρηματιστήριο, Θεσμικοί Επενδυτές, Νορβηγία

## **Περιεχόμενα**

**Ευχαριστίες**.....

**Περίληψη - Abstract**.....

**Εισαγωγή**.....

**Κεφάλαιο 1 - Το χρηματοπιστωτικό σύστημα**.....

1.1 Χαρακτηριστικά του χρηματοπιστωτικού συστήματος.....

1.2 Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην οικονομία.....

1.2.1 Η οικονομική κρίση του 2008 ως απόρροια αστάθειας του χρηματοπιστωτικού τομέα.....

## **Κεφάλαιο 2**

2.1 Οι Θεσμικοί Επενδυτές.....

2.1.1 Οι θεσμικοί επενδυτές ως ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί.....

2.1.2 Κύκλος ζωής των θεσμικών επενδυτών.....

2.1.3 Οι θεσμικοί επενδυτές στην Ελλάδα.....

2.2 Η συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών στις παγκόσμιες αγορές χρήματος και κεφαλαίου.....

2.3 Ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών στην οικονομία και τις επιχειρήσεις.....

### **Κεφάλαιο 3**

3.1 Τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία.....

3.1.1 Ορισμοί.....

3.1.2 Ιστορική επισκόπηση των ΚΕΤ.....

3.1.3. Ο αντίκτυπος της οικονομικής κρίσης στη βιωσιμότητα των ΚΕΤ...

3.1.4 Η παρουσία των ΚΕΤ εν μέσω κρίσης στην Ελλάδα.....

3.2 Το Κρατικό Επενδυτικό Ταμείο της Νορβηγίας.....

3.2.1 Το Νορβηγικό κρατικό συνταξιοδοτικό ταμείο.....

3.3 Λοιπά παραδείγματα Κρατικών Συνταξιοδοτικών Ταμείων.....

### **Κεφάλαιο 4 - Οι αγορές εμπορευμάτων.....**

4.1 Ιστορική Αναδρομή.....

4.2 Χαρακτηριστικά Επενδύσεων.....

4.2.1 Ο “χρυσός κανόνας”.....

4.3 Η Ενεργοποίηση της Αγοράς.....

4.3.1 Δραστηριότητα με ρίσκο.....

4.3.2 Ανταλλαγές.....

4.3.3 Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης και Αντιστάθμισης.....

4.3.4 Η Κατώτατη γραμμή.....

## **Κεφάλαιο 5 - Αλληλεπίδραση των Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων και των Αγορών Εμπορευμάτων.....**

5.1 Κρατικά επενδυτικά ταμεία και νέες τάσεις στις παγκόσμιες αγορές εμπορευμάτων.....

5.2 Η λογική και η περίπτωση της αλληλεπίδρασης αγοράς εμπορευμάτων και των Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων.....

**Συμπεράσματα-συζήτηση.....**

**Βιβλιογραφία.....**

**Appendix.....**

**Καταμέτρηση Λέξεων:** 14.109 (εξαιρούνται τα περιεχόμενα και η βιβλιογραφία)

## **Εισαγωγή**

Τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία τα οποία έχουν εξελιχθεί τα τελευταία χρόνια σε μία από τις κυριότερες συνιστώσες του σύγχρονου χρηματοοικονομικού συστήματος, αποτελούν εκείνους τους επενδυτικούς οργανισμούς που συστήνονται από κράτη, και όπως τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, αναζητούν επενδύσεις που θα τους αποφέρουν υψηλές αποδόσεις. Οι επιδράσεις τους στο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι ιδιαίτερης βαρύτητας, και σκοπός τους είναι να διακρατούν τα περιουσιακά στοιχεία που ανήκουν σε ένα κράτος με μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Τα βασικά χαρακτηριστικά τους είναι η κυριαρχία και ο κρατικός χαρακτήρας τους, η υψηλή έκθεσή τους σε ξένο συνάλλαγμα, η απουσία παθητικού, δηλαδή υποχρεώσεων, η ανοχή τους στον υψηλό κίνδυνο και ο μακροπρόθεσμος επενδυτικός τους ορίζοντας (Εθνική Σχολή Δημόσιας Διοίκησης, 2008).

Τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ανάλογα με την πηγή συσσώρευσης των κεφαλαίων και ανάλογα με τον σκοπό σύστασής τους. Τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία δεν αποτελούν φαινόμενο των τελευταίων ετών. Ήδη από την δεκαετία του 1950 είχαν συσταθεί σε διάφορες χώρες της Ευρώπης και του κόσμου, και αυτά εξελίχθηκαν σε τρεις διαφορετικές φάσεις ανάπτυξης: το 1950, το 1970 με την εκρηκτική αύξηση των τιμών του πετρελαίου και από το 2000 και έπειτα, με την περαιτέρω διεύρυνση των παγκόσμιων ανισοροπιών στο ισοζύγιο πληρωμών και την εκ νέου αύξηση στις τιμές του πετρελαίου και βασικών εμπορευμάτων (Εθνική Σχολή Δημόσιας Διοίκησης, 2008).

Αντίστοιχα, σήμερα στις ανεπτυγμένες οικονομίες του εξωτερικού, οι αγορές εμπορευμάτων αποτελούν την πιο εξελιγμένη μορφή χρηματιστηριακής οργάνωσης, χάρη στην ποικιλία των δυνατοτήτων που παρέχουν στους συμμετέχοντες σε αυτές. Η εξέλιξη των αγορών του εξωτερικού σε επίπεδα που τις καθιστά απόλυτα απαραίτητες για την ομαλή λειτουργία όχι μόνο των ιδίων και ανεπτυγμένων χωρών αλλά και των μικρότερων εξαρτημένων από αυτές οικονομιών, αποτελεί σήμερα ένα γεγονός που διαρκώς ενισχύει τη σημασία της αποστολής και του αντικειμένου των αγορών εμπορευμάτων. Ως η πιο εξελιγμένη αγορά εμπορευμάτων θεωρούνται τα χρηματιστήρια εμπορευμάτων. Τα τελευταία χρόνια, παρατηρείται μία συνεχιζόμενη πτώση στις τιμές των εμπορευμάτων, ένα γεγονός που οφείλεται σε ένα σύνολο μακροοικονομικών παραγόντων όπως ο αποπληθωρισμός και η παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση η οποία έχει μειώσει τη ζήτηση για διάφορα είδη εμπορευμάτων στις διεθνείς αγορές. Η ανάπτυξη έχει επιβραδυνθεί και οι προβλέψεις για το ΑΕΠ έχουν αναθεωρηθεί προς τα κάτω στις περισσότερες χώρες. Ιδιαίτερης σημασίας είναι η εκάστοτε νομισματική πολιτική, η σημαντικότητα της οποίας είναι ένας καθοριστικός παράγοντας των τιμών των εμπορευμάτων. Υπό το πρίσμα αυτών των συνθηκών, πολλές χώρες, όπως πρόσφατα η Ρωσία και η Τουρκία, δημιουργούν κοινά Επενδυτικά Ταμεία με στόχο να προωθηθεί η ετήσια ανάπτυξη και να καθησυχάζουν τους επενδυτές στις δυσμενείς οικονομικές συνθήκες (Investment Research & Analysis Journal, 2014).

Το Κρατικό Επενδυτικό Ταμείο της Νορβηγίας αποτελεί ένα από τα πλέον επιτυχημένα παραδείγματα δημοσίων εσόδων. Η Νορβηγική οικονομία είναι μία ιδιαίτερα επιτυχημένη μορφή μικτής οικονομίας με το κράτος να ελέγχει κάποιους ζωτικούς τομείς. Η οικονομική ανάπτυξη της χώρας κορυφώθηκε το 2000 με ποσοστό

ανάπτυξης 2.7% σε σχέση με το 0.8% του 1999 και το 1.3% του 2001. Τη χρονιά εκείνη η κυβέρνηση της χώρας προχώρησε σε μερική ιδιωτικοποίηση της κρατικής εταιρείας πετρελαίου, διατηρώντας το 67% των μετοχών της εταιρείας που διαχειρίζεται το Υπουργείο Πετρελαίου και Ενέργειας της χώρας. Η χώρα διαθέτει άφθονους και άλλους φυσικούς πόρους όπως φυσικό αέριο και ορυκτά. Για τους λόγους αυτούς τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία, όπως τα συνταξιοδοτικά, θεωρούνται οι πλέον ισχυροί παίκτες στο παγκόσμιο χρηματιστήριο και για αυτόν τον λόγο επιλέχθηκαν ως η μελέτη περίπτωσης της παρούσας εργασίας (Πιπάτζης, 2013).

Στα κεφάλαια που ακολουθούν ο συγγραφέας επιχειρεί την περιγραφή των παραπάνω τριών θεματικών σε μία προσπάθεια να καταστήσει τον κεντρικό άξονα της εργασίας, δηλαδή τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία, περισσότερο κατανοητά στους αναγνώστες.

## **Κεφάλαιο 1 - Το χρηματοπιστωτικό σύστημα**

Στην οικονομική επιστήμη, ο όρος «χρηματοπιστωτικό σύστημα» χρησιμοποιείται για να περιγράψει ένα οικονομικό σύστημα που έχοντας ως βασικό συστατικό τη διαμεσολάβηση στην ανταλλαγή αγαθών και υπηρεσιών, αποσκοπεί στο να ελαττώσει το κόστος της πράξης των συναλλαγών. Οι διαμεσολαβητές κατέχουν ιδιαίτερης βαρύτητας ρόλο στο σύστημα αυτό, καθώς ως χρέος τους έχουν να φέρνουν εις πέρας τις συμφωνίες που οι συναλλαγές ορίζουν και να διεκπεραιώνουν διάφορες άλλες συναλλαγές, αποβλέποντας στην βελτίωση της κατανομής των πόρων μέσα στο αβέβαιο και διαρκώς εξελισσόμενο περιβάλλον του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι στόχοι ενός χρηματοπιστωτικού συστήματος, εκτός των άλλων, περιλαμβάνουν την κινητοποίηση των αποταμιεύσεων, την διευκόλυνση της ανταλλαγής υπηρεσιών και αγαθών, την αντιμετώπιση, αποφυγή και διάχυση του οικονομικού κινδύνου στις αγορές, την παρακολούθηση της διοίκησης των εταιρειών, τον έλεγχο των επιχειρήσεων και, τέλος, την βέλτιστη κατανομή των διαθέσιμων πόρων (Μπελιάς, 2013).

## **1.1 Χαρακτηριστικά του χρηματοπιστωτικού συστήματος**

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει την ιδιότητα να φέρνει σε επαφή τους αποταμιευτές με τους επενδυτές και περιλαμβάνει δύο ζωτικά χαρακτηριστικά, τις χρηματοπιστωτικές αγορές και τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Το κυριότερο χαρακτηριστικό του χρηματοπιστωτικού συστήματος θεωρείται το τραπεζικό σύστημα, το οποίο, υπό φυσιολογικές συνθήκες, συμβάλλει στην ανάπτυξη της οικονομίας ενός κράτους. Το τραπεζικό σύστημα αποτελείται από την κεντρική τράπεζα και τις εμπορικές τράπεζες. Η πρώτη συντονίζει και ελέγχει τις εγχώριες εμπορικές τράπεζες, οριοθετεί τα επιτόκια τους, αποτελεί τον κεντρικό τραπεζίτη της κυβέρνησης, ελέγχει και μεταβάλλει την προσφορά της εγχώριας ρευστότητας, ενώ οι εμπορικές τράπεζες σκοπεύουν στην ικανοποίηση συναλλαγματικών αναγκών των καταναλωτών, επηρεάζοντας την προσφορά του χρήματος και λειτουργώντας ως μεσολαβητές μεταξύ των αποταμιευτών και των επενδυτών (Μπελιάς, 2013).

Ένα ιδιαίτερα κρίσιμο χαρακτηριστικό αποτελεί το γεγονός ότι το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι ιδιόμορφο. Τα αγαθά, δηλαδή τα χρήματα που παραδίδονται σε έναν ορισμένο χρόνο, ανταλλάσσονται με υποσχέσεις για παράδοση χρημάτων και τόκων σε κάποια μελλοντική στιγμή. Έτσι, οι διαθέσιμες πληροφορίες στους συναλλασσόμενους έχουν ιδιαίτερη σημασία. Επιπλέον, ένα τέτοιο σύστημα έχει σκοπό να επιτελεί συγκεκριμένες λειτουργίες και αυτές είναι η προώθηση της διάχυσης, η αντιμετώπιση και η αποφυγή του επενδυτικού ρίσκου, η βελτιστοποίηση της κατανομής των πόρων, η παρακολούθηση των διοικήσεων των εταιρειών και ο έλεγχος των επιχειρήσεων, η κινητοποίηση των αποταμιεύσεων και η διευκόλυνση της ανταλλαγής αγαθών και υπηρεσιών. Με άλλα λόγια, ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα έχει ως απώτερο σκοπό τη βελτίωση της κατανομής των πόρων στο χώρο και στο χρόνο μέσα σε ένα αβέβαιο και ασταθές οικονομικό περιβάλλον (Λώλος, 2007).

## **1.2 Ο ρόλος του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην οικονομία**

Η φύση της σχέσης μεταξύ χρηματοπιστωτικού συστήματος και οικονομικής ανάπτυξης μίας χώρας είναι εξαιρετικά σύνθετη. Κύρια λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στην οικονομία είναι η μεταφορά κεφαλαίων από



ετερογενείς πηγές αποταμίευσης προς τους επενδυτές. Η ανάπτυξη του χρηματοπιστωτικού συστήματος συμβάλλει στην οικονομική ανάπτυξη μίας χώρας μέσα από την παροχή επαρκούς πληροφόρησης και μείωσης του κόστους των συναλλαγών. Επίσης, το χρηματοπιστωτικό σύστημα συμβάλλει στην βελτίωση της παραγωγικότητας και της αποτελεσματικότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα, ενθαρρύνοντας την αποταμίευση και προσφέροντας πρόσφορο έδαφος για επενδύσεις. Το χρηματοπιστωτικό σύστημα συμβάλλει στη μεγέθυνση της οικονομίας με το να διοχετεύει με εύγλωττο τρόπο μεγαλύτερες ποσότητες κεφαλαίων από τους αποταμιευτές στους επενδυτές, ενώ ταυτόχρονα μειώνει το ρίσκο των επενδυτικών αποφάσεων και τον κίνδυνο ρευστότητας (Μόσχος & Χορταρέας, 2013).

Η σχέση μεταξύ του χρηματοπιστωτικού τομέα και της οικονομικής ανάπτυξης είναι σημαντική διότι όταν οι τράπεζες λειτουργούν αποτελεσματικά, επιλέγουν να χρηματοδοτήσουν τις πιο κερδοφόρες επιχειρήσεις, διευκολύνοντας κατά αυτόν τον τρόπο την διαδικασία ανάπτυξης της εγχώριας οικονομίας. Επίσης, βελτιώνει την οικονομία μέσα από την συσσώρευση κεφαλαίου και μέσα από την υιοθέτηση τεχνολογικών καινοτομιών. Αναφορικά με την συσσώρευση κεφαλαίου, οι λειτουργίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος επιδρούν στον ρυθμό, στη δημιουργία του κεφαλαίου, επηρεάζοντας την συσσώρευση του κεφαλαίου, αυξάνοντας ή ανακατανέμοντας το ποσοστό αποταμίευσης. Επίσης, οι λειτουργίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος επηρεάζουν τη μεγέθυνση των προϊόντων, αυξάνοντας τον ρυθμό των τεχνολογικών καινοτομιών μέσα από την ανακάλυψη νέων μεθόδων παραγωγής και την εισαγωγή νέων προϊόντων (Λώλος, 2007).

Μέσα από μία θεωρητική προσέγγιση χρηματοοικονομικής ανάπτυξης και μεγέθυνσης, οι τριβές της αγοράς φέρνουν το αυξημένο κόστος της πληροφόρησης και το κόστος των συναλλαγών. Οι χρηματοοικονομικές αγορές και οι διαμεσολαβητικοί φορείς, όπως είναι οι θεσμικοί επενδυτές που θα αναλυθούν παρακάτω, διαχειρίζονται τον κίνδυνο που προκύπτει, κινητοποιούν τις αποταμιεύσεις, κατανέμουν τους πόρους, ελέγχουν τις επιχειρήσεις και διευκολύνουν τις συναλλαγές, λειτουργώντας έτσι ως δίαυλοι ανάπτυξης, συσσωρεύοντας το κεφάλαιο και υιοθετώντας νέες τεχνολογικές καινοτομίες, φέρνοντας, εν τέλει, την οικονομική ανάπτυξη (Λώλος, 2007).

Συμπερασματικά, ένα εύρωστο χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελεί προϋπόθεση για την επίτευξη των στόχων της δημοσιονομικής εξυγίανσης και μετρίασης των παράπλευρων απωλειών από την προσπάθεια αυτή εκ μέρους ενός κράτους ή επιχείρησης. Η ύπαρξη ανεπτυγμένων και αποτελεσματικών χρηματοοικονομικών και χρηματοπιστωτικών συστημάτων δύναται να συμβάλλει καθοριστικά στη διαδικασία της οικονομικής μεγέθυνσης, ενώ παίζει ιδιαίτερο ρόλο στην εξομάλυνση των οικονομικών διακυμάνσεων και ειδικότερα στο εύρος και στην διάρκεια ενός οικονομικού κύκλου (Μόσχος & Χορταρέας, 2013).

### **1.2.1 Η οικονομική κρίση του 2008 ως απόρροια αστάθειας του χρηματοπιστωτικού τομέα**

Η πρόσφατη οικονομική κρίση είναι στενά συνδεδεμένη με την εξάπλωση των χρηματοοικονομικών καινοτομιών και οφείλει τα αίτια εξάπλωσής της στις αδυναμίες των πιστωτικών ιδρυμάτων να διαχειρίζονται με αποτελεσματικό τρόπο την εκτίμηση και αξιολόγηση των κινδύνων που υπάρχουν στο σύγχρονο διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον (Μόσχος & Χορταρέας, 2015).

Με την κατάρρευση του τραπεζικού κολοσσού Lehman Brothers τον Σεπτέμβριο του 2008, η παγκόσμια οικονομία μπήκε σε μία δίνη ύφεσης η οποία μεταπολεμικά θεωρήθηκε η σοβαρότερη έπειτα από το κραχ του 1929 στην Αμερική. Ξεκινώντας από την Αμερικανική Ήπειρο, οι συνέπειές της δεν άργησαν να φανούν και στην Ευρώπη, με τις ασθενέστερα οικονομικά χώρες να πλήττονται περισσότερο. Ξεκινώντας από την Ιρλανδία και εν συνεχεία στην Ισπανία, Ιταλία και στη χώρα μας, η κατακόρυφη πτώση της οικονομίας έχει τα τελευταία χρόνια επιφέρει δυσμενείς επιπτώσεις σε οικονομικό, κοινωνικό και πολιτισμικό επίπεδο, αλλά και κρίση αξιών.

Η παγκόσμια οικονομική κρίση προκλήθηκε από μία θεμελιώδη ανισορροπία μεταξύ χρηματοπιστωτικών μέσων και πραγματικής οικονομίας. Επομένως υπήρξε μία δυσαρμονία στη διάρθρωση της προσφοράς, μία ελαττωματική κατανομή πόρων στις παραγωγικές δομές. Η κρίση φανέρωσε την υπερβολική διόγκωση του χρηματοπιστωτικού τομέα σε σχέση με την πραγματική οικονομία. Αυτή η διόγκωση ξεκίνησε στην Αμερική με την φούσκα των ακινήτων, την υπεραξία των ακινήτων και των σύνθετων χρηματοπιστωτικών προϊόντων των δομημένων πάνω στην αξία τους. Η Ε.Ε., η Ευρωζώνη, ακόμη και οι οικονομίες των μεγάλων κρατών της Ευρώπης, και της ισχυρής οικονομίας της Γερμανίας τείνουν να επιμένουν στην τήρηση ενός

αυστηρού πλαισίου χρηματοπιστωτικής επέκτασης για να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά την κρίση. Το παράγωγο της λογικής αυτής είναι η εμμονή στην δημοσιονομική πειθαρχία των χωρών της Ευρωζώνης, και ιδιαίτερα των ανεπαρκών χωρών, με ακραία περίπτωση την χρεοκοπημένη Ελλάδα. Η όποια βοήθεια θα πρέπει να ζυγοσταθμίζεται αυστηρά προς την σκληρότητα των περιοριστικών μέτρων στον τομέα που προκαλεί το κύριο πρόβλημα (Πανηγυράκης, 2011).

Ως απόρροια της κρίσης, το Ευρωπαϊκό Οικονομικό Σύστημα είτε ως συνολική Ευρωπαϊκή Ένωση και Ευρωζώνη είτε ως οικονομία των χωρών χωριστά, δεν ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις μίας πραγματικά ελεύθερης και ανοικτής αγοράς, ενός φυσικού συστήματος αυτοδιάθεσης. Η οικονομία των κρατών της Ευρωζώνης είναι λόγω της κρίσης λιγότερο ελεύθερη από αυτή των χωρών όπου το φυσικό σύστημα της ελεύθερης οικονομίας πραγματώνεται με ικανοποιητική προσέγγιση. Είναι εξαιρετικά χαρακτηριστικό το γεγονός ότι η κρίση εκδηλώθηκε στην Αμερική στον ιδιωτικό τομέα, ενώ μετακυλλίστηκε στην Ευρώπη ως κρατικό πρόβλημα, δημόσιο χρέος και δημοσιονομικά των χωρών (Πανηγυράκης, 2011).

Η φούσκα στην Ευρώπη είναι κρατική γι' αυτό και οι αγορές δεν λαμβάνουν υπόψιν τις εγγυήσεις των Ευρωπαϊκών Κρατών και της Ευρωζώνης. Το πρόβλημα για την εμφάνιση της κρίσης στην Ευρωζώνη είναι το Ευρωπαϊκό Σύστημα Κράτους και Οικονομίας, γενικότερα οι πολιτικές της πολιτικής εξουσίας. Στην Ευρώπη του ελεγχόμενου και κατευθυνόμενου καπιταλισμού υπάρχει μία θεμελιώδης τάση στρεβλωτικής δράσης της κρατικής εξουσίας στις αγορές. Οπότε με την κρίση το πρόβλημα εμφανίζεται περισσότερο στο δημόσιο χρέος, στα κρατικά ομόλογα, στην δημοσιονομική αυθαιρεσία και στο ευρώ, διότι αυτό αποτελεί ένα τεχνητό και αυθαίρετο δημιούργημα (Πανηγυράκης, 2011).

## **Κεφάλαιο 2**

### ***2.1 Οι θεσμικοί επενδυτές***

Ως θεσμικοί επενδυτές καλούνται όλοι εκείνοι οι οργανισμοί οι οποίοι διαθέτουν μεγάλη διαθέσιμη ρευστότητα χρήματος με σκοπό την επένδυσή τους σε επιχειρήσεις με διάφορους τρόπους, οι οποίοι, μεταξύ άλλων, μπορούν να περιλαμβάνουν την αγορά μετοχών στο χρηματιστήριο, είτε να παίρνουν τη μορφή άλλων επενδυτικών προϊόντων. Δυνητικά, θεσμικοί επενδυτές μπορούν να θεωρηθούν οι τράπεζες,

εταιρείες ασφαλειών, ταμεία συντάξεων, εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων, ταμεία εξασφάλισης κ.ά.. Το κεφάλαιο το οποίο διαθέτουν οι θεσμικοί επενδυτές το αποκτούν από τις αποταμιεύσεις και τις πιστώσεις των πελατών τους (Μπελιάς, 2013).

Άλλοι συγγραφείς διατείνονται ότι οι θεσμικοί επενδυτές είναι μία ιδιαίτερη κατηγορία χρηματιστηριακών επενδυτών, η οποία διαιρείται σε υποκατηγορίες, όπως επί παραδείγματι σε ημεδαπούς και αλλοδαπούς θεσμικούς επενδυτές. Γνώρισμα των θεσμικών επενδυτών που τους διακρίνει από τους απλούς επενδυτές είναι η ζήτησή τους για χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Μερικοί θεσμικοί επενδυτές ωστόσο προσδοκούν και ενεργούν ως εκπρόσωποι των απλών επενδυτών. Μία αιτία των διαφορών μεταξύ των απλών και των θεσμικών επενδυτών είναι το νομικό καθεστώς που αντιμετωπίζουν οι θεσμικοί επενδυτές ως θεματοφύλακες ή εξουσιοδοτημένοι οργανισμοί προς επένδυση. Οι τράπεζες θεωρούνται ως οι μόνοι θεσμικοί επενδυτές με έντονο το εθιμοτυπικό πρότυπο της «σύνεσης», παρόλα αυτά και άλλοι θεσμικοί οργανισμοί εκτός των τραπεζών εξετάζουν επίσης χαρακτηριστικά σύνεσης κατά την επενδυτική τους στρατηγική (Ηλιόπουλος, 2009).

Άλλες πηγές υποστηρίζουν πως οι επενδυτές που τοποθετούν τα κεφάλαιά τους στο Χρηματιστήριο Αξιών διακρίνονται σε ιδιώτες και θεσμικούς επενδυτές. Ιδιώτες είναι οι επενδυτές που τοποθετούν τα ρευστά διαθέσιμά τους σε τίτλους του Χρηματιστηρίου Αξιών ως άτομα, ενώ θεσμικοί επενδυτές είναι οι ανώνυμες εταιρείες οι οποίες υποχρεώνονται από το νόμο να επενδύσουν τα χρήματά τους σε χρηματιστηριακούς τίτλους. Θεσμικοί επενδυτές θεωρούνται οι εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, τα αμοιβαία κεφάλαια, οι ανώνυμες ασφαλιστικές εταιρείες, οι τράπεζες, τα ασφαλιστικά ταμεία κ.ά. (Μουστακλή, 2005).

Ο «Θεσμικός επενδυτής» είναι ένας όρος που χρησιμοποιείται για να περιγράψει εκείνες τις οντότητες οι οποίες συγκεντρώνουν χρήματα για την αγορά κινητών αξιών, ακινήτων και άλλων περιουσιακών στοιχείων των επενδύσεων ή συγκεντρώνουν δάνεια. Οι θεσμικοί επενδυτές περιλαμβάνουν τις τράπεζες, τις ασφαλιστικές εταιρείες, τις συντάξεις, τα hedge funds, REITs, συμβούλους επενδύσεων, κληροδοτήματα, και τα αμοιβαία κεφάλαια. Λειτουργικά, οι εταιρείες που επενδύουν πλεόνασμα κεφαλαίων σε αυτούς τους τύπους των περιουσιακών στοιχείων μπορεί επίσης να συμπεριλαμβάνονται στον όρο. Οι θεσμικοί επενδυτές

μπορούν επίσης να επηρεάσουν την εταιρική διακυβέρνηση από την άσκηση των δικαιωμάτων ψήφου στις επενδύσεις τους (Ηλιόπουλος, 2009).

### **2.1.1 Οι θεσμικοί επενδυτές ως ενδιάμεσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί**

Ως διαμεσολαβητές μεταξύ των μεμονωμένων επενδυτών και των εταιρειών, οι θεσμικοί επενδυτές αποτελούν σημαντικές πηγές των κεφαλαίων στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Με τη συγκέντρωση των συστατικών των επενδύσεων, οι θεσμικοί επενδυτές μειώνουν αναμφισβήτητα το κόστος του κεφαλαίου για τους επιχειρηματίες, ενώ προσφέρουν διαφοροποίηση των συστατικών χαρτοφυλακίων. Οι θεσμικοί επενδυτές έχουν επίσης μεγαλύτερη ικανότητα να επηρεάζουν την εταιρική συμπεριφορά, καθώς και για την επιλογή των επενδυτικών προφίλ, ενώ μπορεί να βοηθήσουν στην ελάττωση του κόστους ενός οργανισμού (Ηλιόπουλος, 2009).

### **2.1.2 Κύκλος ζωής**

Οι θεσμικοί επενδυτές διαφέρουν ανάλογα με τους επενδυτικούς ορίζοντές τους, αλλά δεν μοιράζονται τον ίδιο κύκλο ζωής με τα ανθρώπινα όντα. Σε αντίθεση με τα άτομα, δεν έχουν μια φάση συσσώρευσης (ενεργή εργασιακή ζωή) η οποία ακολουθείται από μία φάση κατανάλωσης (συνταξιοδότηση), και δεν πεθαίνουν. Εδώ οι ασφαλιστικές εταιρείες διαφέρουν από τους υπόλοιπους θεσμικούς επενδυτές, δεδομένου ότι δεν μπορεί να μαντέψει κανείς πότε θα πρέπει να επιστρέψουν στους πελάτες τους, που χρειάζονται περιουσιακά στοιχεία υψηλής ρευστότητας που μειώνουν τις επενδυτικές ευκαιρίες τους. Άλλοι θεσμικοί επενδυτές, όπως είναι τα συνταξιοδοτικά ταμεία μπορούν να προβλέψουν καιρό μπροστά, όταν θα πρέπει να αποπληρώσουν τους επενδυτές τους, επιτρέποντάς τους να επενδύουν σε λιγότερο ρευστά στοιχεία ενεργητικού, όπως ιδιωτικές μετοχές, αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου ή εμπορευμάτων. Τέλος, τα άλλα θεσμικά όργανα έχουν ένα εκτεταμένο επενδυτικό ορίζοντα, επιτρέποντάς τους να επενδύουν σε μη ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία, δεδομένου ότι είναι απίθανο να αναγκαστούν να τα πουλήσουν άνευ όρων (Ηλιόπουλος, 2009).

### **2.1.3 Οι θεσμικοί επενδυτές στην Ελλάδα**

Στην Ελλάδα ως κυριότεροι θεσμικοί επενδυτές σήμερα θεωρούνται η ΑΕΔΑΚ<sup>1</sup> Ασφαλιστικών Οργανισμών και οποιαδήποτε άλλη εταιρεία η οποία επενδύει μακροπρόθεσμα, οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες. Όσον αφορά τα αμοιβαία κεφάλαια (ΑΕΔΑΚ) σκοπός των επενδυτών είναι η επένδυση των συγκεντρωμένων ποσών σε επιλεγμένες ευκαιρίες με τέτοιο τρόπο ώστε να επιδιώκεται η μέγιστη δυνατή απόδοση. Με τη τοποθέτηση των χρημάτων σε αμοιβαία κεφάλαια, μπορεί ο θεσμικός επενδυτής να επενδύσει εκ μέρους του πελάτη κατά βούλησιν, εφόσον ικανοποιούνται οι όροι επίτευξης μέγιστης δυνατής απόδοσης για τον κίνδυνο που διατρέχει η επένδυση. Η διάθεση των μεριδίων ενός αμοιβαίου κεφαλαίου γίνεται μέσω της ΑΕΔΑΚ. Μπορεί όμως η ΑΕΔΑΚ να χρησιμοποιεί και αντιπροσώπους για να διαθέσει τα μερίδια αυτά. Στην περίπτωση αυτή ως αντιπρόσωποι μπορεί να λειτουργήσουν μόνο τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες και μέλη του Χρηματιστηρίου (Μουστακλή, 2005).

Στην Ελλάδα τους θεσμικούς επενδυτές εκπροσωπεί η «Ελληνική Ένωση Διαχειριστών Συλλογικών Επενδύσεων και Περιουσίας» ή αλλιώς «Ένωση Θεσμικών Επενδυτών». Αποτελεί μία επαγγελματική ένωση στην οποία μέλη είναι νομικά πρόσωπα τα οποία δραστηριοποιούνται στη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων και άλλων συλλογικών επενδύσεων όπως κινητές αξίες, ακίνητης περιουσίας κ.ά., καθώς και στη διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων. Στην Ένωση Θεσμικών Επενδυτών μπορούν να γίνουν μέλη εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων και άλλων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, καθώς και επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον χρηματοοικονομικό τομέα εν γένει. Μέλη είναι οι Α.Ε.Δ.Α.Κ., οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ), οι Ανώνυμες Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (Α.Ε.Π.Ε.Υ.), οι Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Α.Ε.Ε.Χ.), οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων κλειστού τύπου οι οποίοι λειτουργούν με τη μορφή ανώνυμης εταιρείας με παρουσία στο Χρηματιστήριο Αθηνών και οι Α.Ε.Ε.Α.Π. οι οποίες δανειοδοτούνται και εποπτεύονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ανώνυμες εταιρείες με αποκλειστικό σκοπό την απόκτηση και διαχείριση Ακίνητης Περιουσίας (Μουστακλή, 2005).

---

1

## **2.2 Η συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών στις παγκόσμιες αγορές χρήματος και κεφαλαίου**

Ένας κρίσιμος παράγοντας που μπορεί να οδηγήσει στη διαστρωματική μεταβολή της θεσμικής κατοχής είναι τα οφέλη των συναλλαγών από τους διαφορετικούς τύπους μετοχικών τίτλων. Η συμπεριφορά «αγέλης» στις χρηματιστηριακές συναλλαγές γίνεται από τους θεσμικούς αλλά και τους μη θεσμικούς επενδυτές. Αυτή η συμπεριφορά δημιουργείται όταν υπάρχουν μαζικές συναλλαγές από μεγάλο πλήθος επενδυτών προς συγκεκριμένες μετοχές. Επιπλέον, οι μεταβολές στη θεσμική κατοχή συσχετίζονται θετικά με τις αποδόσεις καθυστερήσεων. Η θετική αυτή ανατροφοδότηση στις χρηματιστηριακές συναλλαγές επηρεάζει το υπόδειγμα ορμής στις αποδόσεις των μετοχών. Ο ισχυρός συσχετισμός μεταξύ των θεσμικών συναλλαγών και των αποδόσεων και η προγενής τάση των θεσμικών επενδυτών να επιτρέπουν τη θετική στρατηγική της ανατροφοδότησης των χρηματιστηριακών συναλλαγών, αποτελεί ένα ενδιαφέρον αντικείμενο μελέτης. Οι θεσμικοί επενδυτές επιτρέπουν την θετική ανατροφοδότηση στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, οι οποίες είναι βασισμένες στην γενική πληροφόρηση για τη συνολική αγορά. Επιπλέον, οι θεσμικοί επενδυτές ακολουθούν αυτή την ανατροφοδότηση στις συναλλαγές τους στις διάφορες χρηματιστηριακές αγορές, άρα και οι εξαγορές τίτλων επιδεινώνουν την πτώση των τιμών με την πώληση των μετοχών μετά από μία κάθοδο στην αγορά (Ηλιόπουλος, 2009).

Υπάρχουν διάφοροι λόγοι για τους οποίους γενικά υποστηρίζεται ότι οι χρηματιστηριακές συναλλαγές από τους θεσμικούς επενδυτές συμβάλλουν στην αυτοσυσχέτιση των μετοχικών αποδόσεων. Κάτω από αυτό το σενάριο και υποθέτοντας ότι οι θεσμικοί επενδυτές είναι πιθανότερο να είναι ενημερωμένοι, οι αποδόσεις των μετοχών και των χαρτοφυλακίων που εξουσιάζονται από τους θεσμικούς επενδυτές εκθέτουν το μεγαλύτερο σειριακό συσχετισμό. Επιπλέον, οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων που ανήκουν σε θεσμικούς επενδυτές ηγούνται των αποδόσεων των χαρτοφυλακίων που ανήκουν σε απλούς επενδυτές. Με την απουσία ιδιωτικής πληροφόρησης, οι θεσμικοί επενδυτές είναι πιθανότερο να διαδώσουν τις συναλλαγές τους σε ενιαία μετοχοποίηση και με την παρέλευση του χρόνου να ελαχιστοποιήσουν τις δαπάνες εκτέλεσης χρηματιστηριακών εντολών. Τέλος, τα

σχέδια των συναλλαγών των θεσμικών επενδυτών δεν είναι ανεξάρτητα και αυτοί εισέρχονται και εξέρχονται από τις αγορές όλοι μαζί (Ηλιόπουλος, 2009).

### **2.3 Ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών στην οικονομία και τις επιχειρήσεις**

Ο ρόλος των θεσμικών επενδυτών στην οικονομία είναι να δρουν ως υπερειδικευμένοι επενδυτές για λογαριασμό άλλων, ενώ έχουν μεγάλη επιρροή στην διοίκηση των επιχειρήσεων που έχουν επενδύσει, διότι λόγω του μεγάλου αριθμού των μετοχών που αγοράζουν έχουν δικαίωμα ψήφου στο διοικητικό συμβούλιο των εκάστοτε επιχειρήσεων. Με τον τρόπο αυτό, έχουν την δυνατότητα ελέγχου πολλαπλών επιχειρήσεων, και να καθορίζουν ποια επιχείρηση θα συνεχίσει να λειτουργεί κερδοφόρα και ποια θα αναγκαστεί να κλείσει ή να αναζητήσει νέο αγοραστή. Η επιρροή τους αυτή αποτελεί μέρος της διαδικασίας που στην οικονομική επιστήμη καλείται «διαχείριση επενδύσεων» (Wikipedia, 2016).

## **Κεφάλαιο 3**

### **3.1 Τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία (ή Κεφάλαια)**

#### **3.1.1 Ορισμοί**

Για τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία έχουν κατά καιρούς παρουσιαστεί διάφοροι ορισμοί. Σύμφωνα με το Υπουργείο Οικονομικών των Η.Π.Α. τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία αποτελούν περιουσιακά στοιχεία που κατέχουν τα κράτη σε συνάλλαγμα άλλης χώρας με απώτερο στόχο την επίτευξη μακροπρόθεσμης απόδοσης, αλλά που θα διαχειρίζονται ξεχωριστά από τα συναλλαγματικά διαθέσιμα που έχουν στην κατοχή τους για διαφορετικούς σκοπούς όπως χρηματοπιστωτική σταθερότητα και βραχυπρόθεσμη ρευστότητα. Όπως ειπώθηκε και στην εισαγωγή, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο ορίζει τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία ως τα δημόσια επενδυτικά κεφάλαια που ανήκουν στην κυβέρνηση της εκάστοτε χώρας και διαθέτουν και διαχειρίζονται κεφάλαια με μέσο- και μακροπρόθεσμους μακροοικονομικούς σκοπούς. Οι κύριες πηγές από τις οποίες αντλούν κεφάλαια είναι τα συναλλαγματικά



διαθέσιμα, έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις, δημοσιονομικά πλεονάσματα και επενδύσεις σε ξένα κεφάλαια. Τέλος, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο για τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία τα ορίζει ως τα επενδυτικά κεφάλαια με μακροοικονομικούς σκοπούς, τα οποία διαχειρίζονται κεφάλαια και καταρτούν επενδυτικές στρατηγικές ώστε να επιτευχθούν οι σκοποί τους (Δούσης, 2012).

Τα Sovereign Wealth Funds είναι οργανισμοί διαχείρισης κρατικών επενδύσεων σε ξένα στοιχεία ενεργητικού και όχι ταμεία διαχείρισης συνταξιοδοτικών αποθεματικών ή οργανισμοί διαχείρισης αποθεματικών. Τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία συγκροτούνται από επενδύσεις σε μετοχές, ομόλογα, ακίνητα ή άλλα μέσα που μπορεί να δημιουργήσουν έσοδα ή πλεονάσματα. Μερικές από τις πηγές εσόδων για τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία μπορεί να είναι τα πλεονάσματα του ισοζυγίου πληρωμών, ή του κρατικού προϋπολογισμού, ή των εσόδων από τις επίσημες πράξεις στις αγορές συναλλάγματος, τα έσοδα από εξαγωγές βασικών εμπορευμάτων όπως το πετρέλαιο ή τα έσοδα από τις ιδιωτικοποιήσεις κρατικής περιουσίας. Κάποια Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία μπορούν να επενδύσουν εμμέσως σε κρατικές επιχειρήσεις, ενώ βασική παράμετρος των επενδύσεών τους είναι η απόδοση και όχι η ευκολία ρευστοποίησης της επένδυσης, οπότε τείνουν να εμφανίζουν μεγαλύτερη ανοχή ως προς τον κίνδυνο σε σχέση με κάποιες άλλες μορφές παραδοσιακών επενδυτικών κεφαλαίων (Σαββάκης, 2011).

Τα κρατικά επενδυτικά κεφάλαια μπορεί να βασίζονται στην προέλευση και τη δημιουργία τους είτε σε έσοδα ή σε φόρους από τις εξαγωγές βασικών προϊόντων όπως, για παράδειγμα, το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο (commodities based SWFs), είτε σε μεταφορές περιουσιακών στοιχείων από τον επίσημο κρατικό τομέα. Φαίνεται πως το ενδιαφέρον των κρατικών επενδυτικών ταμείων μονοπωλεί η αγορά ακινήτων, καθώς οι αγορές μετοχών παραμένουν απρόβλεπτες. Ψάχνουν για μακροπρόθεσμες επενδύσεις ώστε να εξασφαλίσουν τα κεφάλαιά τους, όπως ακριβώς έγινε και με το μεγαλύτερο κρατικό ταμείο στον κόσμο, της Νορβηγίας. Αύξησε, δηλαδή, τις τοποθετήσεις σε ακίνητα, ερεύνησε τις αγορές ακινήτων στην Ασία και άνοιξε γραφεία σε Τόκιο και Σιγκαπούρη. Τα κρατικά επενδυτικά ταμεία αυξάνουν έτσι τη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων. Κάνοντας, λοιπόν, μεταστροφή στην αγορά ακινήτων και σε άλλες πιο σταθερές επενδύσεις, τα funds εμπορευμάτων

έχουν πληγεί, με τις εκμεταλλεύσεις των Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων να πέφτουν κατά 50% (Euro2day, 2016).

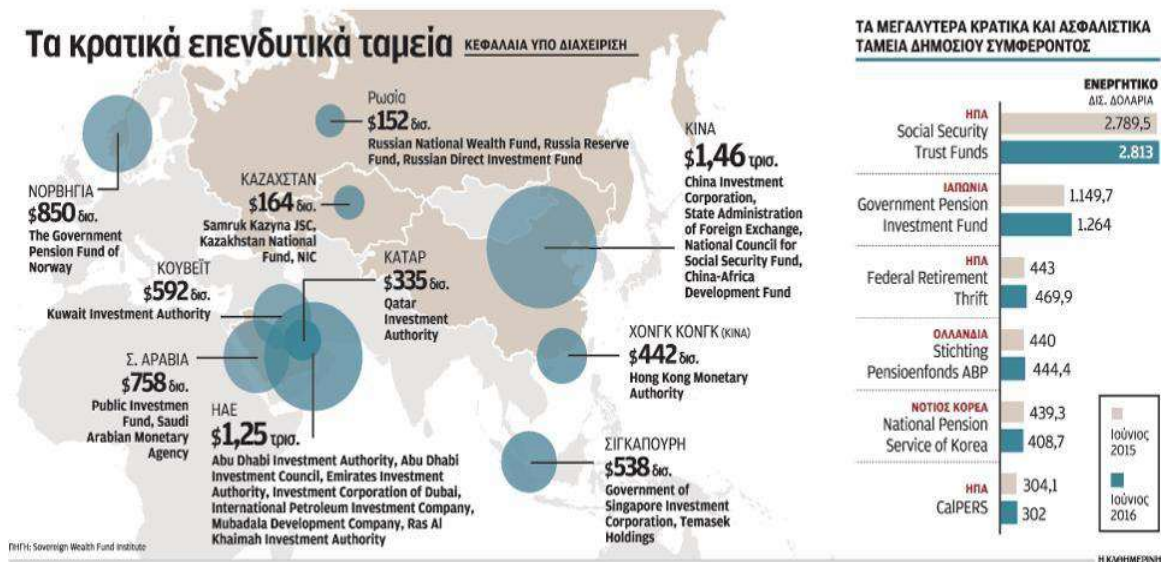
Η Σαουδική Αραβία έχει βλέψεις για τη δημιουργία του μεγαλύτερου στον κόσμο κρατικού επενδυτικού ταμείου, μέσω του οποίου τα επόμενα είκοσι χρόνια δεν θα στηρίζεται η οικονομία της χώρας μόνο στο πετρέλαιο. Ο πρίγκιπας της χώρας στοχεύει να πουλήσει μετοχές και να προχωρήσει στη μετατροπή της πετρελαϊκής εταιρείας σε επιχειρηματικό όμιλο. Μόλις πουληθούν μετοχές, το κρατικό επενδυτικό ταμείο θα έχει ευρύτερο ρόλο στην οικονομία, με επενδύσεις στο εσωτερικό και εξωτερικό της χώρας. Βασικός του στόχος είναι να αυξήσει στο 50% το ποσοστό ξένων επενδύσεων, με τα βλέμματα στραμμένα στις τέσσερις μεγαλύτερες εταιρείες στον κόσμο: την Apple, την Alphabet, τη Microsoft και τη Berkshire Hathaway (Ask365.com, 2016).

Τα κρατικά επενδυτικά ταμεία έχουν γίνει σημαντικοί παράγοντες στις παγκόσμιες χρηματοπιστωτικές αγορές, αλλά οι διαχειριστές τους έχουν επανειλημμένα εκφράσει ανησυχίες, όπως ο φόβος της βιομηχανικής κατασκοπείας ή ακόμη και γεωπολιτικές απειλές. Το κύριο κίνητρο για τη δημιουργία ενός Κρατικού Επενδυτικού Ταμείου θα πρέπει να θέσει αυτές τις ανησυχίες σε μια σωστή βάση. Η ανάπτυξη της οικονομίας μπορεί να εξηγήσει τόσο τις πηγές χρηματοδότησης όσο και τα κίνητρα που οδήγησαν στην πρόσφατη έκρηξη των Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων, συμβάλλοντας κατά αυτόν τον τρόπο στην πρόληψη της επιβολής των επενδυτικών περιορισμών στις χώρες του ΟΟΣΑ (Kern, 2008).

Οι βασικές αρχές της οικονομίας, τα δημόσια οικονομικά και η οικονομική ανάπτυξη αφήνουν ελάχιστα περιθώρια για τις θεωρίες συνωμοσίας, αλλά εφιστούν την προσοχή στο γεγονός ότι οι πηγές χρηματοδότησης και τα οικονομικά κίνητρα διαφέρουν μεταξύ των βασικών προϊόντων και μη-βασικών εμπορευμάτων των Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων. Οι αρχές επισημαίνουν ότι υπάρχουν αρκετά μεγάλα κίνητρα για τις χώρες να δημιουργήσουν Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία και όχι απλώς να συσσωρεύουν επίσημα συναλλαγματικά αποθέματα, διότι τα συναλλαγματικά αποθέματα μπορεί να γίνουν υπερβολικά μεγάλο βάρος. Με επιπλέον διαφοροποίηση και βελτίωση της αποτελεσματικότητας των οικονομικών μπορεί να επιτευχθεί η μεταφορά τεχνολογίας, τα οφέλη του δικτύου μπορεί να ενισχυθούν, και οι δημογραφικές πιέσεις μπορούν να αντιμετωπιστούν όταν

χρησιμοποιούνται τα πλεονάζοντα κεφάλαια. Οι κυβερνήσεις θα πρέπει να λαμβάνουν σημαντικές και θεμελιώδεις αποφάσεις (Kern, 2008).

Πίνακας 1.1



(Τα μεγαλύτερα κρατικά και επενδυτικά ταμεία δημοσίου συμφέροντος. Πηγή:

<http://bit.ly/2eitE3q>)

### 3.1.2 Ιστορική Επισκόπηση των ΚΕΤ

Ενέχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον η παράθεση των δύο πρώτων Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων που δημιουργήθηκαν, το Κρατικό Επενδυτικό Ταμείο του Κουβέιτ με έτος ίδρυσης το 1953 και το Κρατικό Επενδυτικό Ταμείο του Κιριμπάτι με έτος ίδρυσης το 1956. Το πρώτο είχε ως σκοπό την αποδοτική διαχείριση των κεφαλαίων που προέρχονταν από το πετρέλαιο του Κουβέιτ, ενώ η διαχείρισή τους γίνεται από εξωτερικούς διαχειριστές. Το δεύτερο, έχει υπό διαχείριση κεφάλαιο συνολικού κόστους 400εκ. \$ και τα έσοδά τους προέρχονταν από τις εξαγωγές φωσφορικών αλάτων, ενώ το ΚΕΤ αυτό υπολογίζεται ότι είναι οκταπλάσιο του ετήσιου ΑΕΠ του κρατιδίου. Ένα άλλο Κρατικό Επενδυτικό Ταμείο που είναι χρήσιμο να αναφερθεί είναι το Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) που ιδρύθηκε το 1976,

με κύρια πηγή χρηματοδότησης τα έσοδα από τις εξαγωγές πετρελαίου (Θωμόπουλος, 2008).

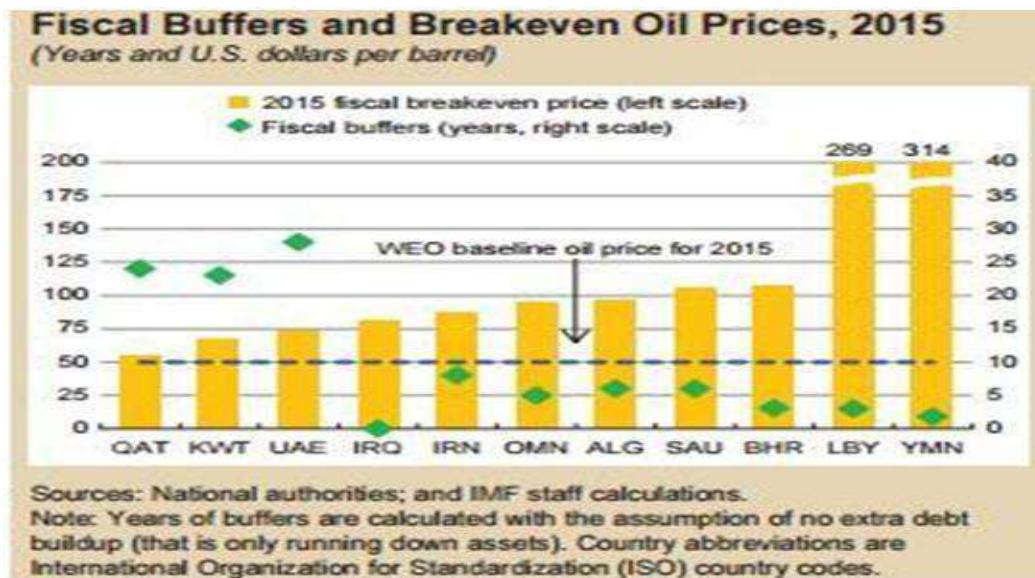
Σήμερα είναι η μεγαλύτερη εταιρεία κρατικών επενδυτικών κεφαλαίων στη Μέση Ανατολή, με περιουσιακά στοιχεία αξίας 773\$ δις. Μεταξύ άλλων, είναι μέτοχος σε αεροδρόμιο του Λονδίνου, σε Νορβηγική εταιρεία φυσικού αερίου, ενώ συνολικά το χαρτοφυλάκιό τους είναι επενδυμένο σε 24 διαφορετικές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Τον Απρίλιο του 2015 αγόρασε το 50% των μετοχών σε τρία ξενοδοχεία του Χονγκ Γκονγκ επενδύοντας περί τα 2,5\$ δις. Άλλα σημαντικά Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία είναι το αντίστοιχο της Σαουδικής Αραβίας το οποίο είναι το τρίτο μεγαλύτερο παγκοσμίως με κεφάλαια ύψους 757,2\$ δις, το Κρατικό Επενδυτικό Ταμείο της Κίνας, το Κρατικό Επενδυτικό Ταμείο του Χονγκ Γκονγκ, το Κρατικό Επενδυτικό Ταμείο της Σιγκαπούρης το οποίο έχει υπό διαχείριση κεφάλαια ύψους 344\$ δις και επενδύσεις σε περίπου 40 χώρες, το Κρατικό Επενδυτικό Ταμείο του Κατάρ το οποίο ιδρύθηκε το 2005 κ.ά. (Θωμόπουλος, 2008).

Τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία υπολογίζεται πως συνολικά, σε παγκόσμιο επίπεδο, κάνουν έναν τζίρο της τάξεως των 7 τρισεκατομμυρίων δολαρίων, με προίκα δημόσιες επιχειρήσεις, μετοχές, ακίνητα - “φιλέτα” και έσοδα από έρευνες υδρογονανθράκων. Τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία είναι της μόδας τόσο στην Δύση όσο και στις πλούσιες Ασιατικές χώρες και της Μέσης Ανατολής όπου το πετρέλαιο είναι άφθονο. Μέσα από τα έσοδα από την πώληση του πετρελαίου τα κράτη αυτά επενδύουν σε ακίνητα, αγοράζουν μετοχές και ομόλογα κ.ά.. Τέτοιες εταιρείες έχουν συστήσει κυρίως χώρες με αποθέματα σε πετρέλαιο και άλλα εμπορεύματα, όπως η Λιβύη, η Αλάσκα, το Καζακστάν, η Αλγερία, η Μαλαισία, το Περού, η Χιλή, το Αζερμπαϊτζάν, η Βραζιλία, το Ιράκ κ.ά.. Από τα συνολικά έσοδα των Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων, τα οποία υπολογίζονται στα 7 τρις δολάρια, περίπου τα 4 τρις δολάρια προέρχονται από έσοδα κλάδων όπως το πετρέλαιο, το φυσικό αέριο και τα βασικά μέταλλα (χαλκός κ.ά.), και τα υπόλοιπα από μη βασικά εμπορεύματα και κυρίως από τις επενδύσεις των συναλλαγματικών αποθεμάτων πλούσιων χωρών (Γεώργας, 2015).

Η ανάπτυξη των κρατικών επενδυτικών κεφαλαίων (SWFs) τα τελευταία έτη είναι εκρηκτική και ο ρόλος τους στις διεθνείς κεφαλαιαγορές συνεχώς αυξανόμενος. Πλέον αποτελούν σημαντικό θέμα συζήτησης σε όλα τα μέσα (Γεώργας, 2015).



Πίνακας 1.3



(Οι τιμές του πετρελαίου παγκοσμίως, όπως διαμορφώνονται εν μέσω κρίσης. Πηγή: International Monetary Fund)

Οι συμμετέχοντες στις αγορές γνωρίζουν ότι η οικονομική ύφεση έχει επηρεάσει όλα τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία και ειδικά εκείνα που χρηματοδοτούνται από το πετρέλαιο όπως της Νορβηγίας, με τον κίνδυνο αυτοί οι θεσμικοί επενδυτές να μετατραπούν από πάγιοι αγοραστές σε πωλητές να είναι ορατός. Χαρακτηριστικό της κατάστασης είναι ότι μόνο την περίοδο Απρίλιος - Ιούνιος 2015 τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία απέσυραν από τρίτους συνεργαζόμενους διαχειριστές κεφάλαια 16\$ δις μετά και από την ρευστοποίηση μεριδίων άλλων 10\$ δις το πρώτο τρίμηνο του έτους. Οι καθαρές εκροές του β' τριμήνου εξαίρεσαν 7,5\$ δις εκ των οποίων τα 3,3 από τις Η.Π.Α. και τα 2,7 από άλλους διεθνείς εκδότες. Το ΔΝΤ έχει προειδοποιήσει πως οι πολύ μεγάλες θέσεις των κεφαλαίων σε κρατικά ομόλογα ανεπτυγμένων και όχι μόνο αγορών, σημαίνει πως οι κινήσεις τους μπορεί να επηρεάσουν το κόστος δανεισμού του δημόσιου τομέα και όχι μόνο. Το γεγονός ότι πολλά Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία δεν δημοσιοποιούν τα μεγέθη, τις θέσεις και τις επενδυτικές τους προδιαγραφές προκαλεί αβεβαιότητα για τη δυνατότητα διαχείρισης του σχετικού ρίσκου από συμμετέχοντες σε αγορές (Μπέλλος, 2016).

Ειδικότερα και όσον αφορά την Νορβηγία, οι εκροές από το κρατικό επενδυτικό ταμείο της χώρας αυξήθηκαν ως απόρροια της οικονομικής ύφεσης, παρόλο που η κυβέρνηση απέσυρε περίπου 7,5 δις νορβηγικές κορόνες, δηλαδή 0,8 δις λιγότερα από τις κορόνες που απέσυρε τους δύο πρώτους μήνες του έτους. Καθώς επιταχύνεται ο ρυθμός, εκτιμάται ότι οι συνολικές εκροές θα ξεπεράσουν τα 80 δις, που σημαίνει ότι το νορβηγικό ταμείο δεν θα χρειαστεί να πουλήσει πάγια για να ανταποκριθεί στις δημοσιονομικές ανάγκες (capital.gr, 2016).

Τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία αντιμετωπίζουν πλέον δύσκολες μέρες. Οι χώρες έχουν κρατικό επενδυτικό ταμείο το οποίο προσβλέπει στην επίλυση μεγάλων προβλημάτων σε δύσκολες μέρες. Δεκαοχτώ περίπου από αυτά γεμίζουν με έσοδα από το πετρέλαιο και το φυσικό αέριο. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτό της Νορβηγίας, όπου προκλήθηκαν μεγάλες ζημιές σχετικές με τον πετρελαϊκό πλούτο και μετά βίας μπόρεσε το ταμείο να τις καλύψει. Στην παρούσα φάση η νορβηγική κυβέρνηση σχεδιάζει να αποσύρει ένα σημαντικό ποσό χρημάτων προκειμένου να μπορέσει να καλύψει το δημοσιονομικό έλλειμμα. Ακριβώς, όμως, επειδή το ταμείο της Νορβηγίας είναι μεγάλο, δεν τίθεται θέμα να αποεπενδύουν. Σύμφωνα με έρευνα που πραγματοποιήθηκε στον Ιούνιο του 2015, τα ταμεία που προορίζονται για τις δύσκολες μέρες έχουν στην κατοχή τους περίπου 6,30 τρις δολάρια σαν περιουσία και αποτελούν σταθεροποιητικούς παράγοντες για τις αγορές, ως μακροχρόνιοι επενδυτές. Ωστόσο, το ενδεχόμενο υποχώρησης των κρατικών επενδυτικών ταμείων αποτελεί σημαντικό παράγοντα αστάθειας για την παγκόσμια οικονομία, καθώς έτσι επιβραδύνεται η ανάπτυξη και μειώνεται το εμπόριο (Bershidsky, 2015).

Σε νέο αστάθμητο παράγοντα για τις διεθνείς αγορές αναδεικνύεται η δραστηριότητα των μεγάλων κρατικών ταμείων πλούτου. Γνωστά και ως sovereign-wealth funds, τα επενδυτικά αυτά κεφάλαια ολοκλήρωσαν το 2015, μία από τις χειρότερες χρονιές όσον αφορά τις αποδόσεις τους. Το ζήτημα δεν είναι ασύνδετο με την ελληνική οικονομία, καθώς ένας σημαντικός αριθμός από αυτά είναι τοποθετημένα σε ελληνικές εισηγμένες εταιρίες συμπεριλαμβανομένων των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Καθώς η πλειοψηφία των sovereign-wealth funds χρηματοδοτείται μέσω εσόδων από την άντληση πετρελαίου και άλλων υδρογονανθράκων, η πτώση των τιμών του αργού το τελευταίο ενάμισι έτος έχει καταφέρει σημαντικό πλήγμα στις εισροές κεφαλαίων που δέχονται (Kathimerini.gr, 2016).

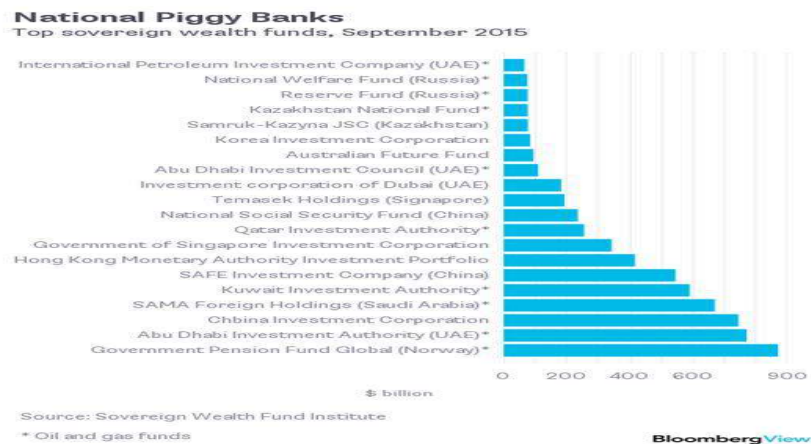
Ορισμένα μάλιστα έχουν μεγάλες καθарές εκροές, καθώς οι κυβερνήσεις που τα ελέγχουν όχι μόνον δεν μπορούν να αυξήσουν το ενεργητικό τους, αλλά προχωρούν και σε πωλήσεις στοιχείων του χαρτοφυλακίου τους, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν ελλειμματικούς πλέον προϋπολογισμούς. Ενδεχόμενη μετατροπή μεγάλων επενδυτικών κεφαλαίων από καθαρούς αγοραστές σε καθαρούς πωλητές δημιουργεί εύλογα εντονότατη νευρικότητα στις αγορές. Ειδικά εάν αναλογιστεί κανείς πως σύμφωνα με στοιχεία του Sovereign Wealth Fund Institute που παρακολουθεί τη δραστηριότητά τους, η αξία του ενεργητικού τους ανέρχεται στα 7,2 τρις δολάρια. Διπλάσια δηλαδή από αυτήν που είχε το 2007, ένα χρόνο πριν ξεσπάσει η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση, και υψηλότερη από αυτή του συνόλου των κεφαλαίων που διαχειρίζονται όλα τα hedge funds και τα private-equity funds του κόσμου (Kathimerini.gr, 2016).

Το τεράστιο εκτόπισμα που έχουν αποκτήσει στις αγορές τα sovereign-wealth funds δεν έχει βέβαια διαφύγει της προσοχής των διεθνών οργανισμών. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο πρόσφατα προειδοποίησε ότι οι πολύ μεγάλες θέσεις αυτών των κεφαλαίων σε κρατικά ομόλογα ανεπτυγμένων και όχι μόνον αγορών σημαίνει πως ενδεχόμενες μαζικές πωλήσεις μπορούν να οδηγήσουν σε άνοδο τα μακροπρόθεσμα επιτόκια (Kathimerini.gr, 2016).

Άλλες πηγές αναφέρουν πως η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση έχει πλήξει τα Κρατικά επενδυτικά ταμεία και συνεχίζει έως και σήμερα. Ήδη, σύμφωνα με μελέτες, ο Ιανουάριος του 2016 έχει χαρακτηριστεί ως ο δυσμενέστερος των τελευταίων 100 ετών για τις μεγάλες παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές. Πολλοί είναι οι παράγοντες που συμβάλλουν στην αστάθεια αυτή, όπως επί παραδείγματι η αβεβαιότητα στις χρηματιστηριακές αγορές, η επαναλαμβανόμενη οικονομική κρίση στην Ευρωζώνη, το προσφυγικό ζήτημα που απειλεί την συνοχή της Ένωσης, οι κινήσεις των Κεντρικών Τραπεζών σε επίπεδο νομισματικής πολιτικής, κ.ά.. Όλα μαζί αποτελούν παράγοντες οι οποίοι συμβάλλουν στην αστάθεια αυτή (Γρκουμούτης, 2016).



Πίνακας 1.4



(Λίστα δημοσίευσης των μεγαλύτερων σε διαθέσιμο κεφάλαιο ΚΕΤ στον κόσμο. Η αλλαγή των συσχετισμών λόγω της κρίσης είναι εμφανής. Πηγή: Sovereign Wealth Fund Institute).

### 3.1.4 Η παρουσία των ΚΕΤ εν μέσω κρίσης στην Ελλάδα

«Απόλυτα ικανοποιημένο» φαίνεται να είναι το канаδικό ταμείο που τοποθετήθηκε στην Ελλάδα, στο Αεροδρόμιο «Ελ. Βενιζέλος», δεδομένου ότι δύο ευρωπαϊκά και δύο ασιατικά ταμεία επανεξετάζουν τη θέση τους, καθώς επρόκειτο να εκτιμήσουν την κατάσταση στη χώρα μας και έπειτα θα αποφασίσουν αν θα τοποθετηθούν ή θα αποτραβηχτούν. Με μια πρώτη ματιά το «Ελ. Βενιζέλος» κινήθηκε θετικά, ωστόσο πολλοί ανησυχούν για το αν θα διατηρηθεί η πολιτική σταθερότητα και αν θα παραμείνει η χώρα στην Ευρωζώνη. Βασιζόμενοι σε αυτές τις ταλαντεύσεις δυσκολεύονται να πάρουν το ρίσκο και να επενδύσουν. Τα κρατικά επενδυτικά ταμεία με μικρές εισφορές, αφενός είναι πιο προσεκτικά στις τοποθετήσεις τους, αφετέρου πιέζονται να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους, με αποτέλεσμα να επενδύουν σε άσχετες τοποθετήσεις. Επειδή λοιπόν, οι χώρες τους δεν μπορούν να τα καλύψουν λόγω ελλειμμάτων, αναγκάζονται να πωλούν έστω και με ζημιές. Έτσι και στην περίπτωση της Ελλάδας, ενώ η Ρωσία δείχνει διατεθειμένη να επενδύσει, ανώτατοι Ρώσοι αξιωματούχοι έχουν τονίσει την κρισιμότητα της κατάστασης στην οποία βρίσκεται η χώρα (Τέλογλου, 2016).

### **3.2 Το Κρατικό Επενδυτικό Ταμείο της Νορβηγίας**

Ένα από τα μεγαλύτερα κρατικά επενδυτικά ταμεία στον κόσμο, εκείνο της Νορβηγίας, που επενδύει τα έσοδα της χώρας από την παραγωγή υδρογονανθράκων, επιστρατεύει ομάδα στελεχών από τον επιχειρηματικό κόσμο η οποία θα στελεχώσει το διοικητικό του συμβούλιο. Στόχος του είναι να αναλάβει πιο ενεργή επενδυτική δραστηριότητα. Τα νέα στελέχη του είναι ο Πίτερ Μόνταγκνον, πρώην στέλεχος της Ένωσης Βρετανικών Ασφαλιστικών, ο Τζον Κέι, αρθρογράφος των Financial Times, οι οποίοι παρουσιάζουν και εκτενές ρεπορτάζ επί του θέματος, και ο Τόνι Γουότσον, πρώην επικεφαλής της διαχείρισης επενδύσεων της Hermes και πρώην διευθυντής των Vodafone, Lloyds Banking Group και Hammerson. Το εν λόγω ταμείο διαχειρίζεται κεφάλαια ύψους 760 δισεκατομμυρίων δολαρίων και έχει τοποθετήσεις σε περίπου 7.500 εταιρείες (Kathimerini.gr, 2013).

Παράλληλα, ελέγχει κατά μέσον όρο περίπου το 2,5% όλων των εισηγμένων ευρωπαϊκών εταιρειών. Σε παγκόσμιο επίπεδο ελέγχει, άλλωστε, περίπου το 1% των μετοχών. Σε ό,τι αφορά τα σχέδιά του για ανάληψη πιο ενεργού επενδυτικού ρόλου, έχει ενημερώσει σχετικά τους μετόχους του με κεφάλαια άνω του ενός δις δολαρίων και έχει εγκαινιάσει διάλογο με τους προέδρους των επιχειρήσεων στις οποίες έχει τοποθετήσεις, ευελπιστώντας να αρχίσει να επηρεάζει τις επιλογές τους (Kathimerini.gr, 2013).

Η Νορβηγία κατέχει σήμερα το πλουσιότερο Κρατικό Επενδυτικό Ταμείο χάρη στα έσοδα της χώρας από το πετρέλαιο. Παρά το γεγονός ότι ιδρύθηκε αρκετά χρόνια μετά από πολλά άλλα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία, μόλις το 1990, τα υπό διαχείριση κεφάλαιά του ξεπερνούν τα 882\$ δις. Μεταξύ της περιόδου 1998 και 2014, η μέση ετήσια απόδοση των επενδύσεών του ήταν 3,8%. Οι μεγαλύτερες επενδύσεις του αφορούν τον κλάδο των ακινήτων, ενώ έχει αγοράσει μετοχές σε 9.000 επιχειρήσεις σε όλον τον κόσμο και επενδύει σε συνολικά 75 χώρες. Το 2014, επί παραδείγματι, επένδυσε 576\$ εκ. στην αγορά ακινήτων του Λονδίνου, ενώ απέκτησε το 45% από ένα 40όροφο κτίριο γραφείων στο Μανχάταν της Νέας Υόρκης στις ΗΠΑ (Παπαναστασίου, 2016).

Το κρατικό επενδυτικό ταμείο της Νορβηγίας στοχεύει στην στελέχωση του διοικητικού συμβουλίου του, που θα έχει ως στόχο την ενεργό επενδυτική δραστηριότητα. Το παρόν ταμείο με στελέχη τους Πίτερ Μόνταγκνον, Τζον Κέι και Τόνι

Γουότσον έχει αναλάβει τη διαχείριση κεφαλαίων και έχει τοποθετήσεις σε περίπου 7.500 εταιρείες. Ελέγχει ευρωπαϊκές εταιρείες και μετοχές, ενώ έχει προβεί στην ενημέρωση των μετόχων με κεφάλαια του ενός δις δολαρίων και έχει βλέψεις να επηρεάσει τις επιλογές στις τοποθετήσεις επιχειρήσεων μέσω διαλόγων με τους προέδρους. Το ταμείο έχει ευθύνη για μια καλή εταιρική διακυβέρνηση, επομένως αύξησε τις τοποθετήσεις σε μετοχές, περιόρισε τα βρετανικά ομόλογα και αύξησε ομόλογα του ιαπωνικού δημοσίου. Ωστόσο, το μέγεθος του ταμείου φαίνεται να οδηγεί σε συγκρούσεις τους πολιτικούς της Νορβηγίας, με αποτέλεσμα το Συντηρητικό Κόμμα που προηγείται, να είναι θετικό στη διάσπασή του (Kathimerini, 2013).

Τα κρατικά επενδυτικά κεφάλαια της Νορβηγίας εισέπραξαν έσοδα από την πώληση του πετρελαίου που κατέχει η χώρα, κάνοντας έτσι στροφή στις επενδυτικές τους επιλογές. Τα κεφάλαια αυτά περιόρισαν την αξία του χαρτοφυλακίου τους, ενώ ταυτόχρονα Νορβηγοί πολιτικοί αλλά και οικολογικές οργανώσεις πρόσαψαν κατηγορίες για μεγάλη έκθεση σε γαιάνθρακα, χωρίς όμως να συμβάλουν στη μείωση του ανθρακικού αποτυπώματος. Τα νορβηγικά κρατικά επενδυτικά ταμεία κατέχουν το 1,3% των επιχειρήσεων διεθνώς, κι έτσι εξακολουθούν να εκθέτονται σε εταιρείες που χρησιμοποιούν γαιάνθρακα, καθώς ο γαιάνθρακας συνιστά επιχειρηματική δραστηριότητα. Τα επενδυτικά κεφάλαια αιτούνται να προχωρήσουν προς ενεργειακά συστήματα με χαμηλές εκπομπές αερίων του θερμοκηπίου, όπως επίσης και στην αυτονόμηση της εξόρυξης γαιάνθρακα από τον κορμό δραστηριοτήτων του εκάστοτε ομίλου (Reuters & Bloomberg, 2015).

Το 2014, το Κρατικό Επενδυτικό Ταμείο της Νορβηγίας ανακοίνωσε πως πλέον συγκεντρώνει κεφάλαια που είναι αντίστοιχα σε ένα εκατομμύριο και πλέον Νορβηγικές κορώνες για τον κάθε πολίτη της χώρας. Αυτό το γεγονός οφείλει την ύπαρξή του στις υψηλότερες τιμές πώλησης του πετρελαίου αλλά και του φυσικού αερίου, κοιτάσματα που η χώρα διαθέτει σε αφθονία. Τα κεφάλαια του κρατικού επενδυτικού Ταμείου της χώρας ανέρχονται σε 5,11 τρισεκατομμύρια νορβηγικές κορώνες. Είναι η πρώτη φορά από τη θέσπισή του που τα κεφάλαιά του αντιστοιχούν σε τέτοιο ποσό για κάθε Νορβηγό (Kathimerini.gr, 2014).

Τα 5,11 τρις κορώνες ισοδυναμούν με 828,66 δις δολάρια και καθιστούν τυπικά πλούσιους όλους τους Νορβηγούς σε μια εποχή που οι περισσότερες ευρωπαϊκές

χώρες αγωνίζονται να αποπληρώσουν τα χρέη τους. Πρόκειται για το επενδυτικό Ταμείο που θεσπίστηκε το 1990 αρχικά ως κρατικό συνταξιοδοτικό Ταμείο για τους εργαζόμενους του Δημοσίου με κεφάλαια που δεν προέρχονταν από τη φορολογία των Νορβηγών αλλά από τα έσοδα που προσπορίζεται η Νορβηγία, έβδομη χώρα στον κόσμο σε εξαγωγές πετρελαίου, από τα κοιτάσματα υδρογονανθράκων - κυρίως στη Βόρεια Θάλασσα. Στόχος του ήταν να διασφαλίσει τις συντάξεις των Νορβηγών και την ευρύτερη ευημερία στη χώρα σε περιόδους δυσπραγίας. Οι κυβερνήσεις της χώρας με συνέπεια επιλέγουν να τοποθετούν τα διαθέσιμα επενδυτικά κεφάλαια σε ξένες χώρες, ενώ έχουν θεσπιστεί νομοθετήματα που επιτρέπουν στις εκάστοτε κυβερνήσεις να δαπανούν μόλις το 4% των ποσών του κεφαλαίου αυτού ανά έτος για ανάγκες της εγχώριας οικονομίας, ένα μικρό ποσοστό συγκριτικά με την ετήσια απόδοση των επενδύσεών του. Το κρατικό επενδυτικό Ταμείο της Νορβηγίας έχει σημειώσει μεγάλη επιτυχία, καθώς το κοινοβούλιο της χώρας έχει κατορθώσει να αποταμιεύσει χρήματα για το μέλλον ενώ πολλές άλλες χώρες δεν τα κατάφεραν (Kathimerini.gr, 2014).

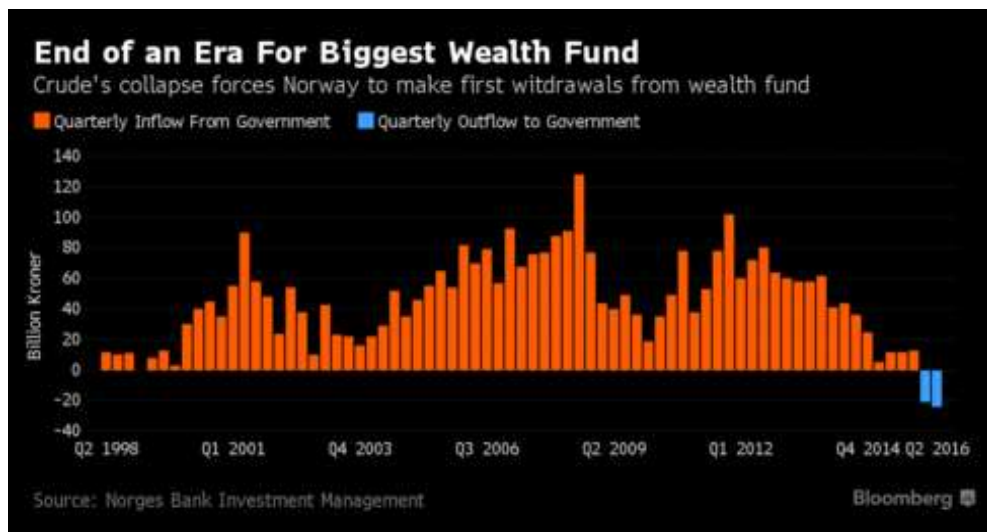
Το αξίας \$916bn ταμείο πετρελαίου της Νορβηγίας θεωρείται ως καλύτερο όλων, πραγματικότητα η οποία ενισχύθηκε από τη νομισματική ώθηση στην Ευρώπη που δίνει περαιτέρω ώθηση στην οικονομία της χώρας, σύμφωνα με τα χρηματιστήρια της περιοχής. Το Κρατικό Συνταξιοδοτικό Ταμείο της Νορβηγίας, το οποίο επενδύει τον πετρελαϊκό πλούτο της Νορβηγίας, κέρδισε περισσότερα χρήματα κατά τους τρεις πρώτους μήνες του έτους από ό,τι η κυβέρνηση δαπάνησε κατά την ίδια περίοδο. Το ταμείο επέστρεψε 5,3 τοις εκατό, ή NKr401bn (\$ 53 δις), κατά το πρώτο τρίμηνο, τα οποία, όπως δήλωσε ο διευθυντής της Norges Bank Διαχείρισης Επενδύσεων ήταν καλύτερα από ποτέ στην απόδοσή του, δύο φορές στο μέγεθος της Νορβηγικής οικονομίας. Προηγουμένως το καλύτερο τρίμηνο στην ιστορία του ταμείου όσον αφορά τα έσοδα ήταν πίσω στο 2009, όταν έκανε τζίρο NKr325bn κατά το τρίτο τρίμηνο. Η κυβέρνηση στο Όσλο ξοδεύει περίπου NKr300bn κάθε τρίμηνο (Crouch, 2015).

”Το ταμείο έχει γίνει πολύ μεγάλο και η νορβηγική επιστροφή στη διεθνή οικονομική σκηνή είναι η μεγαλύτερη ποτέ, υψηλότερα από τις δημόσιες δαπάνες”, δηλώνει ο Yngve Slyngstad, διευθύνων σύμβουλος της NBIM. Η κυβέρνηση έχει καταθέσει μόλις NKr5bn στο ταμείο για το τρίμηνο, στα χαμηλότερα επίπεδα από το 1999, σύμφωνα με τον κ. Slyngstad. Η βύθιση της τιμής του πετρελαίου έχει

πετσοκόψει τα έσοδα της Νορβηγίας που συλλέγει από υπεράκτια πεδία. Μετά από μια αδύναμη απόδοση των ευρωπαϊκών αποθεμάτων του προπερασμένου έτους (2014), η αγορά είχε συσπειρωθεί κατά το πρώτο τρίμηνο, παράγει μια επιστροφή του 8,5 τοις εκατό σε περισσότερο από το 40 τοις εκατό των μετοχικών επενδύσεων του ταμείου. "Αυτό που έχει συμβάλει στα καλά αποτελέσματα είναι η επιστροφή στο ευρωπαϊκό χαρτοφυλάκιο μετοχών, ξεπερνώντας την ευρύτερη αγορά σε τοπικό νόμισμα, αλλά και έναντι ενός καλαθιού νομισμάτων," είπε ο κ. Slyngstad. "Η απόδοση των επενδύσεων ομολόγων ήταν πιο υποτονική στο 1,6 τοις εκατό, και το ταμείο ακολουθούσε μια πιο μακροπρόθεσμη στρατηγική για τη μείωση της έκθεσής της στην Ευρωζώνη", πρόσθεσε. Είναι, επίσης, μία ένδειξη ότι ψάχνει να χτίσει ένα «τρίτο πόδι» για να εξισορροπήσει την επενδυτική στρατηγική του με την αύξηση των επενδύσεων σε ακίνητα από 2,3 τοις εκατό σε περισσότερο από 5 τοις εκατό κατά τα επόμενα χρόνια, και να αντλήσει επιπλέον NKr190bn σε παγκόσμιο ρεκόρ ακινήτων σε ετήσια βάση (Crouch, 2015).

Πρόσφατα, το ταμείο έχει έρθει κάτω από πίεση για να εκποιήσει από ορυκτά αποθέματα καυσίμων. Εν αναμονή των περιορισμών στις επενδύσεις της, η νορβηγική κυβέρνηση συνεχίζει να ξεπουλά τις εταιρείες εξόρυξης άνθρακα και ομίλους, για να προβεί στην πιο συμφέρουσα διαχείριση του άνθρακά της. Τα διοικητικά συμβούλια της Shell και η BP έχουν ανταποκριθεί θετικά στο αίτημα του ταμείου για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τους κινδύνους που συνδέονται με την κλιματική αλλαγή, και θα πρέπει να αλλάξουν τις ρουτίνες αναφοράς τους, είπε ο κ. Slyngstad. Αλλά το πιο σημαντικό στοιχείο ανάπτυξης κατά το πρώτο τρίμηνο ήταν ότι οι περισσότερες εταιρείες στις ΗΠΑ αποδέχτηκαν τον «3-3 κανόνα», κανόνας ο οποίος επιτρέπει στους επενδυτές που κατέχουν πάνω από το 3 τοις εκατό της εταιρείας για περισσότερα από τρία χρόνια, να ρίξουν ψήφους μέσω πληρεξουσίου, βοηθώντας να κρατήσει τους πίνακες υπόλογους. Το ταμείο είχε ως στόχο το 2014 να κοινοποιήσει τις προθέσεις ψήφου της στις ετήσιες συναντήσεις μέχρι 10 εταιρείες στις οποίες επενδύει, με μια «σαφή φιλοδοξία» να επεκτείνει την πρακτική σε περισσότερες από 9.000 εταιρείες στις οποίες κατέχει συμμετοχές (Crouch, 2015).

Πίνακας 1.12



(Οι εκροές από το μεγαλύτερο κρατικό επενδυτικό ταμείο του κόσμου διακινδυνεύουν την στρατηγική του. Πηγή: <http://bit.ly/2fdX2V5>)

«Η ψήφος είναι το πιο σημαντικό επίσημο δικαίωμά μας ως μέτοχος σε όρους που επηρεάζουν τις αποφάσεις σε εταιρείες στις οποίες έχουμε εκμεταλλεύσεις», δήλωσε ο NBIM. Το ταμείο είχε μια αξία στην αγορά μόλις πάνω από NKr7tn στις 31 Μαρτίου, από τις οποίες 62,5 τοις εκατό είχαν επενδυθεί σε μετοχές και 35,3 τοις εκατό σε περιουσιακά στοιχεία σταθερού εισοδήματος. Επιπλέον, το κρατικό ταμείο πλούτου της Νορβηγίας παραδέχεται πως οι αυξανόμενες αναλήψεις από την κυβέρνηση θα μπορούσαν να εμποδίσουν την προσπάθεια του ταμείου προς διαχείριση επενδύσεων υψηλότερου ρίσκου και υψηλότερης απόδοσης, αφού απορροφά όλο και περισσότερα ομόλογα με αρνητικό πρόσημο (Crouch, 2015).

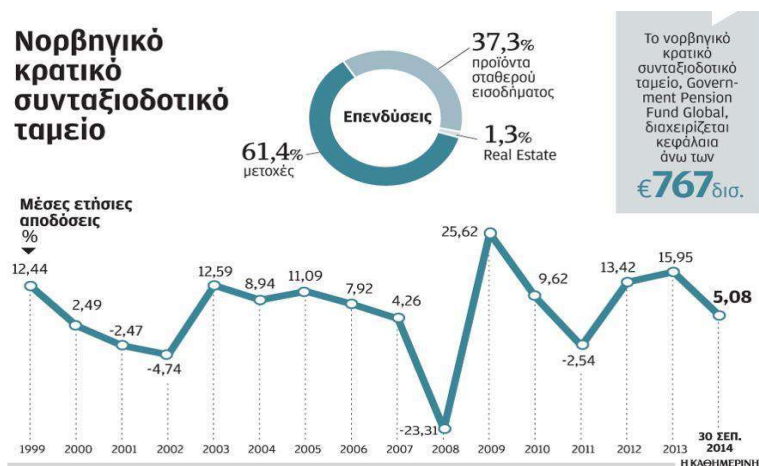
Οι εκροές είναι «σημαντικές στο πώς εκλαμβάνουμε την ευθύνη της μετακίνησης του ρίσκου από το ταμείο», ανέφερε ο Egil Matsen, υποδιοικητής της κεντρικής τράπεζας της χώρας, ο οποίος είναι και υπεύθυνος για το ταμείο. Το ταμείο, το οποίο έχει συστηθεί για τη διαφύλαξη του πετρελαϊκού πλούτου της Νορβηγίας, αποτελεί, εδώ και χρόνια, ένα «μαξιλάρι» για τις παγκόσμιες αγορές επειδή μπορούσε να υπολογίσει το ρίσκο. Μέχρι τώρα, το ταμείο έχει «αγνοήσει» τις αναλήψεις οι οποίες ξεκίνησαν φέτος κι έφτασαν τα 45 δις κορώνες (5,4 δις δολάρια)

το πρώτο εξάμηνο, αφού ανέφερε πως τα έσοδα από τα ομόλογα, τα ακίνητα και τις μετοχικές επενδύσεις μπορούν εύκολα να υπερκαλύψουν τις εκροές (Crouch, 2015).

Ως αποτέλεσμα της κρίσης, η κυβέρνηση απέσυρε συνολικά 7,4 δις νορβηγικές κορόνες (\$898 εκατ.), σύμφωνα με τα μηνιαία στοιχεία που δημοσίευσε η νορβηγική υπηρεσία οικονομικής διαχείρισης. Το νούμερο είναι αυξημένο σε σχέση με τις 6,7 δις κορόνες που αποσύρθηκαν τον κάθε ένα από τους δύο πρώτους μήνες του έτους, οδηγώντας τις συνολικές εκροές από τις αρχές του έτους στα 20,8 δις κορόνες. Με την επιτάχυνση του ρυθμού, οι συνολικές ετήσιες εκροές εκτιμάται ότι θα υπερβούν τα 80 δις κορόνες όπως προέβλεψε το Φεβρουάριο ο Κεντρικός Τραπεζίτης, ο οποίος εποπτεύει το fund των 860 δις δολαρίων. Η κυβέρνηση του μεγαλύτερου ταμείου πετρελαιοπαραγωγών της δυτικής Ευρώπης στρέφεται στον κουμπαρά της για να καλύψει τις ανάγκες του προϋπολογισμού εν μέσω πτώσης των τιμών του πετρελαίου (Capital.gr, 2016).

### 3.2.1 Το Νορβηγικό κρατικό συνταξιοδοτικό ταμείο

Πίνακας 1.5



(Το Νορβηγικό κρατικό συνταξιοδοτικό ταμείο διαχειρίζεται κεφάλαια συνολικής αξίας πάνω από 767 δις ευρώ. Πηγή: <http://bit.ly/2fv1OQt>)

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το Νορβηγικό κρατικό συνταξιοδοτικό ταμείο το οποίο διαχειρίζεται κεφάλαια άνω των 767 δις ευρώ και θεωρείται το μεγαλύτερο του είδους του σε παγκόσμιο επίπεδο με στόχο την κάλυψη των

μελλοντικών αναγκών των ασφαλιστικών φορέων. Το ταμείο αυτό είναι αποκλειστικά δημόσιο, και αναλαμβάνει την αξιοποίηση της κινητής και ακίνητης περιουσίας και των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων με επενδύσεις χαμηλού ρίσκου. Η απόδοση της περιουσίας είναι εγγυημένη από το κράτος το οποίο έχει τη τελική ευθύνη διαχείρισής του, ώστε πιθανές ελλειπείς αποδόσεις να συμπληρώνονται μέχρι το συμφωνημένο όριο από ασφαλιστικούς φορείς αλλά και το κράτος. Το Ταμείο υποχρεούται να υποβάλλει ετήσιο απολογισμό διαχείρισης και πενταετή προγραμματισμό για το μέλλον (Μπέλλος, 2016).

Το Νορβηγικό κρατικό συνταξιοδοτικό ταμείο αποτελεί στην ουσία ένα ταμείο στο οποίο έχει κατατεθεί το πλεόνασμα του πλούτου που παράγεται από το νορβηγικό εισόδημα πετρελαίου. Το ταμείο άλλαξε το όνομά του τον Ιανουάριο του 2006 από το προηγούμενο όνομά του, το Ταμείο Πετρελαίου της Νορβηγίας. Το ταμείο συνήθως αναφέρεται ως αμοιβαίο κεφάλαιο. Τα αποτελέσματα από την αποτίμηση τον Ιούνιο του 2011, έδειξαν πως το ταμείο ήταν ήταν το μεγαλύτερο συνταξιοδοτικό ταμείο στον κόσμο, αλλά δεν είναι ένα συνταξιοδοτικό ταμείο με τη συμβατική έννοια, καθώς αντλεί την οικονομική υποστήριξή του από τα κέρδη του πετρελαίου, και όχι από συνταξιοδοτικές εισφορές. Από τις 2 Μαΐου, 2016 η συνολική αξία του είναι 7.000.000.000 εκατομμύρια NOK (873 δισεκατομμύρια \$), κρατώντας το ένα τοις εκατό των παγκόσμιων αγορών μετοχών. Με 1,78% των ευρωπαϊκών αποθεμάτων, λέγεται ότι είναι ο μεγαλύτερος ιδιοκτήτης μετοχών στην Ευρώπη (Μπέλλος, 2016).

Ο σκοπός του ταμείου πετρελαίου είναι να επενδύσει τα μέρη του μεγάλου πλεονάσματος που παράγεται από τον τομέα του νορβηγικού πετρελαίου, που προέρχεται κυρίως από τους φόρους των επιχειρήσεων, αλλά και την πληρωμή για την άδεια για έρευνα, καθώς και από το άμεσο οικονομικό συμφέρον και τα μερίσματα του κράτους από την εν μέρει κρατική εταιρεία Statoil. Τα τρέχοντα έσοδα από τον τομέα του πετρελαίου εκτιμάται ότι θα είναι σε περίοδο αιχμής της με εκτιμήσεις να μειωθεί στις επόμενες δεκαετίες. Το Ταμείο Πετρελαίου ιδρύθηκε το 1990 μετά από απόφαση του νομοθέτη της χώρας για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της επικείμενης μείωσης των εισοδημάτων και με σκοπό να εξομαλύνει τις διασπαστικές επιδράσεις της υψηλής διακύμανσης των τιμών του πετρελαίου (Μπέλλος, 2016).



Το Κρατικό Ταμείο Συντάξεων της Νορβηγίας (Government Pension Fund Global) χειρίζεται με διαφάνεια τη στρατηγική επενδύσεών του, όπως και το ύψος της περιουσίας του. Για τον επιμερισμό του κινδύνου και την αποφυγή χαρακτηρισμού του ως απειλητικού επενδυτή, το Ταμείο αγοράζει σχετικά μικρά πακέτα μετοχών σε πολλές εταιρείες που καλύπτουν μεγάλο φάσμα αγορών, αντί να επικεντρώνει τις επενδύσεις του. Η δε έκθεση σχετικά με τις επενδύσεις και τις αποδόσεις ανακοινώνεται δημόσια. Κάθε άνθρωπος μπορεί να λάβει μέρος στη διαβούλευση για τον τρόπο διαχείρισης αυτού του κοινού κεκτημένου δικαιώματος. Με αυτόν τον τρόπο, το Νορβηγικό Ταμείο Συντάξεων έθεσε ένα νέο «χρυσό κανόνα» που εμπνέει άλλους επενδυτές στη διεθνή αγορά αξιών. Η εξασφάλιση καλών αποδόσεων σε βάθος χρόνου είναι σημαντική για την ασφάλιση του μέλλοντος - αλλά όχι με οποιοδήποτε τίμημα. Ο στόχος του Κρατικού Ταμείου Συντάξεων (Government Pension Fund Global) δεν είναι να επιτύχει γρήγορη απόδοση των επενδύσεων, αλλά να διασφαλίσει την ασφάλεια των Νορβηγών του μέλλοντος (Πρεσβεία της Νορβηγίας στην Αθήνα, 2016).

### **3.2.2 Διαχείριση και μέγεθος του Ταμείου**

Το εγχώριο ασφαλιστικό ταμείο διοικείται από το Folketrygdfondet. Το παγκόσμιο επενδυτικό ταμείο διοικείται από τη Norges Bank Διαχείρισης Επενδύσεων (NBIM), μέλος της νορβηγικής Κεντρικής Τράπεζας για λογαριασμό του Υπουργείου Οικονομικών. Είναι σήμερα το μεγαλύτερο συνταξιοδοτικό ταμείο στην Ευρώπη και είναι μεγαλύτερο από το κρατικό συνταξιοδοτικό ταμείο των δημοσίων υπαλλήλων της Καλιφόρνια στην Αμερική (CalPERS), ένα από τα μεγαλύτερα δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία στις Ηνωμένες Πολιτείες. Τον Απρίλιο του 2011, το Υπουργείο Οικονομικών της Νορβηγίας έκανε την πρόβλεψη ότι το ταμείο θα φτάσει 4.300 δισεκατομμύρια NOK (717 δισεκατομμύρια \$) μέχρι το τέλος του 2014 και 6.000 δισεκατομμύρια NOK (\$ 1.000 δισεκατομμύρια) μέχρι το τέλος του 2019 (Μπέλλος, 2016).

Σύμφωνα με τις προβλέψεις, το 2030 η αξία του ταμείου θα είναι 7.400 δισεκατομμύρια NOK (\$ 1.300 δισεκατομμύρια). Ένα χειρότερο σενάριο για την αξία του ταμείου το 2030 προβλεπόταν σε 2.700 δισεκατομμύρια NOK (455 δισεκατομμύρια \$), ένα καλύτερο σενάριο σε 19.600 δισεκατομμύρια NOK (\$ 3.300

δισεκατομμύρια). Μέχρι τις 2 Μαΐου, 2016, η αξία του ταμείου ήταν 7,0 τρισεκατομμύρια NOK (873 δισεκατομμύρια \$) (Μπέλλος, 2016).

Από το 1998, το Ταμείο έχει τη δυνατότητα να επενδύσει έως και το 40 τοις εκατό του χαρτοφυλακίου του στη διεθνή χρηματιστηριακή αγορά. Τον Ιούνιο του 2009, το υπουργείο αποφάσισε να αυξήσει το μερίδιο μετοχών έως το 60 τοις εκατό. Τον Μάιο του 2014, η Κεντρική Τράπεζα μέσω του διοικητή της, πρότεινε την αύξηση του ποσοστού στο 70 τοις εκατό. Η νορβηγική κυβέρνηση προβλέπει ότι μέχρι το 5 τοις εκατό του ταμείου θα πρέπει να επενδύει στην ακίνητη περιουσία, αρχής γενομένης από το 2010. Μια ειδική πολιτική για τις επενδύσεις σε ακίνητα προτάθηκε στη νέα έκθεση του Υπουργείου Οικονομικών της Νορβηγίας. Η τρέχουσα επενδυτική στρατηγική του κεφαλαίου υπαγορεύει το 60% των μετοχών, το 35% σταθερού εισοδήματος, και 5% των ακινήτων (Μπέλλος, 2016).

Στον τομέα σταθερού εισοδήματος, το 70% επενδύεται σε ομόλογα που εκδίδονται από κυβερνήσεις και το 30% σε ομόλογα που εκδίδονται από τον επιχειρηματικό τομέα. Το κρατικό επενδυτικό ταμείο της Νορβηγίας λαμβάνει μέτρα για να γίνουν πιο ενεργοί στη διακυβέρνηση της εταιρείας. Κατά το δεύτερο τρίμηνο του 2013, στο κρατικό επενδυτικό ταμείο οι μέτοχοι ψήφισαν σε 6.078 γενικές συνελεύσεις, καθώς και 239 προτάσεις σε περιβαλλοντικά και κοινωνικά θέματα. Η Κυβέρνηση Συντάξεων της Νορβηγίας (GPF) έχει τη δυνατότητα να επηρεάσει την αγορά της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ευρώπη, ενδεχομένως και την Κίνα, καθώς και, σε μεγάλο βαθμό, επίσης, έχουν αρχίσει να εκφράζονται ή να διενεργούνται ήδη πιέσεις για χαμηλότερες αμοιβές των στελεχών (Μπέλλος, 2016).

Ως επενδυτής, το κράτος έχει μερίδιο ευθύνης για τον τρόπο με τον οποίο οι εταιρείες στις οποίες το Ταμείο επενδύει συμπεριφέρονται, για τα προϊόντα που παράγουν και για την επίδρασή τους στις τοπικές κοινωνίες. Οι επενδύσεις του κρατικού συνταξιοδοτικού ταμείου της Νορβηγίας είναι σταθερά κατά 61,4% τοποθετημένες σε μετοχές, κατά 37,3% σε προϊόντα σταθερού εισοδήματος και κατά 1,3% σε real estate. Το ταμείο αυτό έχει δεσμούς με το ελληνικό τραπεζικό σύστημα, αφού στα τέλη της προηγούμενης δεκαετίας ήλεγχε το 5% της Εθνικής Τράπεζας και είχε τοποθετήσεις στην Ελλάδα, μέχρι που αποχώρησε αργότερα εν μέσω της οικονομικής ύφεσης. Με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία το Νορβηγικό Κρατικό Επενδυτικό Ταμείο κατέχει θέσεις σε 29 ελληνικές τράπεζες εισηγμένες με αξία

κήσης 577,245\$ εκ. και άλλα 14,8\$ εκ. τοποθετημένα σε ομόλογα (Kathimerini.gr, 2015; Μπέλλος, 2016).

Το Νορβηγικό Κρατικό Επενδυτικό Ταμείο διακρίνεται στα εξής είδη ταμείων από τα έσοδα του ορυκτού πλούτου, ανάλογα με τον σκοπό που το καθένα εξυπηρετεί: αποταμιευτικό ταμείο με στόχο να δημιουργήσει πλούτο για τις μελλοντικές γενιές και χαρακτηρίζεται από σταθερές εισροές και διακριτικές εκροές, το σταθεροποιητικό ταμείο που στόχο έχει να μειώσει τις επιπτώσεις από μεταβαλλόμενα εισοδήματα και το επενδυτικό ταμείο που επιδιώκει να είναι αποταμιευτικό και σταθεροποιητικό. Κύριο χαρακτηριστικό του είναι η σύνδεση του με τον κρατικό προϋπολογισμό της χώρας, όπου η καθαρή εισροή ισούται με την συνολική δημοσιονομική ισορροπία.

Εν μέσω κρίσης, το Κρατικό Συνταξιοδοτικό Ταμείο της Νορβηγίας έχει υποπέσει σε αρκετές διαμάχες για τα οικονομικά. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι το γεγονός ότι το Ταμείο επρόκειτο να υποβάλει αγωγή κατά της Volkswagen ενόψει του σκανδάλου και σε συνδυασμό με άλλες αρνητικές εξελίξεις όπως η πτώση της τιμής του πετρελαίου και η αστάθεια στις αγορές μετοχών. Συγκεκριμένα, το κρατικό επενδυτικό ταμείο της Νορβηγίας επρόκειτο να κινηθεί εναντίον της γερμανικής εταιρείας Volkswagen, όντας μέτοχος αυτής, καθώς η συμπεριφορά της του δίνει τη δυνατότητα για νομικές διεκδικήσεις, προκειμένου να διαφυλάξει τη θέση του στην εταιρεία (Greek Finance Forum, 2016) . Επιπλέον, η χώρα ανακοίνωσε πως θα εκταμιεύσει κεφάλαια για πρώτη φορά από το 2016 ώστε να καλύψει διάφορες ανάγκες του δημοσίου τομέα. Η Νορβηγία, όμως, αποτελεί τη λιγότερο ανησυχητική περίπτωση, καθώς το δικό της sovereign fund διακρίνεται για την εταιρική του διακυβέρνηση και τη διαφάνεια.

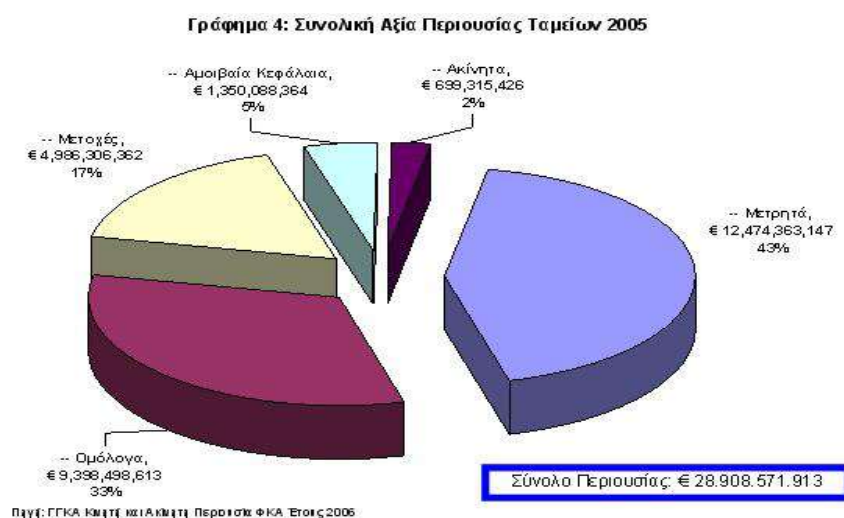
Τα παραπάνω αποτέλεσαν ισχυρό πλήγμα για τα ταμεία της Νορβηγίας και της Σαουδικής Αραβίας καθώς υπέστησαν μεγάλη μείωση τα έσοδά τους. Συγκεκριμένα στη Νορβηγία, προκλήθηκε ζημιά ύψους περίπου 600 εκατ. δολαρίων, κάτι που οδήγησε σε μεγάλη αστάθεια τις αγορές της σε μετοχές, ομόλογα και ακίνητα. Ωστόσο, σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, το ταμείο της Νορβηγίας έχει τη δυνατότητα να αντεπεξέλθει στην πτώση των εσόδων αλλά και στην ενίσχυση της νορβηγικής κορόνας. Πάντως σημαντική μείωση παρατηρείται και στα κεφάλαια του ταμείου της Νορβηγίας, καθώς το κράτος άντλησε 780 εκατ. δολάρια από αυτά,

προκειμένου να καλύψει δημόσιες δαπάνες και να στηρίξει την οικονομία της χώρας. Φαίνεται, όμως, ανάλογη τύχη να έχουν και επενδυτικά ταμεία στη Σουηδική Αραβία για κάλυψη δημοσίων δαπανών και μείωση εσόδων από το πετρέλαιο, ενώ στη Ρωσία και τα δύο κρατικά επενδυτικά ταμεία έχουν υποστεί πλήγμα από την πτώση του πετρελαίου και υπολογίζεται πως θα πληγούν περαιτέρω (Σπάθη, 2016).

### 3.3 Λοιπά παραδείγματα Κρατικών Συνταξιοδοτικών Ταμείων

Οι εισφορές εργοδοτών και εργαζομένων είναι βασική πηγή χρηματοδότησης για τις μελλοντικές συνταξιοδοτήσεις αλλά και υποχρεώσεων των φορέων κοινωνικής ασφάλισης. Δεδομένης, λοιπόν, της γήρανσης του πληθυσμού στις ανεπτυγμένες χώρες, φαίνεται πως θα αυξηθεί το κόστος των πληρωμών για τις συντάξεις και την υγεία, κάτι που θα έχει ως αποτέλεσμα να δημιουργηθούν πιέσεις στα δημοσιονομικά των χωρών. Για μία χώρα όπως η Ελλάδα, που ήδη αντιμετωπίζει ελλείμματα λόγω της οικονομικής κρίσης, αν δεν υπάρξουν αλλαγές στο συνταξιοδοτικό σύστημα προβλέπεται ότι θα αντιμετωπίσει εκρηκτικά ελλείμματα το 2050 στο 24,8% (Τεσσαρομάτης, 2010).

Πίνακας 1.6



Όπως στην Αγγλία, έτσι και σε άλλες χώρες του ΟΟΣΑ, μετά από αλλαγές που σημειώθηκαν στα συνταξιοδοτικά ταμεία, παρατηρήθηκε ανάπτυξη στα επαγγελματικά ταμεία και στην περιουσία που αυτά διαχειρίζονται. Όπως φαίνεται και από τα στοιχεία του ΟΟΣΑ, η περιουσία των ταμείων ανέρχεται στα 16,8 τρις ή 72,5% του παγκόσμιου ΑΕΠ. Αυξάνουσα πορεία στην περιουσία παρουσιάζουν και άλλες χώρες με ταμεία του πρώτου πυλώνα, καθώς τα ταμεία που έχουν δημιουργηθεί από κυβερνήσεις και φορείς κοινωνικής ασφάλισης προσβλέπουν στη χρηματοδότηση μελλοντικών υποχρεώσεων. Στην κατηγορία αυτή των ταμείων, η περιουσία τους προέρχεται από πλεονάσματα και συνεισφορές από τον κρατικό προϋπολογισμό, όπως για παράδειγμα τα ταμεία της Δανίας, της Ιαπωνίας και των ΗΠΑ (Τεσσαρομάτης, 2010).

Σε άλλες χώρες έχουν δημιουργηθεί ταμεία με κεφάλαια απευθείας από τον κρατικό προϋπολογισμό, που έχουν στόχο την προ-χρηματοδότηση των ελλειμμάτων που παρουσιάζει το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης και η περιουσία τους φτάνει σε ύψος τα 4,1 τρις ή το 28,9% του παγκόσμιου ΑΕΠ. Στον ΑΕΠ, σημαντικά ποσοστά παρουσιάζουν οι περιουσίες ταμείων όπως αυτά της Ολλανδίας, των ΗΠΑ, της Μ. Βρετανίας, του Καναδά και της Ιρλανδίας. Πιο συγκεκριμένα, η περιουσία του νορβηγικού συνταξιοδοτικού ταμείου ανέρχεται στα 130% του ΑΕΠ, στο 31% τα έξι ταμεία του Σουηδικού δημόσιου συστήματος και στο 28% το Ιαπωνικό κρατικό ταμείο. Άξιο σημασίας είναι και το ποσοστό που κατέχει και το Ελληνικό σύστημα κοινωνικής ασφάλισης με ποσοστό 14,7% σε σύγκριση με το σύστημα συντάξεων στη Γαλλία και στη Γερμανία (Τεσσαρομάτης, 2010).

Ανεξάρτητα από τις διαφορές που παρουσιάζει κάθε χώρα, ο τρόπος οργάνωσης και λειτουργίας σχετικά με τη διαχείριση των κεφαλαίων των ασφαλιστικών οργανισμών έχει κοινά χαρακτηριστικά. Βασικοί «παίκτες» στην αγορά είναι: οι διαχειριστές, οι σύμβουλοι επενδύσεων και οι αναλογιστές - ορκωτοί ελεγκτές. Η διαχείριση της περιουσίας μπορεί να γίνει απευθείας από το ταμείο, από εξειδικευμένα τμήματα εταιρειών επενδύσεων ή με συνδυασμό εσωτερικής και εξωτερικής διαχείρισης. Στην Αμερική τα συνταξιοδοτικά ταμεία χρησιμοποιούν κατά 14% επαγγελματικά ταμεία και 19% δημόσια ταμεία για εσωτερική διαχείριση, ενώ το ποσοστό της περιουσίας που διαχειρίζονται εσωτερικά ανέρχεται στο 33% για περιουσία λιγότερη από 5 δις, και 58% για μεγαλύτερα ταμεία. Παράλληλα τα ποσοστά περιουσίας που αντιστοιχούν σε χώρες της Ε.Ε. φτάνουν το 70% για τη

Γερμανία, το 57% για τη Γαλλία, το 56% για την Ιταλία και το 78% για τη Μεγάλη Βρετανία (Τεσσαρομάτης, 2010).

Για την καλύτερη αξιοποίηση της περιουσίας και την επίτευξη των στόχων των ταμείων, οι σύμβουλοι επενδύσεων παρέχουν εξειδικευμένη γνώση και εμπειρία. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το γεγονός ότι το 78,9% των δημόσιων ασφαλιστικών οργανισμών χρησιμοποιεί συμβούλους επενδύσεων, οι οποίοι δίνουν συμβουλές που αφορούν στη δομή οργάνωσης του κεφαλαίου του ταμείου, στην επιλογή του καλύτερου διαχειριστή ή διαχειριστών, στη μέτρηση και αξιολόγηση των αποδόσεων του ταμείου αλλά και αξιολόγηση των ίδιων των διαχειριστών. Στις χώρες που κατέχουν εμπειρία με τη διαχείριση, πρέπει να υπάρχει διαχωρισμός ανάμεσα στο συμβουλευτικό και διαχειριστικό ρόλο προκειμένου να αποφεύγονται προβλήματα που ενδεχομένως προκύψουν, αν ο οργανισμός αναλάβει και τους δύο ρόλους (Τεσσαρομάτης, 2010).

Η αναλογιστική μελέτη γίνεται για την καλύτερη εκτίμηση των μελλοντικών υποχρεώσεων του ταμείου, γι' αυτό οι χώρες με ανεπτυγμένα συνταξιοδοτικά συστήματα ελέγχονται από εποπτικές αρχές. Για την κατανομή των περιουσιακών στοιχείων του ταμείου, σημαντικό ρόλο παίζει η αναλογιστική μελέτη, ενώ ανάλογη υποχρέωση έχουν και οι ορκωτοί ελεγκτές, ο έλεγχος των οποίων έχει να κάνει με την πληρωμή των εισφορών και τις οικονομικές καταστάσεις του ταμείου. Για την βέλτιστη χρήση των ταμείων βασικές προϋποθέσεις είναι: οι υπηρεσίες θεματοφυλακής, η νομική υποστήριξη, η χρηματοοικονομική λογιστική, η μέτρηση αποδόσεων και η μέτρηση του κόστους συναλλαγής (Τεσσαρομάτης, 2010).

Η περιουσία του κάθε ταμείου έχει σκοπό την κάλυψη μελλοντικών υποχρεώσεων του και το ύψος αυτών καθορίζεται βασικά από την εξέλιξη των μισθών και του πληθωρισμού, γι' αυτό άλλωστε και ο στόχος των διαχειριστών είναι να πετύχουν επιδόσεις που να είναι εν μέρει ίσες με την αύξηση των μελλοντικών μισθών και του πληθωρισμού. Υποχρέωση των διαχειριστών αποτελεί επίσης και η απόφαση σχετικά με επενδύσεις υψηλού κινδύνου όπως μετοχές, εναλλακτικές μορφές επένδυσης και επενδύσεις χαμηλού κινδύνου όπως ομόλογα ή μετρητά. Σύμφωνα με στοιχεία του ΟΟΣΑ, ένα μέσο ταμείο διεθνώς μπορεί να κάνει επενδύσεις 60% σε μετοχές, 26% σε ομόλογα και 14% σε ακίνητα, δομημένα

προϊόντα, private equity, hedge funds. Ωστόσο, η επίτευξη επενδυτικών στόχων αποτελεί στοιχείο των διαχειριστών στα επαγγελματικά ταμεία (Τεσσαρομάτης, 2010).

Σε διεθνή χώρα η κατανομή επενδύσεων από τα σημαντικότερα δημόσια ταμεία κατανέμεται με ποσοστά όπως: 50% κεφάλαια σε μετοχές η Σουηδία, 13% η Ιρλανδία, 60% η Νορβηγία, ενώ ένα αρκετά σημαντικό ποσοστό της περιουσίας των δημόσιων ταμείων τοποθετείται σε εναλλακτικές επενδύσεις. Σημαντικό είναι να αναφέρουμε ότι το μετοχικό χαρτοφυλάκιο που τοποθετείται σε τοπικές μετοχές είναι χαμηλότερο από αυτό που επενδύεται σε μετοχές άλλων χωρών, όπως συμβαίνει με τη Γαλλία (Τεσσαρομάτης, 2010).

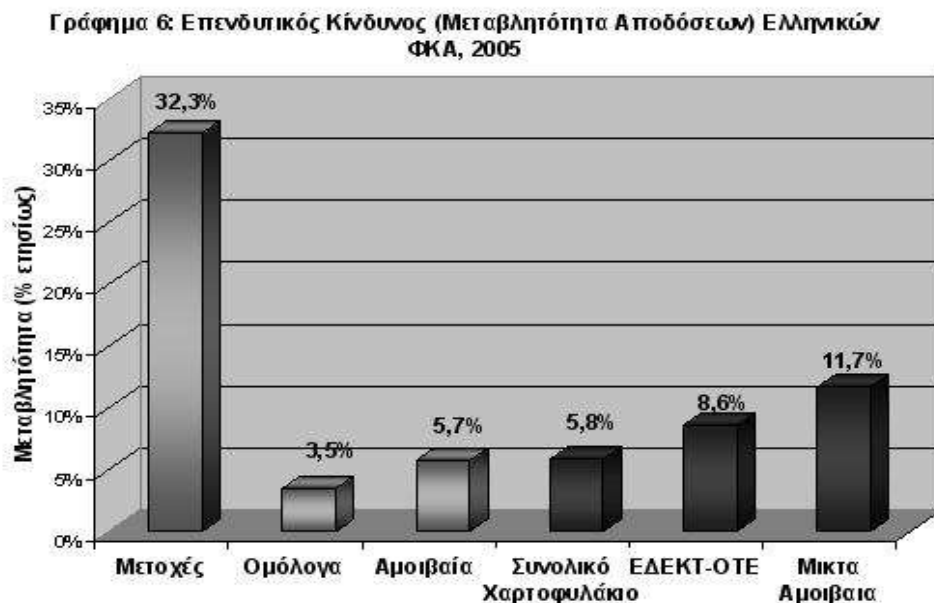
### **3.3.1 Η περίπτωση της Ελλάδας**

Στην Ελλάδα, η συνολική περιουσία των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στο τέλος του 2005 έφτανε τα 28,9 δις, εκ των οποίων το 17% ήταν επενδυμένο σε μετοχές, το 33% σε ομόλογα του ελληνικού κράτους, το 43% σε μετρητά, το 5% σε αμοιβαία κεφάλαια και το 2% σε ακίνητα. Το 36,8% του συνόλου της περιουσίας αντιστοιχεί στα ταμεία ΙΚΑ, ΟΓΑ και ΤΣΜΕΔΕ και το 76,3% καλύπτουν τα είκοσι μεγαλύτερα ταμεία. Μόνο 55 από τους 81 φορείς κοινωνικής ασφάλισης έχουν περιουσία κάτω από 300 εκατ. και τα ταμεία που τους αναλογεί περιουσία μεγαλύτερη από ένα δις είναι τα: ΙΚΑ, ΟΓΑ, ΤΣΜΕΔΕ, Τ.Σ.Α.Υ., Ταμείο Νομικών και Τ.Ε.Α.Δ.Υ.. Ακόμα και αυτά τα ταμεία όμως φαίνεται αδύνατον να καλύψουν τις ανάγκες για εξειδικευμένο προσωπικό, οργάνωση και επενδύσεις σε συστήματα και λογισμικό μιας σύγχρονης μονάδας διαχείρισης. Στην Ελλάδα, οι επενδύσεις των φορέων κοινωνικής ασφάλισης αντιστοιχούν στο 17% σε μετοχές του ελληνικού χρηματιστηρίου και 33% σε ομόλογα του ελληνικού κράτους (Τεσσαρομάτης, 2010).

Σε πολλές χώρες οι επενδύσεις σε μετοχές αποτελούν μεγάλο μέρος του συνολικού χαρτοφυλακίου, εκτός από τα ταμεία των ΗΠΑ, της Ισπανίας, της Κορέας και της Κίνας. Πλέον προτείνεται η δημιουργία χαρτοφυλακίων με ευρεία διασπορά, δηλαδή χαρτοφυλάκια που είναι μεν εκτιθέμενα σε οικονομικούς κινδύνους, αλλά οι αγορές προσφέρουν καλύτερες αποδόσεις από το επιτόκιο καταθέσεων, ενώ υπάρχει ανταμοιβή σε όσους επενδύουν σε χαρτοφυλάκια με μικρή διασπορά. Με βάση στοιχεία της Γενικής Γραμματείας Κοινωνικών Ασφαλίσεων, το τραπεζικό

χαρτοφυλάκιο είχε μετοχές από την Εθνική Τράπεζα με ποσοστό 51,93%, από την Εμπορική Τράπεζα με ποσοστό 21,68% και από την Τράπεζα Ελλάδος με ποσοστό 8%, δηλαδή υπάρχει κλαδική έκθεση ελληνικών χαρτοφυλακίων σε τρεις τραπεζικές μετοχές, που σημαίνει υπερβολική συγκέντρωση και ανάληψη σημαντικού ιδιοσυγκρατικού κινδύνου (Τεσσαρομάτης, 2010).

Πίνακας 1.7



Πηγή: ΓΓΚΑ Κινητή και Ακίνητη Περιουσία, Βάση Δεδομένων EFECT και Υπολογισμοί του Συγγραφέα

(Επενδυτικός κίνδυνος και μεταβλητότητα αποδόσεων ελληνικών ΦΚΑ, 2005. Πηγή: ΓΓΚΑ Κινητή και Ακίνητη περιουσία, Βάση Δεδομένων EFECT)

Στην Ελλάδα, ο λεγόμενος επενδυτικός κίνδυνος, δηλαδή το ρίσκο απώλειας κεφαλαίων ή αποδόσεων μικρότερων από τους προκαθορισμένους στόχους είναι υψηλότερος από άλλες χώρες της Ευρώπης, διότι η μεταβλητότητα της τιμής των περιουσιακών στοιχείων στην χώρα είναι μεγάλη, άρα και μεγάλος ο επενδυτικός κίνδυνος. Με βάση τα ποσοστά επενδύσεων σε μετοχές, ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια και μετρητά στο τέλος του 2005 και μηνιαίες αποδόσεις της τελευταίας πενταετίας το γράφημα 6 παρουσιάζει τον επενδυτικό κίνδυνο (μεταβλητότητα) των χαρτοφυλακίων των ΦΚΑ. Ο επενδυτικός κίνδυνος του συνολικού χαρτοφυλακίου των ΦΚΑ είναι



5,8%. Άρα, η πιθανότητα απώλειας κεφαλαίου μεγαλύτερης από 5,8% είναι περίπου 16,7%. Υπάρχουν, όμως, ταμεία με συνολικό κίνδυνο 38% αλλά και ταμεία που επενδύουν μόνο σε μετρητά με ελάχιστο επενδυτικό κίνδυνο. Σε σύγκριση, ο επενδυτικός κίνδυνος του μέσου μικτού αμοιβαίου κεφαλαίου είναι 11,7% ετησίως. Η διαφορά στον κίνδυνο του μετοχικού χαρτοφυλακίου που έχουν σήμερα τα Ελληνικά ταμεία και του κίνδυνου ενός χαρτοφυλακίου με ευρεία διασπορά αντικατοπτρίζει την συγκέντρωση των χαρτοφυλακίων σε λίγες μετοχές, σε ένα κλάδο και μόνο στο Ελληνικό χρηματιστήριο (Τεσσαρομάτης, 2010).

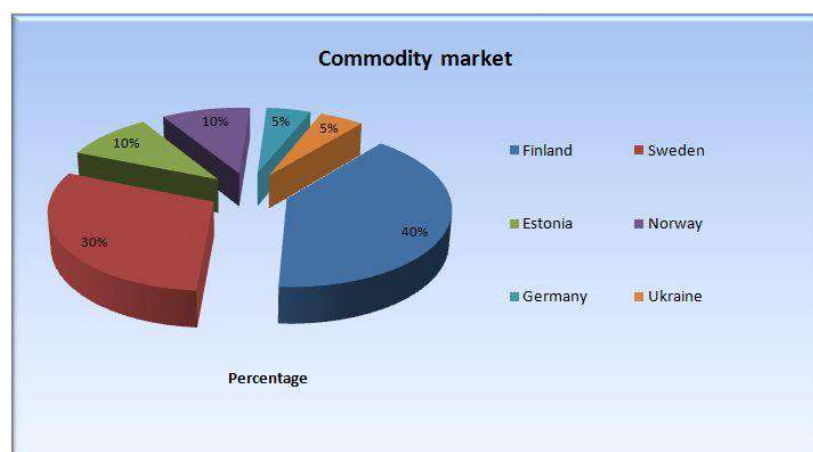
Συγκριτικά, οι ετήσιες μέσες αποδόσεις συνταξιοδοτικών ταμείων σε Βέλγιο, Ελβετία, Αυστρία, Αγγλία, Ολλανδία, Ιρλανδία, Νορβηγία, Σουηδία. Στη Ελλάδα, το ΙΚΑ και η ΕΔΕΚΤ του ΟΤΕ αποτελούν τις μοναδικές μονάδες επαγγελματικής διαχείρισης που έχουν ιδρυθεί από φορείς κοινωνικής ασφάλισης. Το 2006 τα κεφάλαια που τα ταμεία αυτά διαχειρίζονταν ανέρχονταν στα 756 εκατομμύρια ευρώ και 344 εκατομμύρια ευρώ αντίστοιχα. Το χαρτοφυλάκιο της πρώτης επένδυε τόσο στην εγχώρια όσο και στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, ενώ η ΑΕΔΑΚ του ΙΚΑ σε ελληνικές μετοχές και κρατικά ομόλογα, ενώ και οι δύο χρησιμοποιούσαν εξωτερικούς διαχειριστές για να διαχειρίζονται αποτελεσματικά τα κεφάλαια τους. Μέσα στην οικονομική κρίση τα συνταξιοδοτικά κρατικά ταμεία στην Ελλάδα βρίσκονται δυστυχώς σε δεινή οικονομική κατάσταση (Τεσσαρομάτης, 2010).

Έτσι, η ανάγκη για μεταρρυθμίσεις είναι έκδηλη, στοχεύοντας στην αποτελεσματικότερη διαχείριση των όποιων αποθεματικών των δημοσίων ταμείων. Οι μεταρρυθμίσεις θα πρέπει να περιλαμβάνουν την φιλελευθεροποίηση του επενδυτικού πλαισίου μέσα στο οποίο δραστηριοποιούνται τα επενδυτικά ταμεία, την υιοθέτηση κανόνων διακυβέρνησης των ταμείων που να είναι ανάλογοι με αυτούς που ισχύουν και για τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, πιο ολοκληρωμένη πληροφόρηση των αρχών, των ασφαλισμένων αλλά και γενικώς των φορολογούμενων και τέλος την δυνατότητα πρόσληψης επαγγελματιών διαχειριστών που επιλέγονται και αξιολογούνται με κριτήρια τα οποία είναι διαφανή, αντικειμενικά και αξιοκρατικά (Τεσσαρομάτης, 2010).

## Κεφάλαιο 4 Οι αγορές εμπορευμάτων

Μια αγορά εμπορευμάτων είναι μια αγορά που εμπορεύεται στον πρωτογενή τομέα της οικονομίας και όχι στα βιομηχανοποιημένα προϊόντα. Μαλακά εμπορεύματα είναι τα γεωργικά προϊόντα, όπως το σιτάρι, ο καφές, το κακάο και η ζάχαρη. Τα σκληρά εμπορεύματα εξορύσσονται, όπως ο χρυσός και το πετρέλαιο. Οι επενδυτές έχουν πρόσβαση σε περίπου 50 μεγάλες αγορές βασικών προϊόντων σε όλο τον κόσμο με καθαρά οικονομικές συναλλαγές και υπερτερούν αριθμητικά όλο και πιο πολύ, υπερτερώντας τα φυσικά δρομολόγια στα οποία παραδίδονται αγαθά. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είναι ο παλαιότερος τρόπος που επενδύουν σε εμπορεύματα. Τα μελλοντικά συμβόλαια είναι ένας τρόπος με τον οποίο εξασφαλίζονται τα υλικά περιουσιακά στοιχεία. Οι αγορές εμπορευμάτων μπορεί να περιλαμβάνουν φυσικές συναλλαγές και παραγωγές συναλλαγών, προς τα εμπρός, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και δικαιώματα προαίρεσης επί συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης. Οι αγρότες έχουν χρησιμοποιήσει μια απλή μορφή της διαπραγμάτευσης παραγωγών στην αγορά των βασικών προϊόντων για αιώνες για τη διαχείριση του κινδύνου των τιμών (Investment Research & Analysis Journal, 2014).

Πίνακας 1.8



(Το ποσοστό κατοχής των αγορών εμπορευμάτων στην Ευρώπη. Πηγή: <http://bit.ly/2fAIC39>)

#### **4.1 Ιστορική αναδρομή**

Οι αγορές εμπορευμάτων, τόσο μέσα στην ιστορία της ανθρωπότητας όσο και στη σύγχρονη εποχή, είχαν τεράστιες οικονομικές επιπτώσεις για τα έθνη και τους ανθρώπους. Ο συνολικός αντίκτυπος των αγορών βασικών προϊόντων σε όλη την ιστορία δεν είναι ακόμη πλήρως γνωστός, αλλά έχει προταθεί ότι βασικά προϊόντα όπως το ρύζι μπορεί να αποτελούσαν προϊόν διαπραγματεύσεων στην Κίνα εδώ και 6.000 χρόνια. Οι ελλείψεις σε κρίσιμα αγαθά έχουν προκαλέσει πολέμους σε όλη την ιστορία (όπως στο Β 'Παγκόσμιο Πόλεμο, όταν η Ιαπωνία πολέμησε σε ξένες χώρες για την εξασφάλιση του πετρελαίου και του ελαστικού), ενώ η υπερπροσφορά μπορεί να έχει καταστροφικές συνέπειες για την περιοχή από την υποτίμηση των τιμών των βασικών εμπορευμάτων (Dumon, 2016).

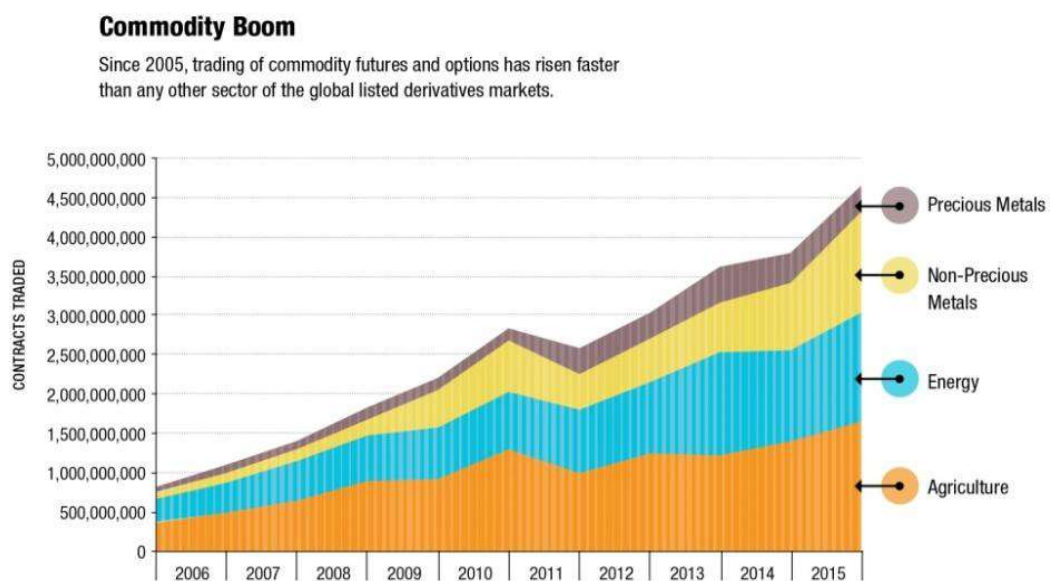
Τα ενεργειακά βασικά προϊόντα, όπως το αργό, παρακολουθούνται στενά από χώρες, επιχειρήσεις και καταναλωτές. Η μέση δυτική κατανάλωση μπορεί να επηρεαστεί σημαντικά από τις υψηλές τιμές του αργού. Εναλλακτικά, πετρελαιοπαραγωγικές χώρες της Μέσης Ανατολής (που εξαρτώνται από τα πετροδολάρια ως πηγή του εισοδήματός τους σε μεγάλο βαθμό) μπορεί να επηρεαστούν αρνητικά από τις χαμηλές τιμές του αργού. Ένα σύνηθες φαινόμενο επίσης, είναι οι διαταραχές που προκαλούνται από κακές καιρικές συνθήκες ή φυσικές καταστροφές, γεγονός το οποίο δεν μπορεί παρά να αποτελεί μια περαιτέρω ώθηση για την αστάθεια των τιμών, αλλά μπορεί επίσης να προκαλέσει περιφερειακή έλλειψη τροφίμων. Είναι κρίσιμος ο ρόλος που παίζουν διάφορα εμπορεύματα στην παγκόσμια οικονομία, αλλά εξίσου κρίσιμο είναι το ότι οι επενδυτές μπορούν να μετατρέψουν διάφορα θετικά ή αρνητικά οικονομικά γεγονότα σε ευκαιρίες (Dumon, 2016).

Οι τέσσερις κατηγορίες εμπορίας αγροτικών προϊόντων περιλαμβάνουν:

1. Ενέργεια (συμπεριλαμβανομένου του αργού πετρελαίου, του πετρελαίου θέρμανσης, του φυσικού αερίου και της βενζίνης)
2. Μέταλλα (συμπεριλαμβανομένου του χρυσού, πλατίνας, χαλκού και ασήμι)

3. Κτηνοτροφία και κρέας (συμπεριλαμβανομένων άπαχα γουρούνια, χοιρινό, ζώντα βοοειδή και βοοειδή ελευθέρως βοσκής)
4. Γεωργία (συμπεριλαμβανομένων καλαμπόκι, σόγια, σιτάρι, ρύζι, κακάο, καφέ, βαμβακιού και ζάχαρης) (Dumon, 2016).

Πίνακας 1.10



(Πηγή: <http://bit.ly/2fSPLxr>)

Αρχαίοι πολιτισμοί διαπραγματεύονταν ένα ευρύ φάσμα προϊόντων, συμπεριλαμβανομένων των ζώων, των μπαχαρικών και του χρυσού. Αν και η ποιότητα του προϊόντος, η ημερομηνία των μεθόδων παράδοσης και μεταφοράς ήταν συχνά αναξιοπίστα, οι εμπορικές συναλλαγές ήταν σημαντικές. Η δύναμη των αυτοκρατοριών μπορεί να θεωρηθεί ως κάπως ανάλογη με την ικανότητά τους να δημιουργούν και να διαχειρίζονται πολύπλοκα συστήματα συναλλαγών και τη διευκόλυνση των συναλλαγών των βασικών προϊόντων, όπως αυτά υπηρέτησε ως τους τροχούς του εμπορίου, της οικονομικής ανάπτυξης και φορολογίας για τα ταμεία

του βασιλείου. Η φήμη και η αξιοπιστία ήταν ζωτικής σημασίας βάσεις για να εξασφαλιστεί η εμπιστοσύνη των αρχαίων επενδυτών, των εμπόρων και των προμηθευτών (Dumon, 2016).

## **4.2 Χαρακτηριστικά επενδύσεων**

Οι εμπορικές συναλλαγές στα χρηματιστήρια μπορούν να απαιτούν συμφωνημένα πρότυπα έτσι ώστε να μπορούν να εκτελεστούν συναλλαγές (χωρίς οπτική επιθεώρηση). Δεν θέλουμε να αγοράσουμε 100 μονάδες βοοειδών μόνο για να ανακαλύψουμε ότι τα βοοειδή είναι άρρωστα, ή να ανακαλύψουμε ότι η ζάχαρη που αγοράζεται είναι κατώτερης ή μη αποδεκτής ποιότητας. Υπάρχουν και άλλοι τρόποι με τους οποίους οι συναλλαγές και οι επενδύσεις σε εμπορεύματα μπορεί να είναι πολύ διαφορετικές από το να επενδύουν σε παραδοσιακούς τίτλους, όπως μετοχές και ομόλογα. Η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη, η τεχνολογική πρόοδος και οι απαιτήσεις της αγοράς για τα εμπορεύματα επηρεάζουν τις τιμές των συνδετήρων, όπως το πετρέλαιο, το αλουμίνιο, ο χαλκός, η ζάχαρη και το καλαμπόκι. Για παράδειγμα, η ανάδυση της Κίνας και της Ινδίας ως σημαντικών οικονομικών παραγόντων συνέβαλε στη μείωση της διαθεσιμότητας των βιομηχανικών μετάλλων, όπως ο χάλυβας, για τον υπόλοιπο κόσμο (Dumon, 2016).

Βασικές οικονομικές αρχές ακολουθούν συνήθως τις αγορές εμπορευμάτων: χαμηλότερη προσφορά ισούται με υψηλότερες τιμές. Για παράδειγμα, οι επενδυτές μπορεί να ακολουθήσουν τα πρότυπα της κτηνοτροφίας και των στατιστικών στοιχείων. Σημαντικές διαταραχές του εφοδιασμού, όπως οι διαδεδομένοι κίνδυνοι για την υγεία και τις ασθένειες, μπορεί να οδηγήσουν στην επένδυση σε έργα, δεδομένου ότι η μακροπρόθεσμη ζήτηση για τα ζώα είναι γενικά σταθερή και προβλέψιμη (Dumon, 2016).

### **4.2.1 «Ο χρυσός κανόνας»**

Υπάρχει κάποια πρόκληση που απαιτεί προσοχή. Επενδύοντας απευθείας σε συγκεκριμένα εμπορεύματα μπορεί να είναι μια επικίνδυνη επιλογή. Αν όχι εντελώς, πάντως κερδοσκοπικές ενέργειες χωρίς την απαιτούμενη επιμέλεια και προσοχή στο

σκεπτικό που διενεργούνται ενέχουν κινδύνους. Μερικά παιχνίδια είναι πιο δημοφιλή και λογικά στη φύση. Πτωτικές ή bearish αγορές συνήθως βρίσκουν φοβισμένους επενδυτές να προσπαθούν να μεταφέρουν χρήματα σε πολύτιμα μέταλλα, όπως ο χρυσός, το οποίο ιστορικά έχει θεωρηθεί ως μια αξιόπιστη επένδυση σε μέταλλο με conveyable αξία. Οι επενδυτές που χάνουν χρήματα στο χρηματιστήριο μπορεί να δημιουργήσουν ωραίες αποδόσεις από την εμπορία πολύτιμων μετάλλων. Πολύτιμα μέταλλα μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθούν ως εξασφάλιση έναντι του υψηλού πληθωρισμού ή περιόδους της υποτίμησης του νομίσματος (Dumon, 2016).

### **4.3 Η ενεργοποίηση της αγοράς**

Παγκόσμιες οικονομικές εξελίξεις και μειώσεις στα αποτελέσματα του πετρελαίου σε όλο τον κόσμο μπορεί να οδηγήσουν σε ανοδικές εξάρσεις των τιμών του πετρελαίου, καθώς οι επενδυτές ζυγίζουν και αξιολογούν τις περιορισμένες προμήθειες πετρελαίου με συνεχώς αυξανόμενες ενεργειακές απαιτήσεις. Ωστόσο, αισιόδοξες προβλέψεις σχετικά με την τιμή του πετρελαίου θα πρέπει να μετριαστούν με ορισμένες εκτιμήσεις οικονομικής ύφεσης. Θα πρέπει επίσης να ληφθούν υπόψη οι αλλαγές στην παραγωγή από τον Οργανισμό Πετρελαιοπαραγωγών Χωρών (ΟΠΕΚ) και τις αναδυόμενες τεχνολογικές εξελίξεις (όπως η αιολική ενέργεια, η ηλιακή ενέργεια και τα βιοκαύσιμα), που έχουν ως στόχο να αντικαταστήσουν (ή να συμπληρώσουν) το αργό πετρέλαιο ως ενεργειακός προμηθευτής (Dumon, 2016).

#### **4.3.1 Δραστηριότητα με ρίσκο**

Στα εμπορεύματα μπορεί γρήγορα να γίνουν επικίνδυνες επενδύσεις προτάσεων, επειδή μπορεί να επηρεαστούν από ενδεχόμενα που είναι δύσκολο, αν όχι αδύνατο, να προβλέψουμε. Αυτά περιλαμβάνουν τα ακραία καιρικά φαινόμενα, φυσικές καταστροφές, επιδημίες και ανθρωπογενείς καταστροφές. Για παράδειγμα, οι σπόροι έχουν μια πολύ ενεργή αγορά διαπραγμάτευσης και μπορεί να είναι ασταθείς κατά τους καλοκαιρινούς μήνες ή περιόδους με καιρικές μεταβολές. Ως εκ τούτου, μπορεί να είναι μια καλή ιδέα να μην διατεθεί περισσότερο από το 10% του χαρτοφυλακίου με εμπορεύματα (εκτός από γνήσιες πληροφορίες αναφέρουν συγκεκριμένες τάσεις ή γεγονότα) (Dumon, 2016).

### **4.3.2 Ανταλλαγές**

Τα βασικά προϊόντα παίζουν σημαντικό και κρίσιμο ρόλο στις παγκόσμιες οικονομικές αγορές και επηρεάζουν τις ζωές των περισσότερων ανθρώπων στον πλανήτη. Υπάρχουν πλήθη των βασικών εμπορευμάτων και προθεσμιακών χρηματιστηρίων σε όλο τον κόσμο. Κάθε ανταλλαγή φέρει μερικά βασικά εμπορεύματα ή ειδικεύεται σε ένα μόνο εμπόρευμα. Για παράδειγμα, η ΗΠΑ Futures Exchange είναι ένα σημαντικό αντάλλαγμα που φέρει μόνο τα ενεργειακά προϊόντα. Οι πιο δημοφιλείς ανταλλαγές περιλαμβάνουν την Ομάδα CME, η οποία προέκυψε όταν το Chicago Mercantile Exchange και Chicago Board of Trade συγχωνεύθηκαν το 2006, Intercontinental Exchange, Kansas City Board of Trade και το Χρηματιστήριο Μετάλλων του Λονδίνου (Dumon, 2016).

### **4.3.3 Συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και αντιστάθμισης**

Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, οι προθεσμιακές συμβάσεις και αντισταθμίσεις είναι μια διαδεδομένη πρακτική με εμπορεύματα. Ο τομέας των αεροπορικών εταιρειών είναι ένα παράδειγμα μιας μεγάλης βιομηχανίας που πρέπει να εξασφαλίσει τεράστιες ποσότητες καυσίμων σε σταθερές τιμές για λόγους προγραμματισμού. Λόγω αυτής της ανάγκης, αεροπορικές εταιρίες συμμετέχουν σε αντιστάθμιση και σε αγορά καυσίμων σε σταθερές τιμές (για ένα χρονικό διάστημα) για να αποφευχθεί η αστάθεια της αγοράς του αργού πετρελαίου και της βενζίνης, η οποία θα καταστήσει τις οικονομικές καταστάσεις τους πιο ασταθείς και πιο επικίνδυνες για τους επενδυτές. Γεωργικοί συνεταιρισμοί χρησιμοποιούν επίσης αυτό το μηχανισμό. Χωρίς συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και αντιστάθμισης, η μεταβλητότητα σε βασικά προϊόντα θα μπορούσε να προκαλέσει πτωχεύσεις για τις επιχειρήσεις που απαιτούν την προβλεψιμότητα στη διαχείριση των εξόδων τους. Έτσι, τα χρηματιστήρια εμπορευμάτων που χρησιμοποιούνται από τους κατασκευαστές και τους παρόχους υπηρεσιών ως μέρος της διαδικασίας κατάρτισης του προϋπολογισμού τους, και η ικανότητα να εξομαλύνουν τις δαπάνες μέσω της χρήσης των προθεσμιακών συμβολαίων μειώνει πολλούς πονοκεφάλους ροής που σχετίζονται με μετρητά (Dumon, 2016).

#### **4.3.4 Η κατώτατη γραμμή**

Η επένδυση σε εμπορεύματα μπορεί γρήγορα να εκφυλιστεί σε τυχερά παιχνίδια ή εικασίες, όταν ένας έμπορος παίρνει ανενημέρωτα αποφάσεις. Ωστόσο, με τη χρήση συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης επί εμπορευμάτων ή αντιστάθμισης, οι επενδυτές και οι επιχειρήσεις σχεδιάζουν και μπορούν να εξασφαλίσουν ασφάλιση κατά των ευμετάβλητων τιμών. Η αύξηση του πληθυσμού, σε συνδυασμό με την περιορισμένη προσφορά γεωργικών προϊόντων, μπορεί να προσφέρει ευκαιρίες για να προκληθούν στα γεωργικά αυξήσεις των τιμών. Απαιτήσεις για βιομηχανικά μέταλλα μπορεί επίσης να οδηγήσουν σε ευκαιρίες για να κερδίσουν χρήματα από στοιχήματα σε μελλοντικές αυξήσεις των τιμών. Όταν οι αγορές είναι ασυνήθιστα ευμετάβλητες ή bearish, τα εμπορεύματα μπορεί επίσης να αυξήσουν το τίμημα και να γίνει μια (προσωρινή) θέση για να “παρκάρετε” σε μετρητά (Dumon, 2016).

Ένα χρηματοοικονομικό παράγωγο είναι ένα χρηματοπιστωτικό μέσο του οποίου η αξία προέρχεται από ένα εμπόρευμα που ονομάζεται *underlier*. Τα Παράγωγα είναι είτε διαπραγματεύσιμα ή *over-the-counter* (OTC). Ένας αυξανόμενος αριθμός των παραγώγων που διαπραγματεύονται μέσω γραφείων συμφητισμού, μερικά με εκκαθάριση μέσω κεντρικών αντισυμβαλλομένων, τα οποία παρέχουν υπηρεσίες εκκαθάρισης και διακανονισμού σε ανταλλαγή συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης, καθώς και χρηματιστηριακής και εξω-χρηματιστηριακής αγοράς. Παράγωγα, όπως συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, Swaps (1970s-), *exchange-traded Commodities* (ETC) (2003-), προθεσμιακές συμβάσεις έχουν γίνει τα κύρια μέσα για διαπραγμάτευση στις αγορές εμπορευμάτων. Τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης διαπραγματεύονται σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές των εμπορευμάτων (Investment Research & Analysis Journal, 2014).

Οι *Over-the-counter* (OTC) συμβάσεις είναι «ιδιωτικές διαπραγματεύσεις, συμβάσεις που έχουν συναφθεί μεταξύ των συμβαλλομένων μερών άμεσα». Τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια άρχισαν να διαθέτουν τα εμπορεύματα το 2003. ETFs σε χρυσό βασίζονται σε «ηλεκτρονικό χρυσό» που δεν συνεπάγεται την κυριότητα των φυσικών πολύτιμων μετάλλων, με πρόσθετο κόστος της ασφάλισης και αποθήκευσης σε αποθετήρια όπως η αγορά πολύτιμων μετάλλων του Λονδίνου. Σύμφωνα με το World Gold Council, τα διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια

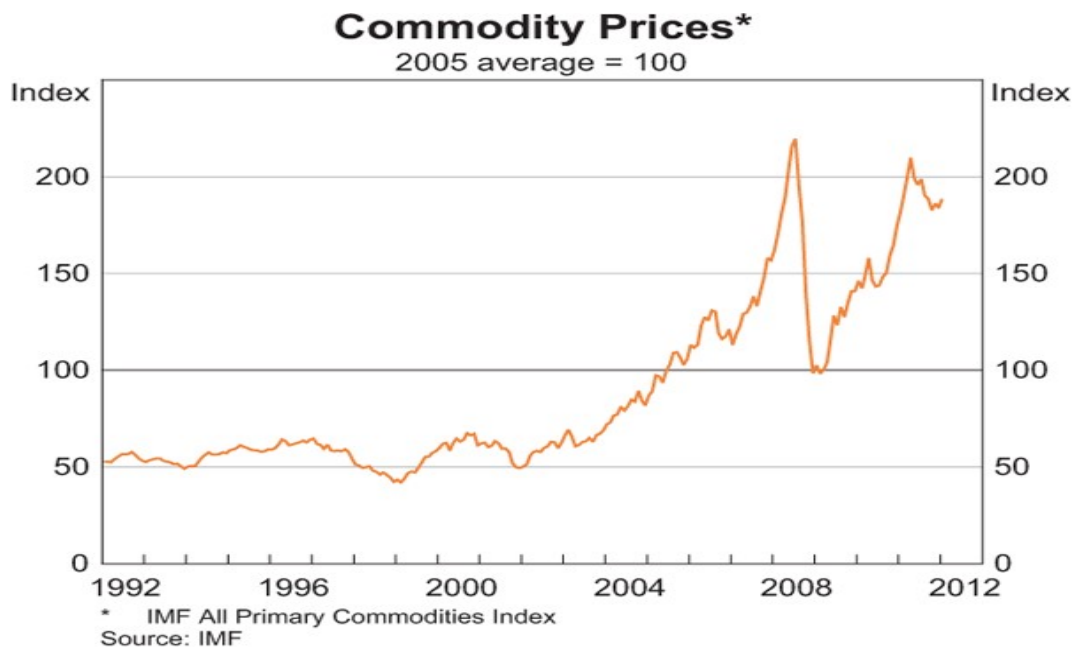


επιτρέπουν στους επενδυτές να εκτεθούν στην αγορά χρυσού χωρίς τον κίνδυνο της μεταβλητότητας των τιμών που συνδέονται με το χρυσό ως ένα φυσικό αγαθό (Investment Research & Analysis Journal, 2014).

Ως εμπόρευμα μπορεί να χαρακτηριστεί οτιδήποτε είναι χρήσιμο και μπορεί να μετατραπεί σε εμπορικό ή άλλο όφελος. Μόνο μερικά εμπορεύματα από το σύνολό τους έχουν φτάσει στο σημείο της οργανωμένης παγκόσμιας εμπορευσιμότητας. Στην σημερινή εποχή οι αγορές εμπορευμάτων αποτελούν την πιο εξελιγμένη μορφή χρηματιστηριακής οργάνωσης και φιλοσοφίας χάρη στην ποικιλία των δυνατοτήτων που παρέχουν στους συμμετέχοντες σε αυτές, προκειμένου να ολοκληρώνουν τις διαφορετικές, ανάλογα με τις εκάστοτε προσδοκίες, επιλογές τους (Investment Research & Analysis Journal, 2014).

Η εξέλιξη των αγορών του εξωτερικού έχει φτάσει σε επίπεδα που τις καθιστά πλέον απόλυτα απαραίτητες για την ομαλή λειτουργία όχι μόνο των ιδίων και ανεπτυγμένων χωρών αλλά και των μικρότερων εξαρτημένων από αυτές οικονομιών. Μικρές οικονομίες, όπως αυτή της Ελλάδας, οι οποίες αναπτύσσουν μία σχέση εξάρτησης από τις βιομηχανικά ανεπτυγμένες χώρες οι οποίες κατέχουν περισσότερους πόρους, μπορούν να αξιοποιήσουν την ύπαρξη των οργανωμένων και τεχνολογικά εξελιγμένων αγορών εμπορευμάτων του εξωτερικού. Για παράδειγμα, οι παραγωγί σε χώρες όπως η Ελλάδα μπορούν να επιτύχουν τόσο καλύτερο κόστος παραγωγής με την αγορά των αξιοποιήσιμων υλών σε χαμηλότερη τιμή, όσο και μεγαλύτερο κέρδος με την πώληση του προϊόντος τους στην υψηλότερη τιμή (Investment Research & Analysis Journal, 2014).

Πίνακας 1.9



(Οι τιμές των αγορών εμπορευμάτων διεθνώς. Πηγή: IMF)

Ως η πιο εξελιγμένη αγορά εμπορευμάτων θεωρούνται τα χρηματιστήρια εμπορευμάτων. Γενικά υπάρχουν δύο είδη αγορών: η αγορά άμεσης διαπραγμάτευσης μεταξύ δύο μερών και η χρηματιστηριακή αγορά ανοικτής διαπραγμάτευσης. Η αγορά άμεσης διαπραγμάτευσης αναφέρεται στην άμεση επικοινωνία και συμφωνία μεταξύ αγοραστή και πωλητή με ή χωρίς μεσάζοντα και η δεύτερη αναφέρεται σε οργανωμένα χρηματιστήρια όπου ο τελικός αγοραστής και πωλητής δεν επικοινωνούν μεταξύ τους. Η αγορά άμεσης διαπραγμάτευσης έχει δύο βασικές παραλλαγές. Η πρώτη είναι η cash αγορά όπου η παραλαβή γίνεται σε συγκεκριμένη ημερομηνία. Η δεύτερη παραλλαγή είναι η αγορά contingent claim / εξαρτώμενων απαιτήσεων τυπικά αναφερόμενη σαν αγορά επιλογών. Η τιμή εδώ καθορίζεται με πλειστηριασμό. Η οικονομική λειτουργία των αγορών επιλογών βασίζεται στην πιο αποδοτική συμπεριφορά, μεταφορά και διανομή των οικονομικών πόρων, καθώς και στη ρευστότητα της αγοράς (Investment Research & Analysis Journal, 2014).

Περαιτέρω, στους παράγοντες επηρεασμού των αγορών εμπορευμάτων μπορούμε να τους διαχωρίσουμε σε αντικειμενικούς και υποκειμενικούς, ανάλογα με το αν εξαρτώνται ή όχι από την προσωπική συμπεριφορά των συμμετεχόντων στη συγκεκριμένη αγορά ή όχι. Αντικειμενικοί παράγοντες είναι οι οικονομικοί παράγοντες, το νομοθετικό πλαίσιο της πολιτείας, η ύπαρξη ανταγωνιστικών αγορών και η μορφολογία τους. Στους υποκειμενικούς παράγοντες εντάσσονται οι ψυχολογικοί παράγοντες, η προσωπική εμπειρία, και η προτίμηση κινδύνου - απόδοσης (Investment Research & Analysis Journal, 2014).

Στους οικονομικούς παράγοντες εντάσσονται οι μακροοικονομικοί παράγοντες και κυρίως ο πληθωρισμός, η προσφορά χρήματος και ο ρυθμός αύξησης της οικονομικής δραστηριότητας, ειδικοί προς το εμπόρευμα παράγοντες, όπως το κλίμα, η σοδειά, οι φυσικές καταστροφές, η ύπαρξη επαρκών καναλιών διάθεσης, ο χρόνος μεταφοράς, και οι συνθήκες αποταμίευσης, η πολιτική παρέμβαση η οποία εκδηλώνεται έμμεσα ενθαρρύνοντας την παραγωγή ή την κατανάλωση (δανειοδοτήσεις) και τέλος η ψυχολογία, όπου σε μία αγορά μπορεί να υπερέχουν αποφασιστικά για κάποια περίοδο οι hedgers ή οι speculators ώστε να διαμορφώνονται διαφορετικές σχέσεις κινδύνου - απόδοσης από άλλες αγορές του ίδιου εμπορεύματος (Investment Research & Analysis Journal, 2014).

## **Κεφάλαιο 5 - Αλληλεπίδραση των Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων και των Αγορών Εμπορευμάτων**

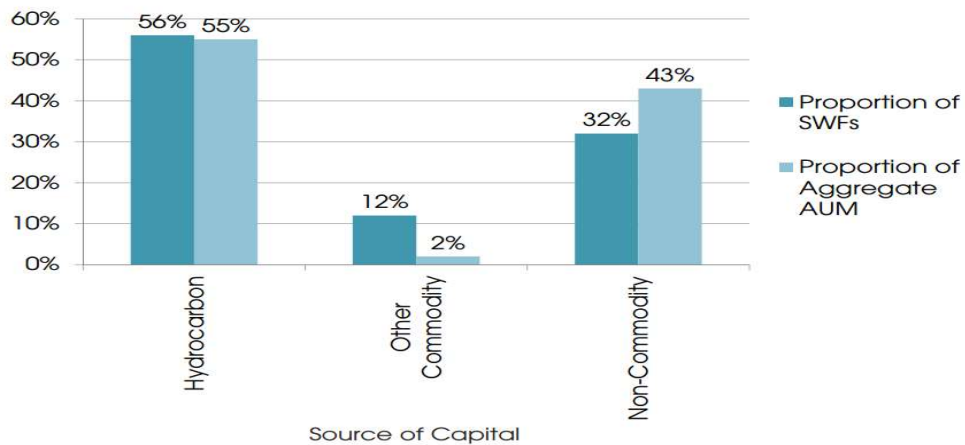
### ***5.1 Κρατικά επενδυτικά ταμεία και νέες τάσεις στις παγκόσμιες αγορές εμπορευμάτων***

Τα κρατικά επενδυτικά ταμεία έχουν επεκταθεί δραματικά τα τελευταία χρόνια. Οι υψηλές τιμές των βασικών εμπορευμάτων και των μεγάλων συναλλαγματικών αποθεμάτων συνέβαλαν στη σημαντική ανάπτυξή τους στις παγκόσμιες αγορές.

Ωστόσο, οι πρόσφατες τάσεις στα ίδια τα κεφάλαια και τις αγορές εμπορευμάτων θα μπορούσαν να επηρεάσουν σοβαρά την ιστορία της ανάπτυξης. Τα κρατικά επενδυτικά ταμεία έχουν αυξήσει σταδιακά την έκθεσή τους σε ξένες αγορές μετοχών. Ωστόσο, μια πτώση στις παγκόσμιες αγορές μετοχών το 2015 τόσο στις ανεπτυγμένες όσο και στις αναπτυσσόμενες χώρες έχει επηρεάσει αρνητικά τις αποδόσεις. Τα κεφάλαια, τα οποία είναι υπόλογα για τις κυβερνήσεις και τους πολίτες τους, έχουν ήδη αρχίσει να επανεκτιμούν διαφοροποιημένες στρατηγικές διαχείρισης των περιουσιακών τους στοιχείων και δραματικές αλλαγές στις παγκοσμίου επιπέδου επενδύσεις τους. Η κυβέρνηση της Σαουδικής Αραβίας, για παράδειγμα, ανακοίνωσε πρόσφατα τη νέα οικονομική συνεργασία της με τη ρωσική κυβέρνηση, ιδιαίτερα στον τομέα της ενέργειας (Chalamish, 2015).

Δεδομένου ότι πολλά από αυτά τα ταμεία έχουν μεγάλα μερίδια σε λίγες δημόσιες μετοχές, έντονες διακυμάνσεις των τιμών θα μπορούσαν να αλλάξουν γρήγορα την λογιστική αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων. Το Κατάρ, για παράδειγμα, έχει επενδύσει σημαντικά στην Volkswagen και Glencore, της οποίας οι μετοχές υπέστησαν σημαντικές ζημιές κατά το τρίτο τρίμηνο του 2015, ως αποτέλεσμα των εσωτερικών και εξωτερικών της κρίσεων. Το Κατάρ, ωστόσο, έχει διατηρήσει την παγκόσμια στρατηγική διαφοροποίησής του. Ανακοίνωσε τον Σεπτέμβριο ότι θα ανοίξει ένα νέο γραφείο στη Νέα Υόρκη, ως μέρος της ανάπτυξης των επενδύσεών του σε αγορές του εξωτερικού. Σύμφωνα με ανακοίνωση του CEO της Qatar Investment Authority, το ταμείο έχει δεσμευτεί να επενδύσει \$35 δισεκατομμύρια στις Ηνωμένες Πολιτείες κατά τη διάρκεια των επόμενων πέντε ετών, το οποίο αντιπροσωπεύει περισσότερο από το 10% του συνολικού ενεργητικού του, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του Ινστιτούτου για τα Κρατικά Επενδυτικά τον Ιούνιο. Η βουτιά των τιμών του πετρελαίου έχει επίσης αναγκάσει πολλούς πόρους, κυρίως στην ενέργεια, να βρουν νέες πηγές εισοδήματος, προκειμένου να επιτευχθούν μακροπρόθεσμα θετικές αποδόσεις σε ένα περιβάλλον χαμηλών τιμών και να διαφοροποιήσουν καλύτερα τις δραστηριότητές τους (Chalamish, 2015).

**Fig. 4: Breakdown of Sovereign Wealth Funds by Source of Capital**



Source: 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review

(Κατηγοριοποίηση των Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων βάσει της πηγής κεφαλαίου. Πηγή: 2015 Preqin Sovereign Wealth Fund Review, <http://on.mktw.net/1VI7IJI>)

Ένας τομέας στον οποίο τα κρατικά ταμεία μπορούν να βρουν περισσότερη σταθερότητα και οικονομικές ευκαιρίες είναι ο τομέας των μακρο-συναλλαγών. «Οι μακροπρόθεσμοι θεσμικοί επενδυτές, συμπεριλαμβανομένων και των Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων, είχαν πάντα πολύ περιορισμένη παρουσία στην παγκόσμια μακροοικονομική και αστάθεια στο χώρο διαπραγμάτευσης», σημειώνει ο Andrew Rozanov, αναλυτής όσον αφορά τα κρατικά επενδυτικά ταμεία στο Chatham House. «Ωστόσο, αυτό πρόκειται να αλλάξει, σε ένα μεγάλο βαθμό» (Chalamish, 2015).

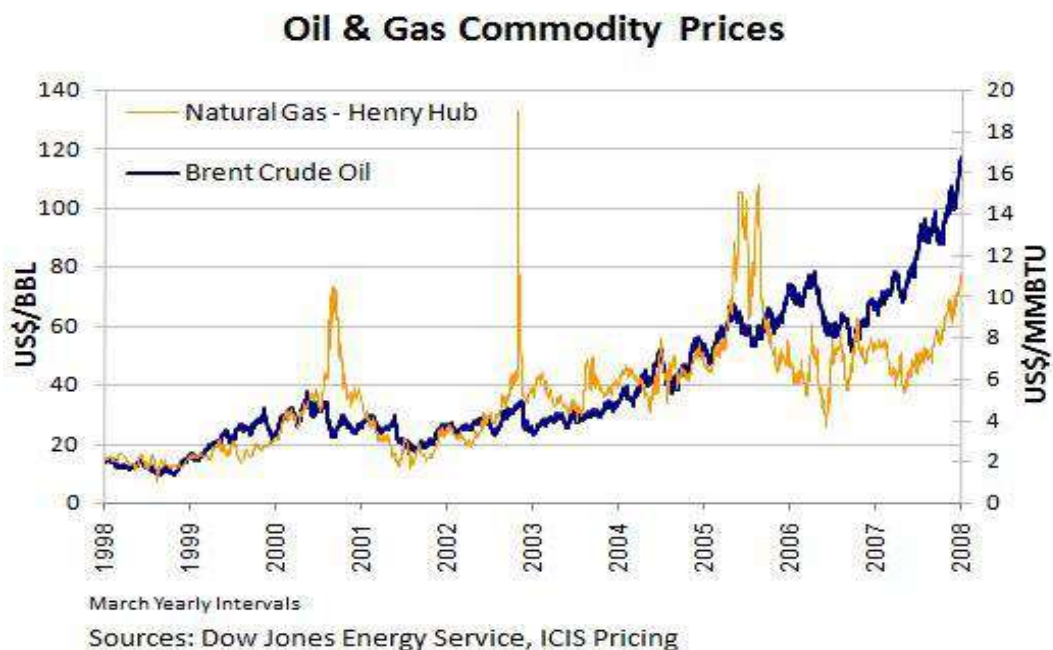
## **5.2 Η λογική και η περίπτωση της αλληλεπίδρασης αγοράς εμπορευμάτων και των Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων**

Η οικονομική θεωρία προσφέρει χρήσιμες γνώσεις σχετικά με τη βέλτιστη διαχείριση των φυσικών πόρων. Ένα σκέλος της βιβλιογραφίας επικεντρώνεται στην επιχειρηματολογία arbitrage και του κράτους Hotelling. Μια χώρα εξαγωγής πετρελαίου ή οποιαδήποτε άλλη με εξαντλήσιμα εμπορεύματα, πρέπει να είναι

αδιάφορη για το αν κρατά το πετρέλαιο κάτω από το έδαφος, στην περίπτωση που η επιστροφή είναι η αναμενόμενη, η αύξηση των μελλοντικών τιμών του πετρελαίου, και να πάρει ένα ποσοστό της αγοράς και να επιστρέψει στην πώληση του (Hotelling κανόνας για την αποτελεσματική εξάντληση) (Kern, 2008).

Αν η απόδοση της αγοράς που επανεπενδύει τα έσοδα της εξάγεται σε πετρέλαιο είναι η μη αναμενόμενη, οι εξαγωγείς πετρελαίου είτε θα καταναλώσουν τα έσοδα - και όχι από αυτούς που επενδύουν - ή θα αφήσουν το πετρέλαιο κάτω από το έδαφος. Ο προστατευτισμός κεφαλαίου, όπως είναι οι περιορισμοί που επιβάλλονται σε Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία τα οποία είναι πλούσια σε πετρέλαιο χώρες, θα έχουν την τάση να μειώνουν την απόδοση του κινδύνου προσαρμοσμένο για τους πετρελαιο-εξαγωγείς, ενώ μπορεί επίσης να συμβάλει στην αύξηση των τιμών του πετρελαίου, καθώς η προσφορά πετρελαίου παρακρατείται (Kern, 2008).

Πίνακας 1.11



(Οι τιμές αγοράς για το πετρέλαιο και το αέριο. Πηγή: Dow Jones Energy Service, ICIS Pricing, <http://bit.ly/2eBMIPR>)

Οι εξαγωγείς πετρελαίου θα αναγκαστούν να αγνοήσουν τόσο το Hotelling και τους κανόνες Hartwick, εάν τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία θα μπορούσαν να επενδύουν σε χώρες του ΟΟΣΑ. Ο Κανόνας προειδοποιεί ότι η μείωση των αποδόσεων των επενδύσεων από τα έσοδα του πετρελαίου, εμποδίζοντας τις επενδύσεις των Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων από πλούσιες σε πετρέλαιο χώρες, θα οδηγήσει σε μείωση προμήθειας πετρελαίου και των υψηλότερων τιμών του πετρελαίου. Ως εκ τούτου, μια προστατευτική στάση έναντι των Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων και των αντίστοιχων εμπορευμάτων μπορεί να βλάψει σαφώς το συμφέρον της δικαιούχου χώρας, ενισχύοντας την μεγαλύτερη μεταφορά της αγοραστικής δύναμης για τους εξαγωγείς πετρελαίου, καθώς οι τιμές του πετρελαίου θα έχουν άνοδο. Στις πλούσιες σε πετρέλαιο χώρες, ο προστατευτισμός κεφαλαίου θα οδηγήσει σε πιο έντονο βαθμό αποβλήτων και της διαφθοράς σήμερα και χαμηλότερη κατανάλωση στο μέλλον, ενδεχομένως με σκληρές γεωστρατηγικές επιπτώσεις (Kern, 2008).

Υπάρχουν καλοί θεωρητικοί λόγοι για την επένδυση ενός σημαντικού μέρους του απροσδόκητου αρχικά στο εξωτερικό: η απόδοση της επένδυσης θα πέσει κάτω από το ποσοστό ικανό για παγκόσμιο ενδιαφέρον αν απροσδόκητα επρόκειτο να χρησιμοποιηθεί εξ' ολοκλήρου για τις εγχώριες επενδύσεις. Η επένδυση στο εξωτερικό προσφέρει μια απόδραση από την φθίνουσες αποδόσεις: ξένα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να επαναπατριθούν σταδιακά και να χρησιμοποιούνται για τις εγχώριες επενδύσεις. Ο κανόνας εξομάλυνσης των τιμών κατασκευής μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να περιορίσει την αύξηση του κόστους του κεφαλαίου, όπως συνήθως συμβαίνει σε μια κατασκευαστική έκρηξη, αναβάλλοντας τις εγχώριες επενδύσεις μέχρι την υποχώρηση της κατασκευαστικής έκρηξης (Kern, 2008).

Ωστόσο, στην πράξη η αποτελεσματική ισορροπία μεταξύ των εγχώριων και ξένων περιουσιακών στοιχείων είναι πολιτικά δύσκολο να διατηρηθεί, καθώς θα υπάρχουν πάντα ανταγωνιστικές απαιτήσεις για την κατανάλωση ρεύματος στο σπίτι. Η αποπληρωμή του εσωτερικού χρέους μπορεί να λύσει αυτό το δίλημμα και να πληρώσει μακριά όσου εσωτερικού χρέους κόστος άνω των αναμενόμενων αλλοδαπών αποδόσεις. Θα έχει το πρόσθετο πλεονέκτημα της λήψης ξένων περιουσιακών στοιχείων, στοιχείο δύσκολο να αντιστραφεί με τις μελλοντικές κυβερνήσεις (Kern, 2008).

## Συμπεράσματα – συζήτηση

### *i. Το μέλλον των Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων: Απειλή ή λύτρωση?*

Τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία είναι ένα μόνιμο, προεξέχον χαρακτηριστικό του διεθνούς οικονομικού τοπίου. Καθώς οι χώρες γίνονται πλουσιότερες και οι κυβερνήσεις επεκτείνουν τις υποχρεώσεις τους για την μακροπρόθεσμη ευημερία των πολιτών τους, είναι πολύ πιθανό πως αυτοί οι πολίτες θα αναμένουν από τις κυβερνήσεις τους να τους βοηθούν να φέρουν αποτελεσματικά εις πέρας την διαχείριση του οικονομικού πλούτου των χωρών στις οποίες διαμένουν, περιλαμβανομένου και του πλούτου ο οποίος συνδέεται με τα φυσικά αποθέματα τόσο για αυτούς όσο και για τις επόμενες γενεές. Αυτές οι τάσεις δεν είναι δεδομένες. Η υπευθυνότητα πρέπει να στηρίζεται και στους πολίτες. Επιπλέον, καθώς οι κοινωνίες γίνονται πλουσιότερες, ο βαθμός της ανάμειξης των κυβερνήσεων στην διαχείριση του πλούτου αναμένεται να αυξηθεί, παρά το γεγονός ότι αντίθετα με τις πρόσφατες τάσεις, το πράττει σε μικρότερο από επαρκή βαθμό (Peterson Institute for International Economics, 2016).

Το κρατικό επενδυτικό ταμείο του Κουβέιτ (Kuwait Investment Authority) θα επενδύσει επιπλέον 500 εκατομμύρια δολάρια σε αναπτυξιακά έργα στη Ρωσία. Εταίρος του Κουβέιτ από τη ρωσική πλευρά είναι το Ρωσικό Ταμείο Άμεσων Επενδύσεων, ένα ειδικό επενδυτικό ταμείο, που δημιουργήθηκε από την ρωσική κυβέρνηση το 2011 για την προσέλκυση ξένων κεφαλαίων σε οικονομικούς τομείς υψηλής ανάπτυξης. Η αντίστοιχη σύμβαση υπεγράφη στις 10 Νοεμβρίου 2016. Σύμφωνα με τους ειδικούς, αραβικά κρατικά επενδυτικά ταμεία μέσω των επενδύσεων στη Ρωσία μειώνουν τους κινδύνους από την πτώση των τιμών του πετρελαίου (Kuchma, 2015).



## ***ii. Αναβαθμίζοντας τις Αρχές του Σαντιάγο***

Οι χώρες με τα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία πρέπει να είναι επιμελείς στην προώθηση της τήρησης των Αρχών του Σαντιάγο, αναβαθμίζοντας τις αξιολογήσεις των κεφαλαίων τους σε αυτές τις αρχές, καθώς και την ενίσχυση των αρχών, έτσι ώστε να συμφωνεί περισσότερο με τον πίνακα αποτελεσμάτων SWF. Εκτός εάν επιτυγχάνεται σταθερή πρόοδος σε αυτόν τον τομέα, οι παρατηρητές σε χώρες που λαμβάνουν οι επενδύσεις των Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων θα δικαιολογούν το κυνισμό τους σχετικά με τη διαδικασία που οδήγησε στη δημοσίευση των Αρχών του Σαντιάγο. Η συνέχιση της διαδικασίας αναμένεται. Η Συνθήκη θα πρέπει να είναι επιμελής στην ενθάρρυνση όλων των χωρών με μεγάλα Κρατικά Επενδυτικά Ταμεία να συμμορφώνονται με τις Αρχές του Σαντιάγο. Οικονομίες με εκτιμώμενο συνολικό ενεργητικό τους πάνω από 25 δισεκατομμύρια \$ σε SWF είναι το Χονγκ Κονγκ, η Αλγερία, το Καζακστάν και η Μαλαισία για το μέγεθος των κεφαλαίων τους. Επιπλέον, η Σαουδική Αραβία έχει ένα μεγάλο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων, που συχνά θεωρείται ως παρόμοιο με ένα SWF (Peterson Institute for International Economics, 2016).

Το μέλλον στην παγκόσμια αγορά βρίσκεται στην δημιουργία διακρατικών κοινών Κρατικών Επενδυτικών Ταμείων. Τον δρόμο δείχνουν οι Ρωσία και Τουρκία: Κοινό ρωσο-τουρκικό επενδυτικό ταμείο συμφώνησαν να δημιουργήσουν Βλαντιμίρ Πούτιν και Ταγίπ Ερντογάν, ανακοίνωσε ο Ρώσος υπουργός Οικονομίας Αλεξέι Ουλιουκάγεφ. Οι δύο ηγέτες συναντήθηκαν στο περιθώριο της συνόδου κορυφής της Ομάδας των Είκοσι (G20) στην ανατολική κινεζική πόλη Χανγκτζού. «Ολοκληρώνουμε την εργασία για τον σχηματισμό ενός ρωσο-τουρκικού επενδυτικού ταμείου», δήλωσε ο Ουλιουκάγεφ. «Στο τέλος Αυγούστου, η Τουρκία έκανε τις απαραίτητες νομοθετικές αλλαγές για να δημιουργήσει έναν εταίρο αντίστοιχο του δικού μας ταμείου άμεσων επενδύσεων - το τουρκικό ταμείο κρατικής περιουσίας». «Πιστεύω ότι κάποια στιγμή τον Οκτώβριο ή τον Νοέμβριο θα έχουμε έναν κατάλογο με προγράμματα και μια γραμμή πιστώσεων για να αρχίσουμε τη δουλειά» (Peterson Institute for International Economics, 2016).

Η Τουρκία ανακοίνωσε τον περασμένο μήνα σχέδια για τη δημιουργία ενός ταμείου κρατικής περιουσίας που έχει στόχο να προωθή την ετήσια ανάπτυξη στη διάρκεια της επόμενης δεκαετίας και να καθυσχύσει τους επενδυτές μετά την

αποτυχημένη απόπειρα πραξικοπήματος του Ιουλίου. Ο Ουλιουκάγεφ δήλωσε επίσης πως η Ρωσία και η Τουρκία πλησιάζουν στην ολοκλήρωση μιας συμφωνίας ελεύθερων συναλλαγών και πως για τον σκοπό αυτό επρόκειτο να συναντηθεί στα τέλη Οκτωβρίου με τον Τούρκο ομόλογό του Νιχάτ Ζεϊμπεκτζί (Peterson Institute for International Economics, 2016).

## Βιβλιογραφία

### **Ελληνόγλωσση**

Θωμόπουλος Δημ., Εθνική Σχολή Δημόσιας Διοίκησης (2008), *Κρατικά Επενδυτικά Κεφάλαια (Sovereign Wealth Funds): Ο ρόλος τους στο Διεθνές Χρηματοοικονομικό Σύστημα*, σσ.1-65, Αθήνα

Ηλιόπουλος, Π.Γ. (2009), *Αστάθεια και Θεσμικοί Επενδυτές: Μία εφαρμογή στο Χρηματιστήριο Αθηνών, 2003-2008*, Πανεπιστήμιο Πατρών, Πάτρα

Kuchma, A. (2015), *Το Κουβέιτ επενδύει 500 εκ. Δολάρια σε Ρωσικά έργα ανάπτυξης*

Κωνσταντίνου, Π. (2012), *Ο ρόλος των Κρατικών Κεφαλαίων στη Νέα Διεθνή Οικονομική Τάξη Πραγμάτων*, σσ. 1-118, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων, Πειραιάς

Μόσχος, Δ. & Χορταρέας, Γ. (2015), Ενότητα Α; Χρηματοοικονομικό Σύστημα και Οικονομία - Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και Οικονομική Δραστηριότητα, σσ.55-65, Αθήνα

Μουστακλή, Θ. (2005), *Οι ασφαλιστικές εταιρείες ως Θεσμικοί Επενδυτές*, σσ.1-104, Α.Τ.Ε.Ι. Καλαμάτας, Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας, Καλαμάτα

Μπελιάς, Δ.Α. (2013), *Χρηματοοικονομικές Παρεμβάσεις: Τράπεζες-Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί*, σσ.1-16, Λάρισα

Πανηγυράκης, Γ. (2001), «Σύγχρονη Διοικητική Δημοσίων Σχέσεων», Εκδόσεις Μπένου

Παπαναστασίου, Π. (2016), *Τα κύρια χαρακτηριστικά του Νορβηγικού Μοντέλου Διαχείρισης Των Εσόδων Από την Εκμετάλλευση Υδρογονανθράκων*, σσ.1-8, Πανεπιστήμιο Κύπρου

Πιπάτζης, Α. (2013), *Νορβηγία και Υδρογονάνθρακες: Παρουσίαση της Νορβηγίας ως παράδειγμα αναφοράς για την Ελλάδα στην βιομηχανία των υδρογονανθράκων*, *Ινστιτούτο Έρευνας και Κατάρτισης Ευρωπαϊκών Θεμάτων*, σσ.1-72, Αθήνα

Σαράντης, Ε.Λ. (2007), *Χρηματοπιστωτικό Σύστημα και Οικονομική Ανάπτυξη*, σσ.1-88, Αθήνα

## **Ξενόγλωσση**

Chalamish, E. (2015), *Sovereign Funds and New Trends in Commodity Markets*, published at The Huffington Post.com, available at: <http://huff.to/1To8YBI>, [last assessed Tuesday, November 15<sup>th</sup>, 2016]

Crouch, D. (2015), *Norway's sovereign oil fund earns more than government spends*, published at the Financial Times online version, available at: <http://on.ft.com/2fTRFMI>, [last assessed Tuesday, November 15<sup>th</sup>, 2016]

Dumon, M. (2016), *An overview of commodities trading*, published at Investopedia, available at: <http://bit.ly/1pNeyjQm> [last assessed Tuesday, November 15<sup>th</sup>, 2016]

Kern, S. (2008), *Commodity and non-commodity sovereign wealth funds*, *Deutsche Bank Research, Working Paper Series, Research Notes 28*

Peterson Institute for International Economics (2016), *The Future for Sovereign Wealth Funds*

*Ειδικό Έντυπο Ενημέρωσης για τους Επενδυτές - Investment Research & Analysis Journal (2014), Διεθνή Χρηματιστήρια Εμπορευμάτων*, σσ.32-34

## **Πηγές Διαδικτύου**

Ask365.com (2016), *Η Σαουδική Αραβία σχεδιάζει την απεξάρτησή της από το πετρέλαιο*, δημοσιεύτηκε στην διαδικτυακή πλατφόρμα Ask365.com, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2fCv7Tr>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Γεώργας, Β. (2015), *Οι κρατικές επενδυτικές μπίζνες των 7 τρις. Δολαρίων*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της ΕΦΗΜΕΡΙΔΑΣ ΤΩΝ ΣΥΝΤΑΚΤΩΝ, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2fjYEjx>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Γκρουμούτης, Π. (2016), *Που επενδύουν τα λεφτά τους τα μεγάλα Sovereign Wealth Funds!*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική πλατφόρμα News24cy.com, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2f8Oi2X>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Bershidsky, L. (2015), *Τα κρατικά επενδυτικά ταμεία αντιμετωπίζουν πλέον τις δύσκολες μέρες*, (μετφ.), αναδημοσίευση από το Bloomberg στην διαδικτυακή πλατφόρμα Greek Finance Forum, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2fms9Pr>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Capital.gr (2016), *Νορβηγία: Επιταχύνονται οι εκροές από το κρατικό επενδυτικό ταμείο*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική πλατφόρμα capital.gr, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2foZLL4>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Euro2day (2016), *Στα ακίνητα «στοιβάζουν» τα λεφτά τους τα κρατικά επενδυτικά ταμεία*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική πλατφόρμα Euro2day.gr, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2elyhF5>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

FortuneGreece.com (2014), *Εκατομμυριούχος ο κάθε Νορβηγός πολίτης!*, δημοσιεύτηκε στην διαδικτυακή πλατφόρμα FortuneGreece.com, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2f8PI2W>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Greek Finance Forum (2016), *Νορβηγία vs. Volkswagen*, δημοσιεύτηκε στην διαδικτυακή πλατφόρμα Greek Finance Forum, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Kathimerini.gr (2016), *Τι κρύβουν οι ρευστοποιήσεις των κρατικών επενδυτικών ταμείων?*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της εφημερίδας ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2fLnzNA>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Katimerini.gr (2014), *Πως έγιναν από χθες «εκατομμυριούχοι» όλοι οι Νορβηγοί*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της εφημερίδας ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2fCurNO>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Kathimerini.gr (2013), *Το κρατικό επενδυτικό ταμείο της Νορβηγίας διχάζει τους πολιτικούς*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της εφημερίδας ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2fLnYzw>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Kathimerini.gr (2015), *Νορβηγική συνταγή για το Ταμείο Εθνικού Πλούτου και Ασφάλισης*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της εφημερίδας ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2fvIOQt>, [τελευταία πρόσβαση Τρίτη, 8 Νοεμβρίου 2016]

Μπέλλος, η. (2016), *Αδειάζουν τα ταμεία των sovereign funds*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της εφημερίδας ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2eitE3q>, [τελευταία πρόσβαση Τρίτη, 8 Νοεμβρίου 2016]

Πρεσβεία της Νορβηγίας στην Αθήνα (2016), *το Ταμείο Συντάξεων Της Νορβηγίας*, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2e8N3nm>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Σπάθη, Ρ. (2016), *Πετρέλαιο, αγορές, σκάνδαλο Volkswagen κλυδωνίζουν τα pension funds*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της εφημερίδας ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2f1KNhd>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Reuters, A.P. & Bloomberg (2015), *Το νορβηγικό fund μειώνει επενδύσεις σε γαιάνθρακες*, αναδημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της εφημερίδας ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2fCvGN3>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Σαββάκης, Ρ.Σ. (2011), *SWFs: Οι γίγαντες των επενδύσεων...ξύπνησαν!*, δημοσιεύτηκε στην διαδικτυακή πλατφόρμα Euro2day.gr, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2eH4MhZ>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Τέλογλου, Τ. (2016), *Τα Sovereign Funds επανεξετάζουν την επενδυτική θέση τους στη Ελλάδα*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της εφημερίδας ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2fCqbOw>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Τεσσαρομάτης, Ν. (2010), *Διαχείριση Περιουσίας Ταμείων: Πόσο Διαφέρει η Ελληνική από την Διεθνή Πρακτική?*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της Εταιρείας Διαχείρισης Επενδυτικών Κεφαλαίων Ταμείων Ασφάλισης, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2e8HchW>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

Wikipedia (2016), *Θεσμικοί επενδυτές: Ο ρόλος τους στην οικονομία και η επιρροή τους στην λειτουργία των επιχειρήσεων*

## **Appendix**

### **Πίνακες**

#### *Πίνακας 1.1*

Μπέλλος, η. (2016), *Αδειάζουν τα ταμεία των sovereign funds*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της εφημερίδας ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2eitE3q>, [τελευταία πρόσβαση Τρίτη, 8 Νοεμβρίου 2016]

#### *Πίνακας 1.2*

Γεώργας, Β. (2015), *Οι κρατικές επενδυτικές μπίζνες των 7 τρις. Δολαρίων*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της ΕΦΗΜΕΡΙΔΑΣ ΤΩΝ ΣΥΝΤΑΚΤΩΝ, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2fjYEjx>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

#### *Πίνακας 1.3*

Bird, M. (2015), *A brutal IMF assessment says most of the Middle East can sustain low oil prices for "less than five years"*, published at the Business Insider U.K., available at: <http://read.bi/2fW1b1C>, [last assessed Tuesday, November 15<sup>th</sup>, 2016]

#### *Πίνακας 1.4*

The Wall Street Journal (2016), *The trouble with Sovereign Wealth Funds*, published at the Wall Street Journal, available at: <http://on.wsj.com/1TgjHh1>, [last assessed Tuesday, November 15<sup>th</sup>, 2016]

#### *Πίνακας 1.5*

Kathimerini.gr (2015), *Νορβηγική συνταγή για το Ταμείο Εθνικού Πλούτου και Ασφάλισης*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της εφημερίδας ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2fvIOQt>, [τελευταία πρόσβαση Τρίτη, 8 Νοεμβρίου 2016]

#### *Πίνακας 1.6*

Τεσσαρομάτης, Ν. (2010), *Διαχείριση Περιουσίας Ταμείων: Πόσο Διαφέρει η Ελληνική από την Διεθνή Πρακτική?*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της Εταιρείας Διαχείρισης Επενδυτικών Κεφαλαίων Ταμείων Ασφάλισης, Διαθέσιμος την διεύθυνση <http://bit.ly/2e8HchW>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

#### *Πίνακας 1.7*

Τεσσαρομάτης, Ν. (2010), *Διαχείριση Περιουσίας Ταμείων: Πόσο Διαφέρει η Ελληνική από την Διεθνή Πρακτική?*, δημοσιεύτηκε στην ηλεκτρονική έκδοση της Εταιρείας Διαχείρισης Επενδυτικών Κεφαλαίων Ταμείων Ασφάλισης, Διαθέσιμος την διεύθυνση <http://bit.ly/2e8HchW>, [τελευταία πρόσβαση Παρασκευή, 4 Νοεμβρίου 2016]

#### *Πίνακας 1.8*

Suggest-keywords.com (2016), *Commodity Markets Framework*, available at: <http://bit.ly/2eCi6s4>, [last assessed Tuesday, November 15<sup>th</sup>, 2016]

### Πίνακας 1.9

International Monetary Fund (2015), *Learning to Live with Cheaper Oil Amid Weaker Demand*, available at: <http://bit.ly/1NQORvI>, [last assessed Tuesday, November 15<sup>th</sup>, 2016]

### Πίνακας 1.10

Chang, S. (2015), *Market upheaval forcing many sovereign-wealth funds to adapt*, available at: <http://on.mktw.net/1VI7IJI>, [last assessed Tuesday, November 15<sup>th</sup>, 2016]

### Πίνακας 1.11

SWFI Institute (2016), *What is a SWF?* Available at: <http://bit.ly/2eBMIPR>, [last assessed Tuesday, November 15<sup>th</sup>, 2016]

### Πίνακας 1.12

Newmoney.gr (2016), *Οι εκροές από το μεγαλύτερο ταμείο πλούτου του κόσμου διακινδυνεύουν την στρατηγική του*, διαθέσιμο στην διεύθυνση <http://bit.ly/2fdX2V5>, [τελευταία πρόσβαση Τρίτη, 15 Νοεμβρίου 2016]