



ΟΙ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗ ΑΛΕΞΑΚΗ

Αναπληρωτή Καθηγητή Πλανεπιστημάτων Αθηνών

Η αναφορά μας στην ελληνική κεφαλαιαγορά που επιχειρείται πιο κάτω καλύπτει την περίοδο από την 1η Δεκεμβρίου 1999 έως τις 15 Μαΐου 2000, για την καταγραφή των εξελίξεων και των γεγονότων. Στο τέλος Νοεμβρίου 1999 ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑΑ βρισκόταν στις 5.712 μονάδες, αφού είχε διαγράψει μία ισχυρή ανοδική πορεία έως την τρίτη εβδομάδα του Σεπτεμβρίου - 6.355 μονάδες - και καθοδική πορεία στη συνέχεια. Από τις αρχές Δεκεμβρίου ο δείκτης συνέχισε την καθοδική του πορεία για να φθάσει στο τέλος Δεκεμβρίου 1999 στις 5.535 μονάδες, να μειωθεί περαιτέρω κατά τον Ιανουάριο 2000 και να φθάσει στις 4.990 μονάδες. Κατά το Φεβρουάριο ο δείκτης ήταν γενικά πάνω από τις 5.200 μονάδες, ενώ στο τέλος του μήνα έκλεισε στις 5.002 μονάδες. Το Μάρτιο είχε ελαφρά πτωτική πορεία κλείνοντας στο τέλος του μήνα στις 4.793 μονάδες. Μέχρι τα μέσα Απριλίου ο δείκτης ήταν γύρω στις 4.800 μονάδες για να σημειώσει πτώση στις επόμενες ημέρες όπου έφθασε στις 3.952 μονάδες. Εκλεισε στο τέλος του μήνα στις

4.250 μονάδες, ενώ από τις αρχές Μαΐου ξεκίνησε μία ανοδική πορεία, όπου στα μέσα Μαΐου έφθασε στις 4.703 μονάδες. Επομένως, για το σύνολο της εξεταζόμενης περιόδου ο γενικός δείκτης κατέγραψε πτώση 1.010 μονάδων, δηλαδή 19,5% περίπου. Γίνεται αντιληπτό ότι τις ιστορικές στιγμές που κατάγραψε το ΧΑΑ και την αύξηση της επενδυτικής του βάσης κατά την περίοδο της ευφορίας των προηγουμένων μηνών διαδέχθηκε μία έντονη πτωτική περίοδος μετά τις 6.355 μονάδες του Σεπτεμβρίου, η οποία συνεχίστηκε κατά την εξεταζόμενη περίοδο.

βάσει του σταθμισμένου μέσου όρου τιμών ως προς τα τεμάχια συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν τα τελευταία τριάντα λεπτά της συνεδρίασης.

➤ Τα καλά οικονομικά στοιχεία των εισηγμένων εταιριών στο ΧΑΑ.

➤ Οι σημαντικές συμφωνίες και συνεργασίες για πολλές από τις εισηγμένες εταιρίες στο ΧΑΑ. Αυτό ήταν ιδιαίτερα θετικό τόσο για τις κερδοφόρες επιχειρήσεις, αλλά και για τις περιπτώσεις όπου μέχρι πρότινος, ζημιογόνες και προβληματικές επιχειρήσεις έβρισκαν διέξοδο σε τέτοιες συνεργασίες με ισχυρές επιχειρήσεις.

➤ Τα σημαντικά χρηματοδοτικά κεφάλαια που άντλησαν από το ΧΑΑ κυρίως οι ήδη εισηγμένες αλλά και οι νεοεισερχόμενες επιχειρήσεις που δημιουργούν θετικές επιπτώσεις στα τρέχοντα και μελλοντικά αποτελέσματά τους, εφόσον βεβαίως τα κεφάλαια κατατεθούν στις δηλωθείσες δραστηριότητες, κάτι για το οποίο πρέπει να ελέγχουν συνεχώς οι αρχές της κεφαλαιαγοράς. Ταυτόχρονα, τα κεφάλαια αυτά συντελούν στην υγιή χρηματοοικονομική θέση αυτών των επιχειρήσεων.

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΙΔΡΟΥΝ ΣΤΟ ΔΕΙΚΤΗ ΤΟΥ ΧΑΑ

Στην ελληνική κεφαλαιαγορά κατά την εξεταζόμενη περίοδο επέδρασε μία σειρά παραγόντων, οι οποίοι συνεισφέρουν στην πορεία του δείκτη. Αρχίζοντας από τις θετικές εξελίξεις αναφέρονται.

➤ Ο νέος τρόπος υπολογισμού της τιμής κλεισίματος των μετοχών, στις 6 Δεκεμβρίου 1999, όπου οι τιμές των μετοχών διαμορφώνονται

- Η περαιτέρω αποκλιμάκωση των επιτοκίων, αλλά και η είσοδος νέων επενδυτικών φορέων στο XAA, όπως τα ασφαλιστικά ταμεία που αναμενόταν να δράσουν θετικά στην αγορά.
- Η αναμενόμενη θετική επίδραση στην κεφαλαιαγορά, καθώς στη χώρα είχε αρχίσει η αντίστροφη μέτρηση για την είσοδο της στην ONE.
- Στο ίδιο πλαίσιο οι θετικές εξελίξεις στην οικονομία σε συνδυασμό με την ανάπτυξη, τη θεσμική θωράκιση της κεφαλαιαγοράς, αναμενόταν να οδηγήσουν εντός του 2000 στην κατάτοξή της στις ώριμες αγορές, που θα οδηγούσε στην είσοδο νέων και υψηλών ξένων κεφαλαίων στην αγορά, τα οποία μάλιστα θα αντικαθιστούσαν ξένα κεφάλαια που άφησαν τη χώρα, χυρίως από επενδυτές που επένδυαν σε αναδυόμενες αγορές. Υπολογίζόταν ότι οι επενδύσεις ξένων επενδυτών στο XAA δεν ξεπερνούσαν το 15%, ενώ η εμπειρία δείχνει ότι το αντίστοιχο ποσοστό για τις άλλες ευρωπαϊκές αγορές βρίσκεται γύρω στο 30%. Επομένως, μία σημαντική είσοδος κεφαλαίων αναμενόταν σε συνδυασμό με τις πιο πάνω εξελίξεις.
- Η δυναμικότερη είσοδος των Ελλήνων θεσμικών επενδυτών, η οποία αναμενόταν κατά το 2000.
- Η σταθερά άνοδος της ελληνικής οργανωμένης αγοράς των παραγάγων χρηματιστηριακών προϊόντων. Το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΑ) ξεκίνησε τη λειτουργία του στο τέλος Αυγούστου με το πρώτο του προϊόν το συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης (ΣΜΕ) στο δείκτη FTSE/ASE-20). Το ΧΠΑ έδωσε δείγματα εύρουσθμης και αξιόπιστης λειτουργίας, που αποτυπώνεται στον αυξανόμενο αριθμό των χρηματιστηριακών εταιριών-μελών του, στον αυξανόμενο αριθμό των ανοδικών επενδύσεων και στην καλή υποδοχή των προϊόντων του. Από τις αρχές του 2000 στο πρώτο προϊόν προστέθηκαν άλλα δύο, το ΣΜΕ στο δείκτη FTSE/ASE Mid 40 και το ΣΜΕ σε δεκαετές ομόλογο του Ελληνικού Δημοσίου. Σε όλα τα προϊόντα η ρευστότητα βαίνει αυξανόμενη, ενώ εντός του 2000 προγραμματίζονται να εισέλθουν τα δικαιώματα σε δείκτες και σε μετοχές, καθώς και ο δανεισμός των τίτλων που θα επιτρέψει τις ανοιχτές πωλήσεις στο XAA. Όλα αυτά αναμένεται να δώσουν μεγαλύτερη ρευστότητα και βάθος στην αγορά. Επομένως, οι ιδιώτες αλλά και οι θεσμικοί επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα παραγάγωγα προϊόντα για αντιστάθμιση επενδυτικών τοποθετήσεών τους στο XAA, προστατεύοντας με αυτόν τον τρόπο τις αποδόσεις τους αλλά και για περαιτέρω βελτίωση των αποδόσεών τους. Με την έννοια αυτή η μία αγορά συνεισφέρει στην αύξηση της ρευστότητας της άλλης, καθώς ενθαρρύνει τους επενδυτές να λαμβάνουν θέσεις και στο XAA και στο ΧΠΑ.
- Η επανεκλογή του Προέδρου της Δημοκρατίας με πρωτοφανή πλειοψηφία (269 ψήφοι), χωρίς να οδηγηθεί η χώρα σε εκλογική αναμέτρηση για αυτό το λόγο.
- Οι θετικές εξελίξεις σε όπι αφορά τις ελληνοτουρκικές σχέσεις με τη συμφωνία του Ελσίνκι και τη μείωση της έντασης, επέδρασε θετικά στην οικονομία.
- Ο σχηματισμός ισχυρής αυτοδύναμης κυβέρνησης μετά το εκλογικό αποτέλεσμα και η συνέχιση, χωρίς αλυδωνισμούς ή μεταβολές, της οικονομικής πολιτικής που εφαρμόσθηκε προ των εκλογών, μη δημιουργώντας έτσι νέες αβεβαιότητες στο επενδυτικό κοινό.
- Στο πλαίσιο της ONE το “δέσιμο” της ελληνικής οικονομίας σε ένα ενάρετο αύκλο από την πλευρά του πληθωρισμού, των επιπλοκών, και της δημοσιονομικής θέσης της χώρας, ο οποίος μόνο θετικές συνέπειες έχει για τη χώρα και την κεφαλαιαγορά.
- Οι ευνοϊκές ισχυρές αναπτυξιακές προοπτικές της χώρας σε συνδυασμό με τις επενδύσεις των επιχειρήσεων, την έναρξη της υλοποίησης του τρίτου ΚΠΣ και των επενδύσεων ενόψει των Ολυμπιακών αγώνων του 2004.
- Η σταδιακή επαναφορά στην αγορά ενός ήρεμου επενδυτικού κλίματος. Η νηφαλιότητα βοηθούσε τους επενδυτές να διακρίνουν αξιόγραφα με δυνατότητες θετικής πορείας και επομένως συντελούσε στην άνοδο της ρευστότητας στην αγορά, στην ομαλοποίησή της και στην διαφανότητα αναστροφή του κλίματος επί το θετικότερον και στην αναστροφή της πορείας του δείκτη.



➤ Η περαιτέρω βελτίωση του θεσμικού πλαισίου και του τρόπου λειτουργίας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς με τα μέτρα που ανακοίνωσαν τον Απρίλιο 2000, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το ΧΑΑ. Συγκεκριμένα, τα μέτρα αυτά που συνεισφέρουν στη διαφάνεια και στην αποτελεσματικότερη λειτουργία της αγοράς αναφέρονται στην ενίσχυση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, στη βελτίωση της εποπτείας των εισηγμένων εταιριών, σε μεταρρυθμίσεις στη λειτουργία της αγοράς και σε ρυθμίσεις για τις εισηγμένες εταιρίες.

Στους παραγόντες οι οποίοι επέδρασαν αντιστρόφως στην ανοδική πορεία του ΧΑΑ, θα μπορούσαν να αναφερθούν:

➤ Οι πολύ αυξημένες τοποθετήσεις κατά την προηγούμενη περίοδο και ιδιαίτερα κατά την περίοδο Αυγούστου-Σεπτεμβρίου, οι οποίες πολλές φορές κρίθηκαν υπερβολικές, τόσο για το μέγεθός τους, όσο και για τα επίπεδα των μηνών που αυτές γίνονταν. Οι επενδυτές βρέθηκαν σε υψηλά αποτυπωμένες θέσεις, για ορισμένες μετοχές σε σύγκριση με την εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών των επιχειρήσεων, από τις οποίες δεν θέλησαν να βγούν άμεσα. Το αποτέλεσμα ήταν όλη η περίοδος προ του τέλους του χρόνου να συνοδευτεί από ρευστοποίήσεις κάτω από καθεστώς πανικού, κάτι που οδήγησε σε αντιστροφή των προσδοκιών. Το αρνητικό χλίμα που διαμορφώθηκε και που διατηρή-

θηκε για παρατεταμένο χρονικό διάστημα, είχε ως αποτέλεσμα να πιέσει πτωτικά και μετοχές που δεν είχαν υπερβολικές αποτιμήσεις.

➤ Το μεγαλύτερο πρόβλημα για μεγάλο χρονικό διάστημα εστιάζόταν στην έλλειψη ρευστότητας, αλλά και στην έλλειψη εμπιστούνης για τις θετικές προοπτικές της αγοράς.

➤ Η ως εκ τούτου αποχώρηση ιδιωτών επενδυτών από το ΧΑΑ, οι οποίοι γενικά κατέχουν ποσοστό ίσο ή μεγαλύτερο του 65% της αγοράς, καθώς και η σημαντική μείωση των τοποθετήσεων των θεσμικών επενδυτών σε αυτό, καθώς οι τελευταίοι δεν ήθελαν να θέσουν σε κίνδυνο τις σημαντικές αποδόσεις που κατέγραψαν κατά τη διάρκεια, ενός κατά τα άλλα αποδοτικού έτους.

➤ Η ισχυρή πτώση που παρατηρήθηκε στην αγορά σε συγκεκριμένες ημέρες, κυρίως τον Φεβρουάριο και τον Μάρτιο του 2000, με ρευστοποιήσεις κυρίως μεγάλων επενδυτών, που συνετέλεσε στη διαμόρφωση ενός ακόμα πιο αρνητικού κλίματος, και αβεβαιότητας που οδηγούσε σε νέες ρευστοποιήσεις.

➤ Η σημαντική πτώση που παρατηρήθηκε κατά διαστήματα κατά την εξεταζόμενη περίοδο σε χρηματιστήρια της Ευρώπης και της Αμερικής, ιδιαίτερα στις αγορές της Νέας Υόρκης, η οποία συμπαρέσυρε προς τα κάτω και το ελληνικό χρηματιστήριο.

➤ Τα κατά καιρούς δημιούργηματα ξένων εφημερίδων και οι κατά

καιρούς δηλώσεις ξένων εμπειρογνώμων, όπου ανέφεραν ότι η ελληνική κεφαλαιαγορά παραμένει υπερτιμημένη, συχνά και μετά από μεγάλες διορθώσεις.

➤ Η έλλειψη, κάτω από την νευρικότητα που παρατηρήθηκε, μακροπρόθεσμης στρατηγικής στις τοποθετήσεις των επενδυτών, καθώς προέβαιναν σε βραχυπρόθεσμες και σπασμωδικές τοποθετήσεις που κατά μέσο όρο οδήγησαν σε αρνητικό αποτέλεσμα. Στο ίδιο πλαίσιο τονιζόταν η ανάγκη επιλεκτικής τοποθέτησης σε μετοχές επιχειρήσεων που τα θεμελιώδη στοιχεία τους, καθώς και η προπτική ανόδου άφηναν σημαντικά περιθώρια ανόδου της μετοχής.

➤ Η ρευστοποίηση θέσεων στο ΧΑΑ από τους ξένους επενδυτές σε συνδυασμό με την επεχόμενη ωρίμανση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, καθώς οι ξένοι επενδυτές έως τώρα στη χώρα μας ταυτοποιούντο με επενδυτές αναδυόμενων αγορών.

➤ Η παρατεταμένη εκλογική περίοδος, η οποία πρόσθεσε σε νευρικότητα και έντονες διακυμάνσεις στην αγορά, και στη διαμόρφωση του δείκτη, σε συνδυασμό με τις διάφορες δηλώσεις και τοποθετήσεις που έγιναν, επιδρώντας στη ψυχολογία του επενδυτικού κοινού, και η αβεβαιότητα για το εκλογικό αποτέλεσμα, σε συνδυασμό με τις δηλωμένες διαφορετικές γραμμές οικονομικής πολιτικής από τα δύο μεγάλα κόμματα. Το εκλογικό χλίμα επίσης οδήγησε σε μείωση του τζίρου

στην αγορά και σε μία μερική αδρανοποίησή της.

➤ Η εκρηκτική άνοδος στη τιμή του πετρελαίου που παρατηρήθηκε για μεγάλα διαστήματα της εξεταζόμενης περιόδου σε συνδυασμό με αβεβαιότητα, η οποία δημιουργήθηκε ως προς την παραγόμενη ποσότητα.

Συμπερασματικά, το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου φαίνεται να βρίσκει την ελληνική κεφαλαιαγορά σε μία τάση αναστροφής του αρνητικού κλίματος, καλύτερης πορείας των μετοχών, εκείνων που οι αναλύσεις δείχνουν ότι έχουν ευνοϊκές προοπτικές, και

έτσι σε μία ανοδική πορεία του δείκτη. Η περίοδος που θα ακολουθήσει φαίνεται ότι επιφυλάσσει θετικές εξελίξεις στην αγορά του ΧΑΑ μέσα από επενδυτικές τοποθετήσεις ξένων και Ελλήνων θεσμικών επενδυτών, και ιδιωτών επενδυτών. Προς την κατεύθυνση αυτή συνηγορούν διάφοροι παράγοντες. Αναφέρονται ο ορθολογισμός των κεφαλαιοποιήσεων αρκετών εταιριών, η συνέχιση της αποκλιμάκωσης των επιτοκίων, η μονιμότητα του ενάρετου κύκλου στην ελληνική οικονομία που θα σφραγιστεί με τη συμφωνία του Ιουνίου για την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ, η επερχόμενη αναβάθ-

μιση της χρηματιστηριακής αγοράς, η πτώση της τιμής των καυσίμων, τα καλά οικονομικά αποτέλεσματα των εισηγμένων εταιριών, η συνέχιση των συγχωνεύσεων που μειώνει το λειτουργικό κόστος και προσθέτει ανταγωνιστικότητα και οι ευνοϊκές αναπτυξιακές προοπτικές της εθνικής οικονομίας. Η αγορά μπορεί να ανακτήσει το χαμένο έδαφος, με τη δημιουργία καλλίτερου επενδυτικού κλίματος, ενώ η συμπεριφορά των επενδυτών πρέπει να είναι αυτή των ορθών επενδυτικών τοποθετήσεων και του μακροχρόνιου επενδυτικού ορίζοντα.

ΔΙΑΡΚΗΣ ΚΩΔΙΚΟΠΟΙΗΣΗ ΔΙΑΤΑΞΕΩΝ ΠΕΡΙ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΕΥΡΩ (Β' έκδοση)

Από 1 Ιανουαρίου 2000 κυριοφορεί σε Β' Έκδοση η **Διαρκής Κωδικοποίηση Διατάξεων περί Συναλλαγμάτος και Ευρώ**, Επιμέλεια Ν. Γ. Χατζηγιάννη.

Το έργο κυριοφόρησε σε Α' Έκδοση το 1994 με σκοπό τη συστηματική καταγραφή, ταξινόμηση και κωδικοποίηση του “τι ισχύει” σχετικά με τις τραπεζικές συναλλαγές σε συνάλλαγμα κάπω από το νέο καθεστώς της πλήρους απελευθέρωσης των κινήσεων κεφαλαίων από και προς την Ελλάδα. Εξί χρόνια μετά, ανεξάρτητα από το βαθμό απελευθέρωσης του συστήματος κι ολοκλήρωσης της εσωτερικής αγοράς, αποδεικνύεται στην πράξη ένα εξαιρετικά χρήσιμο εργαλείο για όσους θέλουν να είναι διαρκώς ενημερούτων κανόνων που διέπουν τις τραπεζικές συναλλαγές. Για το λόγο αυτό το έργο κυριοφορεί σε κινητά φύλλα και η ενημέρωσή του γίνεται σε σύντομα χρονικά διαστήματα. Ηδη εκδόθηκε η 45^η Μεταβολή.

Η Διαρκής Κωδικοποίηση περί Συναλλαγμάτος και Ευρώ. (Επιμέλεια Ν. Γ. Χατζηγιάννη) χωρίζεται σε δύο μέρη. Το πρώτο περιλαμβάνει γενικές ρυθμίσεις που αναφέρονται



στη λειτουργία των αγορών συναλλαγμάτος, την παροχή ενδομερήσιας χρηματοδότησης σε ευρώ από την Τράπεζα της Ελλάδος, την κεφαλαιακή επάρκεια, το συντελεστή φερεγγυότητας, το ξέπλυμα χρήματος κλπ. Στο δεύτερο μέρος, για κάθε μία από τις δεκατρείς κατηγορίες τραπεζικών συναλλαγών βάσει της ταξινόμησης του ΠΔ 96/93 (άμεσες επενδύσεις, επενδύσεις σε ακίνητα, πράξεις επί τίτλων, καταθέσεις, χρηματοδοτήσεις κλπ.) σταχυλογούνται οι ισχύουσες ρυθμίσεις σε συνάλλαγμα και ευρώ. Το κείμενο των ρυθμίσεων (νομοθετικών, καινονιστικών κλπ.) που εκδίδονται η Τράπεζα της Ελλάδος (Πράξεις Διοικητή, Εγκύλλοι Διοίκησης, Πράξεις και Αποφάσεις των οργάνων αυτής), τα καθ' ύλην αρμόδια Υπουργεία και οι λοιποί φορείς παρατίθεται αυτούσιο ενώ σχόλια και παρατηρήσεις

γίνονται με μορφή υποσημειώσεων. Ηδη έχουν ενσωματωθεί προοδευτικά και οι εν τω μεταξύ θεσπιζόμενες από την Ευρωπαϊκή Ένωση ρυθμίσεις, ιδιαίτερα αναφορικά με την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος (ευρώ), όπως επίσης και οι σχετικές με την οικονομική και νομισματική ένωση (ΟΝΕ) αποφάσεις κυρίων της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.