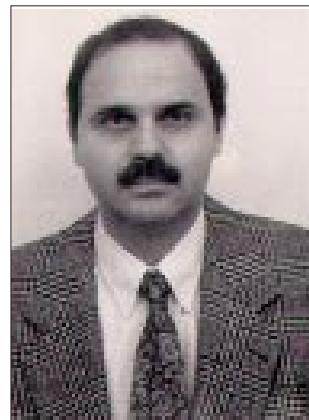




**Σημαντική άνοδος
του δείκτη
και των συναλλαγών**



παναγιωτιν αλεξακη
Αναπληρωτή Καθηγητή
Τμήματος Οικονομικών Εποπτημάνων
Πανεπιστημίου Αθηνών
Μέλους Επιστημονικού
Συμβουλίου EET

**Οι Εξελίξεις
στην Ελληνική
Αγορά Κεφαλαίου**

Hαναφορά μας στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά που επιχειρείται πιο κάτω καλύπτει την περίοδο Οκτωβρίου 1997-Ιουνίου 1998 για την καταγραφή των εξελίξεων και των γεγονότων. Παρά τη μεγάλη σχετικά χρονική περίοδο θα προσπαθήσουμε να την αναλύσουμε περιεκτικά. Στο τέλος Σεπτεμβρίου 1997 ο Γενικός Δείκτης Τιμών του ΧΑΑ βρισκόταν στις 177 μιονάδες, έχοντας διαγράψει κατά το προηγούμενο εννεάμηνο αύξησην κατά 700 μιονάδες, 86%. Κατά την εξεταζόμενη περίοδο ο δείκτης συνέχισε την αυξητική του πορείαν και κατά την περίοδο έως τις 13 Μαρτίου, όπου έγινε η υποτίμηση της δραχμής, δεν παρουσίασε αύξηση, αλλά αντίθετα πτώση φθάνοντας ακόμα και κάτω από τις 1400 μιονάδες (πρώτο ήμισυ Νοεμβρίου 1997), ενώ στη συνέχεια κυμάνθηκε γύρω στις 1400 με 1500 μιονάδες. Μετά τις 13 Μαρτίου 1998, ξεκίνησε μια αλματώδης άνοδος όπου ο δείκτης ξεπέρασε τις 2600 μιονάδες κατά το τέλος Απριλίου 1998, όπως και κατά το τέλος Μαΐου. Στη συνέχεια κυμάνθηκε σε χαμηλότερα επίπεδα και στο τέλος Ιουνίου 1998 βρισκόταν στο επίπεδο των 2365 μιονάδων, 33,5%. Η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών κατά τους τρεις τελευταίους μήνες του 1997 διαφορφώθηκε στα 28,5 δισ. δρχ., ενώ κατά τους έξι πρώτους μήνες του 1998 στα 52,4 δισ. δρχ. Κατά την περίοδο αυτή και ιδιαίτερα μετά τα μέσα Μαρτίου υπήρξαν ημέρες όπου οι ημερήσιες συναλλαγές ξεπέρασαν τα 100 δισ. δρχ., αρκετές ημέρες κυμάνθηκαν γύρω σε αυτό το μέγεθος, ενώ λίγες ημέρες πλησίασαν και ξεπέρασαν τα 200 δισ.

δρχ. Ήταν παραπρήμπτη μια σημαντική αυξητική πορεία και στο δείκτη και στον όγκο των συναλλαγών.

**Παράγοντες που επιδρούν στο δείκτη
του ΧΑΑ**

Στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά κατά την εξεταζόμενη περίοδο επέδρασε μια σειρά παραγόντων οι οποίοι συνεισέφεραν στην πορεία του δείκτη.

Αρχίζοντας από τις θετικές εξελίξεις αναφέρονται:

· Τα σενάρια ιδιωτικοποίησεων για τον τραπεζικό κλάδο αλλά και η ικανοποιητική κερδοφορία του κατά το 1997, με δεδομένη τη βαρύτητα των τραπεζικών μετοχών στη διαμόρφωση του δείκτη.

· Η πιλοτική έναρξη της απούλοποίησης το Μάρτιο του '98 και η έναρξη της απούλοποίησης επί των ονομαστικών μετοχών από τον Ιούνιο του '98, που αποτελεί ένα μακρόπνιο μέτρο εκουγχρονισμού της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Η ολοκλήρωση της απούλοποίησης θα συνεισφέρει επίσης ώστε να αυξηθεί ο όγκος των ημεροσίων συναλλαγών στο ΧΑΑ που τώρα εκ των πραγμάτων περιορίζονται, μειώνοντας ως εκ τούτου τη συνεισφορά της κεφαλαιαγοράς στην εθνική οικονομία.

· Οι αποφάσεις της Κυβέρνησης για επιτάχυνση των ιδιωτικοποίησεων που επιδρούσε θετικά στις επενδύσεις στο ΧΑΑ. Στη συνέχεια και περί το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου η Κυβέρνηση απεφάσισε για την ιδιωτικοποίηση της Ιονικής Τράπεζας και για μετοχοποίησης, εντός του 1998 εταιρειών, όπως τα Ελληνικά Πετρέλαια,

ΚΑΕ, ΔΕΘ, Olympic Catering, Διώρυγα Κορίνθου και ΟΤΕ (τρίτη φάση).

Η υποτίμηση της δραχμής κατά το πρώτο ήμισυ του Μαρτίου 1998, που οδήγησε σε αλλεπάλληλες βελτιώσεις του δείκτη, σε μεγάλες ημερίσιες αξίες συναλλαγών και μαζική είσοδο των ξένων θεσμικών επενδυτών στην ελληνική κεφαλαιαγορά. Η αγορά έκρινε ότι η αναπροσαρμογή της συναλλαγματικής ισοτιμίας ήταν αναγκαία και ορθή, μαζί με την ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ, που απετέλεσε διπλό κίνητρο για τους ξένους επενδυτές τους. Στους τελευταίους αυξήθηκε η αγοραστική δύναμη κατά 14%. Με την ένταξη της δραχμής στον ΜΣΙ εμπεδώθηκε η μεγαλύτερη δέσμευση της ελληνικής οικονομίας για σύγκλιση σε συνδυασμό με την αναπτυξιακή διάσταση της υποτίμησης.

Η υποτίμηση δρούσε ως σήμα εκκίνησης και κατακόρυφης ανόδου των τιμών και μαζικής εισόδου ξένων επενδυτών.

Η αναβάθμιση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς από τους ξένους επενδυτές, που φαινόταν από τις εκτιμήσεις τους και την κατάταξη στην οποία την τοποθετούσαν, που σημαίνει θετική αποτίμηση προσδοκιών εκ μέρους τους, αλλά και θετικά στοιχεία εξέλιξης της σε ώριμη αγορά. Με τη σειρά τους όλα αυτά υπονοούσαν ότι δεν θα πρέπει μάλλον να αναμένονται στοιχεία μαζικής εξόδου των ξένων επενδυτών από αυτήν.

Άλλα θετικά στοιχεία που παρουσίαζε το ΧΑΑ. Εποι, κατά την τελευταία περίοδο τριπλασιάστηκε ο μέσος ημερίσιος όγκος των συναλλαγών, ενώ κατά το 1997 διπλασιάστηκε η κεφαλαιοποίησή του. Τέλος, ήταν μεγάλη η αξία των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από την κεφαλαιαγορά που οδηγούσαν σε υγιή ανάπτυξη των επιχειρήσεων.

Άλλα αξιοσημείωτα θετικά στοιχεία που συνέθεταν την εικόνα της ελληνικής κεφαλαιαγοράς κατά το τέλος της εξεταζόμενης περιόδου, όπως:

- Η διευθέτηση του θέματος της διάθεσης των μετοχών της Ιονικής Τράπεζας που κατέχει η Εμπορική Τράπεζα. Η Ιονική Τράπεζα είναι μια από τις μεγαλύτερες ελληνικές τράπεζες και η απόφαση αυτή σηματοδοτούσε τον εκσυγχρονισμό του δημόσιου τραπεζικού συστήματος.

- Η πολύ ικανοποιητική προσφορά τραπεζικού ομίλου για την εξαγορά της Τράπεζας Κρήτης που είχε ευρύτερες επιπτώσεις, οδηγώντας στην ανακατανομή του τραπεζικού χώρου, στη δημιουργία ενός περισσότερο ανταγωνιστικού τραπεζικού συστήματος, αλλά και στην προώθηση ευρύτερων συνεργασιών και εξαγορών στον τραπεζικό χώρο, τονώνοντας περαιτέρω την ανταγωνιστικότητά του.

- Η επικείμενη μετοχοποίηση της δυναμικής, επιτυχημένης και εντυπωσιακά κερδοφόρου εταιρείας "Ελληνικά Πετρέλαια" (πρώην ΔΕΠ) που προκάλεσε έντονα εσωτερικό και διεθνές ενδιαφέρον.

- Τα καλά νέα για τα οικονομικά αποτελέσματα πολλών εισηγμένων εταιρειών κατά το πρώτο τρίμηνο του 1998 και οι καλές προοπτικές που διαγράφονται γι' αυτές γι' αυτό το έτος.

- Η καλή πορεία του ΧΑΑ σε σχέση με άλλες αναδυόμενες αγορές. Οι αποδόσεις στο ΧΑΑ κατέλαβαν την πρώτη θέση, με σημαντική διαφορά από τη δεύτερη αγορά της Πορτογαλίας.

Κατά την εξεταζόμενη περίοδο επέδρασαν και ορισμένοι άλλοι παράγοντες δυσμενώς στην πορεία του ΧΑΑ και του δείκτη, οι κυριότεροι από τους οποίους αναφέρονται:

Στη μεγάλη πτώση των χρηματιστηρίων των χωρών της Ν.Α. Ασίας που ξεκίνησε το Νοέμβριο 1997 και επέδρασε άμεσα στο ΧΑΑ. Η επίδραση για το ΧΑΑ προέκυψε λόγω των κινδύνων για το διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα το οποίο αναδομημένο και απελευθερωμένο διεθνώς διακινεί κεφάλαια σε όλον τον κόσμο, παρέχοντας πιστώσεις και επενδύσεις, συνεισφέροντας έτσι στην ανάπτυξη που είναι συγνά υψηλή σε αυτές τις χώρες, και που ταυτόχρονα πολλαπλασιάζει τους τζίρους στα χρηματιστήρια. Ομως υπάρχει πάντοτε ο κίνδυνος της ενδεχόμενης κρίσης στην πραγματική οικονομία και αυτό συνέβη στις χώρες της Ν.Α. Ασίας. Παραπρήθηκαν μεγάλα εξωτερικά ελλείμματα, μειώθηκαν σημαντικά τα συναλλαγματικά τους διαθέσιμα καθώς και οι ρυθμοί ανάπτυξης τους. Αυτό οδήγησε σε μεγάλη κρίση στα χρηματιστήρια τους. Ταυτόχρονα, αύξησε τους κινδύνους για το διεθνές σύστημα, καθώς ήταν πιθανόν να πληγεί

Η κρίση της Ν.Α. Ασίας

Επιθέσεις στη δραχμή

η Ιαπωνία που είχε δανείσει με μεγάλα ποσά αυτές τις χώρες, ενώ η ίδια η χώρα αντιμετώπιζε δικά της προβλήματα. Ο κίνδυνος όμως εκτεινόταν και πέραν αυτής της περιοχής καθώς η Ιαπωνία είχε επενδύσει σημαντικά ποσά στην ΗΠΑ σε κρατικά ομόλογα, όπου η ενδεχόμενη ρευστοποίησή τους ώστε να αντισταθμίσει τα μεγάλα ποσά που είχε δανείσει στη Ν.Α. Ασία θα οδηγούσε στη μεταφορά της ασιατικής κρίσης και στη σταθερή και αναπτυσσόμενη αμερικανική αγορά. Οι συνέπειες θα ήταν αναπόφευκτες και για την ευρωπαϊκή αγορά.

Η κρίση αυτή επέδρασε στην Ελλάδα και στο ΧΑΑ και για το γεγονός ότι παρά την προσπάθεια και την πρόοδο της χώρας για οικονομική σύγκλιση, υπήρχαν ακόμα οικονομικά προβλήματα – δημοσιονομικό έλλειψη, πληθωρισμός, δημόσιος τομέας, υποδομή ασφαλιστικού συστήματος, αγορά εργασίας. Επίσης, παρά τις θεσμικές ρυθμίσεις και την πρόοδο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς η τελευταία εξακολουθούσε να κατατάσσεται στις αναδυόμενες, πέρα από τους πιο πάνω οικονομικούς λόγους, και για το γεγονός ότι βασικά θέματα όπως η απούλοποίση και τα παράγωγα προϊόντα έλειπαν για να την καταστίσουν ασφαλέστερη και διαφανέστερη. Αρα, η ελληνική κεφαλαιαγορά θεωρείτο ακόμη ως αναδυόμενη και υπήρχε πάντοτε ο κίνδυνος τα κεφάλαια των ζένων επενδυτών να μεταφερθούν σε ασφαλέστερα μέρη. Αυτό και συνέβη. Επομένως το πρόβλημα για το ΧΑΑ παρέμενε όσο η ελληνική οικονομία συνέκλινε με τις χώρες του ευρώ και όσο τα διάφορα μέτρα στο ΧΑΑ δεν είχαν ολοκληρωθεί.

η Στις αλλεπάλληλες οικονομικές κρίσεις στην Ασία, προστέθηκαν οι περιοδικές επιθέσεις στην “σκληρή” δραχμή, και συντριπτώνταν τις πτωτικές τάσεις. Συνδέονταν με τη δυνατότητα της Ελλάδας να συνεχίσει την πολιτική της άκαμπτης συναλλαγματικής πολιτικής, ενώ παράλληλα θα επεδίωκε την εξομάλυνση των επιτοκίων. Η χώρα δεν είχε πείσει τους ξένους επενδυτικούς οίκους ότι μπορεί να αντέξει στη συνέχεια. Εκτιμήσεις μιλούσαν για υπερτιμημένη δραχμή που θα οδηγούσε σε κρίση εντός του 1998, ενόψει μάλιστα των αποφάσεων

του Μαΐου 1998 για τις χώρες που θα ενταχθούν στο ευρώ από 1.1.99.

η Στη διαβρωτική επίδραση των υψηλών επιτοκίων, για τη στήριξη της δραχμής, στα υγιά στοιχεία της οικονομίας της χώρας, που οδηγούσαν σε πτωτικές προοπτικές για το ΧΑΑ. Ταυτόχρονα, υποστηρίζοταν ότι τα υψηλά επιτόκια, συγκρινόμενα με την πορεία του πληθωρισμού, δεν θα μπορούσαν μάλλον να στηριχθούν συνεχώς στο μέλλον.

η Προς το τέλος της περιόδου η μη πάση των επιτοκίων στον αναμενόμενο βαθμό μείωνε την είσοδο ζένων κεφαλαίων αλλά και την αξία πιερίσιων συναλλαγών, ενώ οδηγούσε σε νευρικότητα και διακυμάνσεις. Οι ζένοι επενδυτές κρατούσαν μια στάση αναμονής τόσο για την πορεία των επιτοκίων όσο και για την πορεία των ιδιωτικοποίσεων.

η Στην αβεβαιότητα για την πορεία των ιδιωτικοποίσεων στον τραπεζικό χώρο, μετά την απόφαση για την ιδιωτικοποίηση της Ιονικής Τράπεζας (6.5.98) και τη μεγάλη απεργία που ακολούθησε από το προσωπικό της.

η Κατά το Μάιο επέδρασε και η ανατιμπτική τάση της δραχμής, μετά την υποτίμηση του Μαρτίου, που οφειλόταν στην εισροή ζένων κεφαλαίων, βραχυπρόθεσμης διάρκειας, που προσέλκυνταν από τα υψηλά επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς και τα μικρότερης διάρκειας ομόλογα του ελληνικού δημοσίου.

Συμπερασματικά, το ΧΑΑ φαίνεται να έχει εισέλθει σε μια νέα φάση ανάπτυξης με νέα επίπεδα τιμών και όγκων συναλλαγών. Οι θετικές αποτιμήσεις θα γίνουν ακόμα θετικότερες και πιο μόνιμες όταν συνδυαστούν με τη σύγκλιση της ελληνικής οικονομίας και τη διαρθρωτική της αναβάθμιση. Ετοι θα προκύψει για αυτή μια νέα οικονομική πραγματικότητα, συμβατή με τα πρότυπα ανεπτυγμένων χωρών, με βαθμό κινδύνου ίδιο με αυτόν των ανεπτυγμένων χωρών. Στη συνέχεια, τα μεγάλα κεφάλαια του εξωτερικού θα κατευθύνονται στην Ελλάδα ως ένα, σταθερό, μέρος του χαρτοφυλακίου των διεθνών επενδυτών.

P