

Συμπεράσματα από τις έντονες διακυμάνσεις και τις εξελίξεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές

ΤΑΚΗ ΘΩΜΟΠΟΥΛΟΥ
Υποδιοικητή Τράπεζας της Ελλά-
δος

Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές παρουσίασαν τα τελευταία δύο έτη αξιόλογη δραστηριότητα που συνοδεύτηκε, ωστόσο, από έντονες διακυμάνσεις σε έκταση ανάλογη με εκείνες των αρχών της δεκαετίας του '80, και πάλι λόγω της αδυναμίας εξυπηρέτησης του αυξανόμενου χρέους των αναδυόμενων οικονομιών. Ειδικότερα, η χρηματοοικονομική και συναλλαγματική κρίση που έπληξε τις χώρες της Ανατολικής Ασίας τον Οκτώβριο του 1997, της Ρωσίας τον Αύγουστο του 1998 και της Λατινικής Αμερικής στο τέλος του 1998 προκάλεσε έντονες διακυμάνσεις στις χρηματοπιστωτικές αγορές των ΗΠΑ, της Ευρωπαϊκής Ένωσης καθώς και της Ιαπωνίας. Η υψηλή μεταβλητότητα των διεθνών χρηματοπιστωτικών αγορών και το κλίμα πρόσκαιρης αβεβαιότητας που δημιουργήθηκε επηρέασαν δυσμενώς και τα πραγματικά οικονομικά μεγέθη ακόμη και των χωρών του ΟΟΣΑ. Βεβαίως, οι δυσμενείς επιπτώσεις ήταν εντονότερες στη Ρωσία και στις αναδυόμενες οικονομίες, σε πολλές από τις οποίες το ΑΕΠ υπεχώρησε σημαντικά την τελευταία διετία. Συνολικά ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας μειώθηκε από 4,2 το 1997 στο 2,5 το 1998, και για το 1999 αναμένεται ότι ο ρυθμός θα επιβραδυνθεί περαιτέρω.

Από τις τελευταίες νομισματικές κρίσεις μπορούν να εξαχθούν οι ακόλουθες διαπιστώσεις:

Πρώτον, εντός των ορίων μιας εθνικής οικονομίας έχει ενταθεί η ταχύτητα μετάδοσης των συνθηκών ανισορ-

ροπίας μιας επιμέρους χρηματοπιστωτικής αγοράς στις υπόλοιπες (spill-over effects), πχ από το χρηματιστήριο στην αγορά χρήματος. Αυτό σημαίνει ότι για να αποφευχθεί μια γενικότερη κρίση στη χώρα οι αρχές θα πρέπει να είναι έτοιμες να λάβουν τα απαραίτητα μέτρα μόλις εμφανιστούν οι πρώτες ανησυχητικές ενδείξεις σε οποιαδήποτε αγορά. **Δεύτερον**, η αλληλεξάρτηση των εθνικών οικονομιών σε παγκόσμιο επίπεδο (παγκοσμιοποίηση), και η αυξημένη διεθνής δραστηριότητα των θεσμικών επενδυτών σε συνδυασμό με την ελευθερία κίνησης κεφαλαίων, καθιστούν σχετικά εύκολη τη μετάδοση έξω από τα εθνικά όρια των αναταραχών στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Σε πολλές περιπτώσεις η “αισιοδοξία” ή “απαισιοδοξία” ψυχολογία ταξιδεύει μέσω των ηλεκτρονικών μέσων με μεγάλη ταχύτητα. Ιδιαίτερα επηρεάζονται σημαντικά και συγχρόνως τα χρηματιστήρια σε πολλά κράτη (ακόμη και σε κράτη που παρουσιάζουν πολύ καλή επίδοση στην πραγματική οικονομία και τα βασικά τους οικονομικά μεγέθη είναι υγιή) από τις απότομες μεταβολές στην ψυχολογία των επενδυτών σε λίγα, αλλά μεγάλα κράτη με μεγάλο όγκο συναλλαγών. **Τρίτον**, οι τελευταίες εξελίξεις, και ιδιαίτερα η επιτυχής ίδρυση της Ευρωπαϊκής Νομισματικής Ένωσης και οι περιορισμένες επιπτώσεις των συνεχών διεθνών αναταραχών το 1997 και 1998 στις 11 χώρες της Ευρωζώνης, καθώς και στην Ελλάδα και Δανία που συνδέονται μ' αυτήν μέσω του Μηχανισμού Συναλλαγματικών Ισοτιμιών, υπογραμι-

μίζουν ακόμη περισσότερο τα μεγάλα πλεονεκτήματα από τη δημιουργία ενιαίων μεγάλων χρηματοπιστωτικών αγορών με το ίδιο νόμισμα και κοινή νομισματική πολιτική, που σκοπό έχει τη διατήρηση σταθερότητας στο σύνολο των χωρών-μελών. **Τέταρτον**, παρ' όλες τις διαταραχές, τα περισσότερα χρηματιστήρια στις χώρες του ΟΟΣΑ είναι σε ανοδική πορεία (από ήδη υψηλά επίπεδα), η οποία είναι δύσκολο να διατηρηθεί με τον ίδιο ρυθμό μεσο-μακροπρόθεσμα. Γι' αυτό το λόγο όταν γίνει μια διορθωτική κίνηση προς τα κάτω, ακόμη και αν είναι προσωρινή, πολλά χρηματιστήρια ενδέχεται να παρουσιάσουν σημαντική υποχώρηση, η οποία θα επηρεάσει βραχυπρόθεσμα και την πραγματική οικονομία, ιδιαίτερα σε κράτη όπως οι ΗΠΑ και η Μεγάλη Βρετανία όπου η συνολική χρηματιστηριακή αξία των μετοχών αντιπροσωπεύει υψηλό ποσοστό του ΑΕΠ. **Πέμπτον**, οι νομισματικές αρχές πολλών χωρών, ιδιαίτερα των ΗΠΑ και κατά δεύτερο λόγο της Ευρωζώνης, στο παρελθόν ευρέθησαν αντιμέτωπες με συγκρουόμενες επιδιώξεις και πιθανόν να αντιμετωπίσουν την ίδια κατάσταση και στο μέλλον καθώς θα ενισχύεται η παγκοσμιοποίηση και η αλληλεξάρτηση των χωρών. Πχ ενώ ενδείκνυται η διατήρηση ή υιοθέτηση περιοριστικής νομισματικής πολιτικής για εξωτερικούς λόγους (όπως για την αντιμετώπιση πιέσεων στην ισοτιμία), για εσωτερικούς όμως λόγους (όπως για να αντιμετωπισθούν οι υφιστάμενες τάσεις και να μην προκληθεί κρίση στις αναδυόμενες χώρες) ή ακόμη για να μην κλονισθεί η ψυχολογία εμπιστοσύνης (που μπορεί να επηρεάσει δυσμενώς το Χρηματιστήριο) στις ίδιες τις ανεπτυγμένες χώρες η πολιτική να πρέπει να χαλαρώσει. Αυτοί και άλλοι παρόμοιοι προβληματισμοί, όπως επίσης πολιτικές πιέσεις για μεταβολή της νομισματικής πολιτικής δυσχεραίνουν την άσκσή της, που πρωταρχικό σκοπό πρέπει να έχει τη σταθερότητα των τιμών, απαραίτητη προϋπόθεση για διατηρήσιμη ανάπτυξη και προστασία των χαμηλών εισοδηματικών τάξεων, που ζημιώνονται περισσότερο από τις υπόλοιπες κατηγορίες πολιτών σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού. **Εκτον**, γίνεται εμφανές ότι στις χώρες που εκδηλώθηκε η νομισματική αναταραχή θα πρέπει να εφαρμοσθούν ουσιαστικές διορθωτικές αλλαγές, να υιοθετηθεί το κατάλληλο, για κάθε χώρα, μίγμα μακροοικονομικής πολιτικής, να εξυγιανθεί το χρηματοπιστωτικό τους σύστημα και να αναπτυχθεί το κατάλληλο πλαίσιο εποπτείας

και ελέγχου των αγορών. Αλλά γενικότερα ο εκουγχρονισμός, οι διορθωτικές μεταβολές και η ισχυροποίηση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων περιορίζουν σημαντικά τις επιπτώσεις από τις νομισματικές αναταραχές που προκαλούν σοβαρές ζημιές στην οικονομία. Στην Ελλάδα οι επιπτώσεις από τις διεθνείς αναταραχές ήταν πολύ περιορισμένες, σε μεγάλο βαθμό επειδή οι εμπορικές τράπεζες, που αποτελούν τον κορμό του χρηματοπιστωτικού συστήματος, έχουν εξυγιανθεί και έχουν ισχυροποιηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια (πχ η κεφαλαιακή επάρκεια έχει ανέλθει κατά μέσο όρο στο 11% περίπου), γεγονός που υπογραμμίζεται και από τη μεγάλη εμπιστοσύνη των ξένων θεσμικών επενδυτών και το ενδιαφέρον τους για συμμετοχή τους σε ελληνικές τράπεζες.

Κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου, η δραστηριότητα των αγορών κεφαλαίου στις ΗΠΑ και την Ευρωπαϊκή Ένωση κινήθηκε σε υψηλά επίπεδα παρά τις νομισματικές αναταραχές που προαναφέρθηκαν. Τα μακροπρόθεσμα επιτόκια μειώθηκαν και οι καμπύλες απόδοσης παρουσιάζουν ελαφρά καθοδική τάση. Ειδικότερα, τα επιτόκια των χωρών που συμμετέχουν στο τρίτο στάδιο της ΟΝΕ, συνέκλιναν ακολουθώντας πτωτική πορεία, ως αποτέλεσμα του υψηλού βαθμού σύγκλισης των μακροοικονομικών τους πολιτικών σε περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού. Η πτώση των μακροχρόνιων επιτοκίων στις ΗΠΑ αντανάκλα κυρίως το χαμηλό πληθωρισμό, το δημοσιονομικό πλεόνασμα και την ανασύνθεση του χαρτοφυλακίου των θεσμικών επενδυτών υπέρ των αμερικανικών χρεογράφων μετά τις πρόσφατες κρίσεις στην Ασία, τη Ρωσία και τη Λ. Αμερική. Ιδιαίτερα εντυπωσιακή δραστηριότητα παρουσίασαν οι χρηματιστηριακές αγορές τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Αυτή η εξέλιξη οφείλεται κυρίως στις προσδοκίες ότι τα επιτόκια θα διατηρηθούν σε χαμηλά επίπεδα και ότι τα κέρδη των επιχειρήσεων θα αυξηθούν μεσοπρόθεσμα με σχετικά ικανοποιητικό ρυθμό. Επιπρόσθετα, ο διπλασιασμός σχεδόν το 1998 σε σύγκριση με το 1997 της αξίας των παγκοσμίων εξαγορών και συγχωνεύσεων, συνέβαλε θετικά στη βελτίωση των χρηματιστηριακών μεγεθών. Ειδικότερα, στην Ευρωπαϊκή Ένωση η σημαντική βελτίωση της δραστηριότητας των χρηματιστηριακών της αγορών συνδέεται με τις αυξημένες προσδοκίες για την ανάπτυξη της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς κεφαλαίων,

και γενικότερα των ευνοϊκών προοπτικών σταθερότητας στην Ευρωζώνη, παρά τις υφεσιακές τάσεις σε λίγα επιμέρους κράτη-μέλη.

Σχετικά με τις διεθνείς αγορές ομολόγων, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων παρέμειναν χαμηλές και σε ορισμένες περιπτώσεις (όπως πχ στην ΕΕ) προσέγγισαν ιστορικά χαμηλά επίπεδα, στηρίζοντας έτσι την οικονομική δραστηριότητα και την απασχόληση. Στις ΗΠΑ, η απόδοση των 10ετών κρατικών ομολόγων από 6,5% στα μέσα του 1997 μειώθηκε σε 5,5% στο τέλος του 1998 και 5,2% στα μέσα Μαρτίου 1999. Πτώση επίσης παρουσίασαν οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών τίτλων στην ΕΕ και είναι σήμερα στα χαμηλότερα επίπεδα της τελευταίας τριακονταετίας (γύρω στο 4% για τα 10ετή ομόλογα). Στη διάρκεια του 1998 παρουσιάστηκε σχετικά υψηλή ζήτηση για ευρωομόλογα, η οποία αναμένεται να ενισχυθεί στο άμεσο μέλλον με τη δημιουργία της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς ομολόγων. Ηδη έχουν εκδοθεί αρκετά ομολογιακά δάνεια σε ευρώ, διαφόρων κατηγοριών όπως ομόλογα, κοινοπρακτικά δάνεια (syndicated loans), ομολογιακά δάνεια μετατρέψιμα, και ομολογίες υψηλού πιστωτικού κινδύνου (Junk bonds).

Οι πιέσεις που δέχτηκαν οι χρηματοπιστωτικές αγορές στην Ελλάδα στα τέλη Οκτωβρίου 1997 λόγω της οικονομικής κρίσης στην Ασία, συνεχίστηκαν με διακυμάνσεις μέχρι τα μέσα του Μαρτίου 1998 οπότε η δραχμή εντάχθηκε στο ΜΣΙ του Ευρωπαϊκού Νομισματικού Συστήματος. Η ένταξη αυτή σε συνδυασμό με την ακολουθούμενη αυστηρή νομισματική πολιτική και τα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής καθώς και τις διαρθρωτικές αλλαγές που σταδιακά πραγματοποιούνται, ενίσχυσαν την αξιοπιστία της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής και τις προοπτικές για την ένταξη της Ελλάδος στη ζώνη του ευρώ από την 1η Ιανουαρίου 2001. Πράγματι, η αντίδραση των διεθνών αγορών στην ένταξη της δραχμής στο ΜΣΙ ήταν πολύ θετική με αποτέλεσμα την αυξημένη εισροή ξένων κεφαλαίων, τα οποία σε συνδυασμό με ελληνικά κεφάλαια από τους θεσμικούς επενδυτές και το αποταμιευτικό κοινό, είχαν ως αποτέλεσμα την πτώση των επιτοκίων στις αγορές χρήματος και ομολόγων και τη μεγάλη άνοδο των τιμών των μετοχών. Συγκεκριμένα, από τα μέσα Μαρτίου 1998 έως τα μέσα Αυγούστου 1998, οπότε εκδηλώθηκε η οικονομική κρίση στη Ρωσία, οι τιμές των

μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών αυξήθηκαν κατά 60% περίπου και οι συναλλαγές σε μετοχές κατά 51% περίπου. Η κρίση που έπληξε τη ρωσική οικονομία επηρέασε δυσμενώς και την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, αφού όλα τα μεγέθη της παρουσίασαν πτώση στη διάρκεια της περιόδου μέσα Αυγούστου-μέσα Οκτωβρίου 1998. Στη συνέχεια όμως και έως το τέλος του 1998, τα χρηματιστηριακά μεγέθη σημείωσαν σημαντική ανάκαμψη η οποία και συνεχίστηκε μέχρι τους πρώτους μήνες του 1999. Ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών σε μέσα επίπεδα αυξήθηκε το 1998 κατά 77% σε σύγκριση με το 1997, ενώ η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών υπερδιπλασιάστηκε σε σύγκριση με το 1997 αφού ανήλθε σε 57 δισεκ. δρχ. το 1998 από 24 δισεκ. δρχ. το 1997. Τονίζεται ότι με βάση το ρυθμό απόδοσης των τιμών των μετοχών σε δολάρια ΗΠΑ το ελληνικό χρηματιστήριο καταλαμβάνει τη δεύτερη θέση παγκοσμίως. Εξ άλλου, από τις αρχές του 1999 μέχρι τα μέσα Μαρτίου 1999 οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν κατά 30% περίπου και η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών ανήλθε περίπου σε 90 δισεκ. δρχ. από 18 δισεκ. δρχ. περίπου το αντίστοιχο διάστημα του 1998.

Θετικές εξελίξεις σημειώθηκαν και στην αγορά των τίτλων του Δημοσίου. Από τις αρχές του 1998 μέχρι τα μέσα Μαρτίου 1998, τα επιτόκια των τίτλων του Δημοσίου διατηρήθηκαν σε σχετικά υψηλά επίπεδα. Συγκεκριμένα, το επιτόκιο των δωδεκάμηνων εντόκων γραμματίων αυξήθηκε από 11,4% στις αρχές Ιανουαρίου 1998 σε 12,9% στις αρχές Μαρτίου 1998, ενώ μετά την ένταξη της δραχμής στο ΜΣΙ ακολούθησε πτωτική τάση με μικρή διακύμανση και διαμορφώθηκε σε 10,3% στα τέλη του 1998 και σε 8,7% στα τέλη Μαρτίου 1999. Ανάλογη εξέλιξη σημείωσαν και οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων. Ειδικότερα, η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου μειώθηκε από 10,6% πριν από την υποτίμηση σε 6,9% στο τέλος του 1998, και κάτω του 6% στα μέσα Μαρτίου 1999. Η πτωτική αυτή τάση της απόδοσης των ομολόγων αντανάκλα τις προσδοκίες της αγοράς για περαιτέρω πτώση των επιτοκίων και του πληθωρισμού και τη σχεδόν βεβαιότητα για την ένταξη της Ελλάδος στην Ευρωζώνη. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι η διαφορά των αποδόσεων του δεκαετούς ομολόγου στην Ελλάδα με την απόδοση του αντίστοιχου γερμανικού επιτοκίου μειώθηκε από 5,3% στις αρχές του 1998 σε 3% στο τέλος του 1998 και κάτω

του 2% στα μέσα Μαρτίου 1999. Συνέπεια της σμίκρυνσης αυτής της διαφοράς αποδόσεων είναι να ικανοποιεί η Ελλάδα ακόμη ένα κριτήριο σύγκλισης (η διαφορά επιτοκίου 10ετών ομολόγων μεταξύ της υποψηφίας χώρας για ένταξη στην Ευρωζώνη και των τριών χωρών με το χαμηλότερο πληθωρισμό να είναι μικρότερη από 2 εκατοστιαίες μονάδες), μετά από αυτό του δημοσιονομικού ελλείμματος και του δημοσίου χρέους, ενισχύοντας περαιτέρω με αυτό τον τρόπο την εμπιστοσύνη των αγορών, των επενδυτών και ιδιωτών για την ένταξη της Ελλάδος στην Ευρωζώνη.

Οι εξελίξεις στο Χρηματιστήριο Αθηνών και ιδιαίτερα στη δευτερογενή αγορά ομολόγων του Δημοσίου οφείλονται κατά κύριο λόγο στη σημαντική βελτίωση των επιδόσεων της ελληνικής οικονομίας (συνεχής υψηλός ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας γύρω στο 3,5% και ουσιαστική αποκλιμάκωση του πληθωρισμού με προοπτική να μειωθεί κοντά στο 2% πριν από τα μέσα του 1999). Πρέπει όμως να τονισθεί ότι οι ευνοϊκές εξελίξεις στις αγορές αυτές δεν θα μπορούσαν να πραγματοποιηθούν χωρίς τη βελτίωση της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου και την αυστηρότερη εποπτεία από την Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς και κυρίως εάν δεν είχε ιδρυθεί η ΗΔΑΤ (Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων) με πρωτοβουλία της Τράπεζας της Ελλάδος και με συνεργασία των εμπορικών τραπεζών. Πράγματι, χάρις στην ΗΔΑΤ δημιουργήθηκε στην Ελλάδα μια σύγχρονη οργανωμένη δευτερογενής αγορά τίτλων (μία από τις ελάχιστες ηλεκτρονικές αγορές που λειτουργούν στην Ευρώπη). Τα κύρια χαρακτηριστικά της είναι η διαφάνεια και η εύκολη ρευστοποίηση τίτλων, ώστε ο επενδυτής που πουλάει ομόλογα να μην υφίσταται ζημιές όπως συνέβαινε πριν από την ίδρυση της ΗΔΑΤ, όπου η τιμή πώλησης ήταν συχνά 5% μικρότερη από την τιμή αγοράς. Η ΗΔΑΤ παρέχει όλα τα εχέγγυα για την αποτελεσματική λειτουργία και την προστασία των επενδυτών, και εξασφαλίζει την ύπαρξη αντιπροσωπευτικών τιμών ομολόγων, εντόκων γραμματίων και αποκομμένων τοκομεριδίων σε καθημερινή βάση (το Δελτίο Τιμών της ΗΔΑΤ περιλαμβάνει σήμερα τιμές για 380 τίτλους). Με βάση τις τιμές της ΗΔΑΤ η αξία του ενεργητικού των αμοιβαίων και άλλων θεσμικών επενδυτών θα καταγράφεται με ακρίβεια σε καθημερινή βάση αποτρέποντας τις αμφισβητήσιμες πρακτικές του παρελθόντος, όπου η δημοσιευόμενη αξία του ενεργητι-

κού δεν ήταν πάντα αντιπροσωπευτική της πραγματικής κατάστασης. Ιδιαίτερα για τους ξένους επενδυτές, η μαζική προσέλευση των οποίων επέτρεψε τη μείωση των επιτοκίων των 10ετών ομολόγων κάτω του 6% (και αναμένεται ότι σε διάστημα 21 μηνών θα προσεγγίσουν σταδιακά το 4%), η ΗΔΑΤ είχε καθοριστική σημασία. Το ύψος των αγοραπωλησιών στην ΗΔΑΤ έχει ανέλθει σχεδόν στα 3 τρισεκατομμύρια δραχμές (\$10 δισεκατομμύρια) ανά μήνα από τις αρχές του έτους. Χάρη στην αξιόπιστη τιμολόγησή τους οι Τίτλοι του Ελληνικού Δημοσίου ήδη χρησιμοποιούνται σαν ενέχυρο στο σύστημα Ευρώ-Target, για τη χορήγηση ενδοημερησίας πίστωσης σε ευρώ από την Τράπεζα της Ελλάδος στις τράπεζες-μέλη του συστήματος για τις διασυννοριακές τους πληρωμές. Η συμβολή της ΗΔΑΤ στην ελληνική οικονομία θα φανεί ακόμη περισσότερο όταν ενταχθεί η Ελλάδα στην Ευρωζώνη το 2001 και οι ελληνικοί τίτλοι (που μετά τη λειτουργία της ΗΔΑΤ έχουν πλέον αντιπροσωπευτικές τιμές) θα χρησιμοποιούνται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής και έτσι θα γίνουν ακόμη πιο ελκυστικοί, τόσο για τους ξένους όσο και για τους Έλληνες θεσμικούς επενδυτές (ιδιαίτερα τις επενδυτικές τράπεζες).

