

## **Χ.Α.: ΕΠΙΤΟΠΙΟ ΤΡΟΧΑΔΗΝ ΓΙΑ ΤΟ 2016-ΧΑΜΗΛΗ ΟΡΑΤΟΤΗΤΑ ΓΙΑ ΤΟ 2017.**

### **1. ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ 2016**

Επιτόπιο τροχάδην κατέγραψε το Ελληνικό Χρηματιστήριο τη φετινή χρονιά με οριακά μόνο κέρδη, καθώς σε επίπεδο Γ.Δ. κινήθηκε στα ίδια επίπεδα με τα αντίστοιχα του περσινού έτους, τη ζώνη 630-640 μονάδων δηλαδή, διακόπτοντας την πολυετή υποχώρησή του (-87,9% σε σχέση με το τέλος του 2007). Αυτό ωστόσο ήταν το αποτέλεσμα της αντίθετης κίνησης ανάμεσα στον τραπεζικό δείκτη που συνέχισε να καταγράφει υψηλή υποχώρηση και των λοιπών δεικτοβαρών μετοχών της υψηλής κεφαλαιοποίησης, που με την ανοδική κίνησή τους αντιστάθμισαν τις τραπεζικές απώλειες. Παράλληλα, ωστόσο, αρνητικός ήταν ο απολογισμός σε επίπεδο κεφαλαιοποίησης ως προς το ΑΕΠ που κατέγραψε περαιτέρω υποχώρηση (24,8% έναντι 26,5% στο τέλος του 2015 και 79,8% στο τέλος του 2007), σε επίπεδο περαιτέρω υποχώρησης της ημερήσιας αξίας των συναλλαγών (-30% σε σχέση με το 2015, -87,5% σε σχέση με το 2007), σε επίπεδο αριθμού ενεργών μερίδων (μόλις 15,6 χιλ. το Νοέμβριο, -85% σε σχέση με το 2007) λόγω της απενεργοποίησής τους και σε επίπεδο αριθμού διαπραγματευομένων τίτλων καθώς το delisting μετοχών συνεχίστηκε. Οι εξελίξεις αυτές οφείλουν να μεταφέρουν στο σύνολο της επενδυτικής κοινότητας, τις εποπτικές αρχές και την πολιτεία την αίσθηση ότι στο αμέσως προσεχές διάστημα οφείλουν να υπάρξουν δραστικές παρεμβάσεις σε σχέση με το περιεχόμενο του θεσμού του Χρηματιστηρίου, αν είναι επιθυμητή η συνέχιση της εκπλήρωσης της αποστολής του.

Η χρονιά που έληξε, μπορεί να χωριστεί σε τέσσερις περιόδους που είχαν σαφώς διακριτά χαρακτηριστικά μεταξύ τους: Η πρώτη περίοδος περιλαμβάνει το ξεκίνημα του έτους και ολοκληρώνεται την 11<sup>η</sup> Φεβρουαρίου, οπότε ο Γ.Δ. καταγράφει την ελάχιστη απόδοση έτους, ύψους 440 μονάδων (χαμηλότερη επίδοση από τον Σεπτέμβρη 1989!). Την περίοδο αυτή καταγράφεται αρνητικό “January effect” και το κλίμα επιβαρύνεται εξαιτίας της κινεζικής απειλής, της χαμηλής τιμής του πετρελαίου και της όξυνσης γύρω από το προσφυγικό πρόβλημα.

Η δεύτερη περίοδος ξεκινάει από τα μέσα Φεβρουαρίου και ολοκληρώνεται με το βρετανικό δημοψήφισμα, γνωστό ως Brexit. Την περίοδο αυτή συντελείται μετάταξη του ελληνικού χρηματιστηρίου στις αναδυόμενες αγορές με την ολοκλήρωση της διαδικασίας του μετοχικού rebalancing από τον οίκο FTSE. Έτσι, 22 μετοχές συμμετέχουν πλέον στους δείκτες υψηλής, μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης, μετοχές μέσω των οποίων δραστηριοποιούνται πλέον στο

ελληνικό χρηματιστήριο τα funds του εξωτερικού. Την περίοδο αυτή καταγράφεται η μέγιστη επίδοση έτους ύψους 660 μονάδων στις 8 Ιουνίου, καθώς εκτρέφονται αισιόδοξες προσδοκίες τόσο για την έκβαση του Eurogroup, όσο και για το αποτέλεσμα του βρετανικού δημοψηφίσματος.

Η τρίτη περίοδος ξεκινά με τη δραστική υποχώρηση του Γ.Δ., αμέσως μετά το Brexit, σε αντίθεση με τις άλλες διεθνείς αγορές. Στη συνέχεια, το ελληνικό Χρηματιστήριο σημειώνει συσσώρευση διάρκειας 4 περίπου μηνών, κινούμενο με χαμηλούς όγκους και εκδηλώνοντας χαμηλή μεταβλητότητα αν και τον Ιούλιο εκδηλώνεται σοβαρό τρομοκρατικό χτύπημα στη Γαλλία και το αποτυχημένο πραξικόπημα στην Τουρκία. Η υποτονικότητα αυτή ολοκληρώνεται στις αρχές Νοεμβρίου, οπότε και εκλέγεται ο Trump, ως νέος Πρόεδρος των ΗΠΑ. Τότε ξεκινάει η τέταρτη περίοδος, κατά την οποία το ελληνικό χρηματιστήριο συντονίζεται με την ανοδική κίνηση των διεθνών αγορών. Η συντελούμενη στροφή από τα ομόλογα στις μετοχές οδηγεί σε μείωση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων (σε αντίθεση με την ανοδική κίνηση των αποδόσεων των πολυετών ομολόγων διεθνώς) και σε αυξημένες τοποθετήσεις σε ελληνικούς τίτλους. Έτσι, οι αποτιμήσεις των τραπεζικών μετοχών κινούνται ανοδικά και οι τιμές προσεγγίζουν κάπως εκείνες των περσινών ΑΜΚ, επίπεδα στα οποία είχαν φτάσει στις αρχές Ιουνίου, με τη μετοχή της Alpha να είναι ακόμα υψηλότερα τότε. Ωστόσο, οι εξελίξεις γύρω από τη δεύτερη αξιολόγηση και οι προσδοκίες σύντομης ολοκλήρωσής της δεν εκπληρώνονται, διαμορφώνοντας αβεβαιότητα τόσο σε σχέση με τον τελικό χρόνο ολοκλήρωσής της, όσο και σε σχέση με τη χρονική στιγμή που τα ελληνικά ομόλογα θα ενταχθούν στη διαδικασία ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ.

## *2. 2017: ΜΕ ΧΑΜΗΛΗ ΟΡΑΤΟΤΗΤΑ*

Η πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου το 2017 θα προσδιορισθεί από δύο κατηγορίες παραγόντων εκείνους που αφορούν τις εσωτερικές εξελίξεις και εκείνους που αφορούν το εξωτερικό περιβάλλον.

Τα του εσωτερικού περιβάλλοντος είναι κρισιμότερα λαμβάνοντας υπόψη την κατάσταση στην οποία έχει περιέλθει, καθώς η τιμολόγηση των δεικτών (ιδιαίτερα του τραπεζικού), η συναλλακτική αποχή, η απομείωση των επενδυτικών επιλογών και η συμμετοχή μιας μικρής κατηγορίας επενδυτών με αποκλειστικά βραχυπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα, έχουν οδηγήσει το θεσμό σε απαξίωση. Έτσι, η ολοκλήρωση της 2<sup>ης</sup> αξιολόγησης, η ισχύς των βραχυπρόθεσμων μέτρων για το χρέος και η επιτάχυνση της ένταξης των ελληνικών ομολόγων στην ποσοτική χαλάρωση είναι προτεραιότητες που πρέπει να ολοκληρωθούν το ταχύτερο (εντός του Ιανουαρίου!), κυριολεκτικά όρος επιβίωσης αφού εναλλακτικά θα αναζωπυρωθούν πάλι «άλλα σενάρια» ενόψει των υψηλών δανειακών αναγκών που υπάρχουν στη συνέχεια.

Όμως, η επανεκκίνηση της ελληνικής οικονομίας που κατά τις εκτιμήσεις και των διεθνών οργανισμών θα κινηθεί με θετικό πρόσημο το 2017, είναι μια διαδικασία που απαιτεί πρόσθετες δράσεις για να γίνει αντιληπτή από ευρύτερα κοινωνικά στρώματα, καθώς η παρατεταμένη ύφεση έχει οδηγήσει ήδη σε εκτεταμένη πτωχοποίηση. Συγκεκριμένα, απαιτούνται εμπροσθοβαρείς δράσεις που θα οδηγήσουν σε υλοποίηση διαρθρωτικών αλλαγών, όπως η άμεση μεταβίβαση περιουσιακών στοιχείων (ενεργητικού εταιρειών, ακινήτων) αποκρατικοποιήσεις με υλοποίηση επενδυτικού σχεδίου και νέα έργα υποδομής. Οι δράσεις αυτές απαιτούν με τη σειρά τους ένα διαφορετικό επιχειρηματικό περιβάλλον με χαμηλότερη μεταξύ άλλων φορολογία και θεσμικές αλλαγές που θα επιτρέπουν την ευελιξία. Η προώθηση των σημαντικών αποκρατικοποιήσεων, όπως το Ελληνικό και η προώθηση των διαδικασιών μεταβίβασης/αναδιάρθρωσης των πάνω από 100 δις. ευρώ κόκκινων δανείων από τις συστημικές και τις λοιπές τράπεζες σύμφωνα με τα πλάνα που έχουν κατατεθεί στην Τράπεζα της Ελλάδος, είναι κρίσιμης σημασίας για το 2017. Η ταχεία υλοποίησή τους θα αλλάξει το οικονομικό τοπίο και θα διαμορφώσει προϋποθέσεις να εμπλουτιστεί το χρηματιστήριο με νέες επενδυτικές επιλογές. Η περαιτέρω καθυστέρηση, αντιθέτως, αν συνεχιστεί η εσωστρέφεια που συντηρείται, θα οδηγήσει τις τράπεζες σε νέα αδιέξοδα και σε διαδικασίες νέων ανακεφαλαιοποιήσεων καθώς θα προστίθενται νέες επισφάλειες στις ήδη υπάρχουσες.

Πόσο πιθανή είναι η εκπλήρωση των προϋποθέσεων που θα επαναφέρουν την ελληνική οικονομία στην κανονικότητα ώστε να διαγραφεί ως ορατή η δυνατότητα να επιδιωχθεί η άντληση κεφαλαίων από τις αγορές, όπως για τελευταία φορά είχε συμβεί τον Απρίλιο 2014; Η απάντηση σχετίζεται μάλλον με το βαθμό αισιοδοξίας που μπορεί να υιοθετήσει ο αναλυτής παρά με τη νηφάλια αξιολόγηση των παρόντων δεδομένων που διαμορφώνουν συνθήκες επανόδου ακόμη και του πολιτικού κινδύνου για τη χώρα (ενδεχόμενο πρόωρων εκλογών), εξαιτίας του χαμηλού βαθμού ορατότητας. Το κλίμα αυτό επιτείνεται από τις συνθήκες του εξωτερικού περιβάλλοντος και με τις διεθνείς αγορές να καταγράφουν αποτιμήσεις με ιστορικά ρεκόρ και χαρακτηριστικά τουλάχιστον υπερτίμησης !

Ειδικότερα, η παγκόσμια οικονομία κληρονομεί από το 2016 δύο απειλές που συντελέστηκαν παρά τις αντίθετες δημοσκοπικά προβλέψεις: η πρώτη αφορά το Brexit που αποφάσισαν οι Βρετανοί τον περασμένο Ιούνιο. Μέχρι το τέλος του 1<sup>ου</sup> τριμήνου του 2017, η Βρετανία οφείλει να δρομολογήσει τις σχετικές διαδικασίες που θα οδηγήσουν στη φάση των απρόβλεπτης διάρκειας διαπραγματεύσεων με την Ε.Ε. με απροσδιόριστο αποτέλεσμα με τα εγκυρότερα think tanks να επισημαίνουν τις βλαπτικές συνέπειες τόσο για τη βρετανική όσο και την ευρωπαϊκή οικονομία. Όμως, το Brexit άνοιξε παράλληλα και τον οδικό χάρτη του αντισυστημικού λαϊκισμού με τις εθνικές ταυτότητες να επανέρχονται στην Ευρώπη. Έτσι, οι εκλογές της Ολλανδίας (Μάρτιος), της Γαλλίας (Απρίλιος) και της Γερμανίας

(Σεπτέμβριος) θα αποτελέσουν ένα ισχυρό τεστ από το οποίο θα φανεί η αντοχή της συνοχής του ευρωπαϊκού οικοδομήματος. Ήδη, ελέω της γερμανικής ακαμψίας, η αρχιτεκτονική της νομισματικής ένωσης είναι προβληματική αφού η γερμανική άρνηση για μια διαφορετική δημοσιονομική πολιτική, για δρομολόγηση της αμοιβαιοποίησης του ευρωπαϊκού χρέους και για μια λειτουργική τραπεζική ένωση συνιστά ορατή απειλή για την ευρωζώνη, με την Ιταλία να βρίσκεται στο μεταίχμιο εξέλιξεων ενόψει της σοβαρής τραπεζικής κρίσης που βιώνει.

Η δεύτερη αφορά την εκλογή Τραμπ στις ΗΠΑ. Οι αγορές έσπευσαν να προεξοφλήσουν την εφαρμογή πακέτου μέτρων (trumpflation) με συνδυασμό αυξημένων δαπανών και μειωμένων φόρων, οδηγώντας σε σημαντική στροφή από τα ομόλογα (οι αποδόσεις των οποίων αυξήθηκαν) σε μετοχικούς τίτλους, θεωρώντας ότι θα τονωθεί η ανάπτυξη. Χρειάζεται ωστόσο να επιβεβαιωθεί το παραπάνω αφού η διακυβέρνηση θα ξεκινήσει μετά τις 20 Ιανουαρίου. Στο μεταξύ, οι εξαγγελίες για τα ζητήματα της εμπορικής πολιτικής συνιστούν εμφανείς απειλές κατά της παγκοσμιοποίησης και υπέρ της επανόδου του προστατευτισμού, εξέλιξη πολλαπλά βλαπτική για την παγκόσμια οικονομία. Θα χρειαστεί επομένως χρόνος για να εξειδικευθούν οι πολιτικές του νέου Προέδρου σε όλα τα επίπεδα και να αξιολογηθούν οι συνέπειες. Ιδιαίτερης σημασίας θα είναι και η νομισματική πολιτική της Federal Reserve που κατά τις εκτιμήσεις των αναλυτών θα προχωρήσει σε 3 περίπου αναπροσαρμογές των παρεμβατικών επιτοκίων του δολαρίου, εξέλιξη που αν συμβεί, θα ισχυροποιήσει το δολάριο διαμορφώνοντας ισοτιμία της τάξης του 1 προς 1 με το ευρώ που θα διατηρήσει τα μηδενικά του επιτόκια καθώς η ποσοτική χαλάρωση συνεχίζεται.

Παράλληλα, οι απειλές για την παγκόσμια οικονομία συμπληρώνονται από τη συνεχιζόμενη εκδήλωση τυφλών τρομοκρατικών κτυπημάτων σε ευρωπαϊκά κυρίως μεγάλα αστικά κέντρα και τα γεωπολιτικά ζητήματα που οξύνθηκαν το 2016. Ειδικότερα, η κρίση της Συρίας έφερε την ενεργότερη παρουσία των Ρώσων στη Μ. Ανατολή ενώ το αποτυχημένο πραξικόπημα στην Τουρκία ένα «νέο Ερντογάν» με επιθετικές δράσεις τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό που διαμορφώνουν προϋποθέσεις ακόμη και ενός θερμού επεισοδίου στο Αιγαίο !

### 3. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.

Τα δεδομένα του εξωτερικού περιβάλλοντος πιστοποιούν ότι το 2017 θα είναι ένα έτος με ανοικτά όλα τα ενδεχόμενα. Οι Κεντρικές Τράπεζες των ΗΠΑ, της Ε.Ε., της Ιαπωνίας κυρίως και τα «δυνατά χέρια» των ανά τον κόσμο επενδυτικών φορέων απέδειξαν ότι είναι σε εγρήγορση για την αντιμετώπιση των κάθε μορφής κινδύνων που μπορεί να εκδηλωθούν. Ωστόσο, ουδείς μπορεί να προεξοφλεί ότι η διαδικασία αυτή αενάως θα συνεχίζεται όταν μάλιστα το ενεργητικό των Κεντρικών Τραπεζών γιγαντώνεται συνέχεια ως ποσοστό του ΑΕΠ. Απαιτούνται και άλλες δράσεις που θα αντιμετωπίσουν επιτυχώς το συνολικό χρέος και θα ανακυκλώσουν τα τεράστια

αποθησαυρισμένα διαθέσιμα που κατέχει μικρός αριθμός κρατών, πολυεθνικών εταιρειών και ιδιωτών και ενώ λιγότερο από το 3% του πληθυσμού ελέγχει πάνω από το 97% του πλούτου. Δράσεις που απαιτούν την παγκόσμια συνεννόηση, διαδικασία που μάλλον κινείται σε αντίθετη κατεύθυνση επί του παρόντος, καθώς μόνο γύρω από το πετρέλαιο υπήρξαν πρόσφατα συμφωνίες οδηγώντας σε σταθεροποίηση της τιμής του.

Καταληκτικά, το ελληνικό χρηματιστήριο θα βιώσει ισχυρές δόσεις μεταβλητότητας και το 2017. Στο θετικό σενάριο εσωτερικών εξελίξεων και εφόσον οι εξωτερικές εξελίξεις δεν επιδεινώνονται, η ανοδική κίνηση είναι προδιαγεγραμμένη και ίσως με εκρηκτικό ρυθμό. Όμως, στα εναλλακτικά σενάρια, στα οποία συντηρείται η στασιμότητα και οι εξωτερικές συνθήκες ενδεχομένως επιδεινώνονται, οι παθογένειες της ρηχής ελληνικής αγοράς μπορεί να οδηγήσουν σε δραματικές εξελίξεις την αγορά μας. Απολύτως αχαρτογράφητο είναι το σκηνικό που περιλαμβάνει ραγδαίες πολιτικές εξελίξεις μέσω πρόωρων εκλογών με θετικό ενδεχόμενο μόνο εκείνο που οδηγεί σε πολιτική αυτοδυναμία.

Ωστόσο, το παρελθόν έδειξε ότι οι «καλές εταιρείες» του ελληνικού χρηματιστηρίου επέδειξαν την τελευταία εξαετία αξιοθαύμαστη αντοχή. Μπορεί δε να υποστηριχθεί ότι η παλέτα των εταιρειών με υγιή θεμελιώδη, κερδοφορία, υψηλές μερισματικές αποδόσεις, αποτελεσματική διοίκηση και εξωστρεφή στρατηγική αποτέλεσαν τη μοναδικό επενδυτικό καταφύγιο όταν τα κρατικά ομόλογα κουρεύθηκαν, τα ακίνητα απαξιώθηκαν, οι καταθέσεις πάγωσαν, πολλές επιχειρηματικές συμμετοχές εξαϋλώθηκαν και οι αποταμιευτές αποφάσιζαν ότι τα ευφάνταστα δικά τους επενδυτικά καταφύγια θα προστατεύσουν τα μετρητά τους. Εταιρειών υψηλής κυρίως αλλά και μεσαίας/μικρής κεφαλαιοποίησης πλην τραπεζών μέχρι νεωτέρας, που οι αναλυτές έχουν πολλές φορές επισημάνει στις παρουσιάσεις τους με ευρύ consensus για εκείνες που πρέπει να συμπεριληφθούν. Stock-picking λοιπόν καλών εταιρειών και για το δύσκολο νέο έτος που έχουμε μπροστά μας!

Δημήτρης Τζάνας

Δ/ντης Επενδύσεων Κύκλος ΑΧΕΠΕΥ