

ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ, ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2017-ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ 2018

A. ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΓΙΑ ΤΟ 2017

Αισθητή άνοδο που έφτασε το 25% κατέγραψε ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α. κατά το 2017 (μέχρι τις 23/12), σε συνέχεια του ουσιαστικού επιτόπιου τροχάδην του 2016 και του καταστροφικού 2015. Αυτό ωστόσο ήταν το αποτέλεσμα της σημαντικής ανόδου των μη τραπεζικών δεικτοβαρών μετοχών (+20% για το δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE -25) αλλά και της μεσαίας κεφαλαιοποίησης (+60% για το δείκτη FTSE -40), ενώ ο τραπεζικός δείκτης κατέγραψε έντονη μεταβλητότητα και πέτυχε να καταγράψει μικρά κέρδη (+5,5%) μόλις τον τελευταίο μήνα του έτους. Σκηνικό δύο ταχυτήτων, επομένως για μια ακόμη χρονιά, με τον πολύπαθο τραπεζικό κλάδο να επιβαρύνει τα δρώμενα.

Από συναλλακτική σκοπιά, οι συναλλαγές ήταν χαμηλές στους περισσότερους μήνες καθώς μόνον το Μάιο καταγράφηκε αξία σε μέσα μηνιαία επίπεδα πάνω από 100 εκ. ευρώ, ενώ απολογιστικά η μέση αξία των συναλλαγών ήταν 58,5 εκ. ευρώ περίπου, κατά 3,3% μικρότερη έναντι του 2016. Παράλληλα, ο αριθμός των ενεργών μερίδων μέχρι το Νοέμβριο ήταν σε μέσα επίπεδα 18,5 χιλιάδες, εμφανώς χαμηλός αλλά βελτιωμένος κατά 15,6% σε σχέση με το 2016. Ακόμη, η σχέση της κεφαλαιοποίησης του Χ.Α, σε σχέση με το ΑΕΠ έφτασε το 28%, ελαφρά βελτιωμένη σε σχέση με το περσινό 25%.

Η χρονιά που έληξε μπορεί να ταξινομηθεί σε 4 διακριτές περιόδους σύμφωνα με την κίνηση που κατέγραψε ο Γενικός Δείκτης.

Η πρώτη περίοδος αφορά το διάστημα μέχρι σχεδόν την ολοκλήρωση του 1^{ου} τετραμήνου. Την χαρακτηρίζει η συσσώρευση με την ελληνική κυβέρνηση να κωλυσιεργεί στη διαπραγμάτευση με τους δανειστές σε σχέση με την ολοκλήρωση της 2^{ης} αξιολόγησης.

Στη δεύτερη περίοδο που ξεκινά το τελευταίο δεκαήμερο Απριλίου και κλιμακώνεται μέχρι τις 17 Ιουλίου, οπότε σημειώνεται η κορύφωση του Γ.Δ. με την επίδοση των 858 μονάδων σε συνέχεια της καταγραφόμενης

ανοδικής κίνησης, η ελληνική κυβέρνηση αποδέχεται αρχικά του όρους των δανειστών για εμπροσθοβαρή ψήφιση μέτρων ύψους 2% του ΑΕΠ. Τελικά, στο Eurogroup της 15/6 εξέρχεται «λευκός καπνός», εγκρίνεται η δόση ύψους 8,5 δις. ευρώ και γίνονται αναφορές στα του χρέους, της υποβοήθησης της ανάπτυξης και της μελλοντικής εξόδου στις αγορές. Συντελείται η αναβάθμιση από τη Moody's και αργότερα από τη Fitch, αλλά δεν σημειώνεται πρόοδος για την ένταξη των ελληνικών ομολόγων στην ποσοτική χαλάρωση. Πραγματοποιείται με επιτυχία έκδοση 5ετούς ομολόγου στις διεθνείς αγορές (3 δις. ευρώ προς 4,625%) και σειρά εκδόσεων εταιρικών ομολόγων με θετική ανταπόκριση από το επενδυτικό κοινό (Μυτιληναίος, Sunlight, ΟΠΑΠ κοκ).

Στην τρίτη περίοδο, τελευταίο δεκαήμερο Ιουλίου μέχρι το πρώτο δεκαήμερο Νοεμβρίου, ξεκινάει πλαγιοκαθοδική κίνηση του Γενικού Δείκτη. Αιτία η διαδικασία αποεπένδυσης στον τραπεζικό κλάδο καθώς οι αγορές τείνουν «ευήκοο ούς» στα λεγόμενα του ΔΝΤ που εμμένει στη διεξαγωγή ενδεδειγμένου ελέγχου στα τραπεζικά χαρτοφυλάκια (Asset Quality review, AQR), εκτιμώντας ότι συντρέχει ανάγκη νέας ανακεφαλαιοποίησής τους. Η τελική συμφωνία με την ΕΚΤ για επίσπευση των stress tests οδηγεί σε συμβιβασμό και στα μέσα Νοεμβρίου η πτώση συγκρατείται στην περιοχή των 700 μονάδων με τις τραπεζικές πωλήσεις να εξασθενούν.

Στην τέταρτη και τελευταία περίοδο, δεύτερο 10ήμερο Νοεμβρίου μέχρι το τέλος του έτους, επανέρχεται η αναρρίχηση του Γ.Δ. που οδηγεί στις 800 μονάδες. Οι αγοραστές παίρνουν την πρωτοβουλία στις τράπεζες καθώς η διαπραγμάτευση για την 3^η αξιολόγηση είναι σε εξέλιξη. Στο Eurogroup της 4/12/2017 εγκρίνεται το Staff Level Agreement –SLA (συμφωνία με κυβέρνησης-δανειστών). Η αντικατάσταση (swap) των ομολόγων του PSI με άλλους τίτλους οδηγεί σε θετικές εξελίξεις στην αγορά ομολόγων που καταγράφει θεαματική υποχώρηση των spreads με τις αποδόσεις των 10ετών να υποχωρούν ακόμη και κάτω από το 4%. Η καχυποψία για τον τραπεζικό κλάδο υποχωρεί, η διαδικασία ενεργειών για τα κόκκινα δάνεια με τη διενέργεια πλειστηριασμών και τη μεταβίβαση NPLs επιταχύνεται και η εξάρτηση από τον ELA

σταδιακά υποχωρεί, αλλάζοντας το κλίμα και οδηγώντας τις τιμές σε επίπεδα που μηδενίζουν τις ετήσιες απώλειες. Ωστόσο, μόνο η μετοχή της Εθνικής έχει ξεπεράσει το επίπεδο της τελευταίας AMK διαχέοντας το μήνυμα ότι το ενδεχόμενο μιας νέας ανακεφαλαιοποίησης δεν την αφορά.

Παράλληλα, οι μακροοικονομικές εξελίξεις έχουν διπλή όψη: από τη μία πλευρά τα επίσημα στοιχεία πιστοποιούν ότι η οικονομία σταδιακά επανέρχεται σε θετικούς ρυθμούς μεγέθυνσης με το ΑΕΠ να καταγράφει επίδοση +1,3% στο 3^ο τρίμηνο, υπό την επίδραση της θετικής τουριστικής περιόδου και των εξαγωγικών επιδόσεων σημαντικών εξωστρεφών επιχειρήσεων. Από την άλλη πλευρά, η συνέχιση της επιδίωξης υψηλών δημοσιονομικών στόχων, ιδιαίτερα ως προς το πρωτογενές πλεόνασμα, συντηρούν τις αρνητικές προϋποθέσεις για τη διενέργεια ιδιωτικών επενδύσεων, ενώ και οι λίγες δημόσιες συχνά δεν προωθούνται ελέω των περικοπών του ΠΔΕ και η καταναλωτική δαπάνη συντηρείται χαμηλά.

Ταυτόχρονα, οι χρόνιες παθολογίες της δημόσιας διοίκησης παραμένουν σε ισχύ διατηρώντας την Ελλάδα εξαιρετικά χαμηλά στην κατάταξη σε σχέση με την ανταγωνιστικότητά της (87^η θέση στη σχετική διεθνή λίστα), διαχέοντας ουσιαστικά το μήνυμα ότι παραμένει μη φιλική στην υποδοχή επιχειρηματικών πρωτοβουλιών. Οι επενδύσεις στο Ελληνικό, στις Σκουριές, στον Καφηρέα, στις Γουβιές και στο Αφάντου είναι μερικές μόνο περιπτώσεις όπου τα της αδειοδότησης για τη διενέργειά τους έχουν εκθέσει διεθνώς τη χώρα.

Β. ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΓΙΑ ΤΟ 2018

Αν και το 2017 το ελληνικό χρηματιστήριο ελάχιστα επηρεάστηκε από τις εξελίξεις του εξωτερικού περιβάλλοντος, είναι μάλλον δύσκολο να συνεχίσει η αυτονόμησή του και κατά το 2018. Ωστόσο, οι εσωτερικές εξελίξεις που θα επηρεάσουν τα δρώμενα του ελληνικού χρηματιστηρίου με την τραπεζοκεντρική φυσιογνωμία του να παραμένει κεντρικό χαρακτηριστικό του, είναι ιδιαίτερα πυκνές κατά το 1^ο δίμηνο του έτους και θα διαμορφώσουν προϋποθέσεις για αυξημένη

μεταβλητότητα, αυξημένες συναλλαγές και στο σενάριο θετικών εξελίξεων ανοδική κίνηση του Γ.Δ. Ειδικότερα, αναμένουμε τα παρακάτω:

- Την κατάθεση και ψήφιση πολυνομοσχεδίου στη Βουλή στο 1^ο 15θήμερο Ιανουαρίου για τα προπαιτούμενα της 3^{ης} αξιολόγησης.
- Την αξιολόγηση της ελληνικής οικονομίας από την S & P στις 19/1 (είχε αρνηθεί να την αναβαθμίσει τον Ιούλιο).
- Τις αποφάσεις του κρίσιμου Eurogroup της 22/1/2018 για την 3^η αξιολόγηση και τον καθορισμό του ύψους της προς εκταμίευση δόσης.
- Τον καθορισμό των παραδοχών (ρυθμός αύξησης ΑΕΠ, ανεργίας, τιμών ακινήτων) για τη διενέργεια των stress tests με βάση τα μεγέθη των τραπεζών της 31/12/2017 και των όρων του βασικού και του δυσμενούς σεναρίου (ορισμός επιπέδων δεικτών φερεγγυότητας – tier 1) εντός του Ιανουαρίου.
- Την ενημέρωση ως τα μέσα Φεβρουαρίου του τραπεζικού επόπτη (SSM) για το ύψος των ζημιών από την εφαρμογή του νέου λογιστικού προτύπου (IFRS 9) σε σχέση με τις πιθανές μελλοντικές ζημιές από το σύνολο του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών.
- Την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της ελληνικής οικονομίας από την Fitch στις 16/2/2017.

Γίνεται φανερό ότι οι παραπάνω εξελίξεις θα διαμορφώσουν τα αποτελέσματα των stress tests για τις τράπεζες, για τα οποία ήδη από τις αρχές Μαρτίου θα υπάρχουν εκτιμήσεις, ενώ η επίσημη ολοκλήρωση θα πραγματοποιηθεί στο τέλος του 1^{ου} τετραμήνου. Στο βαθμό που δεν προκύψουν κεφαλαιακές ανάγκες στο βασικό σενάριο, ο τραπεζικός κλάδος θα επανέλθει σταδιακά σε συνθήκες κανονικότητας άρα και στο ραντάρ της διεθνούς επενδυτικής κοινότητας. Θα αναδιαταχθούν δε τα business plans των τραπεζών με την ενσωμάτωση εσόδων από πιστωτικούς τόκους καθώς θα

προσδοκάται η διαμόρφωση θετικής πιστωτικής επέκτασης εξαιτίας της σταδιακής βελτίωσης των συνθηκών ρευστότητας (πιθανή αύξηση καταθέσεων λόγω βελτιωμένης εμπιστοσύνης, έκδοση τραπεζικών ομολόγων, μηδενισμός του EIA και δραστικός περιορισμός των capital controls). Στο αντίθετο σενάριο, στο οποίο προκύπτουν κεφαλαιακές ανάγκες στο βασικό σενάριο δηλαδή, ο τραπεζικός κλάδος εισέρχεται σε αχαρτογράφητα ύδατα με τις επιπτώσεις στο χρηματιστήριο να είναι δυσμενείς.

Εξελίξεις θα υπάρξουν και στη συνέχεια, καθώς πριν το 1^ο εξάμηνο το ΔΝΤ θα αξιολογήσει το βαθμό εκπλήρωσης του στόχου για το πρωτογενές πλεόνασμα (3,5% του ΑΕΠ), από τον οποίο εξαρτάται η λήψη των μέτρων ύψους 2% του ΑΕΠ (περικοπές συντάξεων, φορολογικές εκπτώσεις) για το 2019. Απόφαση που προσδιορίζει σε σημαντικό βαθμό και τα των πολιτικών εξελίξεων (πρώρες εκλογές για παράδειγμα). Ακόμη, ανοικτό παραμένει το ζήτημα της λεγόμενης προληπτικής γραμμής μετά τη λήξη του 3^{ου} μνημονίου τον Αύγουστο 2018, ζήτημα για το οποίο υπάρχει διάσταση ανάμεσα στην κυβέρνηση που το απορρίπτει και την ΕΚΤ που την προτείνει, εκτιμώντας τις δυσκολίες αναχρηματοδότησης των μελλοντικών δανειακών υποχρεώσεων της χώρας.

Επομένως, οι εξελίξεις γύρω από τα ζητήματα που αφορούν τις τράπεζες και την επόμενη ημέρα μετά την ολοκλήρωση του 3^{ου} μνημονίου, είναι αυτές που θα προσδιορίσουν την κατεύθυνση του Γενικού Δείκτη στο 2018. Με την παραδοχή διαμόρφωσης εξελίξεων που επαναφέρουν σε τροχιά προς την κανονικότητα τις τράπεζες, πρόσβασης στις αγορές με επαρκώς ευνοϊκούς όρους για την ελληνική οικονομία (περί το 3% για πολυετείς τίτλους το φθινόπωρο με περαιτέρω τάση αποκλιμάκωσης για τη συνέχεια) και υλοποίησης ψηλότερου ρυθμού μεγέθυνσης για το 2018, το ελληνικό χρηματιστήριο θα αποτελέσει πόλο έλξης νέων κεφαλαίων, με τον τραπεζικό κλάδο να υπεραποδίδει αλλά και τις επενδυτικές επιλογές με άριστη χρηματοοικονομική διάρθρωση και εξωστρεφή προσανατολισμό να συνεχίζουν να επιλέγονται.

Ωστόσο, οι απειλές της μη εκπλήρωσης του θετικού αλλά και ρεαλιστικού μάλλον παρά αισιόδοξου αυτού σεναρίου είναι υπαρκτές. Αφορούν κυρίως το εξωτερικό περιβάλλον με τα δεδομένα για το επόμενο έτος να επιδέχονται διπλής ανάγνωσης.

Από τη μία πλευρά, το σύνολο των διεθνών οργανισμών και των επενδυτικών τραπεζών (ΔΝΤ, ΟΟΣΑ, J.P.Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Barclays κοκ) διατυπώνουν υψηλές εκτιμήσεις για το ρυθμό μεγέθυνσης της παγκόσμιας οικονομίας που φτάνει μέχρι και το 4%, καθώς σε όλες τις περιοχές του πλανήτη εκτιμάται ότι θα επιταχυνθεί η ανάπτυξη. Ωστόσο, η ολοκλήρωση της φορολογικής μεταρρύθμισης στις ΗΠΑ με τη δραστική μείωση των φορολογικών συντελεστών των εταιρειών κυρίως, δημιουργεί προϋποθέσεις μεταφοράς κεφαλαίων προς τις ΗΠΑ με τους επακόλουθους κραδασμούς σε άλλες περιοχές, όπως στην Ευρώπη. Στην ίδια κατεύθυνση λειτουργεί η πολιτική προστατευτισμού του Trump δημιουργώντας συνθήκες για επιβράδυνση των ροών διεθνούς εμπορίου και γενικότερα της παγκοσμιοποίησης, χωρίς ωστόσο να αντιμετωπίζονται οι οξυμμένες ανισότητες στις δυτικές οικονομίες που τροφοδοτούν τη μείωση της αγοραστικής δύναμης των μεσαίων και χαμηλών κοινωνικών στρωμάτων.

Ταυτόχρονα, ενώ οι χρηματιστηριακοί δείκτες στις ΗΠΑ και αλλού καταρρίπτουν ιστορικά ρεκόρ ελέω της πολυετούς χαλαρής νομισματικής πολιτικής των μεγάλων Κεντρικών τραπεζών με τις Federal Reserve, ECB και BoJ να κατέχουν περιουσιακά στοιχεία πάνω από 15 τρις.\$, ο αριθμός των κινδύνων που απειλούν το χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι πρωτοφανώς αυξημένος. Έτσι, μπορούν ενδεικτικά να επισημανθούν οι παρακάτω κίνδυνοι για την ευστάθεια των αγορών:

- Εκδήλωση νευρικής των χρηματιστηρίων από ενδεχόμενη αλλαγή της πολιτικής της Αμερικανικής Κεντρικής Τράπεζας προς αυστηρότερη κατεύθυνση.
- Αναταραχή στις αγορές από τις εξελίξεις του brexit και το ενδεχόμενο αντιστροφής της απόφασης.

- Ανησυχία για τις πολιτικές εξελίξεις στις ΗΠΑ και το ενδεχόμενο απομάκρυνσης Trump από την Προεδρία.
- Αβεβαιότητα για τις εξελίξεις σε διάφορες Ευρωπαϊκές χώρες και εμφάνιση απειλής για την ευρωπαϊκή συνοχή εξαιτίας δυσμενούς έκβασης (π.χ. όξυνση εθνικισμού).
- Απειλή από το υπερβολικό χρέος (δημόσιο και ιδιωτικό) της παγκόσμιας οικονομίας (στο 325% του παγκόσμιου ΑΕΠ) και της δυναμικής του.
- Αναζωπύρωση της απειλής από την Κίνα (χρέος, ποιότητα ενεργητικού τραπεζών, επιβράδυνση οικονομίας).
- Γεωπολιτικές απειλές σε διάφορα σημεία του πλανήτη (Μ. Ανατολή, Β.Κορέα, Μεσόγειος) με απρόβλεπτες επιπτώσεις, συμπεριλαμβανομένου θερμού επεισοδίου.
- Κατάρρευση των τιμών των κρυπτονομισμάτων (bitcoin κ.α.) που ήταν πρωταθλητές αποδόσεων το 2017, με απρόβλεπτες συνέπειες λόγω ενδεχόμενα υπέρμετρων τοποθετήσεων επενδυτικών οίκων σε αυτά.

Είναι πιθανό να συνεχίσει η παγκόσμια οικονομία και οι διεθνείς αγορές να κινούνται χωρίς διαταραχές, με το σύνολο των προαναφερόμενων κινδύνων ουδέποτε να αποτελέσουν απειλή. Οι εποπτικές αρχές και οι Κεντρικές Τράπεζες είναι παράλληλα προετοιμασμένοι και προϊδεασμένοι για την επέλευση «μαύρων κύκνων» είτε με τη μορφή που προαναφέρθηκε είτε με κάποια άλλη εντελώς απρόβλεπτη. Η επαγρύπνηση ωστόσο οφείλει να υπάρχει στον υψηλότερο δυνατό βαθμό ώστε να μην επαναληφθούν αιφνιδιασμοί ανάλογοι εκείνων από την κρίση του 2007-8. Σενάριο που ασφαλώς δεν θα αφήσει αλώβητο το ελληνικό χρηματιστήριο, που έχει το 2018 τις προϋποθέσεις να αλλάξει σελίδα, επαναφέροντας το ενδιαφέρον φορέων που διαχειρίζονται κεφάλαια μακράς πνοής σε σχέση με τους φορείς με βραχυπρόθεσμα χαρακτηριστικά που κυριαρχούν μέχρι τώρα, δίνοντας πνοή στην επί πολλά χρόνια χειμαζόμενη επενδυτική κοινότητα.

Δημήτρης Τζάνας, Δ/ντης Επενδύσεων Κύκλος ΑΧΕΠΕΥ.

Τετάρτη 27/12/2017