

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοίκησης

Πρόγραμμα: Μεταπτυχιακών Σπουδών στη “ Χρηματοοικονομική Ανάλυση ”



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

της

Χρυσούλας Κουβεδάκη

ΘΕΜΑ

“Επίδραση αναβάθμισης του ΧΑΑ από τις αναπτυσσόμενες στις αναπτυγμένες αγορές”

Επιβλέπων Καθηγητής: Επικ. Καθηγητής Α. Μπένος

Ημερομηνία: Ιούνιος 2003

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ	4
Κεφάλαιο ΠΡΩΤΟ	5
ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΑΝΑΠΤΥΓΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ	5
1. Κριτήρια Κατηγοριοποίησης μίας χώρας στις αναπτυγμένες αγορές	5
1.1 Η Ιστορία του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού συστήματος	9
2. Οι Δείκτες MSCI	13
2.1 Κατηγορίες Δεικτών MSCI	18
Κεφάλαιο ΔΕΥΤΕΡΟ	20
Η ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ ΤΗΣ ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑΣ	20
1. Διεθνές οικονομικό περιβάλλον κατά τη περίοδο της αναβάθμισης της Πορτογαλίας	20
1.1 Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές κατά τη περίοδο της αναβάθμισης της Πορτογαλίας	24
1.2 Η οικονομία της πορτογαλίας κατά το 1998	27
2. Η επίδραση της αναβάθμισης στην πορτογαλική κεφαλαιαγορά	27
3 Σύγκριση κεφαλαιαγορών Πορτογαλίας- Ισπανίας	34
Κεφάλαιο ΤΡΙΤΟ	35
Η ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΣΤΙΣ ΑΝΑΠΤΥΓΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ	35
1. Γενικά χαρακτηριστικά	35
1.1 Θεσμικές Αλλαγές	39
2. Διεθνές οικονομικό περιβάλλον κατά τη περίοδο της αναβάθμισης της Ελλάδος	42
2.1 Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές κατά τη περίοδο της αναβάθμισης της Ελλάδος	43
3. Η επίδραση της αναβάθμισης στην ελληνική κεφαλαιαγορά	46
Κεφάλαιο ΤΕΤΑΡΤΟ	55
ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗΣ ΣΕ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ	55
1. Συμπεράσματα	55
2. Αίτια	58
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	60

ΠΙΝΑΚΕΣ

Πίνακας 1:	Συγκριτικές αποδόσεις PSI-20 και MSCI Pan Europe.....	28
Πίνακας 2:	Potrofolio investment income (Πορτογαλία).....	29
Πίνακας 3:	Balance Sheet of Mutual Funds (Πορτογαλία)	31
Πίνακας 4:	Composition of the investment portfolio of mutual funds (Πορτογαλία).....	32
Πίνακας 5:	Αξιολόγηση μακροχρόνιας πιστοληπτικής ικανότητας σε ξένο νόμισμα.....	35
Πίνακας 6:	Μετοχές του MSCI GREECE.....	36
Πίνακας 7:	Συγκριτικές αποδόσεις ASE και MSCI Pan Europe.....	46
Πίνακας 8 α:	Συμμετοχή Επενδυτών στο XAA επί του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών στο FTSE-20.....	50
Πίνακας 8 β:	Συμμετοχή Επενδυτών στο XAA επί του συνόλου των εισηγμένων εταιρειών.....	51
Πίνακας 9:	Κατηγοριοποίηση Αναπτυγμένων Χρηματαγορών.....	52

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

Διάγραμμα 1:	Χρηματιστηριακοί δείκτες για την περίοδο 1997-1998.....	23
Διάγραμμα 2:	Συγκριτικές αποδόσεις μεγάλων δεικτών.Αναπτυγμένες-Αναδυόμενες Χώρες Περίοδος 1996-1997.....	24
Διάγραμμα 3:	Συγκριτικές αποδόσεις μεγάλων δεικτών.Αναπτυγμένες-Αναδυόμενες Χώρες Περίοδος 1997-1998.....	25
Διάγραμμα 4:	Πορεία δείκτη PSI-20 Πορτογαλίας.....	27
Διάγραμμα 5:	Όγκος συναλλαγών PSI-20 Πορτογαλίας	27
Διάγραμμα 6:	Πορεία PSI-20 με MSCI Pan Europe.....	29
Διάγραμμα 7:	Συγκριτικές αποδόσεις Πορτογαλία- Ισπανίας κατά την είσοδο τους στην ONE ...	32
Διάγραμμα 8:	Χρηματιστηριακοί δείκτες για την περίοδο 2001-2002.....	42
Διάγραμμα 9:	Συγκριτικές αποδόσεις μεγάλων δεικτών.Αναπτυγμένες-Αναδυόμενες Χώρες Περίοδος 2000-2001.....	44
Διάγραμμα 10:	Πορεία Γενικού δείκτη Χρηματιστηρίου Αθηνών	45
Διάγραμμα 11:	Όγκος συναλλαγών στο ΧΑΑ	46
Διάγραμμα 12:	Πορεία ASE με MSCI Pan Europe	47
Διάγραμμα 13:	Δείκτης ρευστότητας μετοχών (2001).....	48
Διάγραμμα 14:	Όγκος συναλλαγών μετοχών (2001)	49

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η αντίδραση του χρηματιστηρίου σε κάθε οικονομικό γεγονός και είδηση είναι χαρακτηριστική του πως εκλαμβάνονται οι επενδυτές ένα γεγονός, θετικά ή αρνητικά. Μέσα από τις αγοροπωλησίες μετοχών οι επενδυτές ερμηνεύουν και αξιολογούν τα συμβάντα, εκφάζοντας με αυτό το τρόπο τις προσδοκίες τους ως προς τις μελλοντικές τους αποδόσεις.

Η μελέτη αυτή σκοπό έχει να παρουσιάσει πώς το γεγονός της αναβάθμισης του ΧΑΑ επέδρασε στην πορεία της Ελληνικής χρηματαγοράς. Τα αποτελέσματα αυτά αντιπαραβάλλονται με τα αντίστοιχα αποτελέσματα που είχε η αναβάθμιση της Πορτογαλικής χρηματαγοράς. Στόχος είναι να δούμε κατά πόσο υπάρχει μεταξύ τους σχέση, ώστε να μπορούμε να προβλέψουμε αλλά και να αναμείνουμε αντίστοιχη συμπεριφορά από πιθανές αναβαθμίσεις αναπτυσσόμενων χωρών στο μέλλον.

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΑΝΑΠΤΥΓΜΕΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

1. Κριτήρια Κατηγοριοποίησης μίας χώρας στις αναπτυγμένες αγορές

Για την κατηγοριοποίηση μίας χώρας από τις αναπτυσσόμενες στις αναπτυγμένες αγορές, πρέπει να λάβουμε υπόψη μας μία σειρά από ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια. Αυτά αφορούν το επίπεδο ανάπτυξης του οικονομικού και νομισματικού τομέα της οικονομίας, την σταθερότητα τους και την αποτελεσματικότητά τους.

Όσο αφορά το επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης, ένας από τους καθοριστικούς παράγοντες αναφοράς αποτελεί το κατά κεφαλήν Εθνικό Εισόδημα¹, το οποίο χρησιμοποιείται από την Παγκόσμια Τράπεζα για την κατηγοριοποίηση των χωρών με υψηλά εισοδήματα. Τα επίπεδα της δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής αποτελούν σημαντικούς δείκτες ανάπτυξης μίας χώρας όπως αυτά αντικατοπτρίζονται από τα επίπεδα πληθωρισμού και επιτοκίων, από το επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας αλλά και την συναλλαγματική σταθερότητα. Επίσης λαμβάνονται υπόψη κοινωνικοί αλλά και πολιτικοί παράγοντες μιας και το επίπεδο κινδύνου κάθε χώρας καθορίζεται από την ανθεκτικότητα της αγοράς να αντεπεξέλθει απέναντι σε εσωτερικές και εξωτερικές παρεμβάσεις. Ο καθορισμός αυτός είναι απαραίτητος για τους επενδυτές κατά την αναζήτηση στις αποδόσεις τους του αντίστοιχου πριμ κινδύνου.

Ένας δεύτερος σημαντικός παράγοντάς κατηγοριοποίησης των αγορών είναι το μέγεθος που κατέχουν. Το μέγεθος της αγοράς μετράται από την συνολική κεφαλαιοποίηση τόσο

¹ Το ακαθάριστο εθνικό προϊόν αποτελεί το βασικό κριτήριο κατηγοριοποίησης των οικονομιών από την Παγκόσμια Τράπεζα. Με βάση αυτό το κριτήριο, κάθε οικονομία χαρακτηρίζεται ως χαμηλού εισοδήματος (αν το κατά κεφαλήν GNI είναι μικρότερο από 755\$), χαμηλού μεσαίου εισοδήματος (αν το κατά κεφαλήν GNI είναι από 756\$ έως 2.995\$), υψηλού μεσαίου εισοδήματος (αν το κατά κεφαλήν GNI είναι από 2.996\$ έως 9.265\$) και υψηλού εισοδήματος (αν το κατά κεφαλήν GNI είναι μεγαλύτερο από 9.266\$). Το κατά κεφαλήν GNI είναι το ακαθάριστο εθνικό εισόδημα, μετατρέψιμο σε δολάρια ΗΠΑ με βάση τη μέθοδο Ατλάντα της Παγκόσμιας Τράπεζας, διαιρούμενο με το μέσο πληθυσμό κάθε χώρας. Η κατάταξη των χωρών γίνεται μία φορά το χρόνο κάθε 1 Ιουλίου.

ως απόλυτο μέγεθος όσο και ως ποσοστό του ακαθαρίστου εθνικού προϊόντος (ΑΕΠ). Αποτελεί ένα μέτρο μέτρησης του 'βάθους' της αγοράς. Επίσης πολύ μεγάλο ενδιαφέρον παρουσιάζει η κατανομή της κεφαλαιοποίησης σε μία αγορά, αφού μας προσφέρει μία εικόνα των ευκαιριών επένδυσης που υπάρχουν σε αυτήν. Ακόμα μία σημαντική εκτιμήτρια του μεγέθους της αγοράς, που επηρεάζει την οικονομική δραστηριότητα είναι η ρευστότητα.² Αυτή έχει αντίθετη σχέση με το κίνδυνο της επένδυσης. Αυτό συμβαίνει γιατί πολλές επενδύσεις απαιτούν μεγάλη δέσμευση κεφαλαίου, γεγονός που δεν είναι πολύ επιθυμητό για τις επιχειρήσεις, ειδικά όταν αυτό δεν είναι εύκολα ρευστοποιήσιμο. Η αγορά εκείνη που επιτρέπει την εύκολη ρευστοποίηση του χαρτοφυλακίου όταν αυτό χρειαστεί, μειώνει τον κίνδυνο, αυξάνει τις πιθανότητες επένδυσης ενώ παράλληλα βελτιώνει την κατανομή των επενδυμένων κεφαλαίων. Τη ρευστότητα της αγοράς μπορούμε να την μετρήσουμε ως την συνολική αξία των συναλλαγών ως προς το ποσοστό του ΑΕΠ αλλά και ως προς το ποσοστό της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς. Όταν αυτός ο δείκτης είναι αρκετά υψηλός, τα χρηματιστήρια εμφανίζουν μεγάλη ρευστότητα, γεγονός που ωθεί την οικονομία σε ταχύτερη ανάπτυξη. Τέλος είναι πολύ σημαντικό η αγορά να παρουσιάζει 'πλάτος'. Αυτό εμφανίζεται στο επίπεδο διαφοροποίησης. Όσο πιο διαφοροποιημένη είναι μία αγορά τόσο πιο μεγάλη ευκαμψία έχει απέναντι σε οικονομικούς κύκλους ή σε οικονομικά γεγονότα. Ένδειξη της διαφοροποίησης είναι ο αριθμός και η φύση των βιομηχανιών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο.

Ένας από τους δείκτες που μετράει το επίπεδο ανάπτυξης μίας χώρας και την αποτελεσματικότητά της είναι η παρουσία του κατάλληλου θεσμικού πλαισίου³ αλλά και εποπτικών αρχών για την τήρησή του. Στόχος του πρέπει να είναι η διασφάλιση της ομαλής και εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, η ενίσχυση της εμπιστοσύνης στους θεσμούς της αγοράς και η προστασία του επενδυτικού κοινού με την προώθηση της διαφάνειας και την πρόληψη και καταστολή χρηματιστηριακών παραβάσεων. Για την επίτευξη του στόχου αυτού, είναι απαραίτητο να θεσπιστούν όροι και προϋποθέσεις (α) για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, (β) για την πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά και (γ) για την εισαγωγή και διαπραγμάτευση τίτλων στο χρηματιστήριο και να ληφθούν όλα τα απαραίτητα μέτρα για την εφαρμογή των κανόνων που έχουν θεσπιστεί. Ειδικότερα:

² Ross Levine: Stock Markets, a spur to economic Growth

³ Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Ειδικότερα, η εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς διασφαλίζεται εάν:

- Η διακυβέρνηση της κεφαλαιαγοράς χαρακτηρίζεται από διαφάνεια και δίνει ιδιαίτερη προσοχή στις συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ επαγγελματικών επιδιώξεων και εποπτικών υποχρεώσεων.
- Οι δομές διοίκησης, τα λειτουργικά συστήματα και οι πόροι των φορέων της κεφαλαιαγοράς είναι επαρκείς και κατάλληλα σχεδιασμένοι ώστε να ενισχύουν το κλίμα εμπιστοσύνης σχετικά με τις παρεχόμενες επενδυτικές υπηρεσίες και να προχωρούν στον προσδιορισμό και την διαχείριση κινδύνων με αποτελεσματικό τρόπο.
- Η διαδικασία χρηματοοικονομικών συναλλαγών επιτρέπει τη δίκαιη, διαφανή και ομαλή ολοκλήρωση των εργασιών.
- Η εκτέλεση των συναλλαγών συνοδεύεται από την έγκαιρη εκκαθάριση τους, την ελαχιστοποίηση του κινδύνου εκκαθάρισης και την πρόβλεψη διαδικασιών για την αποτελεσματική αντιμετώπιση πτωχεύσεων και άλλων περιπτώσεων μη εύρυθμης λειτουργίας της αγοράς.
- Οι πόροι και οι διαδικασίες ελέγχου είναι επαρκείς ώστε να ενισχύεται η αποτελεσματική συμμόρφωση των συναλλασσομένων προς τους κανόνες της κεφαλαιαγοράς, επισύροντας κυρώσεις σε αντίθετη περίπτωση.

Η πρόσβαση στη κεφαλαιαγορά είναι ομαλή εάν:

- Οι διαδικασίες χρηματιστηριακής διαμεσολάβησης και οι διαδικασίες εισαγωγής και διαπραγματεύσεως τίτλων στην κεφαλαιαγορά επιβάλλουν ότι οι συμμετέχοντες σε αυτές πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια επάρκειας και καταλληλότητας και έχουν ικανοποιητικό επίπεδο συναλλακτικής εμπειρίας και τεχνικών γνώσεων για να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις διαμεσολάβησης, γνωστοποίησης πληροφοριών και επαγγελματικής διαχείρισης.
- Ενισχύεται η επαρκής προστασία της συνοχής της κεφαλαιαγοράς και η καλή κατανομή λειτουργικών αρμοδιοτήτων για την απρόσκοπτη λειτουργία των ρυθμίσεων και την θέσπιση διαδικασιών για την ταχεία επίλυση προβλημάτων.
- Παρέχονται επαρκείς εγγυήσεις για την αποτελεσματική ηλεκτρονική διασύνδεση και διαβίβαση εντολών πελατών προς εκτέλεση.

Τέλος, η εισαγωγή και διαπραγμάτευση τίτλων στο χρηματιστήριο είναι αποτελεσματική εάν:

- Η αγορά είναι επαρκώς και κατάλληλα αναπτυγμένη για την διαπραγμάτευση τίτλων, χαρακτηρίζεται από επαρκή και κατάλληλη πληροφόρηση και οι διαπραγματευόμενοι τίτλοι είναι νόμιμοι και πλήρως καταγεγραμμένοι.
- Οι συμμετέχοντες στην κεφαλαιαγορά δύναται να προσδιορίσουν με ευκολία την εμπορευσιμότητα των διαπραγματεύσιμων τίτλων και να διασφαλίσουν την διαθεσιμότητα των ενημερωτικών δελτίων για την συλλογή πληροφοριών.
- Οι συναλλαγές επί παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων επιτρέπουν την ομαλή διαμόρφωση τιμών τόσο στην αγορά παραγώγων όσο και στην χρηματιστηριακή αγορά και ο κίνδυνος χειραγώγησης των αγορών αυτών περιορίζεται.
- Έχουν θεσπιστεί διαδικασίες που επιτρέπουν την επαναξιολόγηση των διαπραγματεύσιμων τίτλων.

Τέλος, ένας ακόμα σημαντικός παράγοντας αξιολόγησης μίας αγοράς είναι ο βαθμός συνεργασίας που παρουσιάζει με τις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Οι αλλαγές στο περιβάλλον των διεθνών κεφαλαιαγορών, καθοδηγούμενες από τις εξελίξεις στις τεχνολογίες πληροφορικής, την αύξηση των διασυνοριακών συναλλαγών είναι ραγδαίες με προφανείς συνέπειες για την λειτουργική τους δομή και την εποπτεία τους. Η εφαρμογή προηγμένων ηλεκτρονικών συστημάτων χρηματιστηριακών συναλλαγών τείνει να αποδυναμώσει τους παραδοσιακούς τρόπους εκτέλεσης συναλλαγών μέσω αυτόνομων, εγχώριου προσανατολισμού, χρηματιστηρίων. Σήμερα, όχι μόνο τα εθνικά χρηματιστήρια ανταγωνίζονται μεταξύ τους, αλλά επιπλέον διαμορφώνουν συνεργασίες και συνάπτουν διασυνοριακές συμφωνίες. Οι εξελίξεις αυτές αναδεικνύουν συνεχώς νέα ζητήματα προς κατανόηση και διευθέτηση από τις εποπτικές αρχές. Ο τρόπος διευθέτησης των ζητημάτων αυτών από τα υπάρχοντα συστήματα λειτουργίας και εποπτείας των κεφαλαιαγορών εξαρτάται από την εγχώρια σχετική νομοθεσία, από την συνολική προσέγγιση που υιοθετείται για την εποπτεία της κεφαλαιαγοράς καθώς και την έκταση και την ποιότητα της συνεργασίας με τις εποπτικές αρχές άλλων δικαιοδοσιών και χωρών. Μέσα σε αυτό παγκοσμιοποιημένο χρηματοοικονομικό περιβάλλον είναι εμφανές ότι τυχόν περιορισμοί σε θεσμικούς επενδυτές, χρηματοοικονομικά εργαλεία όπως είναι για παράδειγμα τα

παράγωγα προϊόντα αλλά και κατά την κίνηση των κεφαλαίων έχουν αρνητικό αντίκτυπο στην ανάπτυξη και αναβάθμιση των κεφαλαιαγορών.

1.1 Η Ιστορία του Ελληνικού Χρηματοπιστωτικού συστήματος

Μέχρι την περίοδο 1986-1987, το Ελληνικό χρηματοπιστωτικό σύστημα και ειδικότερα το Ελληνικό Χρηματιστήριο ήταν ιδιαίτερα υποβαθμισμένο. Ως τότε η αγορά κεφαλαίου δεν είχε αναπτυχθεί επαρκώς, οι ιδιωτικές αποταμιεύσεις κινητοποιούνταν μέσω του τραπεζικού συστήματος. Συνεπώς, το κράτος στηριζόταν εξολοκλήρου στο τραπεζικό σύστημα για την χρηματοδότηση των ελλειμμάτων τους και οι επιχειρήσεις για την κάλυψη των χρηματοδοτικών τους αναγκών. Τα σημαντικότερα αίτια⁴ αυτής της κατάστασης ήταν:

- Διοικητικός καθορισμός αρνητικών πραγματικών επιτοκίων. Αυτό αποτελούσε ένα αντικίνητρο για αυτούς που ήθελαν να δανειστούν χρήματα να προσφύγουν στο Χρηματιστήριο.
- Το μικρό μέγεθος των επιχειρήσεων και η οικογενειακή δομή είχαν ως αποτέλεσμα να μην εισέρχονται στο Χρηματιστήριο αλλά να χρηματοδοτούν τις ανάγκες τους μέσω τραπεζικού δανεισμού.
- Τα προβλήματα ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς όξυναν τα διαρθρωτικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας,όπως:
 - Ø Την αδυναμία των ελληνικών επιχειρήσεων να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας και τον διεθνή ανταγωνισμό, λόγω του υψηλού βαθμού δανειακής επιβάρυνσης.
 - Ø Τη διαρροή πόρων σε μη παραγωγικές δραστηριότητες.
 - Ø Την έλλειψη αυτοδύναμης διαμόρφωσης της αποδοτικότητας των τραπεζών, με αποτέλεσμα να έχουμε παρέμβαση των νομισματικών αρχών.

⁴ Διακογιάννη Γ. 'Μακροοικονομικοί παράγοντες και οι αποδόσεις των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών'

Οι ουσιαστικές εξελίξεις στο ελληνικό χρηματιστηριακή αγορά ήταν αποτέλεσμα μίας συντονισμένης προσπάθειας εκσυγχρονισμού της ελληνικής οικονομίας, που οι βάσεις ετέθησαν με τις προτάσεις της “Επιτροπής για την αναμόρφωση και τον εκσυγχρονισμό του τραπεζικού συστήματος” γνωστές και ως προτάσεις της “Εκθεσης Καρατζά” . Τα μέτρα που λήφθηκαν για να κινητοποιήσουν τον μηχανισμό της κεφαλαιαγοράς να αποτελέσει έναν αναπτυξιακό μηχανισμό ήταν η διαμόρφωση των επιτοκίων σύμφωνα με τις ανάγκες της οικονομίας, η τόνωση της προσφοράς τίτλων με ισόρροπη ανάπτυξη της ζήτησης, η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στο Χρηματιστήριο Αξιών μέσα από το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο και μέτρα για την εποπτεία της λειτουργίας του με σκοπό την προστασία του επενδυτικού κοινού από κερδοσκοπικές ενέργειες και αθέμιτες συναλλαγές. Νέοι θεσμοί σύντομα δημιουργήθηκαν όπως οι χρηματιστηριακές εταιρίες, η Παράλληλη αγορά, το Αποθετήριο Τίτλων.

Όλες αυτές οι προσπάθειες εκσυγχρονισμού της ελληνικής οικονομίας για την εκπλήρωση μακροπρόθεσμων αναπτυξιακών στόχων είχαν ως αποτέλεσμα η Ελλάδα για πρώτη φορά το 1991 να χαρακτηριστεί από την Παγκόσμια Τράπεζα ως χώρα υψηλού εισοδήματος. Όμως εκείνη την περίοδο δεν παρουσίαζε τα υπόλοιπα κριτήρια για να μπορέσει να χαρακτηριστεί ως αναπτυγμένη χώρα. Χρειάστηκαν αρκετά χρόνια και μία σειρά από διαρθρωτικές αλλαγές στην οικονομία για να φτάσει σε ένα ικανοποιητικό επίπεδο. Σ’ αυτό το αποτέλεσμα καταλυτικό ρόλο διαδραμάτισε η προσπάθεια της χώρας να ενταχθεί στην Ευρωπαϊκή Ένωση, όπου έπρεπε να ασκηθεί νομισματική και δημοσιονομική πειθαρχία για την τήρηση των λεγόμενων “κριτηρίων του Μάαστριχ”⁵.

Πράγματι τον Ιούνιο του 2000, στην Σύνοδο Κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης επιβεβαιώθηκε ότι η Ελλάδα είχε ικανοποιήσει τα απαιτούμενα κριτήρια σύγκλισης για την ένταξη της στην ζώνη του ευρώ από την 1 Ιανουαρίου 2001. Συγκεκριμένα τα τελευταία χρόνια επιτευχθεί υψηλός βαθμός μακροοικονομικής σταθερότητας, ο οποίος συντέλεσε στην επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας, ο οποίος το 2000 υπερέβη για

⁵ Τα κριτήρια αυτά επιβάλλανε:

1. Το δημοσιονομικό έλλειμμα να είναι ίσο προς το 3% του ΑΕΠ ή να προσεγγίζει προς αυτό.
2. Το δημόσιο χρέος να ευρίσκεται πλησίον του 60% του ΑΕΠ.
3. Ο ρυθμός πληθωρισμού να μην υπερβαίνει την 1,5 μονάδα άνω του μέσου όρου των ρυθμών των τριών κρατών της Ε.Ε με τις καλύτερες επιδόσεις.
4. Το μακροχρόνιο επιτόκιο να μην υπερβαίνει τις 2 ποσοστιαίες μονάδες εκείνου των τριών κρατών με τις καλύτερες επιδόσεις νομισματικής σταθερότητας.
5. Για δύο χρόνια πριν την ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ θα πρέπει η συναλλαγματική ισοτιμία να διατηρείται σταθερή.

πέμπτο κατά σειρά έτος, το μέσο ρυθμό ανάπτυξης στη ζώνη του ευρώ. Η νομισματική πολιτική διαδραμάτισε αποφαστικό ρόλο αφού κατόρθωσε να αποκλιματώσει τον πληθωρισμό και να διαμορφώσει συνθήκες νομισματικής και συναλλαγματικής σταθερότητας. Δημιούργησε τις προϋποθέσεις για την ομαλή μετάβαση στο ενιαίο νόμισμα με την βαθμιαία σύγκλιση αφενός της τρέχουσας ισοτιμίας της δραχμής προς την ισοτιμία μετατροπής της σε ευρώ και αφετέρου των επιτοκίων στην εγχώρια αγορά χρήματος προς τα αντίστοιχα χαμηλότερα επιτόκια στη ζώνη του ευρώ. Επιπλέον πραγματοποιήθηκαν επιτυχώς πολλές θεσμικές, λειτουργικές και τεχνικές προσαρμογές για να εισαχθεί το ευρώ σε λογιστική μορφή και να συμμετέχει η Τράπεζα της Ελλάδος στο Ευρωσύστημα.

Παράλληλα και το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο που διέπει την λειτουργία της κεφαλαιαγοράς έχει ήδη προσαρμοστεί σε όλες τις σχετικές Ευρωπαϊκές Οδηγίες. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς λειτουργεί με βάση τις προδιαγραφές των Ευρωπαϊκών προτύπων και θεωρείται οργανωμένη αγορά. Έχουν θεσπιστεί κώδικες δεοντολογίας με σκοπό τη διασφάλιση της άριστης χρηματιστηριακής συμπεριφοράς από τους φορείς της κεφαλαιαγοράς. Η άριστη συμπεριφορά προάγει τη διαφάνεια και την ομαλότητα της αγοράς και επομένως ενισχύει τη προστασία των επενδυτών. Η σύνταξη και εφαρμογή κωδικών χρηματιστηριακής συμπεριφοράς απορρέει από την Ευρωπαϊκή Οδηγία Επενδυτικών Υπηρεσιών (που ενσωματώθηκε στο Ελληνικό δίκαιο με το ν. 2396/96), αποτελεί βασικό τμήμα της διαδικασίας ρύθμισης των κεφαλαιαγορών στο σύγχρονο περιβάλλον και χαρακτηρίζει την πρακτική των εποπτικών αρχών των χωρών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Σε όλες όμως τις περιπτώσεις, οι κώδικες αυτοί στοχεύουν στην ενίσχυση της αποτελεσματικότητας των φορέων και της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς.

Επιπλέον, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προχώρησε στην ανάληψη πρωτοβουλίας για την σύσταση της "Επιτροπής για την Εταιρική Διακυβέρνηση στην Ελλάδα" στην οποία συμμετείχαν οι παραγωγικοί και χρηματοοικονομικοί φορείς της αγοράς. Η Επιτροπή επεξεργάστηκε και δημοσιοποίησε τις "Αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης" των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιριών. Οι Αρχές αποτελούν συστάσεις άριστης πρακτικής των εταιριών με σκοπό την ενίσχυση της αξιοπιστίας και της ανταγωνιστικότητας τους στο σύγχρονο διεθνές περιβάλλον. Με την καθιέρωση αυτών των διαδικασιών διαφάνειας και αυστηρών κριτηρίων λειτουργίας των κεφαλαιαγορών η εμπιστοσύνη των συναλλασσομένων ενδυναμώνετε. Η υψηλή εμπιστοσύνη διασφαλίζει την

αποτελεσματικότητα των λειτουργιών της αγοράς, συμβάλλοντας στην εξυπηρέτηση των αναγκών των εκδοτριών εταιριών, των επενδυτών και της αξιοπιστίας της εθνικής οικονομίας.

Υπό αυτές τις συνθήκες, της ικανοποίησης των κριτηρίων του Μάαστριχ αλλά και της γενικότερης αναδιάρθρωσης των δομών της οικονομίας, ανακοινώθηκε από την MSCI ότι από τις 31 Μαΐου 2001 το Ελληνικό Χρηματιστήριο θα κατατάσσεται στις αναπτυγμένες αγορές.

2. Οι Δείκτες MSCI⁶

Η MSCI, παράλληλα με τις υπόλοιπες υπηρεσίες που παρέχει, κατέχει ηγετική θέση στην παροχή χρηματοοικονομικών δεικτών παγκοσμίως. Εδρεύει στην Νέα Υόρκη ενώ έχει παρουσία σε όλο τον κόσμο στη Γενεύη, το Λονδίνο, το Χονγκ Κονγκ, το Τόκιο, τη Σιγκαπούρη, το Σύνδεη, το Μιλάνο, το Παρίσι, το Πρίνσετον και το Σαν Φρανσίσκο.

Σκοπό της είναι η παροχή προϊόντων και υπηρεσιών, η κατασκευή δεικτών αλλά και η ανάλυση εταιρειών. Με αυτό τον τρόπο προσπαθεί να ικανοποιήσει τις επενδυτικές ανάγκες των πελατών της. Πολλοί είναι οι διαχειριστές κεφαλαίων που κατασκευάζουν τα χαρτοφυλάκια τους με βάση ευρέως διαδεδομένους δείκτες όπως είναι οι δείκτες MSCI σε μια προσπάθεια να συγκρίνουν τις αποδόσεις τους με αυτές. Οι δείκτες αυτοί αναφοράς συνεισφέρουν στην επενδυτική διαδικασία με τους εξής τρόπους:

- Ø Χρησιμοποιούνται ως μέσα μέτρησης της απόδοσης της αγοράς και επιτρέπουν την σύγκριση με τα αποτελέσματα άλλων επενδυτικών στρατηγικών.
- Ø Μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως βάση δεδομένων για έρευνα καθώς μας εξασφαλίζουν όλα τα ιστορικά δεδομένα όπως αποδόσεις, διακυμάνσεις των αποδόσεων, συσχετίσεις τόσο για να αξιολογήσουμε μία στρατηγική όσο και να καθορίσουμε την κατάλληλη επενδυτική στρατηγική.

Την έρευνα και την ανάλυση σχετικά με τους MSCI δείκτες, την έχει αναλάβει το Benchmark Research Group (BRG). Τα μέλη του BRG παρέχουν έρευνα και ανάλυση για κάθε χώρα και κάθε εταιρεία. Η MSCI κατέχοντας πολλούς έμπειρους αναλυτές διασφαλίζει την ακρίβεια των αναλύσεων της με το καλύτερο δυνατό τρόπο. Παράλληλα υπάρχει επιτροπή για τους δείκτες, η οποία είναι υπεύθυνη για όλες τις αποφάσεις σχετικά με τους δείκτες όπως προσθήκες και διαγραφές των συστατικών στοιχείων κάθε δείκτη. Τα μέλη αυτής της επιτροπής είναι τόσο από την MSCI όσο και την BRG. Τέλος, στην προσπάθεια αυτή της MSCI συμμετέχει με συμβουλευτικό ρόλο η EAB, η οποία αποτελείται από 18 μέλη που είναι κυρίως συνταξιοδοτικά αμοιβαία, εταιρείες διαχείρισης κεφαλαίου, συμβούλους και ακαδημαϊκούς από όλο τον κόσμο. Η EAB παρέχει δεδομένα για την μεθοδολογία κατασκευής ενός δείκτη όπως και για την ανάπτυξη νέων προϊόντων.

⁶ “MSCI Enhanced Methodology” *MSCI Methodology Book* (2001)

Οι MSCI δείκτες είναι οι πιο ευρέως διαδεδομένοι δείκτες αναφοράς από τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων. Σύμφωνα με έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί, περισσότεροι από το 90% των κεφαλαίων θεσμικών στην Αμερική συγκρίνουν τις αποδόσεις τους με τους MSCI δείκτες. Το ίδιο περίπου ποσοστό υπάρχει και στην αγορά της Ασίας, ενώ στην Ευρώπη το ποσοστό αυτό είναι μικρότερο.

Η τόση μεγάλη επιτυχία τους οφείλεται στο γεγονός ότι αποτελούν αξιόπιστους δείκτες αναφοράς, εξαιτίας της αυστηρής εφαρμογής των κανόνων στο τρόπο κατασκευής τους και στην τήρηση μίας συγκεκριμένης μεθοδολογίας. Με αυτό τον τρόπο διασφαλίζεται για κάθε χώρα η καλύτερη δυνατή απεικόνιση όπως εμφανίζεται από την κεφαλαιοποίηση και την κατανομή δραστηριοτήτων κάθε τομέα της οικονομίας. Οι βασικές αρχές που τηρούν είναι:

- Ευρεία και λογική αντιπροσώπευση της αγοράς

Θεωρητικά, ένας δείκτης αγοράς που θα περιλάμβανε όλες τις εισηγμένες μετοχές θα επιτύγχανε τον στόχο. Όμως στην πράξη ο συνολικός δείκτης αγοράς είναι πολύ δύσκολο να χρησιμοποιηθεί ως πραγματικός δείκτης αναφοράς από τους επενδυτές αφού περιλαμβάνει μεγάλη αναλογία από μικρές και χωρίς ρευστότητα μετοχές, τις οποίες οι επενδυτές δεν θα ήταν εύκολο να τις συμπεριλάβουν στο χαρτοφυλάκιο τους

Η διαδικασία αυτή, σκοπό έχει να συμπεριλάβει στους δείκτες τα κύρια χαρακτηριστικά και τη δομή της αγοράς. Αυτό επιτυγχάνεται με μετοχές, οι οποίες κατά κύριο λόγο εμφανίζονται σε διεθνή χαρτοφυλάκια σε ένα λογικό μέγεθος. Ως γραμμή αναφοράς χρησιμοποιείται το 85% της κεφαλαιοποίησης, προσαρμοσμένο ποσοστό ελεύθερης διασποράς των μετοχών για κάθε τομέα κάθε χώρας. Με αυτό τον τρόπο επιτυγχάνεται η ισορροπία αφού οι δείκτες αναπαριστούν την πραγματική συνολική εικόνα της αγοράς με τον καλύτερο δυνατό τρόπο

.

Αλλά και η επιλογή των μετοχών γίνεται με τέτοιο τρόπο ώστε να επιτύχει διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων κάθε τομέα, και όχι να συμμετέχει ένας συγκεκριμένος αριθμός μετοχών. Ο αριθμός των μετοχών που συμμετέχουν στον δείκτη κάθε χώρας εξαρτάται τόσο από το βάθος της αγοράς όσο και από τον τρόπο της κατασκευής του δείκτη. Πρέπει να επιτυγχάνεται ισορροπία

μεταξύ του αριθμού των μετοχών που θα περιλαμβάνει και στα οφέλη της διαφοροποίησης που αυτές οι μετοχές θα επιφέρουν στον δείκτη.

- Επενδυτική Ικανότητα

Η κατασκευή των δεικτών γίνεται με τέτοιο τρόπο ώστε να αποτελεί ένα χαρτοφυλάκιο αξιών εύκολα ‘προσβάσιμο’ από θεσμικούς επενδυτές. Δηλαδή κάθε μετοχή συμμετέχει στον δείκτη με τέτοια ποσοστά που επιτρέπουν την συμμετοχή σε λογικά ποσοστά σε χαρτοφυλάκια θεσμικών. Αυτό επιτυγχάνεται όταν οι σταθμίσεις καθορίζονται κατά το ποσοστό ελεύθερης διασποράς λαμβανομένου υπόψη όλων των περιορισμών και όταν για την επιλογή των μετοχών λαμβάνεται υπόψη η κεφαλαιοποίηση και η ρευστότητα.

- Συνέπεια

Η κατασκευή αυτών των δεικτών χαρακτηρίζεται από συνέπεια και σταθερότητα στην τήρησης του τρόπου και της μεθοδολογίας κατασκευής δεικτών για όλες τις αγορές παγκοσμίως. Αποτέλεσμα αυτής της τακτικής είναι η δημιουργία κατηγοριοποιημένων δεικτών (αναπτυσσόμενων χωρών, αναπτυγμένων χωρών, Ευρώπης κτλ), που περιγράφουν με αξιόπιστο τρόπο την συμπεριφορά κάθε κατηγορίας και προσδίδουν ένα πρόσθετο σημείο αναφοράς στην ανάλυση.

- Διαρκής αναπροσαρμογή

Οι δείκτες αυτοί χαρακτηρίζονται από συνεχή αναπροσαρμογή. Τα συνθετικά στοιχεία κάθε δείκτη υπόκεινται σε προσθήκες και διαγραφές εφόσον είναι απαραίτητο. Με αυτό τον τρόπο εξασφαλίζεται η σταθερότητα και βελτιώνεται η προβλεψιμότητα του.

- Διαφάνεια, αντικειμενικότητα

Οι δείκτες αυτοί χαρακτηρίζονται από διαφάνεια γιατί όλοι οι κανόνες που τους διέπουν, οι αρχές, η μεθοδολογία έχουν δημοσιευθεί και οριστεί αναλυτικά. Όλες οι αλλαγές που πρόκειται να γίνουν ανακοινώνονται αρκετό καιρό πριν, έτσι ώστε να μπορεί η αγορά να προσαρμοστεί.

Με βάση αυτές τις αρχές, η MSCI προσφέρει δείκτες αναφοράς για περισσότερα από 50 εθνικά χρηματιστήρια αλλά και για καθένα τομέα δραστηριοποίησης τους. Πολλές φορές όμως επιβάλλεται αναπροσαρμογή της μεθόδου καθώς δημιουργούνται νέα δεδομένα στον χρηματοοικονομικό χώρο. Αυτά μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

- Σημαντική αύξηση των επενδύσεων εκτός των συνόρων της χώρας
- Μεγάλος αριθμός δημόσιων εγγραφών και ιδιωτικοποιήσεων.
- Αυξανόμενη ανάγκη για περιορισμό του κινδύνου των επενδυτικών χαρτοφυλακίων.

Σύμφωνα με αυτές τις τάσεις ήταν επιτακτική η ανάγκη για προσαρμογή των σταθμίσεων κάθε μετοχής του δείκτη με το ποσοστό ελεύθερης διασποράς. Αν συνέβαινε το αντίθετο, δηλαδή αν οι μετοχές που συμμετέχουν σε ένα δείκτη είχαν στάθμιση μεγαλύτερη από το διαθέσιμο ποσοστό ελεύθερης διασποράς θα είχαμε φαινόμενα όπως ελλιπής προσφοράς και διαστρέβλωση των τιμών.

Επιπλέον τα τελευταία χρόνια παρατηρήθηκε σημαντική άνοδο τόσο στις εγχώριες όσο και στις διασυνοριακές συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων με αποτέλεσμα την εμφάνιση μεγάλων επιχειρήσεων ιδιαίτερα σε συγκεκριμένους τομείς. Η τάση όμως αυτή της τομεακής συγκεντροποίησης προκάλεσε δυσκολίες κατά την κατασκευή του δείκτη ως προς την διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων.

Οι νέες αυτές τάσεις είχαν ως αποτέλεσμα την ανάγκη για δημιουργία μίας νέας μεθοδολογίας, η οποία θα προσάρμοζε τους μετοχικούς δείκτες με βάση το ποσοστό ελεύθερης διασποράς και θα αύξανε το ποσοστό αντιπροσώπευσης του δείκτη από 60% της συνολικής αγοραίας κεφαλαιοποίησης στο 85% της συνολικής κεφαλαιοποίησης προσαρμοσμένης κατά το ποσοστό ελεύθερης διασποράς. Συγκεκριμένα έχουμε τις εξής αλλαγές:

- Ø Το αυξανόμενο ενδιαφέρον για επένδυση και ρευστότητα ώθησε την MSCI να καθορίσει την στάθμιση των μετοχών στους διάφορους δείκτες με βάση την κεφαλαιοποίηση που προσδιορίζεται από την ελεύθερη διασπορά αντί για την συνολική κεφαλαιοποίηση. Ως ελεύθερη διασπορά ορίζουμε το σύνολο των μετοχών που απομένουν αν αφαιρέσουμε το ποσοστό των μετοχών που δεν

επιτρέπεται να χρησιμοποιηθεί από τους ξένους επενδυτές για συναλλακτικούς σκοπούς. Συνεπώς, τα συστατικά στοιχεία κάθε δείκτη προσαρμόζονται με βάση ένα παράγοντα που είναι ισοδύναμος με το υπολογισμένο ποσοστό ελεύθερης διασποράς στρογγυλοποιημένο στο πλησιέστερο 5%. Ο παράγοντας αυτός είναι γνωστός ως 'market capitalization factor' (MCF) και μετατρέπει τον αριθμό των συνολικών μετοχών σε αριθμό μετοχών δείκτη. Για παράδειγμα ο παράγοντας 1 ή 100% σημαίνει ότι χρησιμοποιούνται όλες οι μετοχές που έχουν εκδοθεί. Αν το 72% από τις συνολικές μετοχές αποτελεί το ποσοστό ελεύθερης διασποράς τότε ο παράγοντας αυτός θα είναι 0,75. Δηλαδή με το 75% των μετοχών θα αντιπροσωπεύεται η μετοχή στον δείκτη. Μετοχές με ελεύθερη διασπορά λιγότερο από 15% δεν συμπεριλαμβάνονται εκτός ελαχίστων εξαιρέσεων όπου τότε η στρογγυλοποίηση γίνεται στο πλησιέστερο 1%.

- Ø Ένα δεύτερο σημείο αναφοράς αυτής της μεθοδολογίας είναι η αύξηση του στόχου ως αναφορά την κεφαλαιοποίηση κάθε αγοράς. Ενώ παλαιός στόχος της εταιρείας ήταν να καλύπτει μόνο το 60% της συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς, η νέα μεθοδολογία στοχεύει στο 85% της προσαρμοσμένης κατά την ελεύθερη διασπορά κεφαλαιοποίησης κάθε χώρας

Με την εφαρμογή των παραπάνω μέτρων οι μετοχές που περιλαμβάνονται εμφανίζουν μεγαλύτερη επενδυτική ικανότητα, ενώ κάθε δείκτης παρουσιάζει μεγαλύτερη διαφοροποίηση εξαιτίας της αυξημένης κεφαλαιοποίησης. Αυτό δίνει στους διαχειριστές των κεφαλαίων τη δυνατότητα επιλογής από μεγαλύτερη γκάμα μετοχών καθώς και την ευκαιρία να μειώσουν περαιτέρω τον κίνδυνο τους λόγω της διαφοροποίησης που μπορούν να επιτύχουν.

Οι αλλαγές αυτές πραγματοποιήθηκαν σε δύο φάσεις, η πρώτη στις 30 Νοεμβρίου 2001 και η δεύτερη στο κλείσιμο της 31 Μαΐου 2002. Για να κατανοήσουν οι επενδυτές τις αλλαγές που τελικά υπέστην οι πραγματικοί δείκτες μετά την ολοκλήρωση του μεταβατικού σταδίου, δημιούργησαν προσωρινούς MSCI δείκτες που εφαρμόζαν τους κανόνες της συγκεκριμένης μεθοδολογίας από τις 31 Μαΐου 2001. Η αλλαγή αυτή του τρόπου κατασκευής των δεικτών, μας ενδιαφέρει στην περαιτέρω ανάλυση μας καθώς συμπίπτει με την ημερομηνία αναβάθμισης του XAA

2.1 Κατηγορίες Δεικτών MSCI

MSCI GREECE : Ο δείκτης αυτός είναι ο τοπικός δείκτης για την Ελλάδα και μετράει την απόδοση της Ελληνικής χρηματαγοράς. Τα συστατικά στοιχεία του δείκτη έχουν προέλθει κατόπιν ανάλυσης και προσαρμόσκει ανάλογα ώστε να αντιπροσωπεύουν όσο το δυνατόν πιο διαφοροποιημένο και ρευστοποιήσιμο σύνολο μετοχών. Σκοπός είναι για τον δείκτη κάθε χώρας να υπάρχει αναλογική κατανομή των τομέων της οικονομίας και κεφαλαιοποίηση της αγοράς. Αντίστοιχοι δείκτες αναφοράς υπάρχουν για 50 εθνικά χρηματιστήρια αλλά και για κάθε τομέα της οικονομίας τους.

Ο δείκτης αυτός συμμετέχει στους εξής δείκτες:

ACWI Index (All Country World Index) - Ο MSCI ACWI Index είναι ένας δείκτης κεφαλαιακής απόδοσης (προσαρμοσμένος με ελεύθερη διασπορά), σχεδιασμένος για να μετράει την απόδοση τόσο αναπτυγμένων όσο και αναπτυσσόμενων χρηματαγορών. Στον δείκτη αυτό συμμετέχουν οι τοπικοί δείκτες 50 αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων χρηματαγορών από όλο τον κόσμο.

World Index - Ο MSCI World Index είναι ένας δείκτης κεφαλαιακής απόδοσης (προσαρμοσμένος με ελεύθερη διασπορά), σχεδιασμένος για να μετράει την απόδοση αναπτυγμένων χρηματαγορών. Στον δείκτη αυτό συμμετέχουν οι τοπικοί δείκτες 23 αναπτυγμένων χρηματαγορών από όλο τον κόσμο.

EAFE (Europe, Australia, Far East) Index - Ο MSCI EAFE Index είναι ένας δείκτης κεφαλαιακής απόδοσης (προσαρμοσμένος με ελεύθερη διασπορά), σχεδιασμένος να μετράει την απόδοση των αναπτυγμένων χρηματαγορών εκτός Βόρειας Αμερικής. Στον δείκτη αυτό συμμετέχουν οι τοπικοί δείκτες 21 αναπτυγμένων χρηματαγορών εκτός Βόρειας Αμερικής.

MSCI EMU (European Economic and Monetary Union) Index - Ο MSCI EMU Index είναι ένας δείκτης κεφαλαιακής απόδοσης (προσαρμοσμένος με ελεύθερη διασπορά), σχεδιασμένος να μετράει την απόδοση των χρηματαγορών μέσα στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Στον δείκτη αυτό συμμετέχουν οι τοπικοί δείκτες 11 αναπτυγμένων χρηματαγορών της Ευρώπης.

Europe Index - Ο MSCI Europe Index είναι ένας δείκτης κεφαλαιακής απόδοσης (προσαρμοσμένος με ελεύθερη διασπορά), σχεδιασμένος να μετράει την απόδοση των αναπτυγμένων χρηματαγορών της Ευρώπης. Στον δείκτη αυτό συμμετέχουν οι τοπικοί δείκτες 16 αναπτυγμένων χρηματαγορών της Ευρώπης.

Pan-Euro Index - Ο MSCI Pan-Euro Index είναι ένας δείκτης κεφαλαιακής απόδοσης (προσαρμοσμένος με ελεύθερη διασπορά), σχεδιασμένος να μετράει την απόδοση των αναπτυγμένων χρηματαγορών της Ευρώπης. Τώρα τελευταία χρησιμοποιείται περισσότερο ο Pan-Euro από τον αντίστοιχο Europe, ο οποίος εμφανίζει σημαντικές ομοιότητες με τον MSCI EMU.

MSCI KOKUSAI Index- Ο MSCI KOKUSAI Index είναι ένας δείκτης κεφαλαιακής απόδοσης (προσαρμοσμένος με ελεύθερη διασπορά), σχεδιασμένος να μετράει την απόδοση των αναπτυγμένων χρηματαγορών του κόσμου εκτός της Ιαπωνίας. Στον δείκτη αυτό συμμετέχουν οι τοπικοί δείκτες 22 αναπτυγμένων χρηματαγορών του κόσμου.

Οι παραπάνω δείκτες αποτελούν τους πιο διαδεδομένους δείκτες αναφοράς για τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων παγκοσμίως. Αυτό συμβαίνει, γιατί όπως προαναφέραμε, ο οργανισμός χρησιμοποιεί συγκεκριμένες αρχές και μεθοδολογία κατά την κατασκευή των δεικτών.

Η ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ ΤΗΣ ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑΣ

Το παράδειγμα της Πορτογαλίας με την ένταξη της στις ώριμες αγορές παρουσιάζει σε εμάς σημαντικό ενδιαφέρον, γιατί εκτός από μια Ευρωπαϊκή χώρα αποτελεί και μία αγορά παραδοσιακά συνδεδεμένη με αυτή της Ελλάδος. Παράλληλα εκτός από την Ελλάδα, η Πορτογαλία αποτελεί το μοναδικό άλλο παράδειγμα χώρας που αναβαθμίστηκε από τις αναπτυσσόμενες στις ώριμες αγορές από την MSCI. Η αναβάθμιση αυτή ανακοινώθηκε τον Μάιο του 1997 και πραγματοποιήθηκε στις 2 Δεκεμβρίου του ίδιου έτους.

Η αναβάθμιση ήταν αποτέλεσμα της οικονομικής ανάπτυξης και σταθερότητας που κατόρθωσε να επιτύχει. Τόσο στην οικονομική πολιτική όσο και στα χαρακτηριστικά που παρουσιάζει η χρηματαγορά της φαίνεται το επίπεδο ανάπτυξής της. Συγκεκριμένα έφτασε σε τέτοιο επίπεδο λειτουργικής αποτελεσματικότητας, οργάνωσης αλλά και διαφάνειας που μπορεί να συγκριθεί με Ευρωπαϊκές 'ηγετικές' αγορές. Ήταν μία από τις χώρες που συμμετείχε στην πρώτη φάση της ONE. Μερικές άλλες χώρες που επίσης συμμετείχαν ήταν η Ισπανία, η Ιταλία και η Ιρλανδία

1. Διεθνές οικονομικό περιβάλλον κατά τη περίοδο της αναβάθμισης της Πορτογαλίας

Η παγκόσμια οικονομία παρουσίασε το 1998 σημαντική επιβράδυνση στο ρυθμό ανάπτυξης της. Η παρατεταμένη οικονομική και χρηματοπιστωτική κρίση η οποία είχε εκδηλωθεί από το 1997 στην Ανατολική Ασία οδήγησε σε σοβαρότερη αναταραχή από ότι αναμενόταν αρχικά, επηρεάζοντας την οικονομική δραστηριότητα σε παγκόσμια κλίμακα. Η διεθνής οικονομία επηρεάστηκε αρνητικά από την κατάρρευση των αγορών της Ρωσίας, τον Αύγουστο του 1998, η οποία ενίσχυσε την έλλειψη εμπιστοσύνης των διεθνών χρηματοπιστωτικών κέντρων προς τις αναδυόμενες χώρες, αλλά και από την κρίση στην Βραζιλία μετά από λίγους μήνες.

Συγκεκριμένα, το 1998 εκδηλώθηκε στην Ρωσία πολιτική και οικονομική κρίση, η οποία, προτού απορροφηθούν οι αρνητικές συνέπειες από την διεθνή κρίση του 1997 επέτεινε την ανησυχία στις διεθνείς αγορές. Η οικονομική πολιτική της Ρωσίας το 1997 είχε επικεντρωθεί στην προστασία του επιπέδου των τιμών και της ισοτιμίας του ρουβλίου. Αλλά οι εσωτερικές αδυναμίες και η κρατική ανεπάρκεια σε συνδυασμό με την επιδείνωση της διεθνούς συγκυρίας, κατέστησαν δυσχερή την εξυπηρέτηση του δημόσιου χρέους.

Παρά την έγκριση και μερική εκταμίευση, το καλοκαίρι του 1998 δανείου του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου προς την Ρωσία, ένα μήνα αργότερα στις 17 Αυγούστου, η Ρωσική κυβέρνηση εγκατέλειψε το καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας για το ρούβλι. Η μεταβολή αυτή της συναλλαγματικής πολιτικής της Ρωσίας, σε συνδυασμό με την ταυτόχρονη διακοπή της εξυπηρέτησης των δανειακών της υποχρεώσεων της, οδήγησε τα διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αναθεωρήσουν προς τα άνω τις εκτιμήσεις για τους κινδύνους εξυπηρέτησης του δημόσιου και ιδιωτικού χρέους για όλες τις αναδυόμενες οικονομίες και να απαιτήσουν αύξηση των πραγματικών αποδόσεων για την εξασφάλιση έναντι συναλλαγματικών και άλλων κινδύνων.

Παράλληλα ήδη από το 1997 οι ανησυχίες των επενδυτών είχαν επικεντρωθεί στην Βραζιλία με την επιδείνωση της δημοσιονομικής κατάστασης και με το διευρυμένο έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της χώρας. Το πρόγραμμα έκτακτης ανάγκης του Νοεμβρίου 1997 δεν εφαρμόστηκε στο σύνολό του και η εξέλιξη αυτή δεν επέτρεψε την προσδοκώμενη δημοσιονομική προσαρμογή. Κατά το πρώτο εξάμηνο του 1998 το δημοσιονομικό έλλειμμα συνέχιζε να παρουσιάζει αύξηση φτάνοντας το 7,3% του ΑΕΠ. Με αφορμή τις ανησυχίες για την πορεία των δημοσιονομικών μεγεθών της Βραζιλίας παρατηρήθηκε απώλεια της εμπιστοσύνης των διεθνών αγορών η οποία μάλιστα επεκτάθηκε και σε ορισμένες άλλες οικονομίες της Λατινικής Αμερικής.

Ως αποτέλεσμα των παραπάνω ήταν στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές να επικρατεί κλίμα αβεβαιότητας και υψηλός βαθμός μεταβλητότητας, παρεμποδίζοντας για το 1998 την ομαλή εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας. Από το Νοέμβριο του έτους αυτού, όμως πολλαπλασιάστηκαν οι ενδείξεις για σταθεροποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών, με παράλληλη άνοδο των τιμών των αξιογράφων στα διεθνή χρηματιστήρια.

Από την άλλη πλευρά, η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση συνέβαλλε στην εξασθένηση των πληθωριστικών πιέσεων. Λόγω του υψηλού επιπέδου της προσφοράς πετρελαίου και της ύφεσης σε πολλές περιφερειακές οικονομίες με την υποχώρηση της ζήτησης οι διεθνείς τιμές του αργού πετρελαίου ήταν κατά ένα τρίτο χαμηλότερες έναντι του 1997. Με δεδομένη τη συνεχιζόμενη σταθερότητα των τιμών και τις ανησυχητικές κατά τους τελευταίους μήνες του έτους, εκτιμήσεις για την πορεία ορισμένων βασικών οικονομικών μεγεθών, οι κεντρικές τράπεζες σε πολλές χώρες μείωσαν τα βασικά τους επιτόκια για να αντιμετωπιστούν οι δυσμενέστερες προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης.

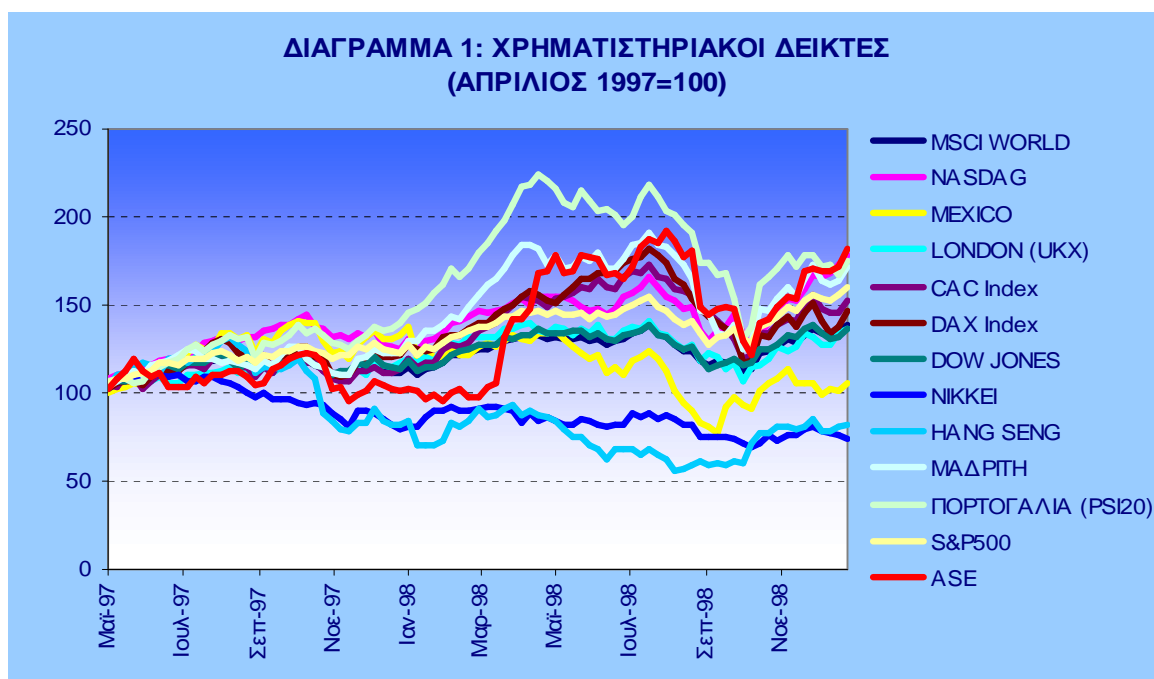
Η ομοσπονδιακή τράπεζα των ΗΠΑ υιοθέτησε το φθινόπωρο του 1998 χαλαρότερη νομισματική πολιτική και προχώρησε σε τρεις διαδοχικές μειώσεις του επιτοκίου της. Η πολιτική αυτή επανέφερε το κλίμα ηρεμίας στις χρηματοπιστωτικές αγορές, επειδή αφενός το ενδεχόμενο μείωσης της ρευστότητας σε διεθνές επίπεδο αποσοβήθηκε και αφετέρου, με την υποχώρηση του κόστους δανεισμού, οι φόβοι για περιορισμό των κερδών περιορίστηκαν. Το δολάριο στο διάστημα αυτό ανατιμήθηκε έναντι των λοιπών κυρίως νομισμάτων και οι τιμές των αξιογράφων στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης σημείωσαν άνοδο, φθάνοντας μάλιστα σε ιστορικά υψηλό επίπεδο. Η άνοδος αυτή των τιμών των μετοχικών τίτλων, επηρέασε αυξητικά τα περιουσιακά στοιχεία του ιδιωτικού τομέα και ήταν ένας από τους προωθητικούς παράγοντες αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης. Παράλληλα, ο ρυθμός ανόδου της αμερικάνικης οικονομίας διατηρήθηκε υψηλός για έβδομη συνεχή χρονιά από το 1992 ενώ τόσο ο πληθωρισμός όσο και το επίπεδο ανεργίας διαμορφώθηκαν σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα.

Η Ιαπωνική οικονομία παρουσίασε σοβαρά προβλήματα το 1998. Το ΑΕΠ μειώθηκε κατά τρεις εκατοστιαίες μονάδες, με παράλληλη άνοδο της ανεργίας, παρά τις επανειλημμένες προσπάθειες αναθέρμανσης της οικονομικής δραστηριότητας και της καταναλωτικής ζήτησης με φορολογικές ελαφρύνσεις και ένα πρόγραμμα στήριξης του τραπεζικού τομέα ύψους άνω του 10% του ΑΕΠ. Η υποχώρηση αυτή της Ιαπωνικής οικονομίας είχε αρνητικές επιπτώσεις στην επιχειρούμενη ανάκαμψη σε πολλές άλλες οικονομίες της Ανατολικής Ασίας. Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στην Ιαπωνία μειώθηκαν φθάνοντας το τελευταίο τρίμηνο του έτους στα χαμηλότερα μεταπολεμικά επίπεδα, σε μία προσπάθεια αναθέρμανσης της οικονομίας, η οποία είχε περιέλθει σε συνθήκες ύφεσης.

Στην Ευρωπαϊκή Ένωση, τα μεγέθη της οικονομίας μεταβλήθηκαν με ικανοποιητικό ρυθμό. Το επίπεδο της εγχώριας ζήτησης διατηρήθηκε υψηλό παρά την υποχώρηση που παρατηρήθηκε στο τέλος του έτους. Το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 2,9% το 1998 έναντι 2,7% το προηγούμενο έτος. Οι επενδύσεις σημείωσαν σημαντικότερη αύξηση ενώ ο πληθωρισμός με πτωτική τάση διαμορφώθηκε στο 1,3% το 1998. Ειδικότερα στο Ηνωμένο Βασίλειο μετά από έξι χρόνια συνεχούς ανάπτυξης έληξε η επεκτατική φάση του οικονομικού κύκλου, με την κατανάλωση και τις επενδύσεις να επιβραδυνθούν από τα μέσα του έτους. Η ανατίμηση της λίρας Αγγλίας επέφερε αποδυνάμωση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της οικονομίας του Ηνωμένου Βασιλείου και αύξηση του κόστους των εξαγωγών, με παράλληλη μείωση στις εξαγωγές της χώρας λόγω της ταυτόχρονης υποχώρησης της συνολικής ζήτησης σε πολλές άλλες αγορές. Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στις διάφορες άλλες χώρες-μέλη της Ε.Ε συνέχισαν το 1998 να παρουσιάζουν ικανοποιητικό βαθμό σύγκλισης προς τα χαμηλότερα επιτόκια της Γερμανίας και της Γαλλίας. Τα επιτόκια στον ευρωπαϊκό χώρο διατηρήθηκαν το 1998 γενικώς χαμηλότερα από εκείνα των ΗΠΑ. Οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες προέβησαν στις αρχές Δεκεμβρίου σε μία συντονισμένη μικρή μείωση των επιτοκίων τους στο 3%, ως αντίδραση στις αντίστοιχες μειώσεις των αμερικανικών επιτοκίων που είχαν προηγηθεί αλλά και ως προετοιμασία για την εισαγωγή του ευρώ και το κλείδωμα των ισοτιμιών. Παράλληλα με την νομισματική πολιτική και δημοσιονομικά, οι περισσότερες ευρωπαϊκές χώρες εμφάνισαν πλεονασματικούς προϋπολογισμούς διαμορφώνοντας με αυτό τον τρόπο ισχυρές εγχώριες συνθήκες, που την προστάτευαν σε κάποιο βαθμό από τις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αναταραχές.

1.1 Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές κατά τη περίοδο της αναβάθμισης της Πορτογαλία

Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές κατά το μεγαλύτερο μέρος του 1998, ιδίως κατά το τρίτο τρίμηνο του χαρακτηρίστηκαν από δυσμενείς εξελίξεις. Οι μετοχικές αποδόσεις υποχώρησαν και αναθεωρήθηκε η διαβάθμιση του επιπέδου του διεθνούς επενδυτικού κινδύνου. Το κλίμα ανασφάλειας και δυσπιστίας εντάθηκε κυρίως στις αναδυόμενες καθώς παρά τη σχετική ομαλοποίηση μετά το Νοέμβριο του 1998 εξακολούθησαν να κινούνται με ρυθμούς ανάπτυξης βραδύτερους από ότι στο παρελθόν ή και αρνητικούς

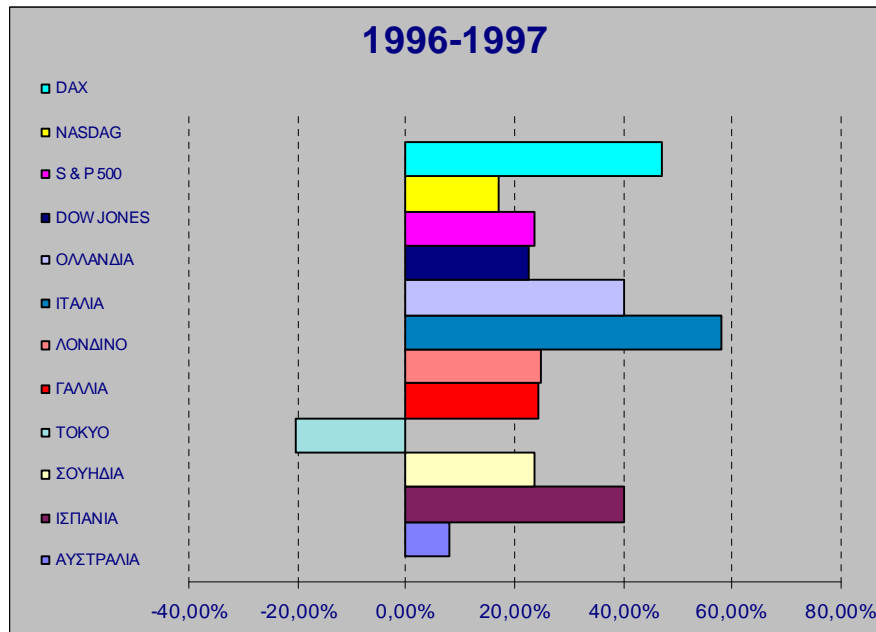


πηγή: Bloomberg

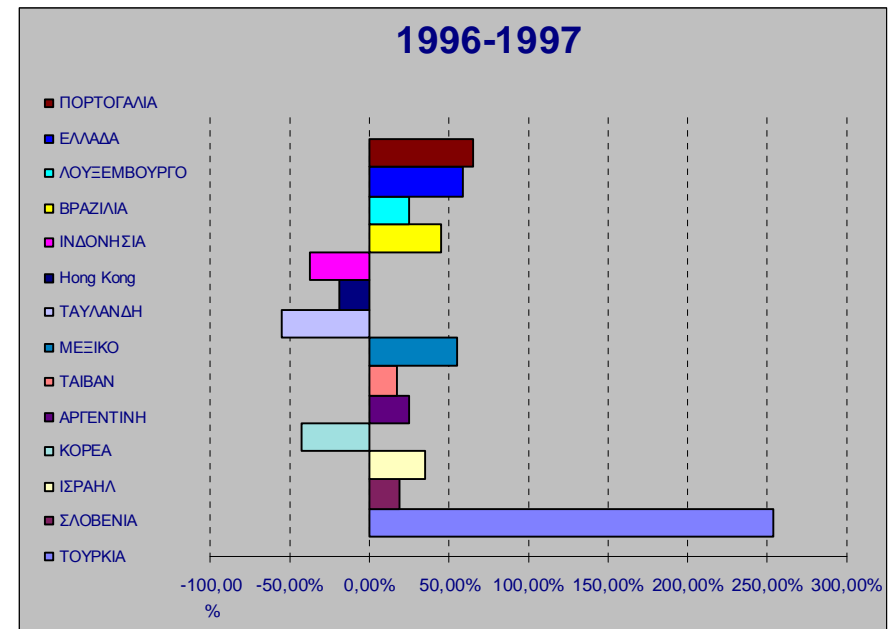
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2: ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΜΕΓΑΛΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

ΑΝΕΠΤΥΓΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ



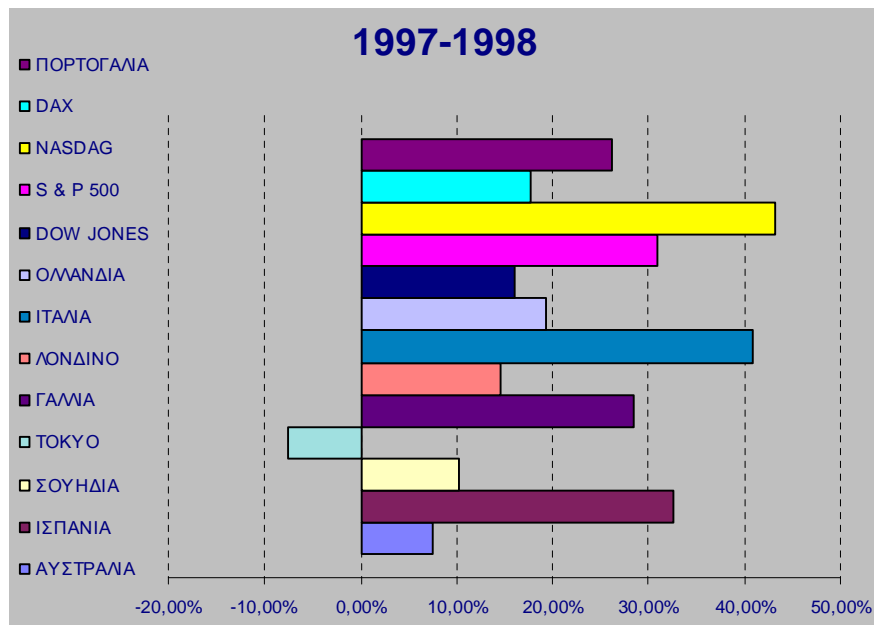
Πηγή: FIBV



Πηγή: FIBV

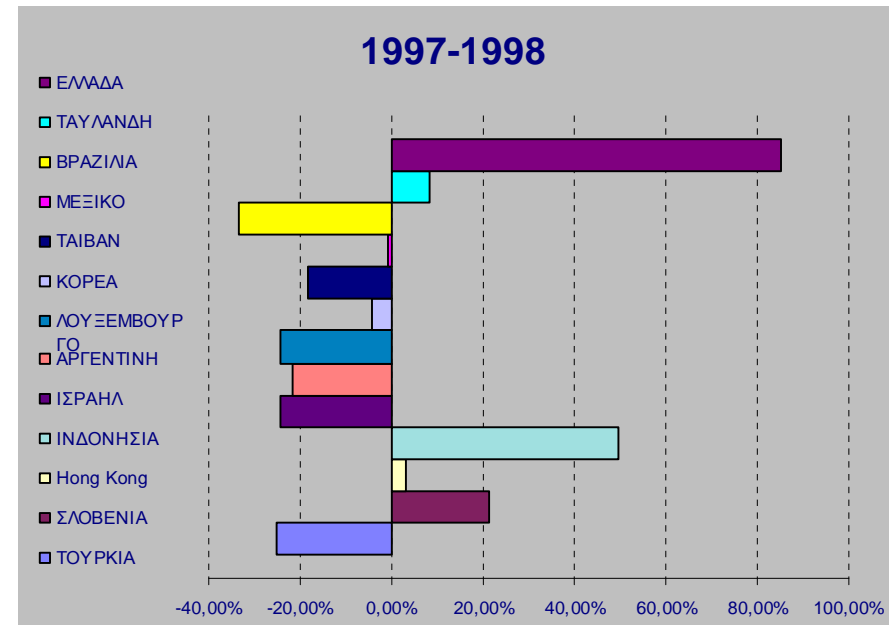
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3: ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΜΕΓΑΛΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

ΑΝΕΠΤΥΓΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ



Πηγή: FIBV

ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ



Πηγή: FIBV

Κύριο χαρακτηριστικό στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές κατά το 1998 η έλλειψη σταθερότητας και ο υψηλός βαθμός μεταβλητότητας. Παράδειγμα αυτής της κατάστασης αποτελεί ο δείκτης του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, που παρά την πρόσκαιρη υποχώρηση που εμφάνισε τον Ιανουάριο λόγω της κρίσης στην Βραζιλία, έφθασε δύο φορές στα ανώτατα επίπεδα του, τον Ιούλιο και τον Νοέμβριο του 1998, ενώ το ενδιάμεσο πεντάμηνο άγγιξε το κατώτερο επίπεδο του έτους, στα τέλη Αυγούστου. Την συγκεκριμένη πορεία της αγοράς ακολούθησαν και άλλα χρηματιστήρια πραγματοποιώντας στο τέλος του έτους θετικές αποδόσεις.

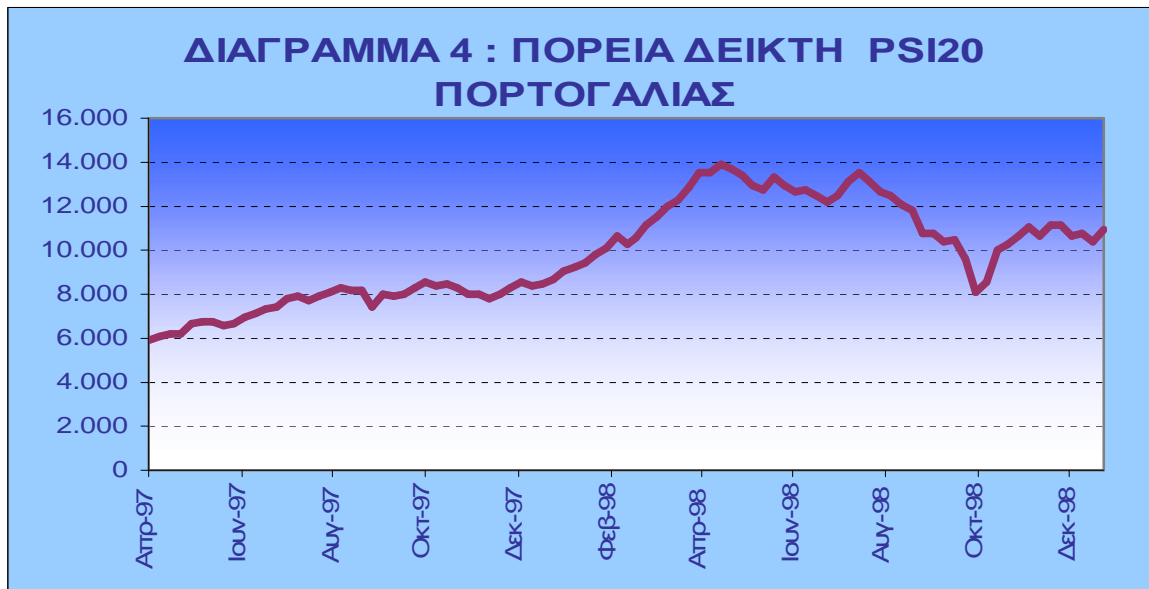
1.2 Η οικονομία της πορτογαλίας κατά το 1998

Η Πορτογαλική οικονομία, κατά το 1998, παρουσίασε σημαντική ανάπτυξη. Το ΑΕΠ της αυξήθηκε κατά 4% σε πραγματικούς όρους. Η οικονομία βρισκόταν εκείνη την περίοδο στην φάση του οικονομικού κύκλου με μεγάλη ανάπτυξη της εγχώριας ζήτησης, η οποία αυξήθηκε κατά 5,5% σε πραγματικούς όρους, αντανακλώντας μια σημαντική άνοδο σε όλα τα συστατικά της. Η μείωση των επιτοκίων εξαιτίας της συμμετοχής στην οικονομική και νομισματική ένωση αποτέλεσε έναν από τους προωθητικούς παράγοντες. Παράλληλα, και ο τομέας της ιδιωτικής κατανάλωσης παρουσίασε μεγάλη ανάπτυξη, σημειώνοντας άνοδο μεγαλύτερη του ΑΕΠ, γεγονός που συνέβη για πρώτη φορά έπειτα το 1993. Ο τομέας των εξαγωγών ήταν ένας από τους τομείς που επιβραδύνθηκαν το 1998, γεγονός που οφειλόταν κυρίως στην μείωση των εισαγωγών από τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

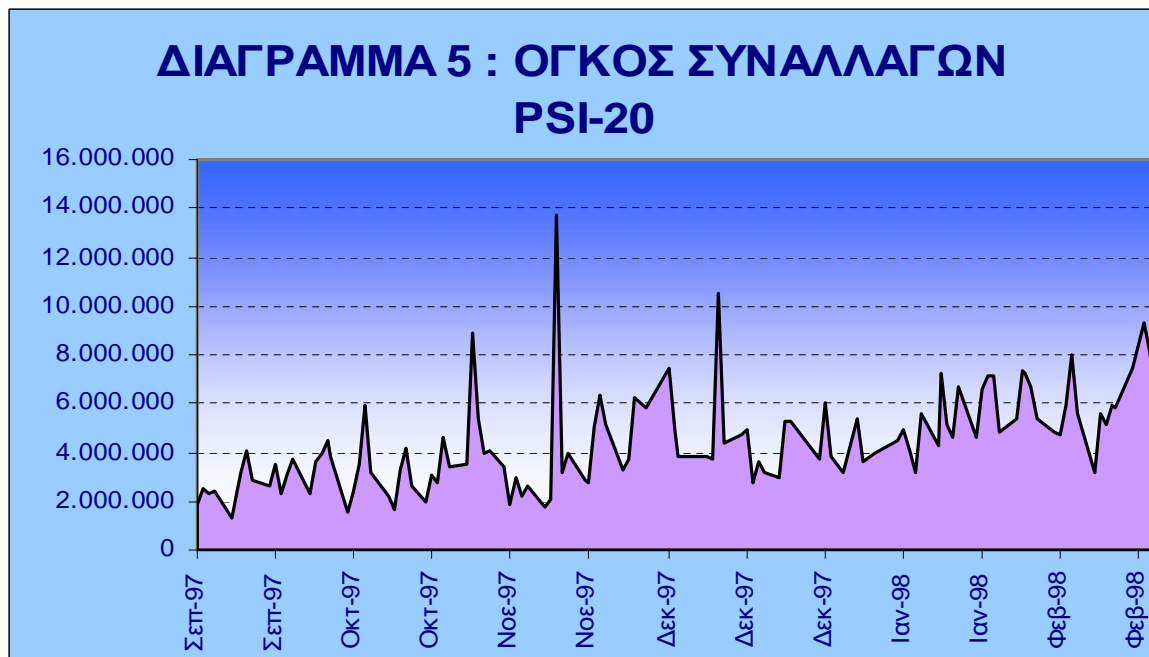
2. Η επίδραση της αναβάθμισης στην πορτογαλική κεφαλαιαγορά

Η πορτογαλική αγορά αναβαθμίστηκε τον Δεκέμβριο του 1997, γεγονός που έδωσε ώθηση στην πορεία της κεφαλαιαγοράς. Ήδη από τον Μάιο του 1997, όταν υπήρξε ανακοίνωση ότι η Πορτογαλία μελλοντικά θα ενταχθεί στους δείκτες αναπτυγμένων αγορών της MSCI παρουσιάστηκε έντονο αγοραστικό ενδιαφέρον για μετοχές, με αποτέλεσμα να αρχίσει η ανοδική πορεία του δείκτη τιμών. Το Δεκέμβριο της ίδιας χρονιάς, η ουσιαστική πλέον εισαγωγή της στις ώριμες κεφαλαιαγορές προκάλεσε τη μεγάλη ανοδική κίνηση του

χρηματιστηρίου της Πορτογαλίας. Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 1997 και τέλους Δεκεμβρίου



πηγή: Bloomberg



πηγή: Bloomberg

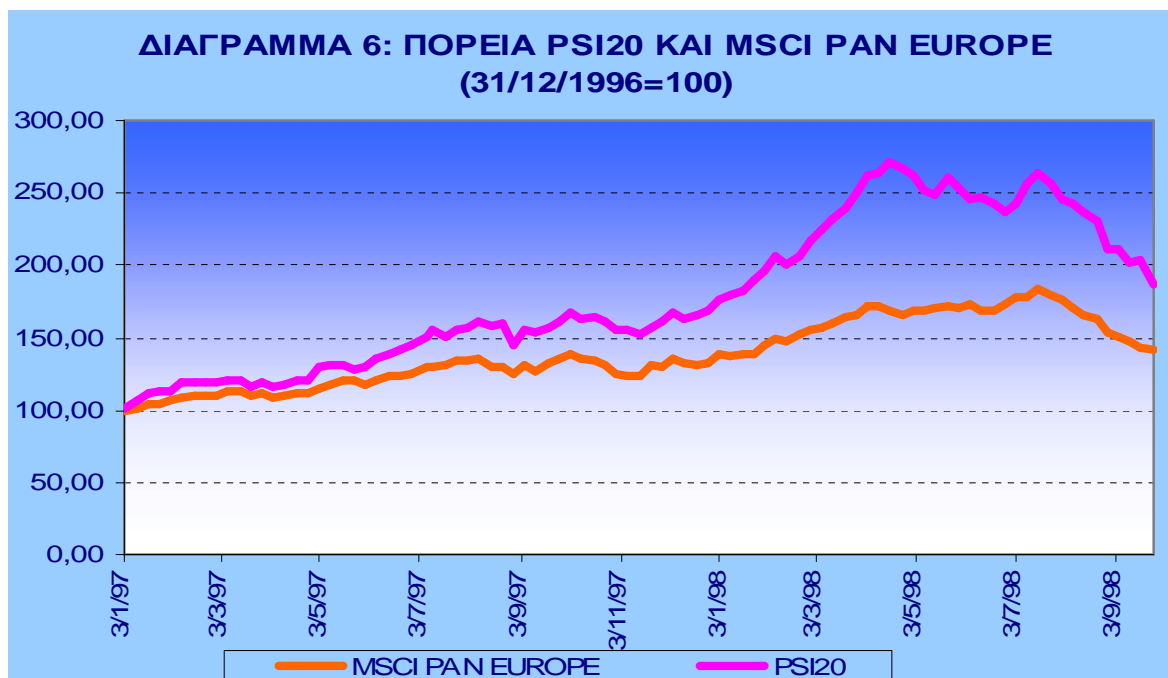
1998 ο δείκτης PSI-20 του χρηματιστηρίου της Πορτογαλίας αυξήθηκε κατά 25,85%. Είναι αξιοσημείωτο ότι τα μεγαλύτερα κέρδη του δείκτη PSI-20 πραγματοποιήθηκαν το πρώτο πεντάμηνο του 1998, και ήταν της τάξης του 43,78%. Εκείνη την εποχή ήρθε και η μεγάλη ώρα για την Πορτογαλία, αφού ανακοινώθηκε ότι η χώρα θα είναι στην πρώτη ομάδα των

χωρών της ONE. Από εκείνη όμως την χρονική περίοδο, οπότε και το χρηματιστήριο βρίσκονταν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, άρχισε η σταδιακή υποχώρηση του δείκτη τιμών με αρκετές σημαντικές ρευστοποιήσεις κεφαλαίων. Οι συνολικές απώλειες που υπέστη ο δείκτης το τετράμηνο Μαΐου-Σεπτεμβρίου 1998 έφτασε το 32,20%. Αυτή την κατάσταση επέτειναν οι κρίσεις στην Ρωσία και Ασία που ήδη αναφέραμε.

Παρατηρούμε ότι η αναβάθμιση της πορτογαλικής χρηματιστηριακής αγοράς από την κατηγορία των αναδυόμενων σε εκείνη των αναπτυγμένων χωρών είχε θετική επίδραση στην πορεία του γενικού δείκτη. Παράλληλα οι αποδόσεις που σημειώνει την περίοδο αυτή ξεπερνούν τις αποδόσεις του δείκτη MSCI PAN/EUROPE που αποτελεί έναν δείκτη αναφοράς. Συγκεκριμένα υπάρχει μεγάλη απόκλιση των αποδόσεων των δύο δεικτών τους πρώτους πέντε μήνες. Από 'κει και πέρα, όπου άρχισε η πτωτική πορεία για την κεφαλαιαγορά της Πορτογαλίας η απόκλιση των αποδόσεων έβαινε μειούμενη ώστε στο τέλος του 1998 ο δείκτης MSCI PAN/EUROPE να καταγράψει απόδοση 15,3% μεγαλύτερη από αυτή της Πορτογαλίας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ			
	PSI 20	MSCI PAN/EUROPE	ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ
-12months	65,15%	32,64%	32,51%
-6months	27,28%	5,79%	21,49%
-3months	9,64%	-2,08%	11,72%
-1month	6,08%	2,67%	3,41%
2/12/1997			
+1month	6,14%	3,90%	2,24%
+3months	35,08%	8,85%	26,23%
+6months	49,57%	31,17%	18,40%
+12months	24,88%	40,18%	-15,30%

Πηγή: Reuters



Πηγή: Reuters

Όσο αφορά την εισροή νέων κεφαλαίων στα χαρτοφυλάκια μετοχών παρατηρούμε είσοδο νέων κεφαλαίων κατά τα μήνες προ και μετά της αναβάθμισης. Από τον Μάρτιο όμως του 1998 και μετά διαπιστώνουμε πολλές εκροές από τα χαρτοφυλάκια μετοχικών τίτλων. Αξιοσημείωτα είναι τα ποσά που ρευστοποιήθηκαν τον Μάιο του 1998 και οδήγησαν σε μεγάλες απώλειες τον δείκτη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

PORTFOLIO INVESTMENT INCOME(1)

Notes:

(1)As a result of the new statistical treatment of "Reserve assets", it includes, since January 1999, income received by Banco de Portugal derived from external assets classified as "Portfolio investment".

	Total - Credit	Total - Debit	Total - Balance	Income on equity - Credit	Income on equity - Debit	Income on equity - Balance
	1	2	3	4	5	6
1997 Jan	53451	70570	-17119	7182	3130	4052
1997 Fev	55784	71445	-15661	7244	12508	-5264
1997	56652	63308	-6655	7363	230	7134

Mar						
1997 Abr	53549	107119	-53570	7460	47679	-40219
1997 Mai	53788	113372	-59584	7882	22732	-14849
1997 Jun	57131	97057	-39926	8154	4587	3567
1997 Jul	59672	103951	-44279	7988	3264	4723
1997						
Ago	63282	102923	-39641	7919	816	7103
1997 Set	68518	113084	-44566	7865	908	6958
1997 Out	73653	106757	-33104	8005	3475	4530
1997						
Nov	75720	103045	-27325	8190	482	7709
1997 Dez	73791	110230	-36440	7953	4285	3668
1998 Jan	63330	106639	-43309	5408	3644	1764
1998 Fev	67961	110252	-42291	5510	5168	342
1998						
Mar	69818	118494	-48677	5628	10247	-4619
1998 Abr	72514	144773	-72258	5639	36384	-30745
1998 Mai	73158	193049	-119891	5600	83930	-78330
1998 Jun	74514	122680	-48166	5860	15019	-9159
1998 Jul	75727	118577	-42850	5901	11096	-5195
1998						
Ago	74904	109150	-34246	5969	721	5248
1998 Set	77277	108925	-31647	6030	279	5751
1998 Out	80998	109076	-28078	6051	315	5737
1998						
Nov	80368	107963	-27595	6166	58	6107
1998 Dez	81646	114307	-32661	6350	5881	469

Πηγή: Bank of Portugal

Αντίστοιχη είναι και η εικόνα που παρατηρείται στα Αμοιβαία Κεφάλαια της Πορτογαλίας. Τα συνολικά κεφάλαια που ήταν επενδυμένα σε Α/Κ παρουσίασαν μία αύξηση της τάξης του 22,12% από το Δεκέμβριο του 1997 έως το Δεκέμβριο του 1998, από την οποία το 19,4% είχε ήδη πραγματοποιηθεί τον Ιανουάριο του 1998 δηλαδή δύο μήνες μετά την αναβάθμιση. Παράλληλα αυξήθηκε και το ποσοστό των κεφαλαίων των Α/Κ που επενδύουν στο εξωτερικό. Κατά τη διάρκεια του 1997, τα Α/Κ επένδυναν στο εξωτερικό το 19% περίπου των κεφαλαίων τους. Το ποσοστό αυτό αυξήθηκε στο 22,20% στο τέλος του 1998 γεγονός που οφείλεται στην διεθνοποίηση τους με την ένταξη της Πορτογαλίας στην Ευρωζώνη. Τα μερίδια βέβαια επένδυσης εκτός Πορτογαλίας και στις χώρες της ζώνης του ευρώ δεν μεταβλήθηκαν ιδιαίτερα. Κυμάνθηκαν στα επίπεδα του 42%-44%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

BALANCE SHEET OF MUTUAL FUNDS

Net Values broken down by type of funds¹

End of month
figures

		Equity- based Funds	Bonds Funds	Fundos de Tesour aria	Retire ment Saving Funds	Share Saving Funds	Funds of Funds	Mixed Funds	Total 8=1+..+ 7
		1	2	3	4	5	6	7	
90	Jun	97	366	855	0	0	0	140	1458
	Dec	98	670	1071	1	0	0	110	1950
91	Jun	101	1519	1432	1	0	0	99	3152
	Dec	96	2555	1646	6	0	0	123	4426
92	Jun	32	3481	1887	8	0	0	122	5530
	Dec	94	4097	1576	18	0	0	69	5854
93	Jun	111	4749	1518	22	0	0	86	6486
	Dec	205	6176	1710	58	0	0	196	8345
94	Jun	283	7135	1956	75	0	0	265	9714
	Dec	227	7198	2639	102	0	0	183	10349
95	Jun	358	4784	5722	107	0	10	50	11031
	Dec	341	5186	4247	176	11	664	15	10640
96	Jun	426	5986	3999	220	16	703	12	11362
	Dec	712	7006	3976	409	57	1035	11	13206
97	Jun	1543	7443	4274	500	106	2485	321	16672
	Dec	1984	7566	4839	770	216	3300	940	19615
98	Jun	2821	7589	5289	918	347	4363	1899	23226
	Dec	2768	7660	5968	1072	386	4089	2012	23955

¹ Net values including the amounts invested plus sundry assets less sundry liabilities

Source: Bank of Portugal until June 1995 (inclusive) and Securities Market Commission as from December 1995

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

COMPOSITION OF THE INVESTMENT PORTFOLIO OF MUTUAL FUNDS

Amounts invested by Mutual Funds broken down by issuing country

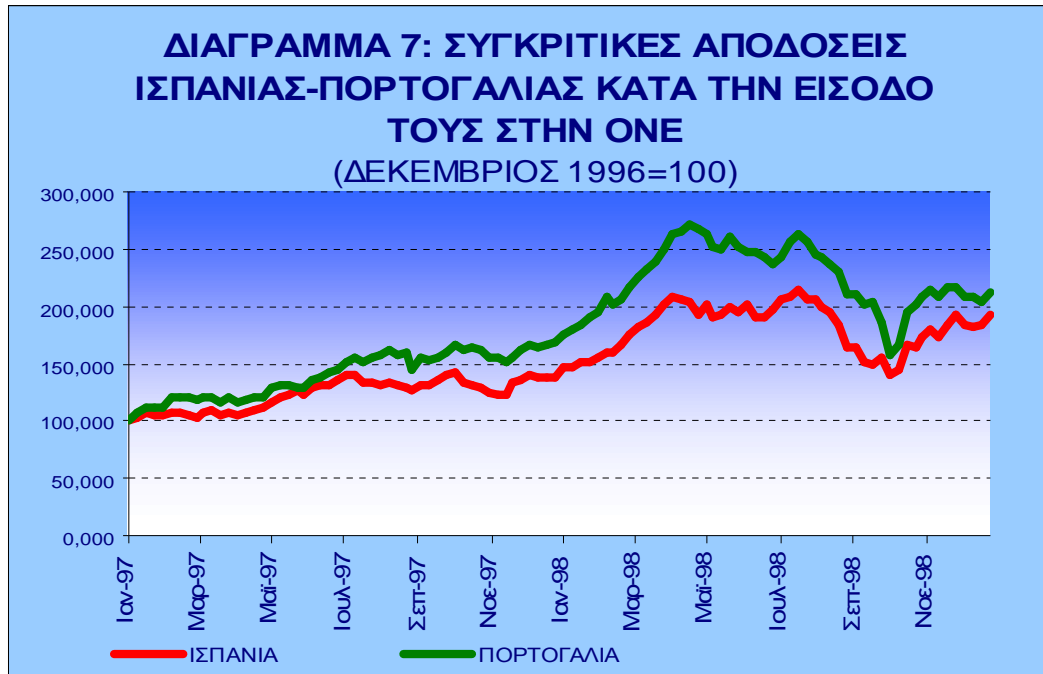
End of month
figures

	Euro-area countries		Non Euro-area countries		Total 5=1+...+4	Memo:								
	Portugal (1)	Others (2)	Other European Union countries (3)	Countries outside European Union (4)		Germ any (6)	Spain (7)	France (8)	Italy(9)	Luxembourg (10)	United Kingdom (11)	Brazil (12)	USA (13)	
97	Jun	13799	1824	506	935	17064	643	332	154	41	308	449	98	211
	Dec	16021	2166	516	1259	19962	554	542	264	65	344	433	103	286
98	Jun	18507	2561	920	1438	23427	674	496	510	47	452	642	248	243
	Dec	18734	3102	924	1328	24088	667	1016	565	85	429	784	197	427

Source:Securities Market Commission

3 Σύγκριση κεφαλαιαγορών Πορτογαλίας- Ισπανίας

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει να αναλύσουμε τη συμπεριφορά κεφαλαιαγορών, χωρών όπως της Ισπανίας που μαζί με την Πορτογαλία ήταν μία από τις έντεκα χώρες που κατά τη διάρκεια του 1998 επιβεβαιώθηκε η συμμετοχή τους στην ONE.



πηγή: Bloomberg

Το ενδιαφέρον αυτό ενισχύεται παρατηρώντας μια παράλληλη ανοδική κίνηση των δύο αγορών, η οποία και για τις δύο χώρες ανακόπτεται τον Απρίλιο του 1998, ημερομηνία που τους ανακοινώθηκε ότι συμμετέχουν στην ομάδα των χωρών-μελών της ONE. Συγκεκριμένα οι απώλειες από τον Απρίλιο του 1998 έως το τέλος Μαΐου 1998 ήταν 5,36% για τον δείκτη της Ισπανίας και 3,71% για τον δείκτη της Πορτογαλίας. Μέσα στον επόμενο μήνα ο δείκτης της Ισπανίας μείωσε τις απώλειες του σε 4,38% από τον Απρίλιο, ενώ δείκτης της Πορτογαλίας τις αύξησε σε 9,66%. Βεβαίως υπήρχαν και άλλοι παράγοντες που συνέβαλαν στην αναστροφή της ανοδικής τάσης, όπως είναι το δυσμενές οικονομικό κλίμα που δημιουργήθηκε εξαιτίας της κρίσης στην Ρωσία, γεγονός που οδήγησε την αγορά σε ακόμα μεγαλύτερη υποχώρηση από τον Αύγουστο του 1998.

Κεφάλαιο ΤΡΙΤΟ

Η ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ ΣΤΙΣ ΑΝΑΠΤΥΓΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

1. Γενικά χαρακτηριστικά

Το πρώτο βήμα για την αναβάθμιση της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς και το κυριότερο έναυσμα αποτέλεσε η είσοδος της Ελλάδας στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση της Ε.Ε, την 1 Ιανουαρίου 2001 όπου έγινε τμήμα του ευρύτερου επενδυτικού κόσμου της ζώνης του ευρώ. Η Morgan Stanley Capital International με κύριο γνώμονα την επικείμενη ένταξη στην ΟΝΕ ανακοίνωσε την πρόθεση της ,τον Ιούλιο του 2000, να εντάξει την ελληνική κεφαλαιαγορά στις αναπτυγμένες αγορές στις 31 Μαΐου 2001.

Αντίστοιχες όμως ήταν και οι εκτιμήσεις άλλων διεθνών οίκων αξιολόγησης σχετικά με πορεία της ελληνικής οικονομίας και συνεπώς την πιστοληπτική της ικανότητα. Η Moody's ήδη από τον Ιούλιο του 1999 είχε προεξοφλήσει τις θετικές εξελίξεις, που σήμαινε για την ελληνική οικονομία η πορεία ένταξης στην ευρωζώνη, αναβαθμίζοντας την πιστοληπτική ικανότητα του δημοσίου για έκδοση μακροχρόνιου χρέους από Baa1 σε A2. Τον Μάρτιο του 2001 ήρθε η κίνηση της Standard & Poor's να αναβαθμίσει την ελληνική οικονομία σε κλίμακα A, εναρμονίζοντας έτσι τις κατηγορίες αξιολόγησης των δύο οίκων και τονώνοντας το κλίμα αισιοδοξίας σχετικά με την αναμενόμενη πορεία του χρηματιστηρίου.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5: Αξιολόγηση μακροχρόνιας πιστοληπτικής ικανότητας σε ξένο νόμισμα					
Moody's		S&P		Fitch IBCA	
Αξιολόγηση	Χώρα	Αξιολόγηση	Χώρα	Αξιολόγηση	Χώρα
Aaa	Αυστρία Δανία Φινλανδία Γαλλία Λουξεμβούργο Γερμανία Ιρλανδία Ολλανδία Βρετανία	Aaa	Αυστρία Γαλλία Λουξεμβούργο Γερμανία Ολλανδία Βρετανία	Aaa	Αυστρία Φινλανδία Γαλλία Λουξεμβούργο Γερμανία Ιρλανδία Ολλανδία Βρετανία
Aa1	Βέλγιο Σουηδία	AA+	Βέλγιο Σουηδία Δανία Φινλανδία Ιρλανδία Ισπανία	AA+	Δανία Ισπανία
Aa2	Πορτογαλία Ισπανία	AA	Ιταλία Πορτογαλία	AA	Πορτογαλία Σουηδία
Aa3	Ιταλία	AA-		AA-	Βέλγιο Ιταλία
A1		A+		A+	
A2	Ελλάδα	A	Ελλάδα	A	
A3		A-		A-	Ελλάδα
Baa1		BBB+		BBB+	
Baa2		BBB		BBB	
Baa3		BBB-		BBB-	

Επεξεργασία στοιχείων: OBE / Απρίλιος 2001

Η αναβάθμιση της Ελλάδος στις αναπτυγμένες αγορές στις 31 Μαΐου 2001 συνέπεσε και με την αναπροσαρμογή των δεικτών της MSCI. Η αναπροσαρμογή των δεικτών της έγινε κατά τη μεθοδολογία της για προσαρμογή του ποσοστού ελεύθερης διασποράς και αύξηση της κεφαλαιοποίησης. Έτσι ο δείκτης της Ελλάδος εισήχθη προσαρμοσμένος στους δείκτες των αναπτυγμένων αγορών εκείνη την ημερομηνία.

Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να αυξηθεί η κεφαλαιοποίηση κατά 0,5% στον δείκτη MSCI Europe και κατά 0,4% στον δείκτη MSCI EAFE. Αντίθετα στον δείκτη MSCI EMF (Emerging Markets Free) η έξοδος της Ελλάδος μείωσε την κεφαλαιοποίηση του κατά 4,7%.

Για όλες τις μετοχές του δείκτη MSCI Greece η προσαρμογή έγινε με βάση το ποσοστό ελεύθερης διασποράς που ήταν διαθέσιμο στους ξένους επενδυτές. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα

την μείωση της κεφαλαιοποίησης για όλες τις μετοχές που συμμετέχουν στον δείκτη. Είκοσι τρεις μετοχές διαγράφηκαν από τον δείκτη εξαιτίας τόσο της χαμηλής ρευστότητας όσο και του μικρού μεγέθους. Μερικές από αυτές τις διαγραφές σχετίζονται με την συμμετοχή στον δείκτη αναπτυγμένων χωρών όπου απαιτείται η συμμετοχή μεγαλύτερου μεγέθους μετοχών. Αντίθετα προστέθηκαν οι μετοχές της Τράπεζας Πειραιώς στο 70% της κεφαλαιοποίησης της και της Πάναφον στο 35% της κεφαλαιοποίησης της.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6: ΜΕΤΟΧΕΣ ΣΤΟΝ MSCI GREECE⁷		
ΚΛΑΔΟΣ	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	MCF
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	80%
	ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ	75%
	EFG EUROBANK ERGASIAS	45%
	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	80%
	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	70%
ΤΡΟΦΙΜΑ-ΚΑΠΝΟΣ	COCA COLA	40%
	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ	65%
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ	INTERAMERICAN ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ	25%
ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΕΣ	ΑΛΛΟΥΜΙΝΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	40%
	TITAN	75%
	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	45%
	ΜΑΙΛΛΗΣ	45%
ΥΔΡΕΥΣΗ	ΕΥΔΑΠ	30%
ΕΝΕΡΓΕΙΑΣ	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ	35%
ΗΛΕΚΤΡ. ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ	INTRACOM	50%
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ	ΟΤΕ	50%
	ΠΑΝΑΦΟΝ	35%
ΔΙΑΦΟΡΑ	FOLLIE-FOLLIE	45%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	60%
	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	60%
ΕΚΔΟΣΕΙΣ	ΔΗΜΟΣ. ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ	35%
ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΤΤΙΚΗΣ	55%
ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	ΦΟΥΡΛΗΣ	80%
	ΚΑΕ	45%

Οι μετοχές που διαγράφηκαν ήταν οι εξής:

1. DELTA INFORMATICS

⁷ “MSCI Greece Equity Index Rebalancing” (2001) *National Securities*

2. GOODY'S
3. HYATT
4. INFORM
5. SANYO
6. SINGULAR
7. ΑΕΓΕΚ
8. ΑΛΤΕ
9. ΑΡΓΥΡΟΜΕΤΑΛΛΕΥΑΤΩΝ
ΒΑΡΥΤΙΝΗΣ
10. ΑΣΠΙΣ ΠΡΟΝΟΙΑ
11. ΑΤΤΙΚΑΤ
12. ΔΕΛΤΑ HOLDINGS (Κ)
13. ΔΕΛΤΑ HOLDINGS (Π)
14. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ
ΖΑΧΑΡΗΣ
15. ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ
16. ΙΑΤΡΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ
17. ΚΛΩΝΑΤΕΞ (Κ)
18. ΚΛΩΝΑΤΕΞ (Π)
19. ΜΗΧΑΝΙΚΗ
20. ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ
21. ΜΥΤΙΛΗΝΕΟΣ
22. ΠΕΤΣΕΤΑΚΗΣ
23. ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ
ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ

Αξίζει βέβαια να αναφέρουμε ότι η αναδιοργάνωση αυτή των δεικτών της MSCI είχε ιδιαίτερα θετική επίδραση για τις κεφαλαιαγορές των ΗΠΑ και της Βρετανίας. Αυτό οφειλόταν αφενός μεν στο γεγονός ότι οι εταιρείες της Δυτικής Ευρώπης και των ΗΠΑ, με επίκεντρο τη Μ.Βρετανία και τον Dow Jones εμφανίζουν υψηλά ποσοστά ελεύθερης διασποράς. Αφετέρου δε, οι εταιρείες αυτές εμφανίζουν κεφαλαιοποίηση πολύ μεγαλύτερη του παγκόσμιου μέσου όρου. Μικρές αγορές όπως αυτή της Ελλάδος, με χαμηλή κεφαλαιοποίηση των υφιστάμενων μετοχών και αδυναμία προσαρμογής στον κανόνα της ελεύθερης διασποράς καθιστούν την συμμετοχή στους παγκόσμιους και Πανευρωπαϊκούς δείκτες περιορισμένη.

1.1 Θεσμικές Αλλαγές

Την περίοδο που μεσολάβησε για την μετάταξη του ΧΑΑ στις ώριμες αγορές πραγματοποιήθηκαν μία σειρά από θεσμικές αλλαγές που ήταν απαραίτητο να γίνουν ώστε να εναρμονιστεί το ΧΑΑ με τους κανόνες λειτουργίας των υπολοίπων αναπτυγμένων αγορών.

Έτσι λοιπόν η θέσπιση πιο αυστηρών κανόνων πλήρους διαφάνειας και η ενίσχυση της θωράκισης του πλαισίου λειτουργίας του χρηματιστηρίου ήταν από τα κύρια μελήματα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, προκειμένου να διασφαλίζεται πλήρως ο επενδυτής. Μέχρι την περίοδο ένταξης στις αναπτυγμένες αγορές δεν είχαν αφομοιωθεί στην Ελλάδα οι κανόνες λειτουργίας που ίσχυαν στα ξένα χρηματιστήρια, με αποτέλεσμα σε αρκετές περιπτώσεις να σημειώνονται φαινόμενα στρεβλώσεων.

Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα, είναι η διαφορετική αντιμετώπιση που υπήρχε στην Ελλάδα από τις υπόλοιπες ώριμες αγορές όσο αφορά την αλλαγή μετοχικής σύνθεσης. Στην Ελλάδα, ο ιδιοκτήτης της εταιρείας ενημέρωνε μετά τη ρευστοποίηση των μετοχών του τις αρμόδιες αρχές ενώ στις ώριμες αγορές υπήρχαν κανόνες που είχαν βασική επιδίωξη την προστασία και όχι τον αιφνιδιασμό των μικρομετόχων. Έτσι αν κάποιος μέτοχος επιθυμούσε να ρευστοποιήσει πακέτο μετοχών του, θα έπρεπε να ενημερώσει την επιτροπή κεφαλαιαγοράς, ενώ ταυτόχρονα όφειλε να προχωρήσει και σε ανακοίνωση προς το επενδυτικό κοινό τουλάχιστον τέσσερις συνεδριάσεις πριν γίνει η πώληση.

Στις ώριμες αγορές όχι μόνο οι κανόνες που αφορούν τις αυξήσεις κεφαλαίων, τις αλλαγές στην μετοχική σύνθεση, την εσωτερική πληροφόρηση είναι σαφείς αλλά και οι ποινές για καταστρατηγήσεις είναι ιδιαίτερα αυστηρές. Συγκεκριμένα, είναι ιδιαίτερα ευαίσθητη η νομοθεσία που ισχύει στις αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές και αφορά την εσωτερική πληροφόρηση. Τα πρόστιμα που προβλέπονται είναι αυστηρότατα καθώς θεωρείται η χειρότερη μορφή χειραγώγησης μίας μετοχής, η οποία λειτουργεί κερδοσκοπικά σε βάρος των μικρομετόχων.

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, το ΧΑΑ προσπάθησε να διερευνήσει όλα τα αδύνατα του σημεία και να θωρακίσει την Ελληνική κεφαλαιαγορά κατά τα πρότυπα που ισχύουν στα μεγάλα

χρηματιστήρια του εξωτερικού. Εφαρμόστηκε ένα νέο κανονιστικό πλαίσιο με σκοπό το θεσμικό εκσυγχρονισμό και την αναβάθμιση του ΧΑΑ έτσι ώστε να δημιουργεί συμβατικές δεσμεύσεις στα μέλη του και τις εισηγμένες εταιρείες. Στόχος ήταν η δημιουργία ενός ισχυρού, ασφαλούς και αξιόπιστου Χρηματιστηρίου, που θα μπορεί να συμμετέχει ισότιμα στην διαμόρφωση της ενιαίας χρηματιστηριακής αγοράς.

Ορισμένα ρυθμιστικά μέτρα προσαρμογής που ελήφθησαν κατά το μεταβατικό στάδιο μέχρι την αναβάθμιση μπορεί να συνοψιστούν ως εξής:

- Διεύρυνση του ωραρίου λειτουργίας. Το ωράριο λειτουργίας παρατάθηκε με σκοπό να υπάρξει χρονική σύμπτωση με τα άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.
- Όριο διακύμανσης τιμών μετοχών. Έγινε εφαρμογή του κλιμακούμενου ορίου συναλλαγών, με πρώτο όριο το +12% ή -12% για όλες τις μετοχές και επέκταση κατά περίπτωση των ορίων στο +18% ή -18% αντίστοιχα, με σκοπό την σταδιακή απελευθέρωση της διακύμανσης των τιμών.
- Θεσμός του margin account. Με το margin account τα φυσικά πρόσωπα έχουν την δυνατότητα να χρηματοδοτούνται για την αγορά μετοχών εισηγμένων στο ΧΑΑ και μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων εντός ορισμένων ορίων με ενέχυρο τα στοιχεία του χαρτοφυλακίου ασφαλείας.
- Δυνατότητα δανεισμού τίτλων (short selling) Είναι ένα προϊόν του χρηματιστηρίου παραγώγων στο οποίο οι επενδυτές μπορούν να δανειστούν μετοχές από την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π. με σκοπό την ανοιχτή πώλησή τους στο Χ.Α.Α
- Εισάγεται η διαδικασία βιβλίου προσφορών (book building) για κάθε αναδοχή. Με τον τρόπο αυτό θα διευκολυνθεί ο αποτελεσματικότερος προσδιορισμός της τιμής εισαγωγής των μετοχών. Εξέταση άλλων μέσων και μέτρων για τη βελτίωση του προσδιορισμού της τιμής κατά την εισαγωγή και για τη σχετική πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού. Όπως
 - Η επαναφορά της εξάμηνης περιόδου στήριξης της τιμής εισαγωγής.
 - Η δημοσίευση των κλαδικών P/E της αγοράς για την σύγκρισή τους με P/E εισαγωγής.
 - Η τυποποίηση της μεθοδολογίας υπολογισμού του P/E.
- Εισαγωγή νέων εταιριών. Επιταχύνθηκε η εισαγωγή νέων εταιριών με παράλληλη αναβάθμιση του ρόλου των αναδόχων. Κατηγοριοποίηση των αιτήσεων με επιδίωξη η

επιχειρούμενη επιτάχυνση να συνδυασθεί με τον εμπλουτισμό της αγοράς από δυναμικές και ελκυστικές εταιρίες. Στην πρώτη κατηγορία θα ενταχθούν εταιρίες, οι αυξήσεις κεφαλαίου των οποίων, θα έχουν ήδη καλυφθεί από τους αναδόχους κατά τον χρόνο αξιολόγησης των αιτήσεων. Άλλες κατηγορίες καλύπτουν εταιρίες της νέας οικονομίας (παραγωγή λογισμικού, τηλεπικοινωνίες, μέσω μαζικής ενημέρωσης), του χρηματοπιστωτικού τομέα (όπως τράπεζες, EEX, εταιρίες leasing και ασφαλιστικές εταιρίες), προς ιδιωτικοποίηση δημόσιες επιχειρήσεις, νέοι κλάδοι. Παράλληλα, με στόχο τη διαφάνεια θα δημοσιοποιείται σε τακτά χρονικά διαστήματα ο πίνακας με την κατάταξη των αιτήσεων εισαγωγής που είναι σε εκκρεμότητα.

- Δημοσίευση άμεσα και επανάληψη της κατά τακτά χρονικά διαστήματα συγκεντρωτικής κατάστασης στην οποία θα φαίνονται οι αποφάσεις των γενικών συνελεύσεων των επιχειρήσεων για την αγορά ιδίων μετοχών, οι αγορές που έχουν πραγματοποιηθεί καθώς και οι τιμές στις οποίες αγόρασαν. Με αυτό τον τρόπο επιθυμούν να δείχνουν στους μικροεπενδυτές τα επίπεδα αγοράς πολλών εισηγμένων.
- Αγορά ιδίων μετοχών Έχουν χαλαρώσει οι κανόνες που διέπουν την επαναγορά μετοχών για στήριξη της τιμής της μετοχής μίας εισηγμένης εταιρείας. Κάθε εταιρεία μπορεί να ανακοινώσει την πρόθεση της να επαναγοράσει ποσοστό μέχρι 10% των μετοχών της σε προκαθορισμένη χρονική περίοδο.

Με αυτές τις νομοθετικές αλλαγές έγινε η αρχή για διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, ώστε να εναρμονιστεί η λειτουργία του Χρηματιστηρίου με τα διεθνή πρότυπα και να καταστήσει το νέο καθεστώς ώριμης αγοράς τόσο στην θεωρία όσο και στην πράξη.

2. Διεθνές οικονομικό περιβάλλον κατά τη περίοδο της αναβάθμισης της Ελλάδος

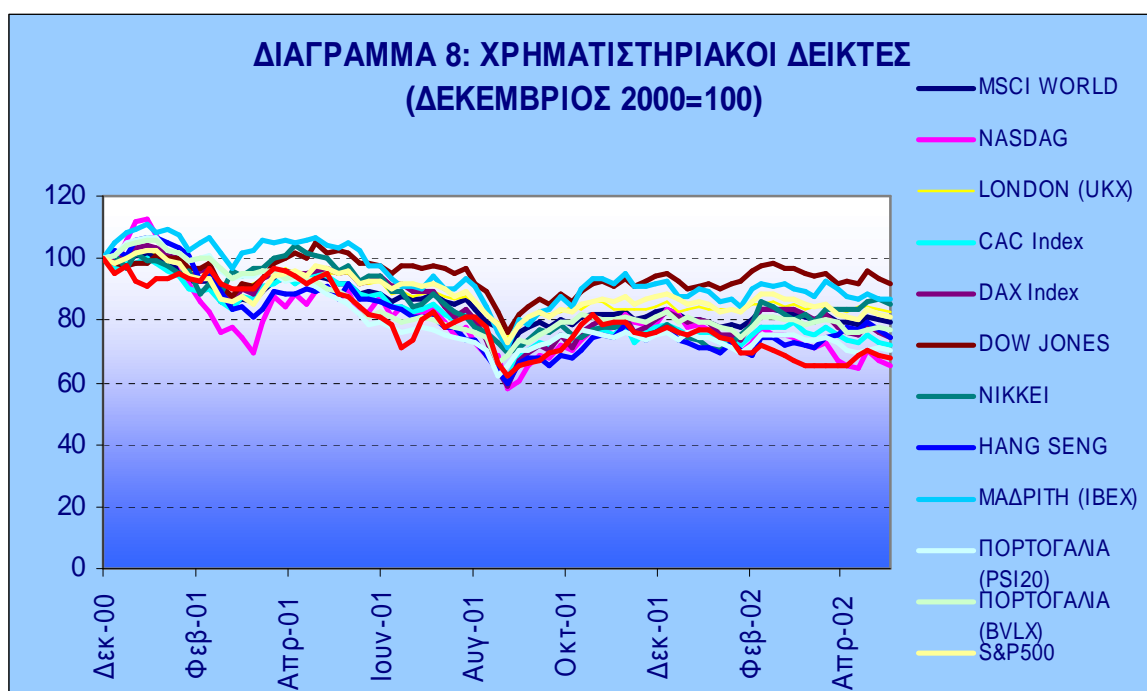
Οι εξελίξεις στην παγκόσμια οικονομία ήταν γενικά δυσμενείς το 2001. Κύρια χαρακτηριστικά ήταν η έντονη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας σε όλες τις προηγμένες οικονομίες, η ουσιαστική στασιμότητα του όγκου του παγκόσμιου εμπορίου καθώς και η περαιτέρω επιδείνωση του διεθνούς οικονομικού κλίματος και της δραστηριότητας μετά τις τρομοκρατικές επιθέσεις της 11^{ης} Σεπτεμβρίου στις ΗΠΑ. Στην υποχώρηση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ στις προηγμένες οικονομίες συνέβαλε σημαντικά η μείωση του όγκου επενδύσεων ενώ η ιδιωτική κατανάλωση επιβραδύνθηκε λιγότερο. Η οικονομική αυτή επιβράδυνση επηρέασε σε μικρότερη έκταση και τις αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Στην ζώνη του ευρώ η οικονομική δραστηριότητα σημείωσε μικρότερη επιβράδυνση από ότι στις ΗΠΑ. Παρά την υποχώρηση του ρυθμού ανόδου του ΑΕΠ, η μεγάλη αύξηση της διεθνούς τιμής του πετρελαίου (σε όρους ευρώ αυξήθηκε κατά 42,5% το 1999 και 81,3% το 2000 ενώ υποχώρησε κατά 10,3% το 2001) και η ενίσχυση του δολαρίου στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος τη διετία 1999-2000 επιβάρυναν τον πληθωρισμό στην ζώνη του ευρώ μέχρι τα μέσα περίπου του 2001.

Λόγω της δυσμενούς συγκυρίας, η δημοσιονομική θέση των περισσότερων από τις μεγάλες προηγμένες οικονομίες χειροτέρευσε. Πέρα από την εύλογη επίπτωση της οικονομικής επιβράδυνσης στα φορολογικά έσοδα, σε ορισμένες οικονομίες ακολουθήθηκαν πολιτικές τόνωσης της εγχώριας ζήτησης, με μείωση φορολογικών συντελεστών και αύξηση των δημόσιων δαπανών. Η νομισματική πολιτική που ασκήθηκε το 2001 από τις κεντρικές τράπεζες των μεγάλων οικονομιών αποσκοπούσε, μεταξύ άλλων, στην αποφυγή της οικονομικής ύφεσης και στην δημιουργία προϋποθέσεων για την ανάκαμψη. Επιθετικότερη νομισματική πολιτική άσκησε η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ, η οποία μείωσε έντεκα φορές, κατά 475 μονάδες βάσης συνολικά, το επιτόκιο παρέμβασης στην διατραπεζική αγορά χρήματος (από 6,5% σε 1,75%). Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μείωσε τέσσερις φορές τα επιτόκια της, κατά 150 μονάδες βάσης συνολικά. Η τράπεζα της Αγγλίας μείωσε συνολικά επτά φορές μέσα στο 2001 το βασικό επιτόκιο συμφωνιών επαναγοράς (από 6% σε 4%). Η

κεντρική τράπεζα της Ιαπωνίας μείωσε τρεις φορές το ήδη πολύ χαμηλό αναπροεξοφλητικό επιτόκιο της, καθορίζοντάς το σε 0,10% από 0,5%.

2.1 Οι διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές κατά τη περίοδο της αναβάθμισης της Ελλάδος



πηγή: Bloomberg

Οι τιμές των μετοχών στα χρηματιστήρια ακολούθησαν καθοδική πορεία κατά το 2001. Η υποχώρηση αυτή αντανακλάται κυρίως:

α) στις διεθνείς οικονομικές εξελίξεις, κυρίως όσο αφορά τη μεγάλη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και της σημαντικής μείωσης της κερδοφορίας σχεδόν όλων των οικονομικών κλάδων, αλλά και παράταση της ύφεσης στην οικονομία της Ιαπωνίας.

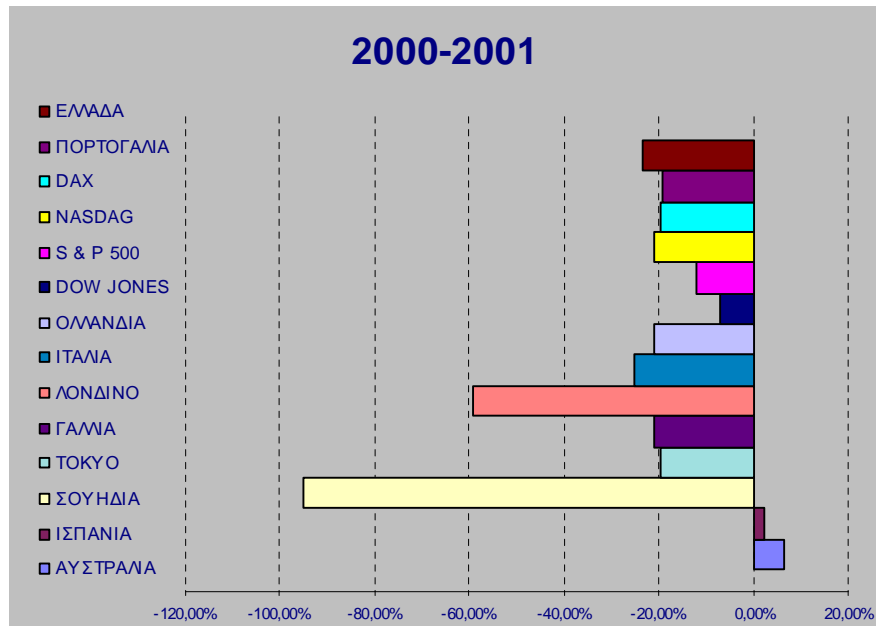
β) στην προς τα κάτω αναθεώρηση των αναμενόμενων κερδών των επιχειρήσεων. Ειδικά οι εταιρείες τηλεπικοινωνιών εμφάνισαν αυξημένες υποχρεώσεις λόγω της αγοράς αδειών κινητής τηλεφωνίας το 2000 και των απαραίτητων τεχνολογικών επενδύσεων, που είχαν ως αποτέλεσμα την σταδιακή εκτόνωση της κερδοσκοπικής υπερτίμησης των μετοχών των εταιρειών τους, η οποία είχε τροφοδοτηθεί κυρίως τη διετία 1998-1999 από τις υπερβολικά αισιόδοξες προσδοκίες για μελλοντικές προοπτικές και την κερδοφορία οικονομικών κλάδων. Έτσι οι τιμές των μετοχών του κλάδου τηλεπικοινωνιών υποχώρησαν κατά 28,3% μεταξύ τέλους 2000 και τέλους 2001 ενώ οι τιμές των μετοχών τεχνολογικού τομέα μειώθηκαν αντίστοιχα κατά 37,2% στο ίδιο διάστημα.

γ) στην χρηματιστηριακή επίπτωση συγκεκριμένων γεγονότων όπως οι τρομοκρατικές επιθέσεις στις ΗΠΑ στις 11 Σεπτεμβρίου και η κατάρρευση του ενεργειακού κολοσσού Enron στις ΗΠΑ από τον Οκτώβριο, γεγονότα που αύξησαν την αβεβαιότητα και την μεταβλητότητα στις αγορές. Μεγαλύτερη πτώση και διακύμανση σημειώθηκε στις μετοχές των ξενοδοχειακών, αεροπορικών και ασφαλιστικών εταιρειών, οι δραστηριότητες των οποίων θεωρήθηκε ότι επλήγησαν άμεσα από την τρομοκρατική επίθεση.

Από τα μέσα Οκτωβρίου, οι περισσότερες χρηματιστηριακές αγορές κυμάνθηκαν στα προ της 11^{ης} Σεπτεμβρίου επίπεδα. Η ανοδική αυτή τάση των χρηματιστηριακών δεικτών υποβοηθήθηκε από την επιθετική νομισματική πολιτική με μείωση των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες των μεγάλων οικονομιών.

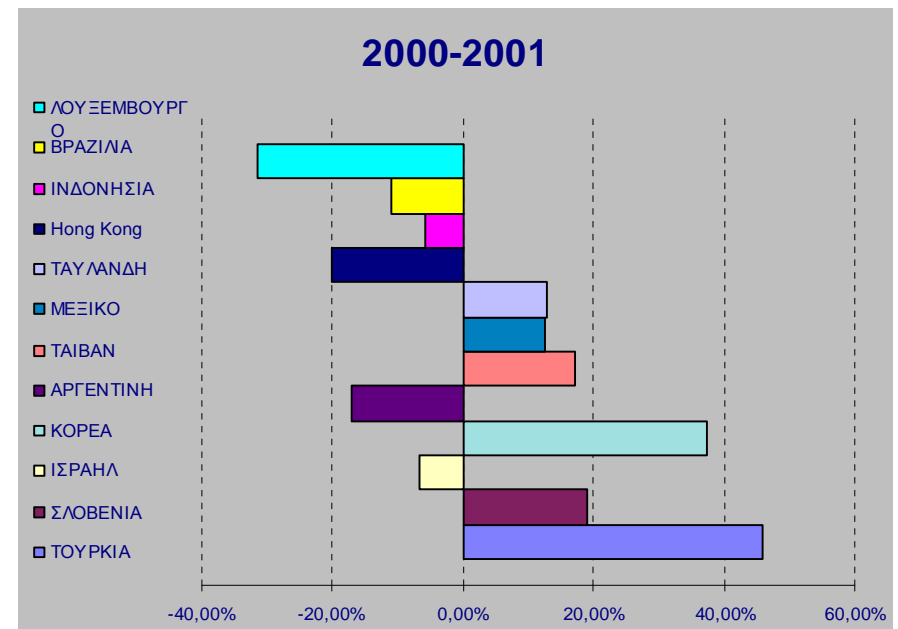
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9 :ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΜΕΓΑΛΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

ΑΝΕΠΤΥΓΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ



Πηγή: FIBV

ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

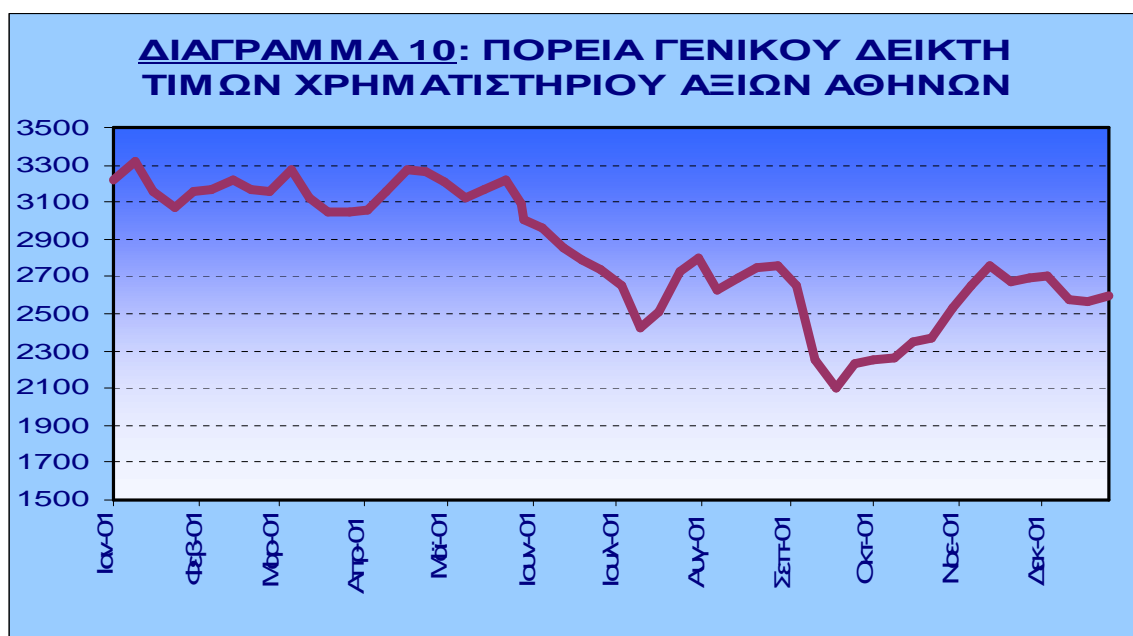


Πηγή: FIBV

3. Η επίδραση της αναβάθμισης στην ελληνική κεφαλαιαγορά

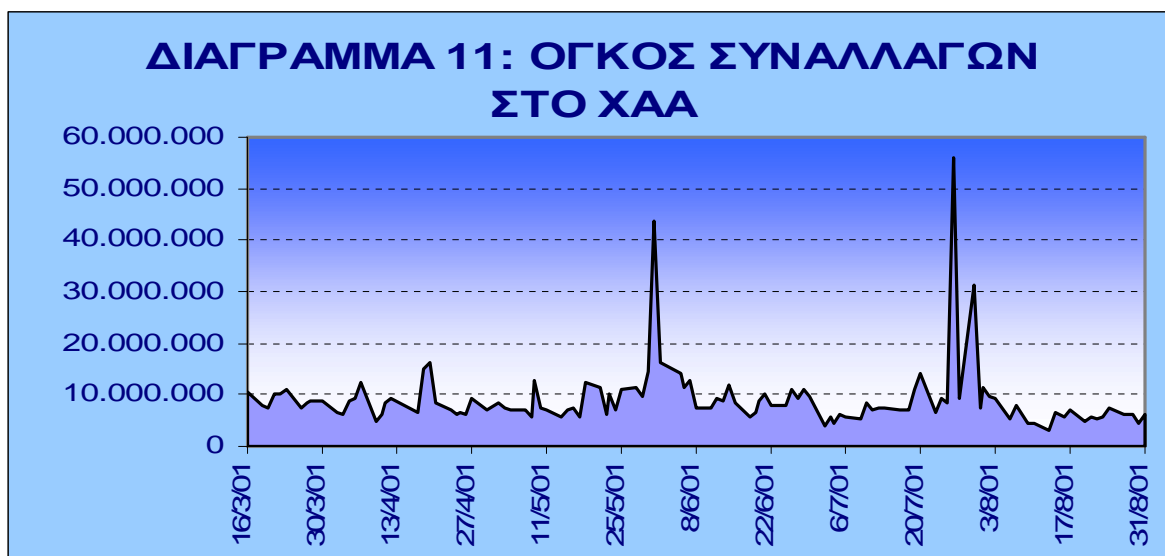
Το δυσμενές κλίμα που επικράτησε στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές στη διάρκεια του 2001, ιδίως μετά την τρομοκρατική επίθεση της 11^{ης} Σεπτεμβρίου στις ΗΠΑ, επηρέασε τις τιμές των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) που ακολούθησαν πτωτική πορεία στη διάρκεια του 2001 για δεύτερο συνεχές έτος. Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 2000 και τέλους Δεκεμβρίου 2001 ο δείκτης τιμών των μετοχών στο ΧΑΑ μειώθηκε κατά 23,5%, ενώ οι συναλλαγές παρουσίασαν πτώση κατά 59%. Οι ανωτέρω εξελίξεις στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά επηρεάστηκαν ακόμα και από την πτώση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ με αποτέλεσμα η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά να χαρακτηρίζεται στο τέλος του 2001 από σχετικό χαμηλό μέσο λόγο τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E ratio) και να κατατάσσεται μεταξύ των χρηματιστηριακών αγορών της Ευρωπαϊκής Ένωσης που προτείνονται για επενδύσεις.

Κατά το πεντάμηνο Ιανουαρίου-Μαΐου του 2001, ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών του ΧΑΑ παρουσίασε διακυμάνσεις, αλλά το μέσο επίπεδό του δεν υποχώρησε αισθητά σε σχέση με το τέλος Δεκεμβρίου 2000. Από τις αρχές Ιουνίου



πηγή: Bloomberg

όμως μέχρι τα μέσα Ιουλίου του 2001, οι τιμές των μετοχών παρουσίασαν έντονη πτωτική φάση. Η εξέλιξη αυτή σημειώθηκε παρά την αναβάθμιση της στις 31 Μαΐου 2001 σε

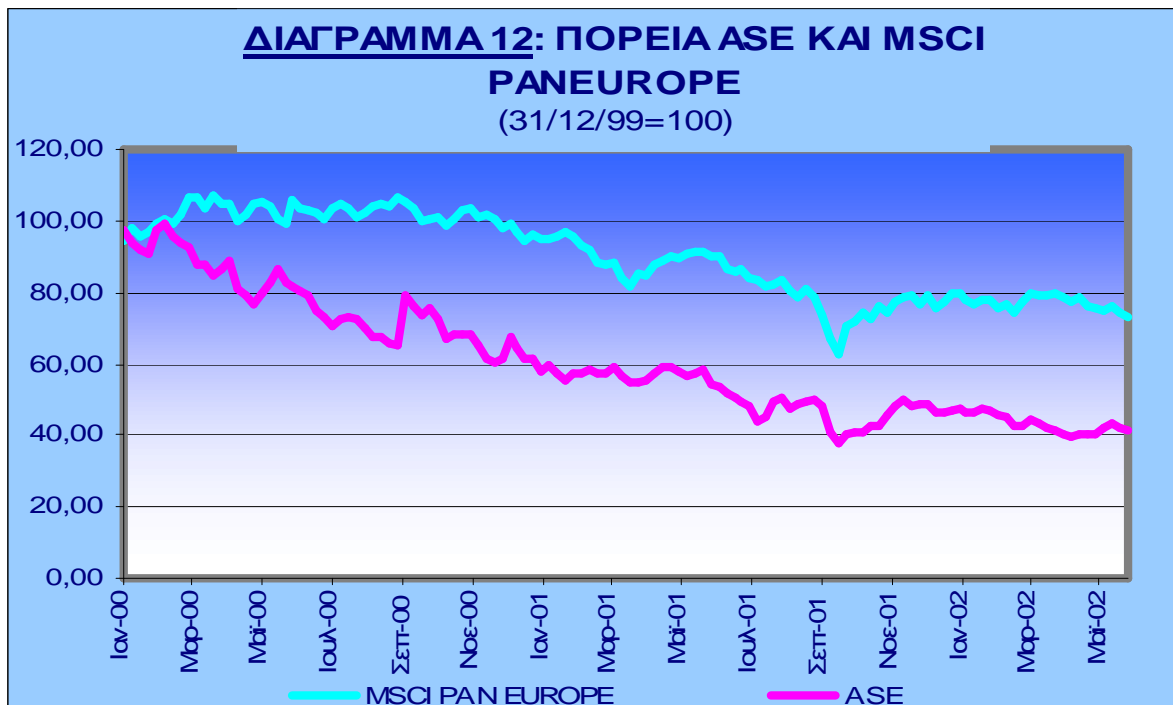


πηγή: Bloomberg

αναπτυγμένη αγορά. Από τα μέσα Ιουλίου, οι τιμές των μετοχών σημείωσαν ελαφρά άνοδο, ενώ μετά την τρομοκρατική επίθεση της 11^{ης} Σεπτεμβρίου στις ΗΠΑ παρουσίασαν σημαντική πτώση, με τάση ανάκαμψης από τις αρχές Οκτωβρίου μέχρι το τέλος του 2001.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7 : ΕΛΛΑΔΑ			
	ASE	MSCI PAN/EUROPE	ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ
-12months	-23,82%	-11,78%	-12,04%
-6months	-4,84%	-7,21%	2,37%
-3months	-1,29%	1,64%	-2,93%
-1month	-4,84%	-1,33%	-3,51%
31/5/2001			
+1month	-11,25%	-3,71%	-7,54%
+3months	-10,57%	-12,95%	2,38%
+6months	-12,78%	-14,67%	1,89%
+12months	-27,55%	-18,90%	-8,65%

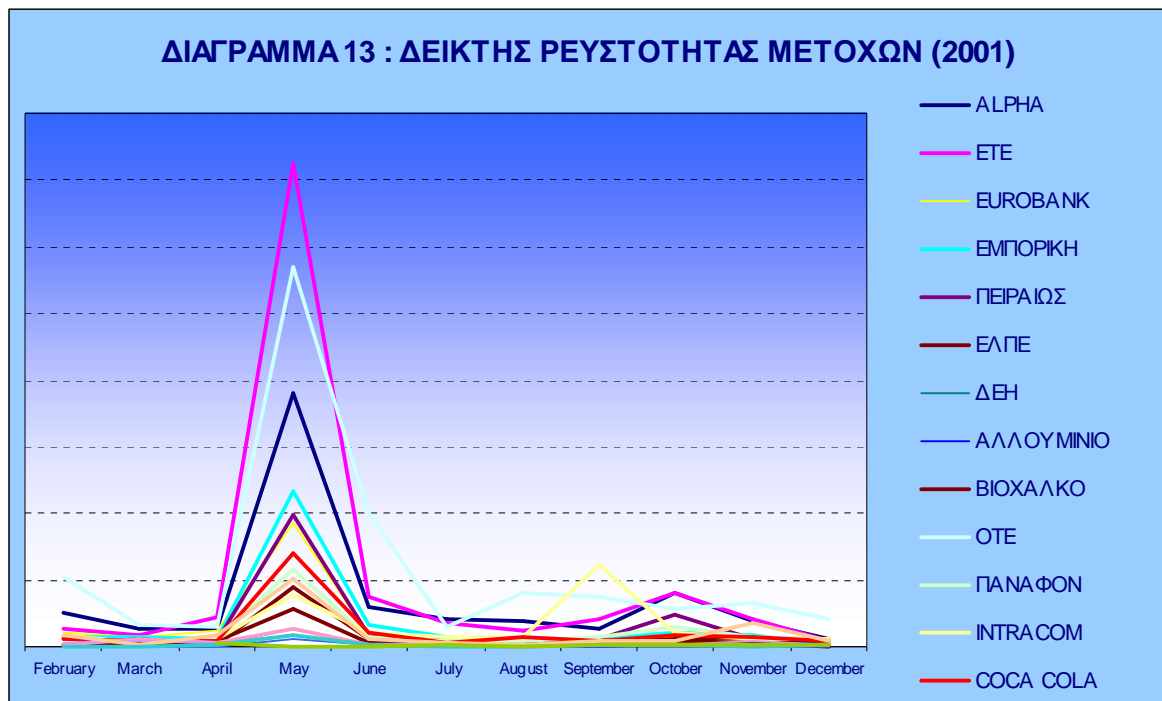
Πηγή: Reuters



Πηγή: Reuters

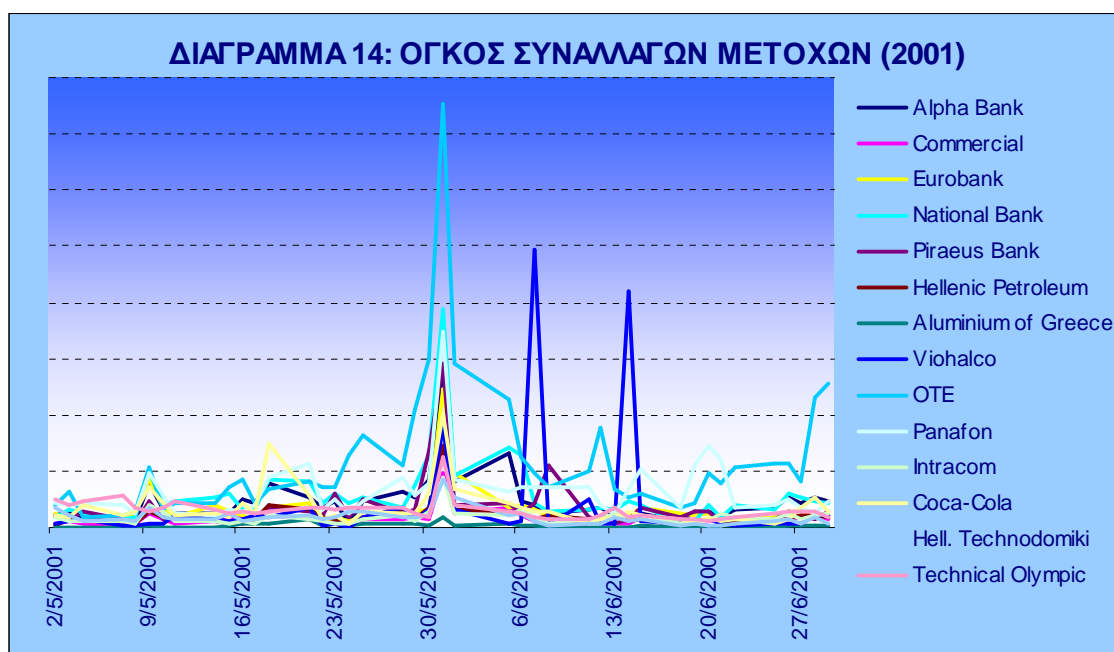
Παρατηρούμε ότι η αναβάθμιση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς από την κατηγορία των αναδυόμενων σε εκείνη των αναπτυγμένων χωρών είχε αρνητική επίδραση στην πορεία του γενικού δείκτη. Εκτός από την γενικότερη πτωτική πορεία του 2001 που οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό από το δυσμενές κλίμα στις διεθνείς κεφαλαιαγορές παρατηρούμε ότι ιδίως το μήνα της αναβάθμισης, από τα τέλη Μάιου μέχρι τα τέλη Ιουνίου του 2001, όχι μόνο να βρίσκεται σε φάση ανάκαμψης αλλά να σημειώνει και τις μεγαλύτερες μηνιαίες απώλειες του έτους (11,25%). Παράλληλα οι αποδόσεις που σημειώνει είναι αισθητά χαμηλότερες από τον δείκτη MSCI PAN/EUROPE που αποτελεί έναν δείκτη αναφοράς. Συγκεκριμένα ένα χρόνο μετά την αναβάθμιση οι συνολικές απώλειες του XAA ήταν 27,55% ενώ για τον MSCI PAN/EUROPE οι απώλειες διατηρήθηκαν 8,65% χαμηλότερες.

Πάντως είναι χαρακτηριστικό να αναφέρουμε την εντυπωσιακή άνοδο στα συναλλαχθέντα κομμάτια κατά την ημέρα της αναβάθμισης όσο και στον δείκτη ρευστότητας (δείκτης της αξίας της μετοχής προς την συνολική κεφαλαιοποίηση) για το σύνολο των μετοχών που συμπεριληφθήκανε στις αναπτυγμένες αγορές. Μεγάλοι πρωταγωνιστές εκείνης της ημέρας οι μετοχές της Εθνικής Τράπεζας, του ΟΤΕ και της Alpha Bank.



Πηγή: Effect terminal

Το κλίμα ευφορίας που αναμενόταν να δημιουργηθεί στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά λόγω της επικείμενης αναβάθμισης του σχετικά με το ύψος των κεφαλαίων που θα εισρεύσουν στην ελληνική αγορά, διότι ξένοι θεσμικοί, ειδικά τα index tracker θα άρχιζαν τις τοποθετήσεις έως ότου διαρθρωθούν πλήρως τα χαρτοφυλάκια τους δεν είχε το αντίστοιχο αποτέλεσμα. Όπως έχουμε ήδη αναφέρει οι διαχειριστές των index tracker funds είναι υποχρεωμένοι να μετακινήσουν δισεκατομμύρια δολάρια μόνο και μόνο λόγω της νέας σύνθεσης αυτών των δεικτών. Τα index tracker funds απευθύνονται σε πελάτες που θέλουν να πιάσουν την απόδοση ενός δείκτη τον οποίο κατασκευάζει κάποιος επενδυτικός οίκος. Αφού λοιπόν 24 ελληνικές μετοχές μπήκαν στον δείκτη των αναπτυγμένων αγορών θα έπρεπε να ενταχθούν στο χαρτοφυλάκιο τους σε αναλογία 0,16% επί των συνολικών τους κεφαλαίων.



Πηγή: Effect terminal

Τελικά όμως η αναβάθμιση αυτή οδήγησε τους ξένους θεσμικούς επενδυτές που κυρίως επενδύουν σε αναδυόμενες αγορές και είχαν ήδη τοποθετήσει κεφάλαια στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά να αναδιαρθρώσουν τα χαρτοφυλάκια μετοχικών τίτλων τους, μειώνοντας τις τοποθετήσεις τους σε ελληνικές μετοχές, ενώ ήταν πολύ περιορισμένες οι αντίστοιχες τοποθετήσεις των θεσμικών επενδυτών του εξωτερικού που επενδύουν σε αναπτυγμένες αγορές. Συγκεκριμένα παρατηρούμε με βάση τους πίνακες συμμετοχής των επενδυτών που παρουσιάζονται παρακάτω, η συμμετοχή των ξένων θεσμικών επενδυτών δεν ήταν αναμενόμενων των προσδοκιών, όχι μόνο δεν παρουσιάστηκε εισροή νέων κεφαλαίων αλλά αντίθετα η αξία του χαρτοφυλακίου τους έφτανε τέσσερις μήνες μετά την αναβάθμιση τα 11.358.855.764 ευρώ μειωμένη κατά 21,62% ενώ η αξία του χαρτοφυλακίου για το σύνολο των αλλοδαπών επενδυτών μειώθηκε κατά 18,24%. Από τα ποσοστά αυτά, το 11,18% και το 8,98% αντιπροσωπεύουν αντίστοιχα την μείωση των επενδεδυμένων κεφαλαίων τους στις μετοχές του δείκτη FTSE-ASE 20 όπου ανήκουν κατά κύριο λόγο οι 24 μετοχές που εισήχθησαν στον δείκτη των αναπτυγμένων αγορών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8 α: Συμμετοχή επενδυτών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Στατιστικά στοιχεία 30.5.2001, 30.9.2001, 31.1.2002 και 28.2.2002 επί του συνόλου των εισηγμένων

εταιριών του δείκτη FTSE-ASE 20

Κατηγορία Επενδυτών	30/5/01		30/9/01		31/1/02		28/2/02	
	Τρέχουσα αξία χαρτοφυλακίου (ευρώ)	% Συμμετοχή στις αξίες	Τρέχουσα αξία χαρτοφυλακίου (ευρώ)	% Συμμετοχή στις αξίες	Τρέχουσα αξία χαρτοφυλακίου (ευρώ)	% Συμμετοχή στις αξίες	Τρέχουσα αξία χαρτοφυλακίου (ευρώ)	% Συμμετοχή στις αξίες
I. Ημεδαποί Επενδυτές	39.885.697.676	72,201%	31.970.745.705	69,578%	35.584.546.533	67,996%	31.841.938.838	67,606%
Ιδιώτες Ημεδαποί	15.711.119.785	28,440%	9.920.977.915	21,571%	11.097.217.136	21,205%	9.823.428.153	20,857%
Νομ. Πρόσωπα Ημεδαπά	13.841.594.377	25,056%	14.851.273.569	32,321%	16.329.523.073	31,203%	14.799.273.905	31,421%
Θεσμικοί Ημεδαποί	10.332.983.514	18,705%	7.198.494.221	15,666%	8.157.806.324	15,588%	7.219.236.780	15,328%
II. Αλλοδαποί Επενδυτές	15.357.132.179	27,799%	13.977.903.960	30,420%	16.748.804.767	32,004%	15.257.315.953	32,394%
Ιδιώτες Αλλοδαποί	201.708.127	0,365%	126.978.618	0,276%	145.891.547	0,279%	133.802.316	0,284%
Νομ. πρόσωπα Αλλοδαπά	3.228.928.727	5,845%	3.452.041.446	7,513%	4.300.323.596	8,217%	3.934.129.083	8,353%
Θεσμικοί Αλλοδαποί	11.102.885.553	20,098%	9.861.199.182	21,461%	11.671.267.331	22,302%	10.602.523.132	22,511%
Λοιπά Νομ.Πρόσ.Αλλοδαπά	823.609.772	1,491%	537.684.714	1,170%	631.322.293	1,206%	586.861.422	1,246%
ΣΥΝΟΛΑ	55.242.829.835	100,000%	45.948.881.875	100,000%	52.333.351.300	100,000%	47.099.254.791	100,000%

Σημειώσεις:

1. Στα Νομικά Πρόσωπα Ημεδαπά, περιλαμβάνονται ελληνικές εταιρίες
2. Στα Νομικά Πρόσωπα Αλλοδαπά, περιλαμβάνονται αλλοδαπές εταιρίες-επενδυτές.
3. Στα Λοιπά Νομικά Πρόσωπα Αλλοδαπά, περιλαμβάνονται off shore εταιρίες.
4. Στους Θεσμικούς Επενδυτές, περιλαμβάνονται οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι χρηματιστηριακές εταιρίες, τα αμοιβαία κεφάλαια και οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

ΠΙΝΑΚΑΣ 8β: Συμμετοχή επενδυτών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Στατιστικά στοιχεία 30.05.2001, 30.09.2001, 31.01.2002, 28.02.2002, επί του συνόλου των εισηγμένων εταιριών

Κατηγορία Επενδυτών	30/5/01		30/9/01		31/1/02		28/2/02	
	Τρέχουσα αξία χαρτοφυλακίου (ευρώ)	% Συμμετοχή στις αξίες	Τρέχουσα αξία χαρτοφυλακίου (ευρώ)	% Συμμετοχή στις αξίες	Τρέχουσα αξία χαρτοφυλακίου	% Συμμετοχή στις αξίες	Τρέχουσα αξία χαρτοφυλακίου (ευρώ)	% Συμμετοχή στις αξίες
I. Ημεδαποί επενδυτές	86.303.293.474	78,377%	59.843.060.327	75,456%	75.224.098.370	76,143%	68.403.260.677	75,959%
Ιδιώτες Ημεδαποί	38.286.168.205	34,770%	24.810.043.728	31,283%	30.774.577.539	31,142%	27.862.955.702	30,941%
Νομ. Πρόσωπα Ημεδαπά	27.494.047.973	24,969%	21.361.627.129	26,935%	27.790.494.875	28,123%	25.533.779.803	28,354%
Θεσμικοί Ημεδαποί	20.523.077.296	18,638%	13.671.389.470	17,238%	16.679.025.956	16,878%	15.006.525.172	16,664%
II. Αλλοδαποί επενδυτές	23.808.208.869	21,621%	19.465.814.824	24,544%	23.575.107.163	23,857%	21.649.641.387	24,041%
Ιδιώτες Αλλοδαποί	550.605.721	0,500%	392.568.500	0,495%	485.203.966	0,491%	447.395.065	0,497%
Νομ. Πρόσωπα Αλλοδαπά	6.624.773.579	6,016%	6.174.400.614	7,785%	7.334.340.522	7,422%	6.834.114.259	7,589%
Θεσμικοί Αλλοδαποί	14.492.256.069	13,161%	11.358.855.764	14,322%	13.841.213.368	14,007%	12.608.579.495	14,001%
Λοιπά Νομ.Πρόσ.Αλλοδαπά	2.140.573.500	1,944%	1.539.989.946	1,942%	1.914.349.307	1,937%	1.759.552.568	1,954%
ΣΥΝΟΛΑ	110.111.502.343	100,000%	79.308.875.151	100,000%	98.819.205.533	100,000%	90.052.902.064	100,000%

Σημειώσεις:

1. Στα Νομικά Πρόσωπα Ημεδαπά, περιλαμβάνονται ελληνικές εταιρίες
2. Στα Νομικά Πρόσωπα Αλλοδαπά, περιλαμβάνονται αλλοδαπές εταιρίες-επενδυτές.
3. Στα Λοιπά Νομικά Πρόσωπα Αλλοδαπά, περιλαμβάνονται off shore εταιρίες.
4. Στους Θεσμικούς Επενδυτές, περιλαμβάνονται οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι χρηματιστηριακές εταιρίες, τα αμοιβαία κεφάλαια και οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

Πηγή: Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Χαρακτηριστική είναι μία έρευνα της Schoder Salomon Smith Barney που δημοσιεύτηκε τον Μάιο του 2002, και κατέτασσε το ελληνικό χρηματιστήριο στην 16 θέση μεταξύ 23 αναπτυγμένων χωρών όσο αφορά την ελκυστικότητα του. Επομένως έχουμε μία υποχώρηση τεσσάρων θέσεων από τον Μάιο του 2001, χρονιά της αναβάθμισης του χρηματιστηρίου. Η κατάταξη αυτή έγινε με βάση το κριτήριο των αποτιμήσεων των μετοχών, του κινδύνου της αγοράς, του ρυθμού αύξησης των κερδών ανά μετοχή, της σχέσης των αποδόσεων των ομολόγων και των μετοχών και της δυναμικής της αγοράς. Εκτός από τα κριτήρια των αποτιμήσεων των μετοχών και της σχέσης των αποδόσεων των ομολόγων και των μετοχών που το ελληνικό χρηματιστήριο κατατάσσετε στην 2^η και 5^η θέση αντίστοιχα, στα υπόλοιπα κριτήρια η ελληνική κεφαλαιαγορά καταλαμβάνει την τελευταία και προτελευταία θέση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9 : ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΑΝΑΠΤΥΓΜΕΝΩΝ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΩΝ

	θέση με βάση						
	Θέση τον Μάιο 2002	Προηγούμενη Θέση	Τις αποτιμήσεις (40%)	Τον ρυθμό αύξησης των κερδών ανά μετοχή (10%)	Το ρίσκο της αγοράς (15%)	Τη σχέση της απόδοσης των ομολόγων και των μετοχών (5%)	Τη δυναμική της αγοράς (30%)
Αυστρία	1	1	3	13	3	9	1
Νορβηγία	2	3	1	6	22	1	12
Σιγκαπούρη	3	2	9	2	10	7	3
Βέλγιο	4	7	8	16	2	9	2
Χονγκ Κονγκ	5	13	5	17	16	3	8
Αυστραλία	6	4	14	14	17	19	4
Καναδάς	7	6	17	12	14	4	6
Ιρλανδία	8	5	4	20	5	9	11
Νέα Ζηλανδία	9	8	6	21	7	20	5
Βρετανία	10	11	16	11	19	6	7
Ιταλία	11	15	10	4	6	9	15
Ιαπωνία	12	18	11	7	1	21	17
Πορτογαλία	13	21	7	15	4	9	18
Ισπανία	14	22	12	19	9	9	13
Γερμανία	15	9	13	8	15	9	16
Ελλάδα	16	12	2	22	11	5	23
Δανία	17	10	18	18	18	8	10

ΗΠΑ	18	14	22	1	23	2	9
Ολλανδία	19	17	21	3	8	9	20
Ελβετία	20	20	20	8	13	22	14
Γαλλία	21	16	23	8	12	9	22
Φιλανδία	22	23	15	23	21	9	21
Σουηδία	23	19	19	4	20	23	19

πηγή:Schoder Salomon Smith Barney, Global Investment Outlook, Μάιος 2002

Χωρίς να γνωρίζουμε περαιτέρω λεπτομέρειες για τα κριτήρια που χρησιμοποίησε και το τρόπο που έκανε την κατάταξη θα προσπαθήσουμε να δώσουμε το δικό μας στίγμα στην όλη ανάλυση. Παρατηρώντας τα παραπάνω κριτήρια διαπιστώνουμε τη μεγαλύτερη βαρύτητα να κατέχει το κριτήριο της αποτίμησης της χρηματαγοράς κάθε χώρας. Η αξιολόγηση με βάση αυτό το κριτήριο περιλαμβάνει κυρίως σύγκριση των μερισματικών αποδόσεων και του δείκτη P/E που εμφανίζει κάθε χώρας. Η κατάταξη στην δεύτερη θέση με βάση το κριτήριο αυτό οφείλεται κυρίως στις υψηλές μερισματικές αποδόσεις της χώρα μας. Δυστυχώς όμως δεν ισχύουν τα ίδια για το ρυθμό με τον οποίο αυξάνονται τα κέρδη ανα μετοχή. Η κατάταξη στην 22^η θέση φανερώνει την μικρή αύξηση των κερδών τους ή ακόμα και την μείωση που εμφάνισαν πολλές από τις εισηγμένες ελληνικές εταιρείες. Το ρίσκο της αγοράς αποτυπώνεται από τον πληθωρισμό, τα επιτόκια, τη σταθερότητα της οικονομίας. Η 11^η θέση στην κατάταξη επιβεβαιώνει τον ρυθμό ανάπτυξης που έχει επιτευχθεί ενώ φανερώνει και τα περιθώρια σύγκλισης που έχει ακόμα να επιτύχει. Όσο αναφορά τη δυναμική της αγοράς, η οποία σταθμίζεται με ποσοστό 30% είναι πιθανόν να κατατάσσεται η προοπτική της ελληνικής οικονομίας. Η τελευταία θέση με βάση αυτό το κριτήριο δεν είναι και ο καλύτερος οιωνός. Όλα τα γεγονότα που έχουν συμβεί στην αγορά και έχουν κλονήσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών όπως οι αποτυχίες ως προς το θέμα των ιδιωτικοποιήσεων πιθανόν να έχουν συμβάλει για αυτήν τη θέση.

Κεφάλαιο ΤΕΤΑΡΤΟ

ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗΣ ΣΕ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΠΟΡΤΟΓΑΛΙΑ

1. Συμπεράσματα

Ελλάδα, Πορτογαλία δύο οικονομίες που εκτός από παραδοσιακά συνδεδεμένες μεταξύ τους, αποτέλεσαν και τα μόνα παραδείγματα χωρών που κατατάχθηκαν στους δείκτες αναπτυγμένων αγορών από την MSCI. Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα που επήλθαν τόσο στην πορτογαλική όσο και στην ελληνική χρηματαγορά από την αναβάθμιση τους στις ώριμες αγορές διαπιστώνουμε ότι η ιστορία της αναβάθμισης εξελίχθηκε πολύ διαφορετικά για τις δύο χώρες. Τα αποτελέσματα αυτά θα προσπαθήσουμε να αποτυπώσουμε παρακάτω.

Η ελληνική κεφαλαιαγορά μπορεί τυπικά να κατατάσσεται στις αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές από το Μάιο του 2001 αλλά ουσιαστικά είχε αναβαθμιστεί ήδη ένα περίπου χρόνο πριν, τον Ιούλιο του 2000, όταν ανακοινώθηκε η πρόθεση της Morgan Stanley να αναβαθμίσει το ΧΑΑ. Συνήθως μεσολαβούν έξι μήνες από την στιγμή που θα ανακοινωθεί η αναβάθμιση έως ότου αυτή πραγματοποιηθεί. Για την Πορτογαλία χρειάστηκαν 7 μήνες ενώ για την Ελλάδα χρειάστηκαν 10 μήνες. Η παρατεταμένη αυτή μεταβατική περίοδο ίσως αποτελεί μία από τις βασικές αιτίες που ταλαιπώρησαν την ελληνική κεφαλαιαγορά. Όλους εκείνους τους μήνες, το ΧΑΑ έζησε στο ρυθμό της αναβάθμισης. Κάθε πτώση, την ακολουθούσε η ελπίδα της αναβάθμισης.

Όμως δυστυχώς οι ελπίδες αυτές δεν επιβεβαιώθηκαν. Τα πράγματα για την ελληνική χρηματαγορά δεν ήταν τόσο αισιόδοξα όσο αναμενόταν. Ο Γενικός Δείκτης τιμών μετά την αναβάθμιση όχι μόνο δεν ανέκοψε την αρνητική του πορεία αλλά εμφάνισε πολύ χειρότερη συμπεριφορά στις αποδόσεις του, σε σχέση με τον MSCI PAN Europe (βλ. πίνακα 7 και διάγραμμα 12). Το γεγονός της αναβάθμισης δεν επέδρασε θετικά στην πορεία της χρηματαγοράς ο οποίος κατέγραψε από τις χαμηλότερες

αποδόσεις στις ανεπτυγμένες αγορές. Αντίθετα η αναβάθμιση της Πορτογαλίας συνέβη τον Δεκέμβριο του 1997, μία χρονική περίοδο ανοδική για το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαιαγορών, κυρίως των αναπτυγμένων. Μέσα σε αυτό το κλίμα, το γεγονός της αναβάθμισης έδωσε την ώθηση και αποτέλεσε το κινητήριο μοχλό για να διαγράψει ακόμα υψηλότερες αποδόσεις τους επόμενους έξι μήνες, αποδόσεις που ξεπερνούσαν εκτός από τους αντίστοιχους δείκτες αναπτυγμένων χωρών και τις αποδόσεις του MSCI PAN Europe που μετράει τη ‘μέση’ απόδοση των αναπτυγμένων χρηματαγορών της Ευρώπης (βλ. πίνακα 1 και διάγραμμα 6).

Στα ίδια συμπεράσματα καταλήγουμε και από τη σύγκριση της πορείας του όγκου συναλλαγών όπως διαμορφώθηκε την περίοδο πριν και μετά την αναβάθμιση. Συγκεκριμένα η Πορτογαλία εμφανίζει μια σταδιακή αύξηση στον όγκο συναλλαγών της, η οποία διήρκεσε καθόλη την περίοδο μετά την αναβάθμιση. Αντίθετα για την ελληνική χρηματαγορά η αύξηση του όγκου συναλλαγών ήταν παροδική, μόνο κατά το δεκαήμερο προ και μετά την αναβάθμιση, ενώ στη συνέχεια επανείλθε στα πρό αναβάθμισης επίπεδα. (βλ. διάγραμμα 11).

Η μεγάλη άνοδος τόσο στις αποδόσεις όσο και στην αύξηση του όγκου συναλλαγών στο χρηματιστήριο της Πορτογαλίας οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό στο έντονο ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών για τα αξιόγραφα του. Ήδη από το πρώτο τρίμηνο του 1997 οι ξένοι επενδυτές αύξησαν την κατοχή τους σε πορτογαλικά αξιόγραφα πάνω από \$1 δις, διενεργώντας το 35% της αξίας των συναλλαγών⁸. Στο τέλος του Ιουνίου 1997 το σύνολο των μετοχών που κατείχαν οι μή-κάτοικοι έφτανε τα \$9,7 δις με 32,1% ποσοστό συμμετοχής. Το έντονο ενδιαφέρον για τη Πορτογαλική αγορά ήταν κυρίως αποτέλεσμα των ιδιωτικοποιήσεων μεγάλων επιχειρήσεων, που πραγματοποιήθηκε κατά μεγάλο μέρος μέσω του χρηματιστηρίου. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να αυξηθεί η διαφοροποίηση, η κεφαλαιοποίηση της αγοράς αλλά και οι επενδυτικές ευκαιρίες. Αντίθετα το κλίμα ευφορίας που αναμενόταν να δημιουργηθεί στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά λόγω της επικείμενης αναβάθμισης του, σχετικά με το ύψος των κεφαλαίων που θα εισρεύσουν στην ελληνική αγορά δεν είχε το αντίστοιχο αποτέλεσμα. Έντονη ήταν η απογοήτευση όσων είχαν αγοράσει μετοχές με την ελπίδα να δουν τις τιμές των μετοχών σε υψηλά επίπεδα λόγω της

⁸ ‘Best of both worlds’: *Worldlink*, January/February 1998

αναβάθμισης. Συγκεκριμένα η αναβάθμιση αυτή οδήγησε τους ξένους θεσμικούς επενδυτές που κυρίως επενδύουν σε αναδυόμενες αγορές και είχαν ήδη τοποθετήσει κεφάλαια στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά να αναδιαρθρώσουν τα χαρτοφυλάκια μετοχικών τίτλων τους, μειώνοντας τις τοποθετήσεις τους σε ελληνικές μετοχές, ενώ ήταν πολύ περιορισμένες οι αντίστοιχες τοποθετήσεις των θεσμικών επενδυτών του εξωτερικού που επενδύουν σε αναπτυγμένες αγορές.

2. Αίτια

Στην προσπάθεια μας να εξηγήσουμε την κατάσταση, όπως διαμορφώθηκε μετά την αναβάθμιση του ΧΑΑ που είχε ως αποτέλεσμα η ελληνική χρηματαγορά να οδηγηθεί σε ακόμα μεγαλύτερο τέλμα από ότι βρισκόταν, αναζητήσαμε τους λόγους και τα αίτια που πιθανόν να οφείλονται για την τόσο διαφορετική αντίδραση του ελληνικού χρηματιστηρίου σε σχέση με αυτή της πορτογαλίας.

Κάτι που έχει ιδιαίτερη σημασία και ίσως να διαδραμάτισε σημαντικό ρόλο είναι ότι την 31^η Μαΐου 2001 παράλληλα με την αναβάθμιση του ΧΑΑ τέθηκαν σε ισχύ και γενικότερες αλλαγές. Τέθηκε σε ισχύ η νέα μεθοδολογία ως προς τον τρόπο κατασκευής των δεικτών Morgan Stanley. Το κριτήριο της στάθμισης των μετοχών με βάση το ποσοστό που διαπραγματεύεται ελεύθερα και όχι και βάση την συνολική κεφαλαιοποίηση που ίσχυε προηγουμένως, είχε ως αποτέλεσμα να συμπεριληφθούν πολλές μικρότερες εταιρείες και να ευνοηθούν αγορές όπως των ΗΠΑ και Βρετανίας κατά 6,24% και 1,06% αντίστοιχα. Αγορές όπως της Ιαπωνίας, της Γαλλίας και της Γερμανίας, όπου υπάρχουν αρκετές οικογενειακές επιχειρήσεις υπέστησαν απώλειες. Το ποσοστό της Ιαπωνίας συρρικνώθηκε στο 9,681% από 11,283%, της Γαλλίας στο 3,892% από 5,199% και της Γερμανίας από 2,847% από 3,908%. Αλλά και οι αναδυόμενες αγορές υπέστησαν ζημιές καθώς ο νέος δείκτης είχε μικρότερη στάθμιση στον παγκόσμιο. Μέσα σε αυτή την γενικότερη αναδιάρθρωση των δεικτών, ο δείκτης MSCI GREECE αντιπροσωπεύοντας μόνο το 0,16% στον παγκόσμιο είναι φυσικό να περιέλθει σε δεύτερη μοίρα. Η μεταβολή της στάθμισης στις ΗΠΑ κατά 6,24% επικεντρώνει όλο το ενδιαφέρον. Μέσα σε αυτή την αναδιοργάνωση η έξοδος των κεφαλαίων ήταν της τάξης του 4,7% της κεφαλαιοποίησης του MSCI EMF, ποσοστό που διαφοροποιείται αρκετά από το 0,16% του MSCI WORLD.

Επίσης την περίοδο της μετάταξης της Ελλάδας προς τις αναπτυσσόμενες αγορές επικρατούσε διεθνώς οικονομική ύφεση, είχαμε μεγάλη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και σημαντική μείωση της κερδοφορίας σχεδόν όλων των οικονομικών κλάδων. Τα αποτελέσματα αυτά αποτυπώθηκαν στην προς τα κάτω αναθεώρηση των αναμενόμενων κερδών των επιχειρήσεων και οδήγησαν σε

σταδιακή υποχώρηση των τιμών των μετοχών τους. Επίσης τα γεγονότα της 11^{ης} Σεπτεμβρίου στις ΗΠΑ διαδραμάτισαν και αυτά καταλυτικό ρόλο. Αύξησαν την αβεβαιότητα, το βαθμό 'αστάθειας' και την μεταβλητότητα στις αγορές. Δημιουργήθηκε η τάση αποφυγής των χρηματιστηριακών αγορών.

Αλλά και στην ελληνική οικονομική πραγματικότητα, τα προγράμματα ιδιωτικοποιήσεων κρατικών επιχειρήσεων δεν είχαν κανένα αποτέλεσμα. Η αποτυχία αποκρατικοποίησης της Ολυμπιακής αλλά και των ΔΕΚΟ διόγκωσαν την έλλειψη εμπιστοσύνη των ξένων επενδυτών προς τη χώρα μας. Η ανταγωνιστικότητα της χώρα δεν ήταν δυνατόν να ενισχυθεί χωρίς εξυγίανση του δημοσίου τομέα, ιδιωτικοποιήσεων ζημιόγων επιχειρήσεων του δημοσίου. Οι ρυθμίσεις αυτές όχι μόνο θα συνέβαλλαν στην ανάπτυξη της οικονομίας αλλά θα τόνωναν το ενδιαφέρον και την εμπιστοσύνη των ξένων επενδυτών για την εισροή κεφαλαίων στην χώρα μας. Αλλά και το θεσμικό πλαίσιο που διέπει το ΧΑΑ παρόλα τα σημαντικά βήματα που έχει σημειώσει για τον θεσμικό του εκσυγχρονισμό, έτσι ώστε να διασφαλιστεί ένα ισχυρό, ασφαλές και αξιόπιστο Χρηματιστήριο εναρμονισμένο με τους κανόνες λειτουργίας των αναπτυγμένων αγορών, έχει ακόμα πολύ δρόμο να διανύσει. Πρέπει να ληφθούν όχι μόνο περαιτέρω θεσμικά μέτρα αλλά και να εφαρμοστούν στην πράξη τα ήδη ισχύοντα έτσι ώστε να μην σημειώνονται φαινόμενα στρεβλώσεων.

Δυστυχώς όμως στην Ελλάδα παραβλέφθηκαν πολλά καλλιεργήθηκε ένα κλίμα ευφορίας, υπέρμετρης αισιοδοξίας, καλής ψυχολογίας και ότι όλα θα γίνουν απότομα. Το κλίμα αυτό ενισχυόταν ακόμα περισσότερο από τις επιβεβαιώσεις διεθνών επενδυτικών οίκων του εξωτερικού ως προς τα αποτελέσματα της επικείμενης αναβάθμισης. Αποτέλεσμα των παραπάνω ήταν ότι την κατάσταση αυτή να την εκμεταλλευτούν πολλοί στην προσπάθεια τους να αποσύρουν μετοχές από τα χαρτοφυλάκια τους και ο δείκτης να φτάσει σε νέα χαμηλά. Χρειάζεται στο ΧΑΑ να αποκτηθεί επενδυτική κουλτούρα, να υπάρξει μεγαλύτερη διαφάνεια ιδίως διαχειριστική ώστε να συμμετέχει η πλειονότητα των αποταμιευτών. Η αλήθεια είναι ότι το ελληνικό χρηματιστήριο έχει εισέλθει σε μία νέα φάση όπου ελπίζουμε οι επιπτώσεις της αναβάθμισης να εμφανιστούν στο μέλλον.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΒΙΒΛΙΑ

Brigham E., Gapenski L., Ehrhardt M., (1999), FINANCIAL MANAGEMENT, Dryden, 9th Edition

“MSCI Enhanced Methodology” *MSCI Methodology Book* (2001)

REPORTS

“Factors considered for a potential change of status from emerging to developed market and the example of Greece” *MSCI* (2003)

Sharaiha Y., Sozen A. “MSCI Indices-Enhanced Index Methodology” *Morgan Stanley Dean Witter* (2001)

Papadopoulos L, Siokos S, Bayliss T. (2001), “Country Research- Greece: What is likely to happen in Greece in the next 3-4 weeks” *Schroder Salomon Smith Barney*.

Vermisseau Y. “The Athens Stock Exchange and its prospects to development” *Trade with Greece 16*

“Statistical Information on Mutual Funds” Supplement to the Statistical Bulletin *Banco de Portugal* (Dec 1999)

“MSCI Greece Equity Index Rebalancing” (2001) *National Securities*

“MSCI change in methodology” (2000) *National Securities*

Mylonas P., Malliaropoulos D. “GREECE: Economy & Financial Markets” Economic & Financial Bulletin *National Bank of Greece S.A* (May/June 2001)

Lenine R (1996), “Stock Markets: A Spur to Economic Growth” *Finance & Development*

ΕΚΘΕΣΕΙΣ

Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 1998

Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2001

ΕΦΗΜΕΡΙΔΕΣ-ΠΕΡΙΟΔΙΚΑ

Μαθιόπουλος Χ., (2001), ‘ Οι ξένοι και τα μυστήρια της αναβάθμισης’ *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, Φ23

- Ζαφόλια Ι., (2000), ‘ Το παιχνίδι των ξένων’ *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, Φ32
- Παπαδόπουλος Χ., (2001), ‘Γιατί η αναβάθμιση δεν έφερε άνοδο’ *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, Φ22
- Νικολούλια Β., (2001), ‘Ο Άτλας της Παγκόσμιας Οικονομίας’ *Οικονομικός Ταχυδρόμος*.
- Παπαγιαννίδη Α., (2001), ‘Η Ύφεση είναι εδώ ’ *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, Φ1
- Καρακίτσου Η., (2000), ‘Οι εξελίξεις στην ελληνική και στις παγκόσμιες αγορές, το 2001 ’ *Οικονομικός Ταχυδρόμος*, Φ52
- Σαββίδη Χ, (2001), ‘Η αναβάθμιση της Σοφοκλέους και οι ξένοι θεσμικοί’ *Οικονομική Βιομηχανική Επιθεώρηση*
- Γιακουμάκη Γ, (2001), ‘Απελευθερώνονται τα όρια διακύμανσης, διευρύνεται το ωράριο λειτουργίας’ *Οικονομική Βιομηχανική Επιθεώρηση*
- Γιακουμάκη Γ, (2000), ‘ΧΑΑ: Οι υποχρεώσεις της ωριμότητας’ *Οικονομική Βιομηχανική Επιθεώρηση*
- ‘Η επόμενη μέρα στη Σοφοκλέους: Τα προβλήματα πρέπει να λυθούν πριν την αναβάθμιση’ *Οικονομική Βιομηχανική Επιθεώρηση* (Μάρτιος 2001)
- Χατζηνικολάου Σ., (2001), ‘7 μέτρα επουλώνουν τις πληγές της Σοφοκλέους’ *Ημερησία*
- ‘Νέο κανονιστικό πλαίσιο για το Χρηματιστήριο’ *Καθημερινή* (27 Σεπτεβρίου 2000)
- Ντόκας Α., ‘ΧΑΑ, το όριο συναλλαγών στο +- 18%’ *Καθημερινή* (16 Μαΐου 2001)
- Μαντικίδης Τ., ‘Τη 16^η Θέση μεταξύ των 23 ανεπτυγμένων αγορών υποχώρησε το ελληνικό χρηματιστήριο’ *Το Βήμα* (8 Μαΐου 2002)

ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

www.imf.org

www.fibv.com

www.ecb.int

www.bportugal.pt

www.ase.gr

www.msci.com

www.hcmc.gr

