

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

της
ΛΑΜΠΡΟΥ ΕΛΕΝΗΣ

ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΡΟ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΤΟΥ
ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ:

ΚΟΥΡΟΓΕΝΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

ΑΝΤΖΟΥΛΑΤΟΣ Α.

ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ Ε.

ΚΟΥΡΟΓΕΝΗΣ Ν.



ΑΘΗΝΑ, ΙΟΥΝΙΟΣ 2009

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα ερευνητική εργασία είναι το αποτέλεσμα μελέτης, η οποία πραγματοποιήθηκε στη διάρκεια των τελευταίων μηνών.

Οφείλω να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου του οποίου η καθοδήγηση σε όλα τα στάδια της ερευνητικής εργασίας, υπήρξε αμέριστη.

Επίσης ευχαριστώ την οικογένειά μου για την ηθική και υλική συμπαράστασή της στη διάρκεια των σπουδών μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σήμερα τα χρηματιστήρια είναι ένας απαραίτητος θεσμός για το οικονομικό σύστημα της Δύσης. Στις πλούσιες οικονομίες του κόσμου συναντάμε και τις πιο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, που συνήθως βασίζονται σε ένα χρηματιστήριο αξιών, όπως τα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης (Wall Street και NASDAQ), το χρηματιστήριο του Λονδίνου, του Παρισιού ή της Φρανκφούρτης.

Στην Ελλάδα τα χρηματιστήρια δεν έχουν τόσο μακρόχρονη ιστορία. Το Χρηματιστήριο Αθηνών ιδρύθηκε μόλις τον 19ο αιώνα.

Όσο η ελληνική οικονομία όμως είχε μαζικό κρατικό έλεγχο και το τραπεζικό σύστημα ήταν μη ανταγωνιστικό, το χρηματιστήριο απευθυνόταν μόνο σε λίγες σχετικά μικρές εταιρείες και σε περιορισμένους επενδυτές. Μαζικά γνωστό και αγαπητό έγινε την δεκαετία του 1990, καθώς το ελληνικό τραπεζικό σύστημα άρχισε να απελευθερώνεται, μεγάλες τράπεζες ιδιωτικοποιήθηκαν και τα επιτόκια άρχισαν να πέφτουν στον δρόμο προς την ΟΝΕ. Μετοχοποιήσεις μεγάλων δημόσιων εταιρειών όπως ο ΟΤΕ και αρκετά αργότερα η ΔΕΗ, βοήθησαν στο να διαδοθεί η κατοχή μετοχών στους Έλληνες. Κατά το τέλος της δεκαετίας το χρηματιστήριο είχε περίπου 1,5 εκατομμύρια ενεργούς μετόχους οι οποίοι έψαχναν για πιο αποδοτικές επενδύσεις από τα πενιχρά επιτόκια καταθέσεων και τα ελάχιστα άλλα επενδυτικά εργαλεία. Η μεγάλη πτώση του χρηματιστηρίου από το 1999 μέχρι το 2003 ονομάστηκε Χρηματιστηριακό κραχ του 1999 και επηρέασε σχεδόν ολόκληρη την οικονομική πορεία της Ελλάδας. Ο αριθμός των ενεργών επενδυτών σε μετοχές σήμερα (Μάιος 2006) είναι σημαντικά χαμηλότερος, λόγω της πτώσης των τιμών και την συνακόλουθη μείωση του ενθουσιασμού. Αυτή η αρκετά μεγάλη πτώση ήταν παράλληλη με την πτώση τιμών στα περισσότερα δυτικά χρηματιστήρια που ακολούθησε την «φούσκα» των μετοχών υψηλής τεχνολογίας.

Οι επενδυτές έχουν περισσότερες απαιτήσεις να ξέρουν τι υπεραξία αναμένουν από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς πλέον του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου. Το μέτρο αυτής της υπεραξίας που θα πρέπει να εκτιμηθεί με ακρίβεια είναι το market risk premium.

Στην εργασία αυτή παραθέτουμε την έννοια του risk premium ,τους προτεινόμενους τρόπους υπολογισμού του καθώς και τις αντιφάσεις αυτών.

Κάνουμε αναφορά σε οικονομολόγους και συγγραφείς για τα συμπεράσματα τους σχετικά με τα διαφορετικά risk premium που υπολογίζουν και τέλος παραθέτουμε τα συμπεράσματα μας για το Ελληνικό Χρηματιστήριο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	1
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	3
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
1 Η ΙΔΡΥΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ & ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΠΟΥ ΕΠΙΚΡΑΤΗΣΑΝ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΑ ΕΩΣ ΣΗΜΕΡΑ.....	6
1.1 ΟΙ ΠΡΩΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	6
1.2 Η ΙΔΡΥΣΗ ΤΟΥ ΕΠΙΣΗΜΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ .	6
1.3 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΚΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΚΡΑΤΟΥΣ (1877-1897).....	7
1.3.1 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1877-1897	8
1.4 Η ΑΡΧΗ ΤΟΥ ΝΕΟΥ ΑΙΩΝΑ (1898-1923).....	9
1.4.1 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟΥΣ ΒΑΛΚΑΝΙΚΟΥΣ ΠΟΛΕΜΟΥΣ.....	10
1.4.2 Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΣΤΟΝ Α` ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΠΟΛΕΜΟ.....	11
1.4.3 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΕΚΣΤΡΑΤΕΙΑ ΣΤΗ Μ. ΑΣΙΑ (1918-1923).....	11
1.5 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1924-1940	12
1.5.1 ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1924-1940....	13
1.6 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΤΗΣ ΚΑΤΟΧΗΣ, ΤΟΥ ΕΜΦΥΛΙΟΥ ΠΟΛΕΜΟΥ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΑΣΥΓΚΡΟΤΗΣΗΣ (1940-1953)	14
1.6.1 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1940-1953.....	14
1.7 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1953-1974	16
1.7.1 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1967-1973.....	17
1.7.2 Η ΣΥΝΔΕΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑ.....	18
1.7.3 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1953-1974.....	18
1.8 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1974-1996	19
1.8.1 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΤΟΥ ΣΤΑΣΙΜΟΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ	19
1.8.2 ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1974-1985	21
1.8.3 ΤΟ ΜΕΤΡΟ «ΣΤΑΘΕΡΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ» ΚΑΙ Η ΑΝΟΔΟΣ ΤΟΥ 1987.....	22
1.8.4 Η ΑΝΟΔΟΣ ΤΟΥ 1990.....	24
1.8.5 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1993-1996.....	25
1.9 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-2001	27
1.9.1 Η ΑΡΧΗ ΕΝΟΣ ΝΕΟΥ «ΚΥΚΛΟΥ».....	27
1.9.2 Η ΘΕΣΗ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΤΗΣ ΑΘΗΝΑΣ ..	32
1.9.3 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2005-2007.....	32
1.9.4 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2008-2009.....	33
1.9.5 Η ΘΕΣΗ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΤΗΣ ΑΘΗΝΑΣ.....	33
1.10 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ & ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ	35
2 RISK PREMIUM	39
2.1 ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΑΣΦΑΛΙΣΤΡΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ (RISK PREMIUM).....	39
2.2 ΤΡΟΠΟΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΟΥ RISK PREMIUM.....	41
2.2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΟ RISK PREMIUM.....	41

2.2.2	GORDON ΚΑΙ SHAPIRO.....	42
2.2.3	ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΤΩΝ.....	43
2.3	ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ.....	44
2.4	ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΠΙΤΟΚΙΑ.....	45
2.5	ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ.....	45
2.6	ΛΟΓΟΙ ΥΠΟΧΩΡΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	46
2.7	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ.....	49
2.8	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ Ή ΟΜΟΛΟΓΑ.....	50
2.9	ΟΙ ΠΡΟΤΙΜΗΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ ΣΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ.....	52
2.10	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΡΡ.....	52
2.11	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	54
	ΠΙΝΑΚΕΣ ΚΑΙ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ.....	55
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ.....	57

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Από την ίδρυση του πρώτου Χρηματιστήριο Αξιών στη Φλάνδρα, πιθανότατα στην Αμβέρσα του Βελγίου το 1460, το κίνητρο για επένδψεις στο χρηματιστήριο παραμένει η προσδοκία για μεγάλες αποδόσεις. Ο επενδυτής, τοποθετώντας ένα κεφάλαιο στο χρηματιστήριο αναλαμβάνει επιπλέον κίνδυνο, ο οποίος αντισταθμίζεται από την αναμενόμενη υπεραπόδοση συγκριτικά με τα επιτόκια καταθέσεων και τις αποδόσεις ομολόγων. Το risk premium είναι ένα μέτρο της υπεραπόδοσης αυτής.

Στην εργασία αυτή γίνεται μια προσπάθεια εκτίμησης του ιστορικού risk premium του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Η βιβλιογραφία έχει ασχοληθεί αρκετά με τον υπολογισμό του ιστορικού risk premium. Σχετικά πρόσφατα, ο Damodaran (1999) και (2008), αναφέρει πως για την εκτίμηση του ιστορικού RP πρέπει να χωρίσει τα ετήσια δεδομένα των αποδόσεων σε ποιο σύντομα χρονικά διαστήματα, ακόμη και σε μήνες με την προϋπόθεση να αυξήσει τα δεδομένα, κατά την διάρκεια οποιουδήποτε διαστήματος. Ενώ αυτό θα αυξήσει την επίδραση των δειγμάτων, η επίδραση στο τυπικό σφάλμα θα είναι ελάχιστη. Από την άλλη μπορεί να χρησιμοποιήσει όλα τα στοιχεία αλλά θα δώσει μεγαλύτερο βάρος στα πιο πρόσφατα. Η δεύτερη εκτίμηση έχει να κάνει με το riskfree rate και αυτό γιατί εάν το treasury bond rate χρησιμοποιείται σαν το riskfree rate το premium πρέπει να υπολογιστεί σε σχέση με αυτό το ποσοστό. Το ιστορικό risk premium επίσης θα επηρεαστεί και από το πώς, οι επιστροφές από τις μετοχές, υπολογίζονται. Τέλος, ως εκτιμητής του RP αναφέρεται ο αριθμητικός και ο γεωμετρικός μέσος.

Επίσης ιδιαίτερη αναφορά γίνεται από τους Ibbotson και Goetzmann (2005), στο ότι η έννοια του risk premium δεν ήταν καθαρά διατυπωμένη μέχρι το 1930. Διαπίστωσαν ότι η εκτίμηση του equity risk premium επηρεάζεται από τις αξίες επιβίωσης. Στην έρευνα τους μέρος των αμερικανικών κεφαλαιαγορών όσον αφορά τα dividend yields βρέθηκε υψηλότερα από τα bond yields και αυτό συμπεραίνει ότι διαφορετική εισοδηματική ροή ήταν ένα σημαντικό μέρος της αποζημίωσης για το equity risk premium κατά την διάρκεια της προγενέστερης περιόδου.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ως προς τη μεθοδολογία υπολογισμού του ιστορικού RP γίνεται αναφορά στην εργασία των Brailsford et. al (2007) όπου εκτίμούν το ιστορικό risk premium σε περιόδους με αυξανόμενα ποιοτικά δεδομένα αλλά σε μικρό δείγμα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

1 Η ΙΔΡΥΣΗ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ & ΟΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΠΟΥ ΕΠΙΚΡΑΤΗΣΑΝ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΑ ΕΩΣ ΣΗΜΕΡΑ

1.1 ΟΙ ΠΡΩΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Ο θεσμός των Ανωνύμων Εταιριών εμφανίστηκε στην Ελλάδα από τους ομογενείς που έως τότε ζούσαν στην Κεντρική Ευρώπη και την Κωνσταντινούπολη, περιοχές που ήταν ήδη ανεπτυγμένες. Η σταδιακή δημιουργία Ανωνύμων Εταιριών και στην Ελλάδα, περί τα μέσα του 19^{ου} αιώνα, αλλά και η πρακτική του δανεισμού, που ακολούθησε το νεοσύστατο ελληνικό κράτος για την κάλυψη των αναγκών του, δημιούργησε την ανάγκη¹ εξεύρεσης ενός μέρους, όπου θα συναλλάσσονταν οι μετοχικοί ή ομολογιακοί τίτλοι.

Αρχικά, η κάλυψη της ανάγκης αυτής γινόταν με ανεπίσημο τρόπο, σε διάφορες λέσχες ή καφενεία, όπου συγκεντρώνονταν μικρός αριθμός των επενδυτών της. Το φαινόμενο αυτό πήρε μεγάλη έκταση στις αρχές της δεκαετίας του 1870, λόγω της μεγάλης διασποράς που επιτεύχθηκε στις μετοχές της εταιρίας των μεταλλείων του Λαυρίου, γεγονός που δημιούργησε τους πρώτους προβληματισμούς για την ανάγκη δημιουργίας ενός επίσημου Χρηματιστηρίου, στο οποίο θα διαπραγματεύονταν οι μετοχές των Ανωνύμων Εταιριών, με βάση συγκεκριμένους κανόνες, ενώ παράλληλα θα βοηθούσε και στην καλύτερη διάδοση του θεσμού των Ανωνύμων Εταιριών, γεγονός που θα συνέβαλε στην ταχύτερη ανάπτυξη της βιομηχανίας και του τομέα των υπηρεσιών.

1.2 Η ΙΔΡΥΣΗ ΤΟΥ ΕΠΙΣΗΜΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

Η ιστορία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών αρχίζει στις 30 Σεπτεμβρίου 1876, επί κυβερνήσεως Αλέξανδρου Κουμουνδούρου, οπότε και συστήθηκε. Η ίδρυση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, ύστερα από μακρόχρονη προεργασία,

¹ Η ανάγκη για τη σύσταση Χρηματιστηρίου στην Αθήνα, επισημαίνεται σε άρθρο της εφημερίδας «Αλήθεια», μια από τις εγκυρότερες εφημερίδες της εποχής, στις 4 Απριλίου 1872: «Σήμερον δε εκυρίευσεν τον τόπον η μεταλλομανία. Εταιρία πανταχού ιδρύονται και οι υπερτιμήσεις των τε μετοχών και των λοιπών χροεογράφων κατέστησαν επαισθητήν την έλλειψιν Χρηματιστηρίου παρ' ημίν».

επίπονες ταλαντεύσεις και πολυκύμαντες διαδικασίες, υπήρξε σταθμός στην οικονομική ιστορία του έθνους. Ανταποκρίθηκε μαχητικά στην ανάγκη εκσυγχρονιστικών μεταρρυθμίσεων και στα πλαίσια της μεγάλης προσπάθειας για την οικονομική ανόρθωση του τόπου. Παράλληλα, από τη σύστασή του έως και σήμερα, προσαρμόστηκε με σχετική ευελιξία στα διεθνή πρότυπα και τις χρηματοοικονομικές αντιλήψεις των εποχών.

1.3 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΚΣΥΓΧΡΟΝΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΚΡΑΤΟΥΣ (1877-1897)

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1870, η ελληνική οικονομία έκανε με επιτυχία τα πρώτα βήματα προς τον τομέα του εκσυγχρονισμού και της ανάπτυξης, αξιοποιώντας ένα θετικό διεθνές περιβάλλον και μια σειρά από ευνοϊκές συγκυρίες.

Όμως, στη δεκαετία του 1880, οι συνθήκες και οι συγκυρίες, έδειχναν να έχουν μεταβληθεί, καθώς η διεθνής οικονομία είχε ήδη εισέλθει σε μακροχρόνια φάση ύφεσης, ενώ οι νομισματικές ανισορροπίες, περιόριζαν το διεθνές εμπόριο και την κίνηση κεφαλαίων. Το αποτέλεσμα των εξελίξεων αυτών, ήταν η επιβολή πρακτικών προστατευτισμού από τις περισσότερες οικονομίες.

Εξαιτίας της απειλής μελλοντικών γεωγραφικών ανακατατάξεων, ασκούσαν πιέσεις στις ελληνικές κυβερνήσεις για ανάληψη πρωτοβουλιών και διατήρηση στρατιωτικών δαπανών σε υψηλά επίπεδα. Παράλληλα, η διαδικασία ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας απαιτούσε τον εκσυγχρονισμό του ελληνικού κράτους και την υλοποίηση δημοσίων επενδύσεων σε έργα υποδομής. Για τη λειτουργία και την κάλυψη των αναγκών του κράτους, απαιτήθηκε εξωτερικός δανεισμός και μάλιστα επιβάρυνε σημαντικά την ελληνική οικονομία.

Στις αρχές της δεκαετίας του 1880, πραγματοποιήθηκε η πρώτη ουσιαστική φορολογική μεταρρύθμιση στην ιστορία του ελληνικού κράτους, με τη σημαντική αύξηση της έμμεσης φορολογίας, τη μείωση της φορολογίας των αγροτών και για πρώτη φορά τη φορολόγηση των κερδών των επιχειρήσεων. Παράλληλα, υιοθετήθηκαν τα πρώτα προστατευτικά δασμολόγια, για την προστασία της αναπτυσσόμενης εγχώριας παραγωγής και την αύξηση των εσόδων του κράτους. Ωστόσο, παρά τις εσωτερικές οικονομικές μεταρρυθμίσεις και τη θετική εξέλιξη του

εκσυγχρονισμού του κράτους, η οικονομία δεν μπορούσε να αντέξει το βάρος των δανείων, τα οποία είχαν συναφθεί κάτω από επαχθείς όρους.

Κατά τη δεκαετία 1890, οι εναλλασσόμενες κυβερνήσεις αδυνατούσαν να εξυπηρετήσουν το χρέος, γεγονός που οδήγησε στην πτώχευση του κράτους στις 13 Δεκεμβρίου 1893. Μάλιστα, η κατάσταση επιδεινώθηκε με τον πόλεμο του 1897 εναντίον του Τουρκίας, όπου η ήττα προκάλεσε αρνητική οικονομική εξέλιξη και την επιβολή του Διεθνούς Οικονομικού Ελέγχου.

1.3.1 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1877-1897

Παρά την οικονομική ύφεση, οι συναλλαγές στο Χρηματιστήριο την περίοδο 1877-1884, εμφανίζονται ζωηρές, λόγω του χρηματιστικού ενδιαφέροντος που είχε καταλάβει το κοινό, αλλά και μιας έξαρσης της οργανωμένης κερδοσκοπίας. Οι συναλλαγές δεν διεξάγονταν μόνο μέσα στο Χρηματιστήριο, αλλά και στους γύρω δρόμους και τα καφενεία², ενώ στην ελεύθερη αγορά διαπραγματεύονταν και μετοχές εταιριών μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο.³

Ωστόσο, τη θετική αυτή φάση διαδέχτηκε η οδυνηρή κρίση του 1884, η οποία ήταν μια από τις σοβαρότερες που γνώρισε το Χρηματιστήριο και υπήρξε απόρροια της γενικότερης οικονομικής δυσπραγίας της εποχής, ενώ αποδίδεται στο «συνδικάτο των τραπεζών». Η κρίση κράτησε μέχρι τα τέλη του 1885, οπότε συνεχίζονταν οι αναγκαστικές πωλήσεις μετοχών που ανήκαν σε οφειλέτες, οι οποίοι δεν μπορούσαν να ξεπληρώσουν τα χρέη τους. Όμως, παρόμοια γεγονότα γίνονταν και σε όλα τα μεγάλα Χρηματιστήρια της Ευρώπης και της Αμερικής.

Η Επιτροπή του Χρηματιστηρίου αποφάσισε τη λήψη δραστικών μέτρων, για να συγκρατήσει την κατάσταση, με εκκαθαρίσεις δύο φορές το μήνα, αντί για μία. Το γεγονός αυτό θα εξασφάλιζε τα συμφέροντα των «χρηματιζόμενων» και θα προλάβαινε τους πολλαπλούς χρηματιστικούς κινδύνους, στους οποίους ήταν εκτεθειμένη η αγορά.

Αισθητή ανάκαμψη στον ορίζοντα του Χρηματιστηρίου άρχισε να διαφαίνεται από το 1886, γεγονός στο οποίο συντέλεσε και η ανατίμηση του συναλλάγματος μετά

² Η συνήθεια πραγματοποίησης συναλλαγών και εκτός Χρηματιστηρίου, δεν ήταν μόνο ελληνικό φαινόμενο. Την ίδια εποχή, το ίδιο φαινόμενο συναντιόταν και στις χρηματιστηριακές αγορές της Ευρώπης, ή της Αμερικής. Το φαινόμενο διατηρήθηκε έως και την περίοδο του μεσοπολέμου, ενώ εμφανιζόταν σε κάθε έντονα ανοδική φάση της χρηματιστηριακής αγοράς, ακόμη και έως τη δεκαετία του 1990.

³ Κατά το 1882, στα χρηματιστικά δελτία των εφημερίδων δίνονταν οι τιμές 32 αξιών, ενώ επίσημα διαπραγματεύονταν στο Χρηματιστήριο μόνο 18.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

την επαναφορά της αναγκαστικής κυκλοφορίας. Το καλοκαίρι του 1887, η Τράπεζα Κωνσταντινούπολης ξεκίνησε επιτυχώς, μια προσπάθεια ανόδου των τιμών του Χρηματιστηρίου, με στόχο να απαλλαγεί από τις μετοχές που είχε στην κατοχή της από αναγκαστικές εκποιήσεις των περασμένων ετών.

Η πτώση του Χ. Τρικούπη και η άνοδος του Δηλιγιάννη στην Κυβέρνηση, το 1890, δε φάνηκε να επηρεάζει σημαντικά το Χρηματιστήριο. Όταν όμως η κυβέρνηση αναζήτησε πόρους για την εξόφληση του χειμερινού δανείου, εκδηλώθηκε πανικός στην αγορά, με πτώση χρεογράφων και άνοδος του συναλλάγματος.

Με την επιστροφή του Χ. Τρικούπη στην εξουσία, στα μέσα του 1892, επικράτησε η ελπίδα ότι η χρεοκοπία θα αποτραπεί. Ωστόσο, επανεμφανίστηκαν πτωτικές τάσεις, με κορύφωση στις αρχές Δεκεμβρίου, όταν ο Χ. Τρικούπης από το βήμα της Βουλής, αναγνώρισε την αδυναμία του κράτους για την εκπλήρωση των δανειακών υποχρεώσεων, με την ιστορική φράση «δυστυχώς επτωχεύσαμεν».

Μια νέα κρίση όμως, έμελλε να ξεσπάσει, με την όξυνση του ζητήματος της Κρήτης και τις βίαιες αντιδράσεις των Τούρκων στη Μεγαλόνησο. Η επέμβαση της Ελλάδας προκάλεσε και την κήρυξη του πολέμου από την Τουρκία. Η ήττα στον πόλεμο αυτό και η ταπεινωτική συνθήκη της Κωνσταντινούπολης, επέδρασαν δυσμενέστατα στην οικονομική πορεία του τόπου και στο Χρηματιστήριο. Ο περιορισμός των πιστώσεων, η παύση των πλοίων της ελληνικής ναυτιλίας, οι πολεμικές ατυχίες, παρέλυσαν την οικονομική ζωή της χώρας και ακολούθησε οικονομική κρίση. Η Ελλάδα ηττημένη και χρεοκοπημένη, μετά από μακρές διαπραγματεύσεις, οδηγείται στην επιβολή διεθνούς οικονομικού ελέγχου, ενώ το θέμα του εξωτερικού δημόσιου χρέους ρυθμίστηκε τελικά «διά νόμου περί διεθνούς ελέγχου».

Το ελληνικό Χρηματιστήριο όδευε προς τα τέλη του 19^{ου} αιώνα εξασθενημένο και υποτονικό, με την προσδοκία της ταχείας ανάρρωσης από τα πάνδενα που αντιμετώπισε τη δεκαετία του 1890.

1.4 Η ΑΡΧΗ ΤΟΥ ΝΕΟΥ ΑΙΩΝΑ (1898-1923)

Στις αρχές του 1898 πραγματοποιήθηκε ο διακανονισμός του εθνικού χρέους, με αποτέλεσμα τη δημιουργία κλίματος εμπιστοσύνης προς την Ελλάδα και την

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

έναρξη ενός ανοδικού κύκλου συναλλαγών στο Χρηματιστήριο, που ξεπέρασε τα επίπεδα πριν τον πόλεμο του 1897.

Η θετική αυτή χρηματιστηριακή φάση, όμως, ανακόπηκε από μία επιδημία πανώλης στην Αλεξάνδρεια το 1899 και τον αφρικανικό πόλεμο. Όμως, ούτε και στις διεθνείς αγορές ήταν καλύτερη η κατάσταση, είτε εξαιτίας των πολέμων, είτε εξαιτίας της βιομηχανικής υπερπαραγωγής που ήταν αδύνατο να απορροφηθεί. Η κατάσταση αυτή παρέτεινε την κάμψη των συναλλαγών και τη στασιμότητα των τιμών και κατά το 1903, εξαιτίας των εξωτερικών θεμάτων⁴.

Κατά το 1904 εμφανίστηκαν ανοδικές τάσεις, που οφείλονταν ίσως στις τέσσερις ελληνικές αξίες⁵ που άρχισαν να διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο του Παρισιού, αλλά και το γεγονός ότι ο Τύπος της εποχής άρχισε να «υμνεί» τις εξελίξεις στην ανερχόμενη ελληνική βιομηχανία. Οι ανοδικές τάσεις όμως διακόπηκαν στις αρχές του 1905 και για μια πενταετία εξαιτίας της υπερβολικής ανόδου των τραπεζικών επιτοκίων και των φημών για έκδοση νέου χαρτονομίσματος.

Η ύφεση της ελληνικής αγοράς συνεχίστηκε, καθώς τα γεγονότα του στρατιωτικού κινήματος στο Γουδί, οδήγησαν στην πτώση της κυβέρνησης. Η βελτίωση των τιμών οφείλονταν στην προσπάθεια της νέας κυβέρνησης το 1910, για την ανασυγκρότηση και το νοικοκύρεμα των οικονομικών του κράτους, η οποία υποβοηθήθηκε και από τη θετική διεθνή συγκυρία.

Η θετική συγκυρία για το Χρηματιστήριο διατηρήθηκε κατά το 1911, τόσο σε επίπεδο τιμών, όσο και σε επίπεδο αξίας των συναλλαγών, εξαιτίας της καλής πολιτικής κατάστασης, της αυξημένης παραγωγής και της νομισματικής σταθερότητας. Ωστόσο, παρά το θετικό κλίμα στο εσωτερικό της χώρας, οι εξωτερικές εξελίξεις ανέκοπταν κάθε προσπάθεια χρηματιστηριακής ανάκαμψης.

1.4.1 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ ΚΑΤΑ ΤΟΥΣ ΒΑΛΚΑΝΙΚΟΥΣ ΠΟΛΕΜΟΥΣ

Σε όλη τη διάρκεια της πρώτης φάσης των Βαλκανικών Πολέμων και με την κήρυξη της γενικής επιστράτευσης, το 1912, το Χρηματιστήριο παρέμεινε κλειστό.

⁴ Οι απειλές των Τούρκων για επέμβαση στη Μακεδονία, οι επιδρομές των Βούλγαρων στη Μακεδονία και ο πρόσφατος ατυχής πόλεμος του 1897.

⁵ Αρχικά, οι μετοχές των Σιδηροδρόμων Θεσσαλίας και η Ελληνική Ηλεκτρική Εταιρία, ενώ στη συνέχεια ακολούθησαν οι μετοχές της Βιομηχανικής Τράπεζας και της νεοσύστατης Σταφιδικής Εταιρίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

Οι επιτυχίες του στρατού δημιούργησαν ανοδική τάση των τιμών, τόσο σε δάνεια, όσο και μετοχές, ενώ η κατάσταση βελτιώθηκε με την υπογραφή της Συνθήκης των Αθηνών το Νοέμβριο του 1913, οπότε τερματίζονταν η εμπόλεμη περίοδος.

Η ένταση των διακρατικών σχέσεων την εποχή εκείνη επιδρούσε έντονα και στις χρηματιστηριακές εξελίξεις. Βέβαια, θα πρέπει να σημειωθεί ότι σε όλη την περίοδο των πρώτων δεκαετιών της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου της Αθήνας, το κοινό το οποίο ασχολούνταν με τις χρηματιστηριακές συναλλαγές, ήταν σχετικά ολιγάριθμο και δεδομένης της φύσης κάθε χρηματιστηριακής αγοράς και της ταχύτατης εξάπλωσης των ειδήσεων ή των φημών, κάθε δυσλειτουργία του συστήματος ή εξέλιξη κάθε κατάστασης, εξαπλώνονταν ταχύτατα στο σύνολο της αγοράς και των συναλλασσόμενων. Μέσα από αυτή την οπτική, η αγορά ήταν ιδιαίτερα ευάλωτη σε φήμες και η επίδρασή τους στις τιμές ήταν άμεση.

1.4.2Η ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΣΤΟΝ Α΄ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΠΟΛΕΜΟ

Κατά την περίοδο πριν από την έναρξη του Α΄ Παγκοσμίου Πολέμου, το κλίμα στο Χρηματιστήριο ήταν αρνητικό, γεγονός που οφείλονταν στην εξωτερική αστάθεια και στα διαρκή προβλήματα που δημιουργούνταν στις ελληνοτουρκικές σχέσεις. Με αφορμή τις διώξεις του ελληνικού πληθυσμού στη Μικρά Ασία, το Χρηματιστήριο ανέστειλε τις αγοραπωλησίες.

Η κατάσταση επιδεινώθηκε με το ξέσπασμα της ευρωπαϊκής κρίσης και το κλείσιμο των ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων. Και ενώ το ελληνικό Χρηματιστήριο επανέλαβε τις εργασίες του το Δεκέμβριο του 1914, ακολούθησε περίοδος απραξίας, καθώς το ενδιαφέρον του κοινού στρέφονταν γύρω από τον Πόλεμο, που εξελίσσονταν στην Ευρώπη.

Το 1916 το Χρηματιστήριο ξεκίνησε με πολύ καλή συναλλακτική κίνηση και βελτίωση τιμών, ακόμη και κατά τη φάση του ναυτικού αποκλεισμού του Πειραιά. Ωστόσο, ένα αρνητικό γεγονός που έπληξε προσωρινά τη χρηματιστηριακή αγορά, το 1917, ήταν η δημοσίευση διατάγματος περί φορολογίας των εφοπλιστών, κλονίζοντας ιδιαίτερα τις μετοχές των ναυτιλιακών εταιριών.

1.4.3ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΕΚΣΤΡΑΤΕΙΑ ΣΤΗ Μ. ΑΣΙΑ (1918-1923)

Από τις αρχές του 1918, ήταν σημαντικά αυξημένο το ενδιαφέρον του κοινού για το Χρηματιστήριο και στην αγορά δημιουργούνται νέες κερδοσκοπικές τάσεις. Η

κυβέρνηση, φοβούμενη την κερδοσκοπική δράση, εξέδωσε διάταγμα που απαγόρευε τις προθεσμιακές συναλλαγές και όριζε ότι οι πράξεις αυτές έπρεπε να εξοφλούνται τοις μετρητοίς μέχρι την επόμενη ημέρα. Όμως, η ξέφρενη πορεία της αγοράς συνεχιζόταν και αντιστράφηκε μετά από κατασκευασμένη πτώση, κατηγορώντας την κυβέρνηση που δεν ήθελε να επέμβει, με αποτέλεσμα την αναστολή των εργασιών που διήρκησε μέχρι το Νοέμβριο του 1918.

Η αγορά δεν αναθερμάνθηκε ακόμη και μετά τη λήξη του Α΄ Παγκοσμίου Πολέμου. Το ενδιαφέρον για μετοχές και δάνεια προήλθε από την ευνοϊκή, για την Ελλάδα, Συνθήκη των Σεβρών το 1920, οπότε ακολούθησε νέος ανοδικός κύκλος, νέα φαινόμενα κερδοσκοπίας και νέες υπερβολές. Η κατάσταση εντάθηκε με αφορμή τις διακυμάνσεις του συναλλάγματος, την άνοδο της χρυσής λίρας και την εκστρατεία του στρατού στο εσωτερικό της Μ. Ασίας. Βέβαια θα πρέπει να σημειώσουμε ότι την εποχή εκείνη, οι τιμές κυμαίνονταν παράλληλα προς τις τιμές του συναλλάγματος και της χρυσής λίρας.⁶

Η επερχόμενη θύελλα εμφανίστηκε το Μάιο του 1923, όταν η Κοινωνία των Εθνών δέχτηκε να παράσχει ηθική και υλική βοήθεια στην Ελλάδα για την επίλυση του προσφυγικού προβλήματος. Το γεγονός αυτό έριξε τις τιμές του συναλλάγματος, παρασύροντας μαζί τους και τις τιμές των αξιών, σε μια από τις χειρότερες πτώσεις στην ιστορία του Χρηματιστηρίου της Αθήνας. Το Χρηματιστήριο ανέστειλε τη λειτουργία του, ενώ επαναλειτούργησε τον Ιούλιο του 1923, με την υπογραφή της Συνθήκης της Λωζάννης, που όριζε ότι για την προστασία των συναλλασσόμενων, οι συναλλαγές θα γίνονταν μόνο τοις μετρητοίς.

1.5 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1924-1940

Η Ελλάδα την πρώτη περίοδο του μεσοπολέμου αντιμετώπιζε βαθύτατα οικονομικά προβλήματα, έντονη οικονομική αστάθεια και συχνότατες κυβερνητικές μεταβολές. Μέσα σε αυτή την αρνητική συγκυρία, προκαλείται μια πρωτοφανής διεύρυνση της αγοράς καταναλωτικών αγαθών και μεγάλη αύξηση της ζήτησης για είδη πρώτης ανάγκης. Η εξέλιξη αυτή, σε συνδυασμό με την αύξηση της

⁶ Αυτός ήταν και ο λόγος της θετικής πορείας του Χρηματιστηρίου, κατά την περίοδο της καταστροφής της Μ. Ασίας, καθώς τα γεγονότα από το μέτωπο προκαλούσαν την πτώση της δραχμής και την άνοδο του συναλλάγματος και της λίρας, πράγμα που με τη σειρά του προκαλούσε την άνοδο των μετοχών, αφού κανείς δε θα μπορούσε να φανταστεί το μέγεθος της καταστροφής για το ελληνικό έθνος.

προσφοράς «φθηνής» εργασίας και την ύπαρξη ενός ευνοϊκού πλαισίου, αλλά και μιας ευνοϊκής διεθνούς συγκυρίας, συντέλεσαν στην αύξηση των βιομηχανικών επενδύσεων και την επιτάχυνση των ρυθμών εκβιομηχάνισης.

Επιπλέον, πολλούς τομείς της οικονομίας ενίσχυσαν η ευνοϊκή πιστωτική πολιτική του τραπεζικού συστήματος και η αυξημένη οικοδομική δραστηριότητα. Σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη της οικονομίας έπαιξε και το τραπεζικό σύστημα, το οποίο είχε αναπτυχθεί σημαντικά αριθμώντας 43 τράπεζες⁷.

Από την άλλη, κύριο χαρακτηριστικό της νομισματικής κατάστασης υπήρξε η μεγάλη αστάθεια του νομίσματος, η οποία εκδηλωνόταν μέσα από τη γρήγορη άνοδο των τιμών στο εσωτερικό και τη συνεχή υποτίμηση της δραχμής απέναντι στα συναλλάγματα και το χρυσό.

Μεταξύ των ετών 1929 και 1932, η διεθνής οικονομία πέρασε τη μεγαλύτερη κρίση που γνώρισε ποτέ, από την κατάρρευση των χρηματιστηρίων, την πτώση της παραγωγής και την παρατεταμένη φάση ύφεσης για το σύνολο σχεδόν των διεθνών οικονομιών. Ωστόσο, η ύφεση στις βιομηχανικά ανεπτυγμένες χώρες είχε μεγαλύτερες διαστάσεις από ότι στην Ελλάδα, καθώς οι οικονομίες τους βασιζόνταν πολύ στην πορεία της Κεφαλαιαγοράς.

Από το 1933, εμφανίστηκαν σημάδια ανάκαμψης. Μέσα σε ένα περιβάλλον «προστατευτισμού», αυστηρής νομισματικής πολιτικής και περιφρούρησης του εθνικού νομίσματος, η ελληνική βιομηχανία αναπτύχθηκε και αναδείχθηκε ως ο κύριος προμηθευτής της εγχώριας αγοράς, θέτοντας ισχυρές βάσεις για ανάπτυξη στο μέλλον, η οποία όμως ανεστάλη με το ξέσπασμα του Β' Παγκοσμίου Πολέμου.

1.5.1 ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1924-1940

Ο χρηματιστηριακός κύκλος αυτής της περιόδου χαρακτηρίζεται από μια ευρύτερη δυσπραγία, αν και το Χρηματιστήριο Αθηνών πέτυχε να ισχυροποιήσει την ύπαρξή του, να εξελιχθεί νομοθετικά και να παγιώσει τη θέση του ως οικονομικός θεσμός της χώρας. Στην Ελλάδα του μεσοπολέμου, το Χρηματιστήριο αντανάκλούσε την πολιτικοκοινωνική σύγχυση και τις καταλυτικές οικονομικές εξελίξεις που μεταμόρφωναν τη χώρα. Το 1926 θεωρήθηκε έτος χρηματιστηριακής και

⁷ Από αυτές η μεγαλύτερη ήταν η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, 37 ήταν εμπορικές, 3 κτηματικές και δύο αγροτικής πίστης. Μάλιστα, η ίδρυση της Τράπεζας της Ελλάδος το 1928, αποτέλεσε τη σημαντικότερη εξέλιξη στο χώρο του τραπεζικού συστήματος, καθώς θα είχε ως ρόλο την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας, μέσα από τη διατήρηση συνθηκών νομισματικής σταθερότητας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

οικονομικής ύφεσης, αλλά και χαώδους πολιτικής κατάστασης. Ξετυλίγονταν με ευκολία πολλά κερδοσκοπικά παιχνίδια, στην αθωράκιστη, νομικά, χρηματιστηριακή αγορά της Αθήνας.

Από τα τέλη του 1927, ακολουθώντας και τις τάσεις των Χρηματιστηρίων του εξωτερικού, πραγματοποιήθηκαν αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου, τόσο από τις ήδη εισηγμένες εταιρίες, όσο και από τις καινούργιες. Η Επιτροπή συνέστησε την ανακοπή των νέων εκδόσεων, πράγμα που δημιούργησε πτώση των τιμών, ενώ σημειώθηκαν δύο πτωχεύσεις και δύο αυτοκτονίες χρηματιστών.

1.6 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΤΗΣ ΚΑΤΟΧΗΣ, ΤΟΥ ΕΜΦΥΛΙΟΥ ΠΟΛΕΜΟΥ ΚΑΙ ΤΗΣ ΑΝΑΣΥΓΚΡΟΤΗΣΗΣ (1940-1953)

Το ξέσπασμα του Πολέμου στην Ευρώπη προκάλεσε δραματικές μεταβολές στις διεθνείς οικονομικές σχέσεις, ενώ επηρέασε έντονα και την ελληνική οικονομία. Όπως ήταν φυσικό η κατάσταση της οικονομίας επιδεινώθηκε δραματικά, καθώς υπήρξε πτώση της δραστηριότητας, διοχέτευση μέρους της παραγωγής προς τις δυνάμεις κατοχής, υπήρξε ανεπάρκεια αγαθών, υπερπληθωρισμός και καταστροφή των εθνικών υποδομών.

Με την απελευθέρωση της χώρας το 1944, η ελληνική οικονομία βρέθηκε σε κατάσταση αποσύνθεσης, με τη βιομηχανία σε πλήρη αδράνεια, το οδικό δίκτυο και οι υποδομές σχεδόν κατεστραμμένα, η ναυτιλία σημείωσε σημαντικότερες απώλειες της δυναμικότητάς της, όπως και η γεωργία, ενώ ο πληθυσμός ήταν αποδεκατισμένος και εξαθλιωμένος.

Η οκταετία που ακολούθησε ήταν η κρίσιμη περίοδος της μεταπολεμικής ανασυγκρότησης και από τις πλέον πολυτάραχες περιόδους της ελληνικής οικονομίας και ιστορίας.

1.6.1 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1940-1953

Η τάση ανάκαμψης του Χρηματιστηρίου την περίοδο 1940-1941 ανακόπηκε με τη γερμανική επίθεση του 1941 κατά της Ελλάδας, οπότε το Χρηματιστήριο ανέστειλε τη λειτουργία του. Ωστόσο, όπως συμβαίνει συνήθως σε περιπτώσεις που δε λειτουργεί η επίσημη αγορά, αναπτύχθηκε μια εξωχρηματιστηριακή αγορά με σημαντικό αγοραστικό ενδιαφέρον για ομολογίες και χρυσό. Ο πληθωρισμός και η

αύξηση του κυκλοφορούντος χρήματος⁸ οδηγούσαν τις μετοχικές αξίες και το χρυσό σε ανατιμήσεις. Βέβαια, ακόμη μεγαλύτερες ανατιμήσεις σημειώθηκαν στα τρόφιμα και στα λοιπά είδη πρώτης ανάγκης. Η ύπαρξη της εξωχρηματιστηριακής αγοράς παρείχε στους επιτήδειους τη δυνατότητα εκμετάλλευσης του πληθυσμού, ο οποίος βίωνε εφιαλτικές ελλείψεις. Τρόφιμα, λίρα και χρεόγραφα ανέβαιναν με ασυγκράτητους ρυθμούς και ο πληθωρισμός είχε πλέον εκμηδενίσει τη δραχμή και προκάλεσε την κατάρρευση του οικονομικού συστήματος.

Όμως και οι κατακτητές κερδοσκοπούσαν, καθώς εισέπρατταν από την Τράπεζα της Ελλάδος μεγάλα ποσά από εξόφληση απαιτήσεων και αγόραζαν λίρες εκτοξεύοντας την τιμή της στα ύψη.

Τα οικονομικά του Χρηματιστηρίου ήταν και αυτά σε άσχημη κατάσταση, επειδή οι τιμές των εσόδων που προέρχονταν από τις εισηγμένες εταιρίες είχαν καθοριστεί με βάση τη μέση τιμή των μετοχών τον Ιούλιο και οι εισφορές των χρηματιστών είχαν καθοριστεί με βάση την προπολεμική αξία της δραχμής. Όπως ήταν φυσικό, η Διοίκηση αδυνατούσε να πληρώσει τους υπαλλήλους της, οι οποίοι αντιμετώπιζαν φοβερές δυσκολίες, όπως άλλωστε και το σύνολο του ελληνικού λαού.

Μετά την απελευθέρωση, η πολιτική κατάσταση ήταν χαώδης, με αποκορύφωμα την έναρξη των Δεκεμβριανών. Το Χρηματιστήριο συνέχισε την αναστολή των εργασιών, ακόμη και μετά τη λήξη των επεισοδίων του 1944. Με την επαναλειτουργία του Χρηματιστηρίου στις αρχές του 1946, σημειώθηκαν κατώτατες τιμές του έτους, καθώς άρχιζε ο Εμφύλιος πόλεμος, ενώ η λίρα συνέχιζε την άνοδο. Με τη λήξη του Εμφυλίου το Χρηματιστήριο αναζωογονήθηκε αμέσως και η ζήτηση αξιών διογκώθηκε. Ιδιαίτερα μάλιστα οι μετοχές της Εθνικής Τράπεζας, που αντικατέστησαν τη λίρα σταματώντας τις μεγάλες διακυμάνσεις της.

Η πολιτική αστάθεια που ακολούθησε και οι εναλλαγές ολιγοήμερων κυβερνήσεων δημιούργησε κάμψη των τιμών στο Χρηματιστήριο για τα επόμενα χρόνια, ενώ το πρόβλημα της λίρας έδειξε να τερματίζεται το 1953, με την επιτυχή νομισματική αναπροσαρμογή, για να απασχολήσει παροδικά μόνο τους φορείς της οικονομικής πολιτικής στο μέλλον.

⁸ Κατά τη διάρκεια της κατοχής, οι τρεις κατοχικές δυνάμεις κυκλοφόρησαν η καθεμιά δικό τους νόμισμα: οι Γερμανοί τα μάρκα κατοχής, οι Ιταλοί τις μεσογειακές δραχμές και οι Βούλγαροι τα κατοχικά λέβα.

1.7 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1953-1974

Στις αρχές του 1953 η ελληνική οικονομία είχε ολοκληρώσει τη μεταπολεμική ανασυγκρότησή της και οι τάσεις ανάπτυξης ήταν εμφανείς. Ωστόσο, το πρόβλημα της νομισματικής αστάθειας ήταν υπαρκτό, προκαλώντας την έλλειψη εμπιστοσύνης προς το εθνικό νόμισμα και την έξαρση της χρυσοφιλίας.

Η αποκατάσταση της νομισματικής ισορροπίας και η υλοποίηση 5ετούς Προγράμματος Οικονομικής Ανάπτυξης (1952-1956), έθεσαν τις βάσεις για μια περίοδο ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Όμως από το 1957 ξεκίνησε μια πιο οργανωμένη προσπάθεια για τη δημιουργία τεχνικής υποδομής κατάρτισης προγραμμάτων οικονομικής ανάπτυξης, στο πλαίσιο των προγραμμάτων που ήδη εφαρμόζονταν σε αρκετές Ευρωπαϊκές χώρες.

Παράλληλα και με τη συνεργασία της Τράπεζας της Ελλάδος, έγιναν σοβαρές προσπάθειες για την οργάνωση του χρηματοδοτικού μηχανισμού και σημαντικά βήματα προς την κατεύθυνση της επίλυσης του προβλήματος της έλλειψης μακροπρόθεσμης πίστης.⁹ Παράλληλα, ύστερα από προτάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος, έγιναν σημαντικές αναπτυξιακές κινήσεις της κεφαλαιαγοράς.

Καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου 1957-1966, παρατηρήθηκε έντονη κινητικότητα σε επίπεδο θεσμικής αναδιοργάνωσης του Χρηματιστηρίου και της κεφαλαιαγοράς, αλλά και σε επίπεδο κινήτρων για την προσέλκυση περισσότερων επενδυτών.¹⁰

Στα τέλη του 1962, ρυθμίστηκε το πρόβλημα των προπολεμικών εξωτερικών δανείων, γεγονός που αναζωογόνησε τις συναλλαγές των δανείων και επέτρεψε στην κυβέρνηση να εκδώσει νέα δάνεια του Δημοσίου, τα οποία έπαιξαν σημαντικό ρόλο στις επενδύσεις των υποδομών της περιόδου. Αντίστοιχη ήταν και η εξέλιξη των νέων εκδόσεων χρηματιστηριακών τίτλων, που από το 1957-1966, έφτασαν τα 12.084 εκατομμύρια δραχμές.

⁹ Στο πλαίσιο των προσπαθειών αυτών, κατά τη δεκαετία 1957-1966, ιδρύθηκαν οι εξής οργανισμοί για την προώθηση της μακροπρόθεσμης πίστης:

- § Οργανισμός Βιομηχανικής Αναπτύξεως (1959).
- § Τράπεζα Επενδύσεων (1962).
- § Εθνική Τράπεζα Επενδύσεων Βιομηχανικής Αναπτύξεως – ΕΤΕΒΑ (1963).
- § Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Αναπτύξεως – ΕΤΒΑ (1964).

¹⁰ Το 1957 καθιερώθηκε ο θεσμός των έντοκων γραμματίων και το 1959 εισήχθη ο θεσμός των ανωνύμων εταιριών με συμμετοχή του κράτους ή άλλων δημόσιων οργανισμών, ενώ το 1962, με νέα ρύθμιση εξασφαλίστηκε ο πλήρης έλεγχός τους..

Μπορεί αυτή η εξέλιξη να μην ήταν η βέλτιστη για την κεφαλαιαγορά, αλλά σαφώς υπήρξε ποιοτική βελτίωση στη λειτουργία του χώρου. Η χρηματιστηριακή αγορά έδειχνε να έχει εξυγιανθεί, τόσο σε επίπεδο μελών, όσο και σε επίπεδο συναλλαγών. Επί σειρά ετών δεν παρατηρήθηκαν κερδοσκοπικά φαινόμενα και σκάνδαλα, όπως κατά τη διάρκεια της προπολεμικής περιόδου. Επιπλέον, η σύνθεση του επενδυτικού κοινού είχε διευρυνθεί και έπαψε να αποτελείται από κερδοσκόπους.

Από τα τέλη του 1964 είχε σχηματιστεί και είχε τεθεί σε εφαρμογή η λειτουργία του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, ο οποίος ήρθε να συναγωνιστεί τους δείκτες που είχαν καθιερώσει τα τμήματα Οικονομικών Μελετών της Ιονικής Τράπεζας και της Εμπορικής Τράπεζας. Με βάση τις 100 μονάδες του Γενικού Δείκτη Τιμών στις 31 Δεκεμβρίου 1964, στα τέλη του 1966, ο Δείκτης βρισκόταν στις 111,93 μονάδες, σημειώνοντας άνοδο κατά 11,93%.

1.7.1 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1967-1973

Η περίοδος 1967-1973 ξεκίνησε με την ψήφιση του Α.Ν. 148/1967, περί μέτρων προς ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις που απέβλεπαν στην προσέλκυση των επενδυτών και των εταιριών για εισαγωγή στο Χρηματιστήριο. Το σημαντικότερο όμως είναι ότι ο νόμος αυτός έθεσε τα θεμέλια για την ίδρυση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, η οποία λειτούργησε το 1972 και ολοκληρώθηκε πολύ αργότερα, κατά τη δεκαετία του 1990

Κατά το 1970, εισήχθη το Ν.Δ. 608/1970, σχετικά με το θεσμό των Αμοιβαίων Κεφαλαίων και των Εταιριών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου, θεσμός ο οποίος αναπτύχθηκε στις Η.Π.Α., από το 1920, με ιδιαίτερη επιτυχία, αφού κατάφερε να διαδώσει την επενδυτική ιδέα σε ευρύτερες μάζες του πληθυσμού.

Έτσι, η ανοδική τάση των πρώτων ετών αυτού του κύκλου, κατά το 1972, μεταβλήθηκε σε αλματώδη άνοδο. Η ζήτηση χρηματιστηριακών τίτλων από κάθε κατηγορίας αποταμιευτές πίεζε την περιορισμένη προσφορά τους. Από την άλλη, αυξήθηκε σημαντικά και η προσφορά των τίτλων νέων εταιριών. Την εποχή της φρενίτιδας για την απόκτηση των μετοχών των νεοεισερχόμενων εταιριών, οι Δημόσιες εγγραφές γίνονταν με το σύστημα της προτεραιότητας.

Αυτή η άνοδος των τιμών των μετοχών ευνοούσε την εικόνα της δικτατορικής κυβέρνησης προς τα έξω, αφού αυτό μπορούσε να ερμηνευτεί ως απόδειξη

εμπιστοσύνης προς το καθεστώς. Ωστόσο, αυτή η υπερβολική άνοδος θορύβησε την κυβέρνηση και με την παρέμβασή της ανεκόπη. Με το Ν.Δ. 1315/1972, υποχρεώθηκαν οι εμπορικές τράπεζες να ρευστοποιήσουν τις μετοχές της Τράπεζας της Ελλάδος που κατείχαν και το 45% του συνολικού μετοχικού χαρτοφυλακίου τους. Το γεγονός αυτό όπως αναμενόταν είχε ως αποτέλεσμα την πτώση των τιμών. Έτσι στα τέλη του 1973 ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών βρισκόταν στις 1544,04 μονάδες, αυξημένος κατά 9,7% από το 1972.

Για πρώτη φορά το ελληνικό Χρηματιστήριο γινόταν ένας φορέας μαζικού ενδιαφέροντος, όπου συναλλάσσονταν δεκάδες χιλιάδες Έλληνες, ενώ κατά την περίοδο 1967-1974 είχαν εισαχθεί στη χρηματιστηριακή αγορά, ένας μεγάλος αριθμός νέων εταιριών. Βέβαια, η οικονομική κρίση που ακολούθησε παρέσυρε στη χρεοκοπία μεγάλο μέρος από τις εταιρίες αυτές, αν και η κεφαλαιακή ισχυροποίηση των εταιριών αναμφισβήτητα διέσωσε πολλές από αυτές. Αυτό όμως στο οποίο πρέπει να σταθούμε είναι ότι μετά από δεκαετίες απραξίας, η αρχή είχε πραγματοποιηθεί και η χρηματιστηριακή αγορά έπαιζε πλέον το ρόλο της, όπου οι εταιρίες μπορούσαν να αντλούν κεφάλαια από το ευρύτερο επενδυτικό κοινό.

1.7.2 Η ΣΥΝΔΕΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΚΟΙΝΟΤΗΤΑ

Ύστερα από μια μακρόχρονη περίοδο διαπραγματεύσεων, τον Ιούλιο του 1961, η Ελλάδα υπέγραψε τη Συμφωνία Σύνδεσης με την Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα (ΕΟΚ). Στην πραγματικότητα επρόκειτο για μια τελωνειακή σύνδεση, με έξι κράτη που αποτελούσαν τότε την ΕΟΚ, η οποία είχε όμως ιδιαίτερα μεγάλη σημασία, καθώς αποτέλεσε το πρώτο βήμα της χώρας προς την πλήρη ένταξή της, εξέλιξη που υλοποιήθηκε το 1980.

1.7.3 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1953-1974

Κατά την τριετία 1954-1956, μια σειρά από οικονομικά και πολιτικά γεγονότα στο εσωτερικό και εξωτερικό προκάλεσαν σημαντικές διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών. Χαρακτηριστικό της περιόδου είναι η αύξηση της αξίας των συναλλαγών, στοιχείο που ίσως προμήνυε τη θετική χρηματιστηριακή φάση και την πορεία της οικονομίας. Σε αυτό συνέβαλλε και η μερική κατάργηση της ονομαστικοποίησης των μετοχών, καθώς και η απλούστευση της διαδικασίας μεταβίβασης των

μετοχών.

Ωστόσο, η εικόνα της χρηματιστηριακής αγοράς δεν ήταν ικανοποιητική. Παρά τη μείωση της χρυσοφιλίας και την κάμψη της παρατραπεζικής αγοράς χρήματος, το επενδυτικό κοινό διστακτικά στρεφόταν προς την κεφαλαιαγορά. Αυτό συνέβαινε διότι το διαθέσιμο εισόδημα του πληθυσμού, ίσα που επαρκούσε για την κάλυψη των στοιχειωδών αναγκών του. Επιπλέον, υπήρχε και το πρόβλημα της μειωμένης εμπορευσιμότητας της πλειοψηφίας των μετοχών, καθώς οι περισσότερες από τις εισηγμένες εταιρίες ήταν οικογενειακού χαρακτήρα και η κατοχή των μετοχών γινόταν από τους βασικούς μετόχους των εταιριών. Το πρόβλημα αυτό διατηρήθηκε μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1960.

Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1974-1996

1.8.1 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΤΟΥ ΣΤΑΣΙΜΟΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ

Το δυσμενές εξωτερικό περιβάλλον, τα προβλήματα της οικονομίας, η πολιτική κατάσταση που κληρονομήθηκε από τη δικτατορία και η κυπριακή κρίση, οδήγησαν την ελληνική οικονομία σε μια έντονη ύφεση, από την οποία ανέκαμψε μετά από πολλά χρόνια.

Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1974-1979, ο μέσος ετήσιος ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ έφτασε στο 4,7%, ενώ ο μέσος ρυθμός πληθωρισμού έφτασε στο 12,4%. Οι επιδόσεις αυτές, είναι αρκετά ικανοποιητικές, με δεδομένα τη διεθνή οικονομική κατάσταση, τη σημαντική πολιτική μεταβολή του 1974 και τις ανάγκες που προέκυψαν από την τουρκική εισβολή στην Κύπρο και την ένταση των σχέσεων μεταξύ Ελλάδας και Τουρκίας.

Η Συμφωνία για την ένταξη της χώρας στην Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα, το Μάιο του 1979, αποτέλεσε ένα από τα πιο σημαντικά πολιτικά και οικονομικά γεγονότα της μεταπολεμικής περιόδου, αφού επιβεβαίωσε τον προσανατολισμό της Ελλάδας προς την Ευρώπη και παράλληλα πρόσδεσε το οικονομικό της μέλλον προς τις ευρωπαϊκές εξελίξεις.

Όμως, το 1979, σημειώθηκε η δεύτερη πετρελαϊκή κρίση, η οποία οδήγησε το σύνολο των δυτικών οικονομιών σε μια βαριά ύφεση. Η κρίση αυτή είχε ιδιαίτερα δυσμενείς επιπτώσεις και για την Ελλάδα, η οποία εισήλθε σε μια φάση

στασιμοπληθωρισμού, που χαρακτηρίστηκε από υψηλότατους ρυθμούς πληθωρισμού και χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Επιπλέον, εξαιτίας των υψηλών επιτοκίων υπερχρεώθηκε μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων, με αποτέλεσμα την σταδιακή κάμψη της βιομηχανικής παραγωγής, την αποδυνάμωση των επενδύσεων και τη μείωση των επιχειρηματικών κερδών.

Η πολιτική αλλαγή του 1981 έγινε δεκτή με επιφυλακτικότητα από τον επιχειρηματικό κόσμο. Παράλληλα, οι αλλαγές στις προτεραιότητες που έθεσε η νέα Κυβέρνηση, επέκτειναν τη δημοσιονομική πολιτική, διέυρυναν σημαντικά τη νομισματική κυκλοφορία και επιδείνωσαν το πρόβλημα του πληθωρισμού, που την περίοδο 1981-1985 κινούνταν μεταξύ 18% και 23%.

Βέβαια, θα πρέπει να σημειωθεί ότι σχεδόν το σύνολο των δυτικών οικονομιών αντιμετώπιζε παρόμοια προβλήματα και η οικονομική ύφεση υπήρξε γενική.

Το 1985, η κυβέρνηση προχώρησε στην άμεση εφαρμογή ενός Σταθεροποιητικού Προγράμματος για τη συγκράτηση και την αποκατάσταση της οικονομίας. Με τη βοήθεια και της θετικής διεθνούς οικονομικής συγκυρίας, τα μέτρα στέφθηκαν από επιτυχία και οι οικονομικοί δείκτες σημείωσαν σημαντική βελτίωση κατά τη διετία 1988-1989 (το ΑΕΠ ξεπέρασε το 3%, ο πληθωρισμός υποχώρησε κάτω από το 15% και το ισοζύγιο πληρωμών βελτιώθηκε σημαντικά).

Η οικονομία στις αρχές της δεκαετίας του 1990, βρέθηκε και πάλι παγιδευμένη σε μια προβληματική κατάσταση στασιμοπληθωρισμού, με υψηλά πρωτογενή δημοσιονομικά ελλείμματα και με ένα επικίνδυνα αυξανόμενο επίπεδο δημόσιου χρέους. Ακολούθησαν μια σειρά θεσμικών μεταβολών, με στόχο τη σταδιακή απελευθέρωση και τον εκσυγχρονισμό, της Δημόσιας Διοίκησης και του τραπεζικού συστήματος, βαδίζοντας έτσι, στο πνεύμα της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης και στο πλαίσιο των όρων της Συνθήκης του Μάαστριχτ.

Οι σταδιακές αλλαγές και ο εκσυγχρονισμός των δομών της οικονομίας, κατά την οκταετία 1992-2000, επέφεραν μια σταθερή βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών, εξέλιξη στην οποία βοήθησε και το θετικό διεθνές οικονομικό περιβάλλον. Ουσιαστικό ρόλο διαδραμάτισε η καθεστωτική μεταβολή στις χώρες της βαλκανικής και της Ανατολικής Ευρώπης και η σταδιακή φιλελευθεροποίηση των οικονομιών των χωρών αυτών. Αυτό το γεγονός δημιούργησε για τις ελληνικές επιχειρήσεις μια δυναμική μελλοντικής μεγέθυνσης, καθώς ήταν το μόνο κράτος

μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης στην περιοχή και έδωσε τη δυνατότητα να προσελκύσει επενδύσεις επιχειρήσεων, κάνοντας εντονότερη τη δραστηριοποίηση στην αναπτυσσόμενη γεωγραφική περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Στη διετία 1995-1996, μετά από είκοσι δύο χρόνια, ο πληθωρισμός σταθεροποιήθηκε σε επίπεδα κάτω του 10%, ενώ αυξήθηκε σταδιακά το εθνικό εισόδημα και επιτεύχθηκαν ποιοτικές μεταβολές, που στα επόμενα χρόνια οδήγησαν την οικονομία στη μακροοικονομική σύγκλιση της με τις ανεπτυγμένες οικονομίες της Ε.Ε..

1.8.2 ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ 1974-1985

Κατά το 1974, στο Χρηματιστήριο επικρατούσε σχετική ηρεμία και στασιμότητα και το επενδυτικό κοινό έδειχνε συγκρατημένο και προβληματισμένο από τα οικονομικά μέτρα. Την εποχή εκείνη οι επενδυτές αριθμούσαν περίπου 100-110 χιλιάδες άτομα και διαπραγματεύονται οι τίτλοι 115 εταιριών.

Από τις αρχές Ιουνίου, εντάθηκαν οι ανησυχίες για την πορεία της οικονομίας και επικράτησαν πτωτικές τάσεις στην αγορά, εξαιτίας του πραξικοπήματος κατά του Μακαρίου στην Κύπρο. Μάλιστα στις 20 Ιουλίου 1974, η λειτουργία του Χρηματιστηρίου διακόπηκε μετά την τούρκικη εισβολή στην Κύπρο και την κήρυξη της Γενικής Επιστράτευσης. Με την επαναλειτουργία του συνεχίστηκαν οι καθοδικές τάσεις, πράγμα φυσιολογικό δεδομένης της μεγάλης προηγηθείσας ανόδου και της εθνικής περιπέτειας στην Κύπρο.

Για το σύνολο του 1974, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου σημείωσε κάμψη κατά 13,28%, ενώ ο συνολικός όγκος των συναλλαγών έφτασε στο 6,9 δισεκατομμύρια δραχμές, μειωμένος κατά 3% σε σχέση με το 1973, αλλά πάνω από τα επίπεδα του 1972.

Στο διάστημα από το 1975 μέχρι και το 1977, εξαιτίας της πολιτικής σταθεροποίησης και την ανάκαμψης των οικονομικών μεγεθών, σημειώθηκε σταθεροποίηση των τιμών των μετοχών.

Ωστόσο, από το 1978, οι τιμές των μετοχών εισήλθαν σε σταθερά καθοδική τροχιά που συνεχίστηκε μέχρι το 1984. Στο διάστημα αυτό, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου έχασε περισσότερο από το 56% της αξίας του, ενώ εισήχθησαν μόνο έξι νέες εταιρίες. Οι κυριότερες αιτίες για την κάμψη προήλθαν από την

οξύτητα των οικονομικών προβλημάτων, της διεθνούς χρηματιστηριακής και οικονομικής ύφεσης, τις ανησυχίες για ειρήνη σε διεθνές επίπεδο, το ξέσπασμα της δεύτερης πετρελαϊκής κρίσης και τη κυβερνητική μεταβολή του 1981.

Βεβαίως το γεγονός αυτό ήταν σε αρμονία με την εξέλιξη της οικονομίας και την πορεία των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών, αν και στην πορεία αποδείχτηκε ότι τα προβλήματα της ελληνικής οικονομίας ήταν κατά πολύ μεγαλύτερα. Αυτή ήταν άλλωστε και η αιτία που το ελληνικό Χρημαστήριο δεν μπόρεσε να ακολουθήσει την ανάκαμψη των διεθνών αγορών μετά το 1982.

Το κτίριο της οδού Σοφοκλέους 10, που κατακλυζόταν από εκατοντάδες επενδυτές ερήμωσε και οι συνεδριάσεις ήταν άτονες. Οι διακυμάνσεις των τιμών παρέμειναν μικρές και άνευ ουσίας και η οικονομική κατάσταση των χρηματιστηριακών γραφείων έγινε προβληματική. Κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου, παρά την πτωτική πορεία των κερδών των επιχειρήσεων, οι χρηματιστηριακοί δείκτες αποτίμησης των μετοχών βρέθηκαν σε πολύ ελκυστικά επίπεδα. Αξίζει να σημειωθεί ότι μεταξύ των ετών 1983 και 1985, η σχέση P/E μετά από φόρους, για το σύνολο της αγοράς, κυμάνθηκε μεταξύ 4,2 και 5,5. Από την άλλη, η μέση μερισματική απόδοση της περιόδου κυμάνθηκε μεταξύ του 9% και του 11%, επίπεδο αρκετά ελκυστικό και ικανοποιητικά συγκρίσιμο το ύψος των επιτοκίων καταθέσεων της εποχής (10-15%).

1.8.3 ΤΟ ΜΕΤΡΟ «ΣΤΑΘΕΡΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ» ΚΑΙ Η ΑΝΟΔΟΣ ΤΟΥ 1987

Τα μέτρα «Σταθεροποίησης της Οικονομίας» που ανακοινώθηκαν στις 11 Οκτώβρη του 1985, σήμαναν την είσοδο του Χρηματιστηρίου σε φάση ανάκαμψης. Τα μέτρα αυτά κινούνταν προς την κατεύθυνση της βελτίωσης του Ισοζυγίου Πληρωμών, σε συνδυασμό με την καταπολέμηση του πληθωρισμού. Αυτό έμμεσα λειτούργησε θετικά υπέρ της κερδοφορίας των επιχειρήσεων, αφού περιόρισε σημαντικά την αύξηση του κόστους εργασίας. Εξάλλου, στην αύξηση του κέρδους των επιχειρήσεων βοήθησε ο ανοδικός κύκλος του δολαρίου, ο οποίος ενίσχυσε τις εξαγωγές και τα κέρδη του τομέα της κλωστοϋφαντουργίας και των τσιμέντων. Στις διεθνείς αγορές, άρχισαν να παρατηρούνται έντονες ανοδικές τάσεις και κυρίως μεγάλη κινητικότητα των διεθνών κεφαλαίων. Η εξέλιξη αυτή, η οποία έμελλε να χαρακτηρίσει το παγκόσμιο χρηματιστηριακό περιβάλλον των επόμενων

δεκαετιών, ανέτρεψε τα δεδομένα του παρελθόντος και έβαλε τις βάσεις για τη σταδιακή δημιουργία του φαινομένου της «παγκοσμιοποίησης».

Η εξέλιξη των επομένων ετών έμελλε να είναι συναρπαστική. Κατά το 1985 ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου αυξήθηκε κατά 19,89%, το 1986 κατά 46,38% και το 1987 κατά 162,34%, ενώ οι συναλλαγές έφτασαν αντίστοιχα στα 2,4, 4,5 και 59,6 δισεκατομμύρια δραχμές. Αξίζει να σημειωθεί ότι μεταξύ των ετών 1972 και 1987 ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου σημείωσε άνοδο κατά 126,84%.

Το επενδυτικό κοινό επαναδραστηριοποιήθηκε με ένταση και η χρηματιστηριακή αγορά θύμισε τις μέρες του 1972. Ωστόσο, κέρδη τα οποία χαρακτηρίστηκαν ως υπερβολικά, δεν μπορούσαν να διατηρηθούν, καθώς ένα τυχαίο γεγονός αντέστρεψε την κατάσταση. Η οξύτατη πτώση των τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, προκάλεσε ένα ταχύτατα εξελισσόμενο πτωτικό «ντόμινο» σε όλες τις χρηματιστηριακές αγορές του κόσμου. Η πορεία των περισσότερων χρηματιστηριακών αγορών του κόσμου είχε αποκτήσει έναν εντυπωσιακό υψηλό βαθμό συσχέτισης.

Να σημειωθεί ότι, η μεγαλύτερη άνοδος και πτώση του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου, σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα, καταγράφηκε κατά τη διάρκεια του 1987. Η άνοδος που σημειώθηκε ήταν της τάξης του 399,32%, φτάνοντας ο Γενικός Δείκτης τις 518,59 μονάδες (σε διάστημα 10 μηνών) και η πτώση που ακολούθησε έφτασε στις 272,47 μονάδες, δηλαδή κατά 47,45% (σε διάστημα 2 μηνών). Ωστόσο, παρά την πτώση του Γενικού Δείκτη Τιμών, εξακολουθούσε να σημειώνει κέρδη της τάξης του 162,34%.

Κυριότερη χρηματιστηριακή εξέλιξη του 1988 θεωρήθηκε η ψήφιση του Ν.1806, αναφορικά με την αναθεώρηση του μηχανισμού εποπτείας του Χρηματιστηρίου, την καθιέρωση του θεσμού των Ανωνύμων Χρηματιστηριακών Εταιριών, καθώς και τη λειτουργία της Παράλληλης Αγοράς και του Αποθετηρίου Τίτλων.

Το 1989 χαρακτηρίστηκε ως ένα έντονο «προεκλογικό έτος», καθώς σημειώθηκαν δύο εκλογικές αναμετρήσεις, χωρίς να υπάρξει αυτοδύναμη κυβέρνηση, γεγονός που οδήγησε σε νέα αναμέτρηση μέσα στο 1990. Και παρά την πολιτική αβεβαιότητα, η πορεία των τιμών των μετοχών υπήρξε έντονα ανοδική, φτάνοντας νέα ανώτατα επίπεδα συναλλαγών της τάξης των 89,1 δισεκατομμυρίων δραχμών. Παρόλο που τα Χρηματιστήρια συνήθως λειτουργούν πτωτικά μπροστά σε

καθεστώτα πολιτικής αβεβαιότητας, η ανοδική πορεία των τιμών οφείλεται αφενός στη θετική διεθνής συγκυρία και αφετέρου στην εντύπωση του κοινού ότι μια ενδεχόμενη κυβερνητική μεταβολή θα επιδρούσε θετικά στην επίλυση των οικονομικών προβλημάτων της χώρας.

1.8.4 Η ΑΝΟΔΟΣ ΤΟΥ 1990

Οι πρώτες συνεδριάσεις του έτους 1990, έδειξαν ότι επρόκειτο να είναι μια θετική χρηματιστηριακή χρονιά και η γενικότερη ατμόσφαιρα ήταν θετική. Οι συναλλαγές εμφανίζονταν σημαντικά αυξημένες, ενώ νέοι πελάτες – επενδυτές έκαναν την εμφάνισή τους στα γραφεία των χρηματιστών. Ο Δείκτης σημείωσε άνοδο κατά 17,6% κατά το μήνα Ιανουάριο του 1990.

Βέβαια, η ίδια θετική ατμόσφαιρα επικρατούσε και στο εξωτερικό. Αντιπροσωπευτικό παράδειγμα στις διεθνείς αγορές ήταν ο Δείκτης Nikkei 225 του Χρηματιστηρίου του Τόκυο.

Οι τιμές των μετοχών ξεκίνησαν την ξέφρενη ανοδική τους πορεία, αμέσως μετά τις εκλογές της 8ης Απριλίου. Η εκλογική νίκη της συντηρητικής παράταξης δημιούργησε στο επενδυτικό κοινό ελπίδες για την επίλυση των σοβαρότατων προβλημάτων που αντιμετώπιζε η οικονομία. Ο καπιταλισμός των τιμών κορυφώθηκε στις αρχές του Ιουλίου, όταν ο Γενικός Δείκτης έφτασε στις 1.684,31 μονάδες, ενώ πλέον η κατάσταση θύμιζε έντονα την περίοδο του καλοκαιριού και του φθινοπώρου του 1987. Για το σύνολο του 1990, ο όγκος των συναλλαγών έφτασε στο εκπληκτικό ύψος των 609 δισεκατομμυρίων δραχμών.

Ο επενδυτικός παροξυσμός ακολούθησε το γνώριμο μοντέλο που γνωρίσαμε και σε άλλες εποχές. Άνοδος των τιμών και των συναλλαγών, ακατάσχετη φημολογία, αθρόα εισαγωγή επιχειρήσεων στη χρηματιστηριακή αγορά, αύξηση των ασχολουμένων με το Χρηματιστήριο και περιουσίες που επενδύονται ή «παίζονται» για να χαθούν ή να κερδηθούν.

Την άνοδο της χρηματιστηριακής «έκρηξης» ήρθε αυτή τη φορά να διακόψει η ιρακινή εισβολή στο Κουβέιτ, η οποία προκάλεσε την οργισμένη αντίδραση της διεθνούς κοινωνίας, λόγω του κινδύνου διακοπής της ομαλής ροής του πετρελαίου και αύξησης της τιμής του. Πέρα όμως από τις διεθνείς περιστάσεις, η προσδοκία της ανάληψης της Ολυμπιάδας του 1996 διατήρησε τις τιμές σε ικανοποιητικά επίπεδα. Τελικά η απώλεια της Ολυμπιάδας, προσγείωσε τους επενδυτές στην

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

πραγματικότητα και τις τιμές των μετοχών σε πιο ρεαλιστικά επίπεδα. Η απογοήτευση προκλήθηκε από την επιδείνωση των προβλημάτων της οικονομίας και την πτωτική τάση που επικράτησε στις διεθνείς αγορές κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης της περιόδου 1991-1992.

Στα μέσα Νοεμβρίου του 1992, ο Γενικός Δείκτης είχε επιστρέψει στις 550 μονάδες, δηλαδή στα επίπεδα προ των εκλογών του 1990. Εξάλλου, παρά την πτωτική πορεία των τιμών, είχαν υπάρξει μια σειρά από ποιοτικές μεταβολές, οι οποίες απέπνεαν ξεκάθαρα το μήνυμα της αναβάθμισης της χρηματιστηριακής αγοράς και τη σταδιακή ανάληψη ενός ουσιαστικού ρόλου στις οικονομικές εξελίξεις της χώρας:

Παρά την πτώση, το επενδυτικό κοινό δεν είχε χάσει το ενδιαφέρον του για τις χρηματιστηριακές εξελίξεις. Σημειώθηκε αύξηση των χρηματιστηριακών εταιριών, τα οικονομικά των οποίων, έστω και εάν δεν ήταν ιδιαίτερα ανθηρά, βρίσκονταν σε ικανοποιητικά επίπεδα.

Κατά την περίοδο 1991-1992 πραγματοποιήθηκαν οι δημόσιες εγγραφές 19 νέων εταιριών, πράγμα που σημαίνει ότι ξανάρχισε να επιτελεί το ρόλο του, ως χώρος εξεύρεσης φθηνών επενδυτικών κεφαλαίων, από αναπτυξιακές εταιρίες με θετικές προοπτικές.

- Λειτουργήσε με επιτυχία η Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου.
- Εγκαταστάθηκε το Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών, κατά την οποία οι συναλλαγές πραγματοποιούνται με τη μέθοδο της «αντιφώνησης».
- Αναπτύχθηκε ο τομέας της επενδυτικής ενημέρωσης, κυρίως μέσω του ειδικού ή του οικονομικού Τύπου, καθώς επίσης και από τα ειδικά τμήματα «Ανάλυσης» των μεγάλων Χρηματιστηριακών Εταιριών.

1.8.5 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1993-1996

Η περίοδος 1993-1996 χαρακτηρίζεται από την είσοδο του κλάδου των κατασκευαστικών εταιριών και τις μεγάλες διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών και των δεικτών.

Η συνθήκη του Μάαστριχτ (Δεκέμβριος 1992), πέρα από τη δημιουργία της ΟΝΕ, αποφάσισε την κοινοτική χρηματοδότηση των ασθενέστερων οικονομιών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, για την αναβάθμιση των υποδομών τους και την

υποβοήθηση της προσπάθειας σύγκλισης των οικονομιών των κρατών – μελών. Η κοινοτική αυτή απόφαση δημιούργησε το Α1 Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης, το οποίο συνεπάγονταν μεταφορές μεγάλου ύψους κεφαλαίων προς την Ελλάδα.

Η εξέλιξη αυτή οδήγησε δεκάδες κατασκευαστικές εταιρίες στη χρηματιστηριακή αγορά, γεγονός που προκάλεσε φαινόμενα κερδοσκοπίας και οι τιμές των μετοχών του κλάδου έφτασαν γρήγορα σε επίπεδα υπερβολής. Ωστόσο, σταδιακά άρχισαν να διαφαίνονται οι προοπτικές ανάπτυξης της οικονομίας και των ελληνικών επιχειρήσεων.

Το 1993, ο Γενικός Δείκτης σημείωσε άνοδο κατά 42,5%, ενώ ο όγκος συναλλαγών έφτασε στα 637 δισεκατομμύρια δραχμές, ξεπερνώντας την προηγούμενη ανώτερη επίδοση του 1990. Την επόμενη χρονιά, ο όγκος συναλλαγών αυξήθηκε σε 1.263 δισεκατομμύρια δραχμές, παρά την πτώση του Δείκτη Τιμών κατά 9,36%. Μάλιστα η αυξητική τάση του όγκου διατηρήθηκε έως και τη μεγάλη άνοδο του 1999.

Την περίοδο 1993-1994, εισήλθαν στο Χρηματιστήριο 56 νέες εταιρίες, ανεβάζοντας τον αριθμό των διαπραγματευόμενων εταιριών στις 196. Πρόκειται για το μεγαλύτερο αριθμό εταιριών που διαπραγματεύονταν μέχρι τότε στο Χρηματιστήριο της Αθήνας. Βέβαια κατά τα επόμενα χρόνια, ο αριθμός αυτός έμελλε να ξεπερασθεί σημαντικά.

Την περίοδο 1995-1996, η γενική εικόνα της αγοράς παρέμεινε στάσιμη, αν και σημειώθηκαν σημαντικές διακυμάνσεις και αποκλίσεις μεταξύ των τιμών των μετοχών. Οι διακυμάνσεις προκαλούνταν από τη διαρκώς μεγαλύτερη συσχέτιση μεταξύ της πορείας των τιμών στο Χρηματιστήριο της Αθήνας, με την πορεία των τιμών στις μεγάλες διεθνείς αγορές.

Εν τω μεταξύ μια σειρά εσωτερικών γεγονότων¹¹ προκάλεσαν παροδικές διακυμάνσεις, οι οποίες όμως δεν αλλοίωσαν την εξέλιξη των μακροχρόνιων σταθεροποιητικών τάσεων. Κύρια φαινόμενα της περιόδου υπήρξαν η διαρκής αύξηση του όγκου των συναλλαγών, η αύξηση του μεγέθους των θεσμικών επενδύσεων και η περαιτέρω θεσμική ανανέωση και θωράκιση του χώρου, μέσα από μία σειρά νομοθετημάτων, με κυριότερο μεταξύ αυτών, την ψήφιση και

¹¹ Η ασθένεια και νοσηλεία του Πρωθυπουργού, η ελληνοτουρκική κρίση στα Ίμια και προβλήματα των κομμάτων.

εφαρμογή του Ν.2396, περί Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών.

Το 1995, η συνολική αξία των συναλλαγών έφτασε στα 1.408 δισεκατομμύρια δραχμές, για να ανέβει ακόμη περισσότερο, στα 1.990 δισεκατομμύρια κατά το 1996.

Στα τέλη του 1996, καταλυτική επίδραση στις εξελίξεις είχε το σκάνδαλο της «Δέλτα Χρηματιστηριακής», μέσα από το οποίο έγιναν αντιληπτοί οι κίνδυνοι που αντιμετώπιζε το χρηματιστηριακό σύστημα από μια ενδεχόμενη αδυναμία μέλους του Χρηματιστηρίου, να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του. Το σκάνδαλο αυτό ξέσπασε κατά τις πρώτες μέρες εφαρμογής του θεσμού των Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, προκαλώντας σημαντική αναστάτωση στην αγορά.

Παρόλα αυτά, η χρησιμοποίηση της κεφαλαιαγοράς για την άντληση εσόδων που θα συνεισέφεραν στη βελτίωση των μακροοικονομικών δεικτών, υπήρξε βασική στρατηγική επιλογή της κυβέρνησης. Έτσι, θέλοντας να επιδείξει τον αναβαθμισμένο ρόλο τον οποίο ήθελε η κυβέρνηση για τη χρηματιστηριακή αγορά, υπήρξε άμεση παρέμβαση προς την κατεύθυνση της στήριξης της φερεγγυότητας του συστήματος, μέσα από την ίδρυση του Επικουρικού Ταμείου και τη σημαντικότερη ενίσχυση και αναβάθμιση της λειτουργίας του Συνεγγυητικού Κεφαλαίου. Παράλληλα, καταβλήθηκε κάθε προσπάθεια για τη γρήγορη διαλεύκανση του σκανδάλου και τη διαφύλαξη της αυξανόμενης εμπιστοσύνης, την οποία σταδιακά επιδείκνυε το επενδυτικό κοινό προς το χώρο.

1.9 Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1997-2001

1.9.1 Η ΑΡΧΗ ΕΝΟΣ ΝΕΟΥ «ΚΥΚΛΟΥ»

Λαμβάνοντας υπόψη τις οικονομικές και χρηματιστηριακές εξελίξεις των τελευταίων ετών, μπορούμε να πούμε με βεβαιότητα ότι το 1997 υπήρξε έτος «σταθμός» στην οικονομική ιστορία της Ελλάδας και στην ιστορία του Χρηματιστηρίου της Αθήνας.

Στα τέλη του 1996 και στις αρχές του 1997, ολοκληρώνεται ένας μεγάλος «κύκλος» της ελληνικής οικονομίας. Ένας πτωτικός κύκλος, ο οποίος ξεκίνησε στις αρχές του 1974, όταν εμφανίστηκαν οι πρώτες αντιδράσεις της πετρελαϊκής κρίσης και όταν σχεδόν το σύνολο της παγκόσμιας οικονομίας εισέρχονταν με ταχείς

ρυθμούς σε μια φάση ύφεσης. Η ελληνική οικονομία διατηρήθηκε μέσα σε αυτή τη ύφεση για περισσότερα από είκοσι χρόνια. Ο κύκλος αυτός ολοκληρώθηκε οριστικά και έκλεισε προς τα τέλη του 1996, οπότε επιτεύχθηκε ένας υψηλός ρυθμός αύξησης του εθνικού προϊόντος και συγχρόνως ένας χαμηλός ρυθμός πληθωρισμού. Παράλληλα, την ίδια περίοδο, η ελληνική οικονομία έδειχνε να αποκτά και πάλι τα χαρακτηριστικά μιας οικονομίας, η οποία μπορούσε να προχωρήσει μπροστά με ταχείς ρυθμούς ανάπτυξης και εξέλιξης. Προς τα τέλη του 1996 ολοκληρώνεται επίσης, ένας πολυετής πολιτικός κύκλος, ο κύκλος της μεταπολίτευσης, ο οποίος ομοίως άρχισε το 1974 και κατά τη διάρκεια του οποίου ξεπεράστηκαν οι αντιλήψεις όχι μόνο της δικτατορίας που είχε προηγηθεί, αλλά ολόκληρης της πρώτης φάσης της μεταπολεμικής περιόδου.

Τέλος, στα τέλη του 1996, ολοκληρώνεται και ένας χρηματιστηριακός κύκλος, όχι τόσο σε επίπεδο αποτίμησης των μετοχών ή των δεικτών, αλλά περισσότερο ένας «ποιοτικός» κύκλος. Η πολιτική ηγεσία, συνεπικουρούμενη από σύσσωμη τη χρηματιστηριακή κοινότητα, υλοποίησε, μέσα από παρεμβάσεις θεσμικού και λειτουργικού χαρακτήρα, την απόφασή της να περιφρουρήσει τη διαφάνεια, τη φερεγγυότητα και τη λειτουργικότητα του χώρου της ευρύτερης κεφαλαιαγοράς. Οι δυνάμεις της αγοράς απελευθερώθηκαν και με τη βοήθεια της θετικής διεθνούς συγκυρίας, ο επί σειρά ετών στάσιμος χώρος του Χρηματιστηρίου «ζωντάνεψε» και αναπτύχθηκε.

Με την έναρξη του 1997, ξεκίνησε ένας καινούργιος «κύκλος» τόσο για την ελληνική οικονομία, όσο και για το Χρηματιστήριο της Αθήνας. Κατά τη διάρκεια της περιόδου 1997-2000, η ελληνική οικονομία χαρακτηρίστηκε από την προσπάθεια προσαρμογής των μακροοικονομικών μεγεθών στους όρους ένταξης στην ΟΝΕ της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Κύριοι στόχοι αυτής της προσπάθειας ήταν η μείωση του πληθωρισμού σε επίπεδα κάτω του 3%, η μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων μέσα από την επίτευξη δημοσιονομικής «πειθαρχίας» και η αναστροφή της ανοδικής τάσης του δημόσιου χρέους.

Στο πλαίσιο του εκσυγχρονισμού και της αύξησης της παραγωγικότητας της οικονομίας, έγιναν ουσιαστικές προσπάθειες προς τον τομέα της πλήρους απελευθέρωσης του τραπεζικού συστήματος, της απελευθέρωσης των αγορών και των αποκρατικοποιήσεων.

Κατά τη διάρκεια των ετών 1997-2000, το ΑΕΠ αυξήθηκε με μέσο ρυθμό 3,5%,

ενώ στο τέλος της περιόδου, ο ετήσιος ρυθμός πληθωρισμού, είχε υποχωρήσει στο 3,2%.

Στα τέλη του 2000, η ελληνική οικονομία είχε μεταλλαχθεί σε μια «σύγχρονη» οικονομία, με σύγχρονες δομές και μεγάλη δυναμική. Αυτό βέβαια, δε σημαίνει ότι ήταν πλέον χωρίς προβλήματα, αλλά μέσα σε μια γενικότερη επισκόπηση των εξελίξεων, ήταν σαφές ότι είχαν πλέον υπάρξει οι απαραίτητες δομές ανάπτυξης. Με την είσοδό της στην ΟΝΕ, η ελληνική οικονομία είχε να επιλύσει ένα από τα βασικότερα προβλήματα το οποίο υπήρξε επί δεκαετίες ανασταλτικός παράγοντας ανάπτυξης: το πρόβλημα της νομισματικής σταθερότητας.

Εάν κάνουμε έναν παραλληλισμό μεταξύ των περιόδων, θα μπορούσαμε να εκφράσουμε την άποψη ότι οι συνθήκες και οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας στις αρχές του 2001, παραλληλίζονται άμεσα με αυτές της περιόδου του 1953, δηλαδή, της περιόδου εκείνης που, αφού επιλύθηκε το πρόβλημα της νομισματικής σταθερότητας και αφού προγραμματίστηκε η ανάπτυξη των επενδύσεων στη βιομηχανία και τις υποδομές, προκάλεσε τη μακροβιότερη και εντονότερη περίοδο οικονομικής ανάπτυξης που γνώρισε ποτέ το ελληνικό κράτος.

Οι ίδιες συνθήκες επικρατούν και στην Ελλάδα του 2001:

- περιβάλλον νομισματικής σταθερότητας,
- επενδύσεις στις υποδομές,
- ανάπτυξη της βιομηχανίας,
- ανάπτυξη των εξαγωγών και
- προσανατολισμός του επιχειρηματικού τομέα προς τις κατευθύνσεις που επιβάλλει ο διεθνής καταμερισμός στο σημερινό παγκοσμιοποιημένο οικονομικό περιβάλλον.

Η οικονομία, έχοντας μέσα σε διάστημα λίγων ετών αποκτήσει μια εντελώς διαφορετική φυσιογνωμία, δείχνει μια νέα δυναμική ανάπτυξης, με την οποία, εάν βοηθήσουν οι μελλοντικές συγκυρίες, μπορεί να επιτύχει τη σταδιακή εξισορρόπηση και την ομαλή συμπόρευση με τις υπόλοιπες ανεπτυγμένες οικονομίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Και σαφώς η εξέλιξη αυτή δημιουργεί εντελώς νέες προοπτικές και δυνατότητες για τη χώρα και τους κατοίκους της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

Στο διάστημα της τριετίας 1997-1999, η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά γνώρισε τη μεγαλύτερη φάση ανάπτυξης της ιστορίας της, όχι τόσο σε επίπεδο εξέλιξης της τιμής του Γενικού Δείκτη¹², αλλά σε πολλούς τομείς:

- § Στη μαζικότερη προσέλκυση του επενδυτικού κοινού, αφού στα τέλη του 1999 ο αριθμός των ενεργών επενδυτών έφτανε στο 1.500.000.
- § Στο μέγεθος των συναλλαγών, αφού κατά το 1999 ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών ξεπέρασε τα 220 δισεκατομμύρια δραχμές.
- § Στην αποτίμηση της συνολικής κεφαλαιοποίησης της χρηματιστηριακής αγοράς σε σχέση προς το ΑΕΠ, αφού στα μέσα του Σεπτεμβρίου του 1999 η κεφαλαιοποίηση έφτανε στο 120% του ΑΕΠ.
- § Στη δραστηριοποίηση των ξένων θεσμικών ή ιδιωτικών επενδυτών.
- § Στην άντληση κεφαλαίων από την χρηματιστηριακή αγορά, αφού μόνο κατά το 1999 αντλήθηκαν περί τα 4,4 τρισεκατομμύρια δραχμές. Μάλιστα, κατά το σύνολο της τετραετίας 1997-2000, αντλήθηκαν από την κεφαλαιαγορά 10,8 τρισεκατομμύρια δραχμές.

Η χρηματιστηριακή αγορά, έχοντας βιώσει μια μακρά κατάσταση στασιμότητας και έχοντας υπερβεί θεσμικά και λειτουργικά εμπόδια του παρελθόντος, διέβλεψε έγκαιρα και με επιτυχία τις θετικές εξελίξεις της οικονομίας.

Ήδη από τις αρχές του 1997, παρατηρήθηκε μια σημαντική αναζωογόνηση των συναλλαγών και αυξητική τάση των τιμών. Προς την κατεύθυνση αυτή βοήθησε η θετική διεθνής συγκυρία και οι προσπάθειες του κράτους, το οποίο είχε διαβλέψει ορθά το ρόλο της κεφαλαιαγοράς στον επιχειρούμενο εκσυγχρονισμό του και στις προσπάθειες αποκρατικοποίησης ενός μεγάλου τμήματος του δυναμικού του.

Οι ανοδικές τάσεις του 1997 ενισχύθηκαν και επιταχύνθηκαν κατά τη διάρκεια του 1998. Παράγοντες που υποστήριξαν και ενίσχυσαν την ανοδική τάση ήταν η αρχική υλοποίηση της ONE, η προσαρμοστική υποτίμηση της δραχμής, η εντονότατη δραστηριοποίηση των θεσμικών επενδυτών του εξωτερικού και του εσωτερικού και η ταχύτατη διάδοση του θεσμού του Χρηματιστηρίου και προσέλκυση εκατοντάδων χιλιάδων νέων επενδυτών σ' αυτό.

Παρά την απειλητική εξέλιξη της διεθνούς χρηματιστηριακής κρίσης κατά το

¹² Η μεγαλύτερη αύξηση της τιμής του Γενικού Δείκτη επιτεύχθηκε την περίοδο μεταξύ 1969-1972.

φθινόπωρο του 1998, σύντομα αποδείχτηκε ότι η ανοδική ορμή των παγκόσμιων χρηματιστηριακών αγορών ήταν τόσο ισχυρή, που δύσκολα θα μπορούσε να ανακοπεί. Η ανοδική τάση συνεχίστηκε τους πρώτους μήνες του 1999 σε βαθμό ώστε κατά το δεύτερο ήμισυ του έτους να ενταχθεί περαιτέρω. Παρατηρήθηκαν ισχυρές κερδοσκοπικές τάσεις με το Γενικό Δείκτη και το επίπεδο των συναλλαγών να σημειώνουν καθημερινά νέα ανώτατα επίπεδα.

Παρόμοιες καταστάσεις η ελληνική κοινωνία είχε ζήσει και στο παρελθόν, κυρίως κατά τα έτη 1972 και 1990. αυτή τη φορά όμως η χρηματιστηριακή έξαρση υπήρξε πιο μαζική και αφορούσε σε εκατοντάδες χιλιάδες επενδυτές με μια ευρύτερη γεωγραφική διασπορά. Η χώρα ζούσε στο ρυθμό των χρηματιστηριακών γεγονότων και η άνοδος του Χρηματιστηρίου ήταν επί εβδομάδες το κυριότερο θέμα της επικαιρότητας. Η ανοδική πορεία των τιμών των μετοχών κορυφώνεται τη 17^η Σεπτεμβρίου του 1999, όπου ο Γενικός Δείκτης κατέγραψε την ανώτατη ιστορική του τιμή τις 6.355 μονάδες. Η συσσωρευμένη όμως υπερτίμηση των τιμών των δεικτών που σημειώθηκε το 1999, έμελλε να διοχετευτεί σε μια πτωτική προσαρμογή, η οποία κατά το 2000 ενισχύθηκε και από το γεγονός ότι προς την κατεύθυνση αυτή κινήθηκε επίσης, το σύνολο σχεδόν των αναδυόμενων, αλλά και αρκετών ώριμων αγορών.

Μέσα από την εμπειρία των εξελίξεων και την ανάλυση αυτής της περιόδου υπήρξαν πολλά και σημαντικά διδάγματα και εξήχθησαν μια σειρά από συμπεράσματα, που έχουν να κάνουν με:

- § Την ανάγκη εκπαίδευσης του επενδυτικού κοινού και της αύξησης του επιπέδου της «επενδυτικής συνείδησης».
- § Τη διεύρυνση των προϊόντων και των λειτουργιών της ευρύτερης κεφαλαιαγοράς.
- § Την περαιτέρω βελτίωση του λειτουργικού πλαισίου της χρηματιστηριακής αγοράς.
- § Την ανάγκη περαιτέρω θεσμικής θωράκισης του χώρου και την καθιέρωση της ανεξάρτητης λειτουργίας των εποπτικών αρχών.

Τέλος, το ελληνικό χρηματιστήριο συνέχισε την πορεία του και έχοντας επιτύχει όλες τις απαιτούμενες αλλαγές στο θεσμικό και κανονιστικό του πλαίσιο και στα τεχνολογικά συστήματα, με υπόβαθρο την οικονομική σταθερότητα της χώρας,

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

εισήλθε σε μια νέα περίοδο, με την αναβάθμισή του το Μάιο του 2001, στην κατηγορία αναπτυσσόμενων και ώριμων αγορών.

1.9.2 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2002-2004

Η υιοθέτηση από την Ελλάδα των μέτρων που επέβαλε η ΟΝΕ συνέβαλλαν καθοριστικά τα τελευταία χρόνια στην αύξηση του ΑΕΠ ο οποίος σύμφωνα με προσωρινές εκτιμήσεις της ΕΣΥΕ ανήλθε για το 2002 στο 4%. Ωστόσο οι δυσμενείς διεθνείς συνθήκες που επικρατούσαν λόγω της τρομοκρατικής επίθεσης της 11^{ης} Σεπτεμβρίου του 2001 δεν άφησαν ανεπηρέαστη και την Ελλάδα. Την περίοδο εκείνη οι επενδυτές στράφηκαν σε τοποθετήσεις με μικρό επενδυτικό κίνδυνο όπως πχ η αγορά τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου.

Το 2003 καταγράφονται υψηλοί ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης οι οποίοι οφείλονται κυρίως στους εξής παράγοντες

- αύξηση δημοσίων έργων για την προετοιμασία των Ολυμπιακών Αγώνων
- μείωση του ποσοστού ανεργίας
- αύξηση των επενδύσεων στον ιδιωτικό τομέα
- αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης

Σύμφωνα με έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος οι διεθνείς οικονομικές εξελίξεις το 2004 χαρακτηρίστηκαν από την σημαντική επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας παγκοσμίως. Στην Ελληνική οικονομία ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ υποχώρησε σε 3,8% το 2004 από 4,2 το 2003. Ωστόσο συνεχίστηκε με μικρότερη ένταση το 2004 λόγω της διεξαγωγής των Ολυμπιακών Αγώνων

1.9.3 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2005-2007

Το 2005 η Ελληνική Οικονομία παρά τις εκτιμήσεις για σημαντική επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης λόγω της μη επανάληψης των δαπανών για τους Ολυμπιακούς Αγώνες αλλά και της αύξησης των διεθνών τιμών του πετρελαίου

διατήρησε τον δυναμισμό της με ρυθμό ανάπτυξης 3,7%.

Οι οικονομικές εξελίξεις του 2006 χαρακτηρίζονται από την δυναμική ανάκαμψη των επενδύσεων, την εντυπωσιακή αύξηση των εξαγωγών, την περάνω των προσδοκιών αναπτυξιακή επίδοση της οικονομίας και την σημαντική μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος επιτυγχάνοντας επίπεδα κάτω από το όριο του 3% του ΑΕΠ. Παρά την σημαντική αύξηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου ο πληθωρισμός σημείωσε πτωτική τάση το 2006.

Η ραγδαία αύξηση των τροφίμων αλλά και του πετρελαίου επηρέασαν το 2007 και την Ελληνική οικονομία. Το ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 4% αισθητά μειωμένο από 4,03% του 2006.

1.9.4 ΠΕΡΙΟΔΟΣ 2008-2009

Η κρίση των στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης που ξεκίνησε από τις ΗΠΑ τον Αύγουστο του 2007, η κατάρρευση της Lehman Brothers της τέταρτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ τον Σεπτέμβριο του 2008 ήταν μόνο η αρχή. Η τρέχουσα διεθνής οικονομική κρίση προήλθε από ένα συνδυασμό παραγόντων όπως η χαλάρωση των ρυθμιστικών κανόνων, η έλλειψη επαρκούς εποπτείας του τραπεζικού συστήματος, η έλλειψη συντονισμού των εποπτικών αρχών καθώς και η έλλειψη διαφάνειας είναι μόνο μερικά από τα στοιχεία επηρεασμού. Η συμμετοχή της Ελλάδας στην ΕΕ δεν ήταν αρκετή ώστε να την προστατεύσει από την κρίση καθώς άρχισαν να εμφανίζονται τα πρώτα σημάδια ελλείματος. Ωστόσο το ΑΕΠ το 2008 διαμορφώθηκε στο 3% και το οποίο προσπάθησε να διατηρήσει.

Μείωση του ΑΕΠ σε τριμηνιαία βάση κατά 1,2% παρατηρήθηκε το α τρίμηνο του 2009. Η επιδείνωση των δημοσιονομικών και μακροοικονομικών μεγεθών και η υποβάθμιση της ποιότητας των θεσμών οδήγησαν σε περεταίρω κάμψη της διεθνούς ανταγωνιστικότητας της Ελλάδας. Σύμφωνα με έκθεση του World Economic Forum η Ελλάδα υποχώρησε στην 71^η θέση της παγκόσμιας κατάταξης μεταξύ 133 χωρών από την 67^η πέρυσι.

1.9.5 Η ΘΕΣΗ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΤΗΣ ΑΘΗΝΑΣ

Η ιστορία μας διδάσκει ότι κανείς δε μπορεί επί μακρόν να πηγαίνει αντίθετα από τις εξελίξεις και τις επιταγές της εποχής. Η παγκοσμιοποιημένη κοινότητα

μέσα στην οποία ζούμε και το οικονομικό σύστημα το οποίο επιλέξαμε να εφαρμόσουμε, έχουν καθιερώσει σήμερα ένα κυρίαρχο ρόλο στις κεφαλαιαγορές. Καθώς έχουμε πλέον απομακρυνθεί από τις μεταπολεμικές πολιτικές και πρακτικές οικονομικής ανάπτυξης και από το «κεϋνσιανό» κράτος, ο ρόλος της κεφαλαιαγοράς ως ρυθμιστής των οικονομικών σχέσεων και των σχέσεων παραγωγής αυξάνεται διαρκώς.

Είτε το θέλουμε, είτε όχι, οι εξελίξεις στο Χρηματιστήριο και στην ευρύτερη κεφαλαιαγορά, για πολλά χρόνια θα ρυθμίζουν βασικές παραμέτρους της οικονομικής ζωής μας. Μέσα από διάφορες μορφές τα προϊόντα αυτού του χώρου θα εισέρχονται στη ζωή μας και καθίστανται όργανο μέτρησης της περιουσίας μας και της οικονομικής μας θέσης.

Η συμπλήρωση των 125 χρόνων από την έναρξη της λειτουργίας του, βρίσκει το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στην υψηλότερη θέση που βρέθηκε ποτέ, καθώς είναι θεσμικά ισχυρό, λειτουργικά αναβαθμισμένο και οικονομικά εύρωστο, βρίσκεται και θα βρίσκεται επί μακρόν στο επίκεντρο της οικονομικής ζωής του τόπου, είναι διεθνοποιημένο και ποιοτικά αναβαθμισμένο.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών μέσα στα 125 χρόνια της λειτουργίας του, διέγραψε τη δική του πορεία και κατέγραψε τη δική του ιστορία. Ως το μέρος στο οποίο απεικονίζεται ο «σφυγμός» της κοινωνίας και η συνισταμένη των οικονομικών, κοινωνικών και πολιτικών εξελίξεων, η ιστορία ανάπτυξης του Χρηματιστηρίου, υπήρξε παράλληλη της ιστορίας ανάπτυξης του ελληνικού κράτους, της ελληνικής κοινωνίας και της ελληνικής οικονομίας.

Η διεθνοποίηση και η κατάταξη, από έγκυρους διεθνείς επενδυτικούς οίκους, του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, μεταξύ των πιο «ώριμων» και ανεπτυγμένων χρηματιστηριακών αγορών του κόσμου, από τον Ιούνιο του 2001, αποτελεί επίσης μια από τις κυριότερες αποδείξεις της «ωρίμανσης» και της ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας. Και καθώς οι χρηματιστηριακές αγορές δεν ασκούν ούτε πολιτική, αλλά ούτε και προβάλλουν συναισθήματα, θα μπορούσαμε να πούμε ότι η απόδειξη αυτή είναι και η πιο πραγματική.

1.10 ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ & ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ

Είναι σαφές ότι ανεξάρτητα του πόσο παλιά είναι η ιστορία μιας χρηματιστηριακής αγοράς, ή σε ποια φάση βρίσκεται η ανάπτυξή της, πάντα θα κυριαρχείται από δυο αρχέγονες ανθρώπινες ψυχολογικές καταστάσεις, οι οποίες λειτουργούν συσσωρευτικά και επιταχυντικά στις κινήσεις της αγοράς:

- § Της απληστίας, στις φάσεις ξέφρενης ανόδου.
- § Του φόβου, στις φάσεις κατάρρευσης των τιμών.

Παρά το γεγονός ότι οι χρηματιστηριακές συναλλαγές διεξάγονται στην Ελλάδα επί περίπου εκατόν τριάντα χρόνια, εν τούτοις επί πολλές δεκαετίες, ο θεσμός του Χρηματιστηρίου και η πρακτική της διερώτησης μετοχών, δεν μπόρεσαν να πάρουν μεγάλη διάσταση και να αποτελέσουν ένα ευρύτερο «κοινωνικό φαινόμενο». Ακόμη και όταν στο παρελθόν σημειώνονταν περίοδοι «χρηματιστηριακών εξάρσεων» ή «υφέσεων», στις περισσότερες περιπτώσεις αυτό αφορούσε σε ένα στενό κοινωνικό κύκλο και σε ένα σχετικά μικρό ποσοστό του πληθυσμού, που κατά κύριο λόγο κατοικούσε στην Αθήνα.

Αυτό δεν ήταν κάτι το μη φυσιολογικό. Ο βαθμός της διείσδυσης του θεσμού του Χρηματιστηρίου ή της «μετοχικής ιδέας» σε μια κοινωνία, εξαρτάται πάντα από τη φάση ανάπτυξης της οικονομίας, από το γενικότερο πολιτισμικό και εκπαιδευτικό υπόβαθρο του ευρύτερου πληθυσμού και τις ιστορικές συνθήκες.

Παρακολουθώντας την εξέλιξη της ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, διαχωρίζουμε τα στάδια από τα οποία πέρασε.

Αρχικά, στα μέσα του 19ου αιώνα, το νεοϊδρυθέν ελληνικό κράτος προσπαθεί να αποκτήσει μια στοιχειώδη οργάνωση, ενώ η οικονομία, χωρίς υποδομές, όντας ουσιαστικά κατεστραμμένη από τον απελευθερωτικό αγώνα, διατηρεί σε μεγάλο βαθμό τα χαρακτηριστικά της οθωμανικής περιόδου. Αργότερα, γύρω στο 1870, ξεκινούν οι πρώτες προσπάθειες οργανωμένης ανάπτυξης και κατασκευής κρατικών υποδομών, ενώ παράλληλα χρηματοδοτούνται οι υψηλές δαπάνες διατήρησης στρατιωτικών δυνάμεων, απαραίτητες για την άμυνα και τη συνέχιση της απελευθερωτικής προσπάθειας.

Στην περίοδο αυτή, όπου η βιομηχανία έκανε τα πρώτα της βήματα και ο τριτογενής τομέας παρέμενε σε κατάσταση υπανάπτυξης, είναι υπερβολή να

μιλάμε για θεσμό του χρηματιστηρίου ή για επενδυτικό κοινό. Καθώς το κύριο μέλημα του κράτους την εποχή εκείνη είναι η κάλυψη των στοιχειωδών αναγκών του πληθυσμού, που συχνά ζει σε κατάσταση εξαθλίωσης, η χρηματιστηριακή ενασχόληση είναι προνόμιο της ολιγάριθμης «ανώτερης» οικονομικής τάξης της Αθήνας, που κατά κύριο λόγο αποτελείται από πλούσιους εμπόρους, γαιοκτήμονες, Έλληνες κεφαλαιούχους του εξωτερικού και σε μερικές περιπτώσεις ανώτερους κρατικούς υπαλλήλους.

Στις αρχές του 20ού αιώνα, η ελληνική οικονομία εξακολουθεί να διατηρεί έντονα τα χαρακτηριστικά μιας αγροτικής οικονομίας με χαμηλό επίπεδο ανάπτυξης του δευτερογενούς και του τριτογενούς τομέα. Ωστόσο, άρχισαν να διαφαίνονται οι προοπτικές εξέλιξης της οικονομίας και οι δυνατότητές της, ενώ παράλληλα ξεκίνησε να διαμορφώνεται πιο ξεκάθαρα και η κοινωνική διαστρωμάτωση του ελληνικού πληθυσμού. Σε αυτή τη φάση το ελληνικό Χρηματιστήριο οργανώνεται, αναπτύσσεται και αυξάνει τη δημοτικότητά του, όμως αυτό σε μια μικρή μόνο μερίδα του πληθυσμού. Αντίθετα, το δυτικό κόσμο, παρατηρείται έντονη ανάπτυξη των χρηματιστηριακών αγορών και μια ταχεία διάδοση του θεσμού σε ευρύτερα στρώματα του πληθυσμού. Η διάδοση αυτή σαφώς, δεν μπορούσε να επιτευχθεί στον ελληνικό χώρο, εξαιτίας των διαφορετικών χαρακτηριστικών και δυνατοτήτων της ελληνικής οικονομίας και της διαφορετικής διαστρωμάτωσης της ελληνικής κοινωνίας.

Η πορεία ανάπτυξης της οικονομίας ανετράπη με το Β΄ Παγκόσμιο Πόλεμο και τον εμφύλιο, ενώ από τα μέσα της δεκαετίας του 1950, ξεκίνησε μια επιτυχής προσπάθεια ανασυγκρότησης και δημιουργήσε προϋποθέσεις για μια σύγχρονη οικονομική ανάπτυξη και σταδιακή σύγκλιση της οικονομίας και της κοινωνίας, προς τα δεδομένα των δυτικών κρατών. Ωστόσο, καθ' όλο το διάστημα μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1970, το επίπεδο των συναλλαγών υπήρξε χαμηλό, όπως και η κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων μετοχικών αξιών, ενώ οι συναλλαγές πραγματοποιούνταν από μια μικρή μερίδα του πληθυσμού.

Η πρώτη ουσιαστική και μαζική απόπειρα χρηματοδότησης της οικονομικής ανάπτυξης, μέσα από ευρείες μετοχοποιήσεις και δημόσιες εγγραφές, πραγματοποιήθηκε κατά την περίοδο 1970-1973. Η δεύτερη πραγματοποιήθηκε κατά την επόμενη φάση της ευρείας ανόδου, στην περίοδο 1990-1991. Ακολούθησε η τρίτη κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990, οπότε το

Χρηματιστήριο, ουσιαστικά για πρώτη φορά έπαιξε τον κανονικό του οικονομικό ρόλο, αυτό του να χρηματοδοτεί με υγιή κεφάλαια, την ανάπτυξη των επιχειρήσεων και της οικονομίας.

Έχοντας επιτύχει θεαματικούς ρυθμούς ανάπτυξης του εισοδήματός του, για πρώτη φορά, ο μέσος Έλληνας γνωρίζει το Χρηματιστήριο γύρω στα τέλη της δεκαετίας του 1960 και στις αρχές της δεκαετίας του 1970. Η πρώτη του επαφή ήταν συναρπαστική, έμελλε όμως να γίνει εφιαλτική.

Η διεθνής οικονομική κρίση και η είσοδος της ελληνικής οικονομίας σε φάση στασιμοπληθωρισμού, φέρνει ένα μακρύ «χειμώνα» στην οδό Σοφοκλέους. Το κοινό απομακρύνεται από το Χρηματιστήριο, το οποίο διστάζει να πλησιάσει, ακόμη και κατά την εντυπωσιακή φάση ανόδου του 1987. Το πλησιάζει όμως κατά το 1990. Όταν πλέον η ελληνική κοινωνία κινείται πιο κοντά στα πρότυπα των δυτικών και όταν η ελληνική οικονομία σταδιακά εντάσσεται στην ομάδα των αναπτυσσόμενων ευρωπαϊκών οικονομιών.

Στη μετά το 1996 περίοδο, τα δεδομένα έχουν αλλάξει. Τα ελληνικό Χρηματιστήριο όντας πλέον μια διεθνοποιημένη αγορά, αναπτύσσεται ακριβώς επειδή οι οικονομικές συνθήκες (χαμηλά επιτόκια, αποκρατικοποιήσεις, ελεύθερη κίνηση κεφαλαίων) οδηγούν το ευρύτερο κοινό προς αυτό, αλλά και επειδή η ελληνική κοινωνία είναι έτοιμη και ώριμη να το δεχτεί. Η άνοδος του 1998 και 1999, πέρα από τις διεθνείς συγκυρίες και συνθήκες, οφείλεται ακριβώς στον τρόπο που αναπτύχθηκε ο θεσμός του Χρηματιστηρίου στην Ελλάδα. Οφείλεται στον ενθουσιασμό για το «καινούργιο», που όμως το ευρύ κοινό δεν το γνώριζε και το οποίο δυστυχώς δεν πρόλαβε να μάθει. Αντίστοιχα, η πτώση του έτους 2000 υπήρξε ένα φυσιολογικό επακόλουθο της ανόδου που είχε προηγηθεί.

Όμως, η ιστορία και η εξέλιξη του Χρηματιστηρίου της Αθήνας δεν τελειώνει εδώ. Η οικονομική ανάπτυξη της χώρας, η οποία αποτελεί πλέον μέλος της ΟΝΕ, η βελτίωση των δομών των ελληνικών επιχειρήσεων, η ανάπτυξη των θεσμών, η βελτίωση του επιπέδου της επενδυτικής παιδείας του πληθυσμού και η αποδοχή του Χρηματιστηρίου της Αθήνας ως ενός «ώριμου» Χρηματιστηρίου από τη διεθνή κοινότητα, δίνουν μια νέα συνέχεια και μια νέα διάσταση στην 125ετή πορεία του. Δίνουν τη διάσταση της ανάπτυξης και της εξέλιξης, του νέου ρόλου του Χρηματιστηρίου της Αθήνας, ως βασικού παράγοντα εξέλιξης και ρυθμιστή των οικονομικών εξελίξεων, της διεθνούς αγοράς, η οποία είναι πλέον το επίκεντρο

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο

μιας ευρύτερης κεφαλαιακής αγοράς στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης και της Ανατολικής Μεσογείου.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

2 RISK PREMIUM

2.1 ENNOIA TOY ΑΣΦΑΛΙΣΤΡΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ (RISK PREMIUM)

Το Market Risk Premium είναι μία από τις πιο σημαντικές αλλά και τις πιο δυσδιάκριτες παραμέτρους στα οικονομικά. Αναφέρεται επίσης ως equity premium, market premium και risk premium. Σαν ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium) ορίζουμε την υπερβάλλουσα απόδοση που απαιτείται για μια επένδυση που εμπεριέχει μεγαλύτερο ρίσκο (από μια άλλη χωρίς ρίσκο). Ως επενδύσεις χωρίς ρίσκο θεωρούνται τα ομόλογα του δημοσίου. Εάν λοιπόν για παράδειγμα η απόδοση των ομολόγων αυτών είναι 4% ο επενδυτής θα απαιτήσει μεγαλύτερη απόδοση προκειμένου να επενδύσει σε μετοχές π.χ. 10%. Η διαφορά $10\% - 4\% = 6\%$ αποτελεί το risk premium, δηλαδή μία επιπρόσθετη απόδοση προκειμένου να επενδύσουμε στις μετοχές και όχι στα ομόλογα.

Ασφαλώς σε πολλές περιπτώσεις το ασφάλιστρο κινδύνου είναι θεωρητικό. Λίγοι μονοί έχουν σκεφτεί στο μυαλό τους το ασφάλιστρο ή το προτιμούν με αυτούς τους ορούς.

Για τις μετοχές η απόδοση από μια επένδυση υπολογίζεται από τις πληρωμές των μερισμάτων των μετοχών, καθώς και από τα κέρδη των μετοχών όταν αυτές έχουν πουληθεί.

Για τα ομόλογα το ασφάλιστρο κινδύνου είναι η διαφορά επιτοκίων μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης και της εγγυημένης. Σε όλες σχεδόν τις περιπτώσεις, τα ομόλογα θα αποφέρουν υψηλότερα επιτόκια. Διαφορετικά, δεν θα υπήρχε κανένας λόγος για οποιονδήποτε επενδυτή να τα θεωρεί ως επιλογή.

Το ασφάλιστρο κινδύνου, δηλαδή, μετρά τη διαφορά μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης των μετοχών και των ομολόγων. Δηλαδή η διαφορά της απόδοσης των μετοχών μείον την απόδοση από ασφαλείς επενδύσεις μας δίνει το ασφάλιστρο κινδύνου.

Θεωρητικά οι μετοχές παρέχουν μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με ασφαλείς τοποθετήσεις, όπως για παράδειγμα τα treasury bonds, γιατί σαν γενική τοποθέτηση το ασφάλιστρο θα πρέπει:

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

- § Να είναι μεγαλύτερο από το μηδέν γιατί το χαρτοφυλάκιο αγοράς έχει μεγαλύτερο κίνδυνο από το έντοκο γραμματίο δημοσίου άρα και μεγαλύτερη απόδοση.
- § Να αυξάνεται ανάλογα με την στάση του επενδυτή στην αγορά.
- § Να αυξάνεται ανάλογα με την επικινδυνότητα του μέσου κινδύνου επένδυσης της αγοράς αλλά και την ιδιαιτερότητα της κάθε επιχείρησης.

Όταν το ασφάλιστρο είναι υψηλό θεωρείται ότι οι κάτοχοι μετοχών αποζημιώνονται επαρκώς για τον επιπλέον κίνδυνο που έχουν αναλάβει επενδύοντας σε μετοχές αντί για ομόλογα. Σ' αυτή την περίπτωση οι μετοχές θεωρούνται φτηνές. Το αντίθετο συμβαίνει όταν το ασφάλιστρο είναι χαμηλό. Οι μετοχές θεωρούνται συγκριτικά ακριβότερες και επομένως ενδείκνυται η πώλησή τους.

Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να αναφέρουμε την έρευνα του Fernandez (2009), όπου χρησιμοποίησε για τον όρο market risk premium τρεις διαφορετικές έννοιες :

- 1) Απαιτούμενο Risk Premium : είναι η επιπλέον διαφορά της απόδοσης της αγοράς σε σχέση με το επιτόκιο του μηδενικού κινδύνου. Ωστόσο αναφέρει ότι υπάρχουν δύο δυσκολίες στον καθορισμό του Risk Premium α) Το Risk Premium διαφέρει στον κάθε επενδυτή και β) δεν πρόκειται για μια παρατηρήσιμη ποσότητα.

- 2) Ιστορικό Risk Premium : είναι η ιστορική διαφορά της απόδοσης του χρηματιστηρίου σε σχέση με τα treasury bonds.

- 3) Το αναμενόμενο Risk Premium : είναι η αναμενόμενη διαφορά στην απόδοση του χρηματιστηρίου σε σχέση με τα treasury bonds. Σύμφωνα με το CAPM απαραίτητη προϋπόθεση είναι ότι το απαιτούμενο Risk Premium ισούται με το αναμενόμενο Risk Premium . Αν το RF είναι το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk-free rate) των κυβερνητικών χρεογράφων και E(RM) η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς, τότε

$$\text{Αναμενόμενο risk premium} = [E(RM) - RF]$$

2.2 ΤΡΟΠΟΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΟΥ RISK PREMIUM

2.2.1 ΙΣΤΟΡΙΚΟ RISK PREMIUM

Η μέθοδος αυτή προϋποθέτει την έλλειψη ανωμαλιών στην λειτουργία του οικονομικού συστήματος , αλλά κυρίως στην άντληση ιστορικών δεδομένων σε βάθος χρόνου και όχι σε ένα συγκεκριμένο έτος. Χαρακτηριστικό αυτής της μεθόδου είναι ότι η αγορά ύστερα από μια κακή χρονιά θα αποτιμά μια μετοχή υψηλότερα παρά από ότι ύστερα από μια καλή χρονιά όπου το Risk premium θα είναι υψηλότερο.

Υπολογίζεται εμπειρικά συνήθως με μηνιαίες ή εβδομαδιαίες αποδόσεις. Στην παρούσα μελέτη πήραμε μηνιαίες τιμές από 1/01/1990 έως 1/05/2009 και οι οποίες εμφανίζονται στις σελίδες 49 έως 56.

Ιδιαίτερη μνεία γίνεται στην μεθοδολογία που χρησιμοποιούν για τον υπολογισμό του ιστορικού risk premium στην Αυστραλά οι Tim Brailsford, John C. Handley and Krishnan Maheswaran. Συγκεκριμένα εξετάζουν την περίοδο από τον Δεκεμβριο του 1882 μέχρι και τον Δεκέμβριο του 2005. Χρησιμοποιούν 3 διαφορετικούς δείκτες για τρεις διαφορετικές περιόδους όπως τον Commercial and Industrial index από 1882-1936, τον Sydney All Ordinary Shares index από 1936-1979 και τον Australian Stock Exchange All Ordinaries index από 1980-2005. Υπολογίζουν αποδόσεις και αναφέρουν αριθμητικούς και γεωμετρικούς μέσους. Εξετάζουν τον γεωμετρικό μέσο με ενδιαφέρον ωστόσο για τις τελικές τους αποφάσεις χρησιμοποιούν τον αριθμητικό μέσο. Χρησιμοποιούν απλές διαφορές μεταξύ των αποδόσεων σε έναν ευρύ δείκτη από μετοχές και ακολουθούν τα βήματα του Dimson και άλλων και μετρούν το equity premium σχετικά με τα bill και τα bonds. Τέλος οι δείκτες για τις μετοχές και τις αποδόσεις σε bills και bonds τις αναφέρουν σε ονομαστική βάση.

2.2.2 GORDON ΚΑΙ SHAPIRO

Άλλος ένας τρόπος υπολογισμού του risk premium είναι με την εξίσωση του Gordon και Shapiro, η οποία καθορίζει την τιμή της μετοχής προεξοφλώντας τα μερίσματα όταν αυτά αυξάνονται με ετήσιο ρυθμό g κάθε χρόνο:

$P_0 = \text{EPS}_1 / (K_e - g)$ όπου EPS_1 : αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή για ένα χρόνο

P_0 :καθαρή παρούσα αξία από τις μελλοντικές χρηματικές ροές σε χρόνο μηδέν

Αν λύσουμε την εξίσωση ως προς K_e , έχουμε: $K_e = (\text{EPS}_1/P_0) + g$

Όπου K_e είναι η απόδοση που απαιτείται από την αγορά και θα πρέπει να αντιστοιχεί στην απόδοση που αναμένεται από την «αγορά»:

$$K_e = E(RM) = R_F + PM$$

$$\text{Επομένως, } PM = (\text{EPS}_1/P_0) + g - R_F$$

Εφαρμόζοντας τον τελευταίο τύπο στο σύνολο της αγοράς:

$(\text{EPS}_1/P_0) =$ η μέση απόδοση αγοράς με βάση τα μερίσματα

$g =$ η αύξηση των μερισμάτων που αναμένεται από την «αγορά»

$R_F =$ το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου.

Για να υπολογίσουμε την risk premium, το μόνο που πρέπει να κάνουμε είναι να υπολογίσουμε την αύξηση των μερισμάτων που αναμένεται από την «αγορά».

Ωστόσο στην μέθοδο αυτή οι προσδοκίες των επενδυτών δεν είναι ομοιογενείς. Όμως, αφού οι προσδοκίες δεν είναι ομοιογενείς, είναι προφανές πως οι επενδυτές που αναμένουν μεγαλύτερη αύξηση θα έχουν και μεγαλύτερο risk premium.

2.2.3 ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΤΩΝ

Σε έρευνα του Welch το 1997 και το 1998, σχετικά με το ύψος του risk premium, ρωτώντας αρκετούς καθηγητές οικονομικών έλαβε 226 απαντήσεις για το μέσο risk premium (αριθμητικό) όπου ήταν 7% περισσότερο από την απόδοση των μακροπρόθεσμων κυβερνητικών ομολόγων (5,2% αν υπολογιστεί ως γεωμετρικός μέσος). Συνεχίζοντας την έρευνα του το 2001 μεταξύ 510 καθηγητών οικονομικών οι προβλέψεις είναι χαμηλότερες από αυτές που είχαν γίνει μόλις τρία χρόνια νωρίτερα καθώς το risk premium (αριθμητικό) ήταν 5,5% και 4,7% (γεωμετρικό).

Στη μελέτη του Fernandez (2009) για τις εκτιμήσεις επενδυτών και αναλυτών σε πρόσφατες έρευνες αναφέρει τους εξής συγγραφείς :

- Οι Pastor και Strambaugh (2001) πιστεύουν ότι:

Το risk premium υπέστη μεγάλη μείωση τη δεκαετία του '90. Το πρόσφατο συμπέρασμα επηρεάζεται από το ότι το risk premium και η τιμή τείνουν να κινούνται προς διαφορετικές κατευθύνσεις.

- Οι Fama και French (2002)

Υπολογίζουν το risk premium για την περίοδο 1951-2000 ανάμεσα στο 2,55% και το 4,32%. Λένε πως αυτές οι τιμές είναι πολύ χαμηλότερες από την απόδοση των μετοχών σε σχέση με το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (7,43%) επειδή η μείωση του risk premium προκάλεσε αναπάντεχη αύξηση στις τιμές των μετοχών.

- Οι Arnott και Ryan (2001)

Υποστηρίζουν ότι το αναμενόμενο risk premium είναι αρνητικό. Βασίζονται στο συμπέρασμα αυτό το γεγονός ότι οι αποδόσεις των μερισμάτων είναι χαμηλές όπως επίσης και οι προσδοκίες των επενδυτών σχετικά με την αύξηση των μερισμάτων.

- Οι Arnott και Bernstein (2002)

Συμπεραίνουν και αυτοί ότι το αναμενόμενο risk premium είναι αρνητικό ή ίσο με το μηδέν.

2.3 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ

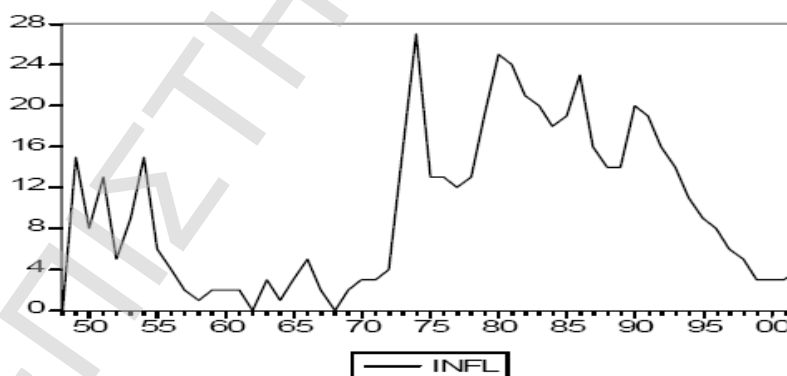
Ο σημαντικότερος παράγοντας της δημιουργίας του υψηλού αυτού πληθωρισμού είναι οι δημοσιονομικές ανισορροπίες. Ο υψηλός πληθωρισμός περιορίζει το πραγματικό εισόδημα των εργαζομένων, μειώνει την αγοραστική τους δύναμη, αποτελεί τροχοπέδη στη συνολική ζήτηση για αγαθά και υπηρεσίες και, κατ' επέκταση, επιδρά αρνητικά στην ανάπτυξη και την κοινωνική ευημερία.

Ο πληθωρισμός στην Ελλάδα την τελευταία 30ετία παρουσίασε τρεις εξάρσεις: το 1979-1980, 1985-1986 και το 1990. Σε όλες αυτές τις περιπτώσεις ήταν τουλάχιστον 20%.

Στο Διάγραμμα 1 παρουσιάζεται ο πληθωρισμός για τα έτη 1948 – 2002. Είναι ιδιαίτερα εμφανείς οι πληθωριστικές πιέσεις κατά το τέλος της δεκαετίας του 1970 αλλά και η αντιστροφή της μακροχρόνιας αυξητικής τάσης από το δεύτερο μισό της δεκαετίας του 1980 και μετά.

Διάγραμμα 1 Πληθωρισμός 1948 - 2002

Διάγραμμα 1 Πληθωρισμός 1948 - 2002



Πηγή: International Financial Statistics CD-ROM.

Σημείωση: INFL Πληθωρισμός %.

Ο πληθωρισμός μειώθηκε δραματικά στην Ελλάδα από περίπου 20% στις αρχές της δεκαετίας του 1990 στο 10% στα μέσα της δεκαετίας του 1990 και στο 3% στα τέλη της ίδιας δεκαετίας, όπως φαίνεται και από τον πίνακα που ακολουθεί.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1: ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΥ

ΕΤΟΣ	ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ
1990	18,0%
1991	11,9%
1992	8,6%
1993	4,5%
1994	5,0%
1995	6,0%
1996	3,4%
1997	4,2%
1998	4,9%
1999	7,8%
2000	9,4%
2001	5,9%
2002	3,8%
2003	3,5%
2004	2,9%
2005	3,5%
2006	6,5%
2007	3,7%
2008	4,2%

Η επιτυχία μείωσης του πληθωρισμού οφείλεται κυρίως στην προσπάθεια της χώρας να επιτύχει τα κριτήρια του Μάαστριχτ για ένταξη στην Ευρωζώνη, μεταξύ των οποίων υπήρξε και ο χαμηλός πληθωρισμός.

2..4 ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΠΙΤΟΚΙΑ

Πολλοί οικονομολόγοι δέχονται ότι βραχυχρόνια, υπάρχει μια αντίστροφη σχέση μεταξύ ανεργίας και πληθωρισμού, δηλαδή όσο μεγαλύτερη είναι η ανεργία τόσο χαμηλότερος είναι ο πληθωρισμός. Υπό αυτή την έννοια, τα δύο αυτά μακροοικονομικά μεγέθη είναι στενά συνδεδεμένα μεταξύ τους. Επίσης, το ονομαστικό επιτόκιο συνδέεται με το πληθωρισμό: υψηλότερος πληθωρισμός συνδέεται με υψηλότερα επιτόκια για να διατηρηθεί αμετάβλητο το πραγματικό επιτόκιο (πραγματικό επιτόκιο = ονομαστικό επιτόκιο - πληθωρισμός)

2.5 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΤΟΚΙΩΝ

Όπως είναι γνωστό, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων ενσωματώνουν τις προσδοκίες της αγοράς σχετικά με:

- § Την διαχρονική εξέλιξη των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων (ως επί το πλείστον, των παρεμβατικών επιτοκίων).
- § Τα επίπεδα του πληθωρισμού μέσο-μακροπρόθεσμα.
- § Διάφορα ασφάλιστρα κινδύνου, που σχετίζονται με τις συνθήκες ρευστότητας στην αγορά, το βαθμό αβεβαιότητας των επενδυτών σχετικά με τον μελλοντικό πληθωρισμό κ.α..

Εμπειρικές μελέτες έχουν επίσης δείξει:

- § Την ύπαρξη θετικής συσχέτισης μεταξύ πληθωρισμού και των μακροπρόθεσμων ομολογιακών αποδόσεων.
- § Την ύπαρξη αρνητικής συσχέτισης μεταξύ της κλίσης της χρονικής διάρθρωσης των επιτοκίων και βασικών δεικτών οικονομικής δραστηριότητας.

Πρακτικά, τα παραπάνω υποδηλώνουν ότι:

- § Μη αναμενόμενα θετικά νέα στο μέτωπο του πληθωρισμού αποτελούν συνήθως θετικά νέα για τις αγορές κρατικών ομολόγων (δηλαδή οδηγούν σε πτώση των μακροπρόθεσμων αποδόσεων) και αντιστρόφως.
- § Μη αναμενόμενα θετικά νέα για την οικονομική δραστηριότητα οδηγούν σε μείωση της κλίσης της χρονικής διάρθρωσης των επιτοκίων και αντίστροφα.

2.6 ΛΟΓΟΙ ΥΠΟΧΩΡΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Σύμφωνα με έκθεση της Διεύθυνσης Οικονομικών Μελετών και Προβλέψεων της Eurobank EFG, οι τρεις κύριοι λόγοι για τους οποίους πέφτουν οι τιμές των μετοχών σε ένα περιβάλλον χαμηλής ανάπτυξης και υψηλού πληθωρισμού είναι:

§ η χειροτέρευση των προσδοκιών για τα εταιρικά κέρδη,

§ η αύξηση στα πραγματικά επιτόκια και

§ η αύξηση του απαιτούμενου ασφαλίστρου των επενδυτών για τις μετοχές

Η έκθεση αναφέρει ότι ο συνδυασμός της επιβράδυνσης στις ανεπτυγμένες οικονομίες, της αύξησης των πληθωριστικών πιέσεων παγκοσμίως και της μεγάλης ανόδου στις τιμές των εμπορευμάτων έχουν ξυπνήσει φόβους για μια πιθανή επανάληψη του φαινομένου του στασιμοπληθωρισμού στην παγκόσμια οικονομία, δηλαδή τη συνύπαρξη χαμηλής ανάπτυξης / ύφεσης και αυξανόμενου πληθωρισμού.

Οι αναλυτές της Eurobank τονίζουν ότι σύμφωνα με την ιστορική εμπειρία από τη δεκαετία του 1970, ένα περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού και χαμηλής ανάπτυξης είναι ιδιαίτερα δυσμενές τόσο για τις μετοχές όσο και για τα ομόλογα. Συγκεκριμένα, τα χρηματιστήρια και οι αγορές ομολόγων στις ΗΠΑ στη διάρκεια της περιόδου 1973-1981 σημείωσαν μέσες ετήσιες απώλειες της τάξης του 4,2% και 4,6% αντίστοιχα σε αποπληθωρισμένους όρους. Οι μόνοι κλάδοι που υπερπήδησαν ήταν αυτοί που αποτελούνταν από εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην παραγωγή πετρελαίου και πρώτων υλών (εταιρείες εξόρυξης και παραγωγής πετρελαίου, εταιρείες παραγωγής μηχανολογικού εξοπλισμού για εξόρυξη και παραγωγή πετρελαίου, ορυχεία χρυσού, μεταλλεία), καθώς ευνοήθηκαν από την αλματώδη αύξηση των τιμών των εμπορευμάτων κατά τη συγκεκριμένη περίοδο. Αντίθετα, οι χειρότερες αποδόσεις παρατηρήθηκαν στα καταναλωτικά προϊόντα και τις καταναλωτικές υπηρεσίες, τους πλέον ευάλωτους κλάδους στον περιορισμό του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος των καταναλωτών, το οποίο επλήγη σημαντικά από τις συνθήκες στασιμοπληθωρισμού που επικράτησαν τη δεκαετία του 1970.

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης της Eurobank, η υποχώρηση στις τιμές των μετοχών σε περιόδους χαμηλής ανάπτυξης και υψηλού πληθωρισμού οφείλεται σε τρεις παράγοντες:

1. Επιδείνωση των προσδοκιών για την εταιρική κερδοφορία:

Η εταιρική κερδοφορία υποχωρεί σημαντικά σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού και χαμηλής ανάπτυξης. Συγκεκριμένα, τα συνολικά κέρδη των αμερικανικών επιχειρήσεων κατά την περίοδο 1973-1981 σημείωσαν μέση ετήσια μείωση της τάξης του 1,9% σε αποπληθωρισμένους όρους, όταν η αντίστοιχη επίδοση για την περίοδο 1990-2008 ήταν αύξηση κατά 4,9%. Κατά την άποψή μας, η επιδείνωση αυτή είναι αποτέλεσμα του συνδυασμού της επιβράδυνσης στη συνολική ζήτηση - καθώς ο πληθωρισμός μειώνει το πραγματικό εισόδημα των καταναλωτών και οδηγεί σε χαμηλότερη ανάπτυξη - και της συρρίκνωσης στα περιθώρια των εταιρικών κερδών. Εκτιμούμε ότι η συρρίκνωση αυτή οφείλεται αφενός στη μείωση της τιμολογιακής δύναμης των εταιρειών λόγω της εξασθένησης της ζήτησης για τα προϊόντα τους και αφετέρου στην αύξηση του κόστους παραγωγής, λόγω αύξησης στις αμοιβές των εργαζομένων, στις τιμές των πρώτων υλών και των χρηματοοικονομικών εξόδων, καθώς οι κεντρικές τράπεζες σε τέτοιες περιόδους αυξάνουν το κόστος χρήματος προκειμένου να καταπολεμήσουν τον πληθωρισμό. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, κάθε μονάδα αύξησης του πληθωρισμού οδηγεί σε μια μείωση του ετήσιου ρυθμού μεταβολής της κερδοφορίας κατά περίπου 1 μονάδα βραχυπρόθεσμα και κατά 2,5 μονάδες μακροπρόθεσμα.

2. Αύξηση στο ασφάλιστρο κινδύνου:

Η μεταβλητότητα στα εταιρικά κέρδη αυξάνεται σημαντικά σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού. Η μεταβλητότητα της κερδοφορίας των αμερικανικών επιχειρήσεων σε αποπληθωρισμένους όρους, η οποία κινήθηκε παράλληλα με το επίπεδο του πληθωρισμού κατά τα τελευταία 50 χρόνια, ήταν διπλάσια κατά την περίοδο 1973-1981 σε σχέση με την περίοδο 1990-2008. Επίσης, η μεταβλητότητα της εταιρικής κερδοφορίας κινήθηκε παράλληλα και με τη μεταβλητότητα στο επίπεδο του πληθωρισμού. Κατά την άποψή μας, η υψηλή αβεβαιότητα που χαρακτηρίζει τα εταιρικά κέρδη σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού και χαμηλής ανάπτυξης αυξάνει το ασφάλιστρο κινδύνου που απαιτούν οι επενδυτές και κατά συνέπεια αυξάνει το επιτόκιο με το οποίο προεξοφλούνται τα μελλοντικά κέρδη. Η αύξηση αυτή οδηγεί σε διόρθωση των τιμών των μετοχών.

3. Αύξηση στα πραγματικά επιτόκια:

Η αύξηση του πληθωρισμού συνοδεύεται κατά κανόνα και από σημαντική αύξηση των πραγματικών επιτοκίων, καθώς οι κεντρικές τράπεζες αυξάνουν τα επιτόκια προκειμένου να καταπολεμήσουν τον πληθωρισμό. Το πραγματικό επιτόκιο παρέμβασης της Fed (η διαφορά μεταξύ ονομαστικού επιτοκίου παρέμβασης και δομικού πληθωρισμού) είχε σημειώσει σημαντική άνοδο κατά τη δεκαετία του 1970 και στις αρχές της δεκαετίας του 1980. Η αύξηση των πραγματικών επιτοκίων οδηγεί σε αύξηση του επιτοκίου προεξόφλησης των μελλοντικών κερδών και κατά συνέπεια σε χαμηλότερες αποτιμήσεις.

Κατά την άποψη της Eurobank, η επανάληψη του φαινομένου της δεκαετίας του 1970 δεν συγκεντρώνει πολλές πιθανότητες, καθώς η τρέχουσα οικονομική συγκυρία διαφέρει αρκετά από αυτήν της δεκαετίας του 1970.

Καταρχήν, η σπειροειδής αύξηση μισθών - τιμών δεν φαίνεται να ενεργοποιείται, αφού αφενός οι αμοιβές σήμερα δεν είναι άμεσα συνδεδεμένες με το επίπεδο του πληθωρισμού όπως κατά τη δεκαετία του 1970, ενώ η επιβράδυνση στις ΗΠΑ και την ευρωζώνη αποτελούν ανασταλτικό παράγοντα για πιθανή αύξηση μισθών στο μέλλον. Επίσης, οι κεντρικές τράπεζες σήμερα είναι σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό προσηλωμένες στην καταπολέμηση του πληθωρισμού σε σχέση με τη δεκαετία του 1970.

Η σημαντικότερη πηγή ανησυχίας κατά την τρέχουσα συγκυρία θεωρείται η αύξηση του πληθωρισμού στις αναπτυσσόμενες οικονομίες και η μετάδοσή του στις ανεπτυγμένες οικονομίες μέσω των εξαγωγών.

Ωστόσο κατά την άποψη της Eurobank ο πληθωρισμός θα παραμείνει σε υψηλά επίπεδα για αρκετό διάστημα και, σε συνδυασμό με τις εντεινόμενες ανησυχίες για μια σημαντική επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, θα συνεχίσει να ταλαιπωρεί τις αγορές και στο δεύτερο εξάμηνο του 2008.

Σύμφωνα λοιπόν με την ιστορική εμπειρία, τα χρηματιστήρια και οι αγορές ομολόγων υποχωρούν σημαντικά σε περιόδους στασιμοπληθωρισμού και η υποχώρηση στις τιμές των μετοχών οφείλεται σε επιδείνωση των προσδοκιών για την εταιρική κερδοφορία, σε αύξηση στα πραγματικά επιτόκια και σε αύξηση στο ασφάλιστρο κινδύνου.

2.7 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ

Η συνέχιση της πτώσης του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών και κατά τις επόμενες δύο συνεδριάσεις μετά από εκείνη της 21ης Ιανουαρίου 2008, σύμφωνα με άρθρο της Καθημερινής με τίτλο «Εκτιμήσεις για ομοιότητες της σημερινής κρίσης του 1987» όταν σημειώθηκε η ένατη χρηματιστηριακή κρίση μετά το 1990, δεν σηματοδοτούσε (άμεσα τουλάχιστον) ευοίωνες εξελίξεις στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Από τις οκτώ προηγούμενες χρηματιστηριακές κρίσεις, οι οποίες ήταν αποτέλεσμα κυρίως αναταράξεων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, μόνο δύο συνοδεύτηκαν από συνεχή πτώση στις επόμενες συνεδριάσεις.

Οι άλλες έξι πτωτικές συνεδριάσεις μετά το 1990, που προκάλεσαν κρίσεις στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, συνοδεύτηκαν από προσωρινή ή συνεχή σχεδόν άνοδο του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, με αποτέλεσμα να καλυφθούν κατά ένα μέρος οι ζημιές που προκλήθηκαν στους επενδυτές από την αρχική μεγάλη πτώση των τιμών. Ωστόσο, ανησυχητική είναι ακόμη η διαπίστωση ότι και οι δύο μεγάλες διεθνείς κρίσεις, όπως και αυτή της 24^{ης} Ιανουαρίου του 2008, που παρέσυραν και την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά και σηματοδότησαν την έναρξη ενός μεγάλου καθοδικού κύκλου, συνοδεύτηκαν από πτωτικές συνεδριάσεις και μάλιστα με ποσοστά πολύ μεγαλύτερα από αυτά που άρχισαν.

Για παράδειγμα, τη «Μαύρη Δευτέρα» της 19ης Οκτωβρίου του 1987, η οποία προκλήθηκε από δραματική πτώση του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης, ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών είχε μειωθεί μόνο κατά -2,2%, αλλά, μετά την επαναλειτουργία του Χρηματιστηρίου Αθηνών στις 26 Οκτωβρίου, η πτώση αυτή ήταν -12,6%, η οποία συνοδεύτηκε και από άλλες που έφτασαν έως το -22,4% (26 Νοεμβρίου 1987). Επίσης, την άλλη «Μαύρη Δευτέρα» της 21ης Σεπτεμβρίου του 1999, η πτώση ήταν -4,91%, η οποία συνοδεύτηκε από άλλες που έφτασαν έως το -9,17%.

Η τελευταία μάλιστα χρηματιστηριακή κρίση συνοδεύτηκε στην αρχή από μικρές διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών και στη συνέχεια (κυρίως από την άνοιξη του ίδιου χρόνου) από το γνωστό χρηματιστηριακό παροξυσμό που οδήγησε στην

ιλιγγιώδη αύξηση του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών έως τις 17 Σεπτεμβρίου 1999 και στη θεαματική πτώση του μετά τις 21 Σεπτεμβρίου 1999.

Πάντως, επισημαίνεται ότι αυτές οι χρηματιστηριακές κρίσεις ή απότομες διακυμάνσεις που προκαλούνται στην ελληνική και διεθνή χρηματιστηριακή αγορά από διάφορα αίτια και αφορμές, είναι συνήθεις σε όλους σχεδόν τους καθοδικούς κύκλους, όπως είναι ο σημερινός 13ος μετά το 1970. Η έως τώρα εμπειρία από τους προηγούμενους χρηματιστηριακούς κύκλους καταδεικνύει ότι, όπως δημιουργούνται αναταράξεις από διάφορα αίτια και αφορμές, έτσι προκαλούνται και χρηματιστηριακοί «πυρετοί» από άλλα αίτια και αφορμές. Για το λόγο αυτό οι επενδύσεις σε μετοχές απαιτούν κυρίως ψυχραιμία, νηφαλιότητα και προσοχή.

2.8 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ Η ΟΜΟΛΟΓΑ

Τα ομόλογα βραχυπρόθεσμα υπεραποδίδουν έναντι των μετοχών, ωστόσο οι μετοχές αποδίδουν μακροπρόθεσμα σύμφωνα με άρθρο που δημοσιεύθηκε στην εφημερίδα Καθημερινή στις 11-12-2008 με θέμα «Επενδύσεις». Έτσι, πριν από κάθε τοποθέτηση χρημάτων πρέπει να ληφθούν υπόψη οι προσδοκίες, οι αποδόσεις, η διάρκεια και το ρίσκο του κάθε επενδυτικού προϊόντος.

Βασικός επενδυτικός κανόνας είναι η δημιουργία του «ιδανικού χαρτοφυλακίου» του κάθε επενδυτή. Μέχρι να ανακαλυφθεί το μοντέλο πρόγνωσης της πορείας των μετοχών, καλό θα ήταν να υπάρχει διασπορά μετοχών και ομολόγων στο χαρτοφυλάκιο, με γνώμονα τη διάρκεια της επένδυσης αλλά και το ύψος του κινδύνου.

Σε διάρκεια 10 ετών, η ιστορία έχει δείξει πως ενώ οι μετοχές δίνουν μεγάλη απόδοση έναντι των ομολόγων, υπάρχει και η περίπτωση να συμβεί το αντίθετο. Ο λόγος είναι ότι οι μετοχές υπερεκτιμούνται. Για παράδειγμα, στην ιστορία τους οι χρηματιστηριακές αγορές, παγκοσμίως, έχουν γνωρίσει τις λεγόμενες «φούσκες», οι οποίες όταν, ξαφνικά, σκάσουν παρασύρουν τις μετοχές σε πολύ χαμηλά επίπεδα από την τιμή αγοράς τους, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να έχουν μεγάλες ζημιές.

Ένα επιπλέον στοιχείο, που μας έχει διδάξει η ιστορία, είναι ότι οι μετοχές ανακάμπτουν άσχετα αν είναι υπερτιμημένες, ξεπερνώντας τις αποδόσεις των ομολόγων. Αυτό όμως δεν σημαίνει ότι οι υψηλές αποδόσεις των μετοχών είναι

εγγυημένες. Για παράδειγμα, αν ο ορίζοντας επένδυσης ξεπερνά τα 20 έτη τότε τα ομόλογα θα δώσουν τη μεγαλύτερη απόδοση.

Σύμφωνα με το περιοδικό Fortune, οι επενδυτές θα πρέπει να επιλέγουν μετοχές που παρουσιάζουν ισχυρή κερδοφορία και ταυτόχρονα μεγάλη γεωγραφική διασπορά (εκτός ΗΠΑ) στις πηγές εσόδων τους. Επίσης, σύμφωνα με τον αναλυτή επενδύσεων της Deutsche Bank Alex. Brown, Λάρι Άνταμ, θα πρέπει να επενδύει κανείς σε μετοχές εταιρειών που δραστηριοποιούνται σε τομείς που πωλούν όσα χρειάζονται οι άνθρωποι και όχι όσα επιθυμούν, όπως είναι ο τομέας υγείας και οι τράπεζες.

2.9 ΟΙ ΠΡΟΤΙΜΗΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΛΛΗΝΩΝ ΣΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Ενδιαφέρον αποτελεί η απόκλιση που παρατηρείται μεταξύ του επιθυμητού και του πραγματικού σε ότι αφορά στις επενδυτικές επιλογές. Σύμφωνα, με έρευνα της GfK Market Analysis, αν ο Έλληνας είχε 50.000 ευρώ διαθέσιμα, τότε θα προτιμούσε να τα επενδύσει ως εξής:

- § 33% σε κατάθεση σε τραπεζικό λογαριασμό (ταμιευτήριο ή τρεχούμενο)
- § 10% σε ασφάλειες ζωής
- § 6% σε πρόγραμμα συνταξιοδότησης
- § 8% σε ομόλογα
- § 6% σε μετοχές
- § 3% σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια
- § 3% σε άλλα αμοιβαία κεφάλαια
- § 31% σε άλλες επενδύσεις.

Όμως, το 68% των Ελλήνων προτιμά τις τραπεζικές καταθέσεις και το 23% τα ασφαλιστήρια ζωής. Υψηλό είναι το επίπεδο προτίμησης σε επενδύσεις στο Χρηματιστήριο (μετοχές) με ποσοστό 14%.

2.10 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ RISK PREMIUM

Εξετάσαμε ιστορικά RP με rolling window βασισμένα σε μηνιαίες παρατηρήσεις . Από 01-01-1990 έως 01-05-2009 (όλο το δείγμα) για το RP σαν αριθμητικός μέσος υπολογίστηκε στο 0,38%.

Συμβολίσαμε με 1YRP,3YRP και 5YRP τα ετήσια, τριετή και πενταετή RP αντίστοιχα. Στην προσπάθεια μας να εξεταστεί το 3month historical monthly risk συναντήσαμε δυσκολίες στην ανάλυση των αποτελεσμάτων λόγω της έντονης μεταβλητότητας και του μικρού χρονικού διαστήματος μας . Εξετάζοντας το 1 YRP εντοπίσαμε το μέσο όρο του excess return ετησίως. Τα υπό εξέταση δεδομένα ξεκινούν από 01-01-1991 και τελειώνουν την 01-05-2009.Αναλυτικότερα το 1 YRP του 1991 δηλώνει το excess return από την 01-01-1990 μέχρι και την 01-01-1991.Συγκεκριμένα παρατηρήθηκε κατά την ανάλυση των δεδομένων του διαγράμματος (2) το μεγαλύτερο θετικό 1 YRP σε ποσοστό 8,44% στις 01-10-2009.Αυτό οφείλεται κυρίως στις θετικές προσπάθειες της Ελλάδας για την ένταξη της στη ONE, στην υποτίμηση της δραχμής και τέλος στην σημαντική προσέλκυση ξένων θεσμικών επενδυτών στο Ελληνικό Χρηματιστήριο. Αντιθέτως το μικρότερο αρνητικό 1 YRP εντοπίστηκε την 01/01/2009 σε ποσοστό -8,23%. Η κατάρρευση της Lehman Brothers, μεγάλης επενδυτικής τράπεζας της ΗΠΑ, το 2008 καθώς και η διεθνής οικονομική κρίση δεν άφησε ανεπηρέαστη και την Ελληνική Οικονομία. Έχοντας ως σκοπό να εξετάσουμε το 3 YRP το πρώτο βήμα που έγινε ήταν να υπολογιστεί η χρονική περίοδος που να εσωκλείει 3 χρόνια .Από τα αποτελέσματα καταλήξαμε στο θετικό 3YRP την 01-12-1999 σε 5,13%.Μελετώντας τα στοιχεία των προηγούμενων χρόνων (1998,1997 και 1996) παρατηρούμε ότι το 1996 επιτεύχθηκε ένας πιο ποιοτικός χρηματιστηριακός κύκλος. Μετά το σκάνδαλο της Δέλτα Χρηματιστηριακής ,(1997) παρουσιάστηκε σημαντική αύξηση των συναλλαγών στο ΧΑΑ .Από την άλλη πλευρά το μικρότερο 3 YRP εμφανίστηκε την 01-04-2003.Εξετάζοντας τα προηγούμενα 3 χρόνια αξίζει να σημειωθεί ότι το έτος 2000 είναι η αρχή ενός πτωτικού χρηματιστηριακού κύκλου λόγω υπερτίμησης των μετοχών. Παράλληλα η τρομοκρατική επίθεση της 11ης Σεπτεμβρίου του 2001 συνέχισαν το δυσμενές αυτό κλίμα.

Κλείνοντας το 5YRP βρέθηκε υπολογίζοντας την κάθε πενταετία του excess χωριστά. Το μεγαλύτερο 5YRP διαπιστώθηκε την 01-01-2000 με ποσοστό 2,74%. Η ψήφιση νομοθετικών διατάξεων όπως ο Ν.2396 περί Εταιριών Παροχής

Επενδυτικών Υπηρεσιών έφερε εμπιστοσύνη στη χρηματιστηριακή αγορά το 1996. Ένα έτος αργότερα το ΧΑΑ γνώρισε την μεγαλύτερη ανάπτυξη της ιστορίας του η οποία κράτησε έως το 1999. Τόσο οι νέοι επενδυτές, όσο και ο μεγάλος όγκος συναλλαγών ήταν μόνο μερικά από τα θετικά στοιχεία που επέφεραν την άνοδο. Η Ιρακινή εισβολή στο Κουβέιτ, η πτωτική τάση που επικρατούσε στις διεθνείς αγορές λόγω της οικονομικής ύφεσης της περιόδου 1991-1992 καθώς και τα φαινόμενα κερδοσκοπίας στις τιμές μετοχών του κλάδου των κατασκευών οδήγησε την 01-07-1995 το 5YRP να έχει μειωθεί σε ποσοστό ίσο με -1,93%.

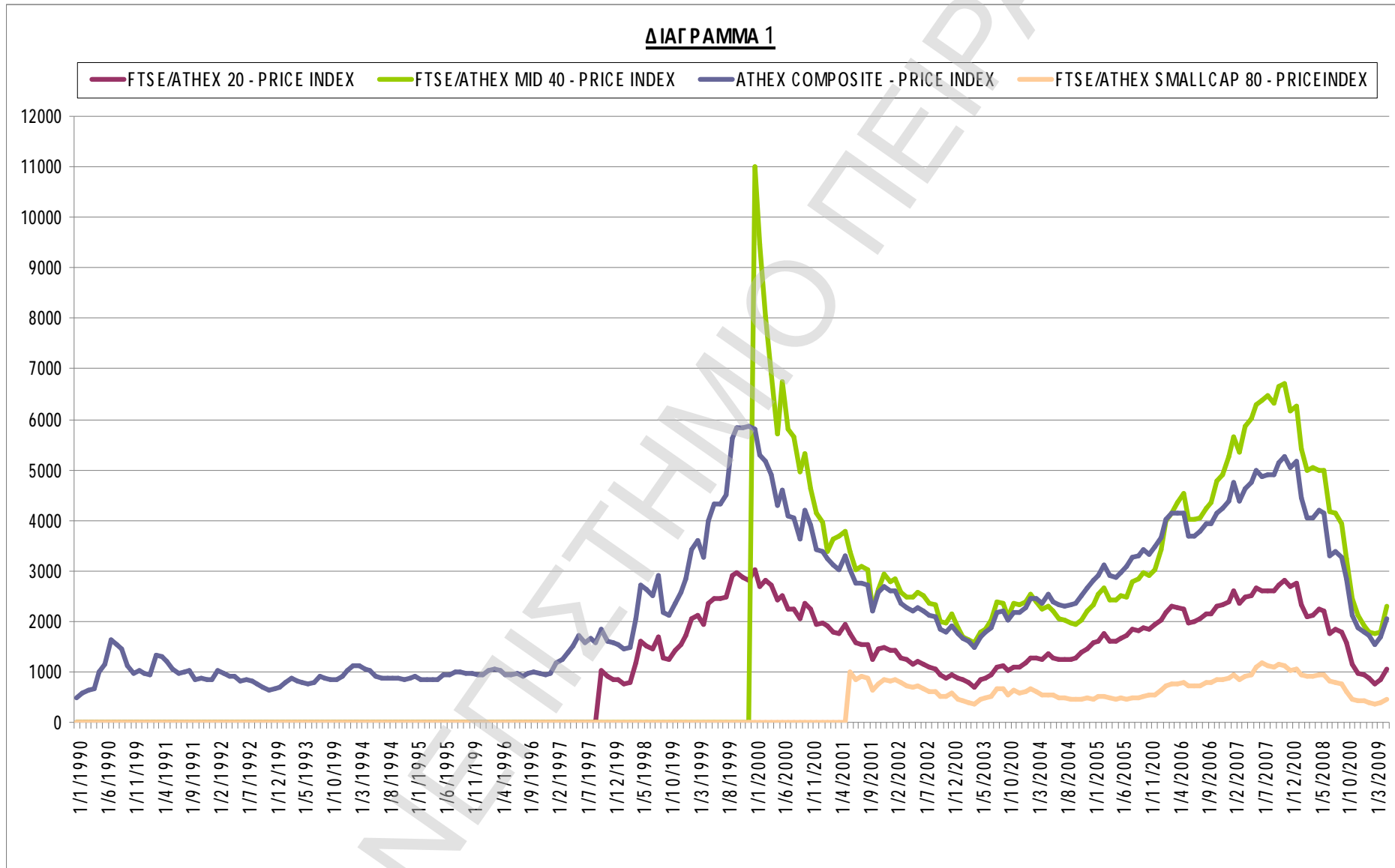
2.11 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

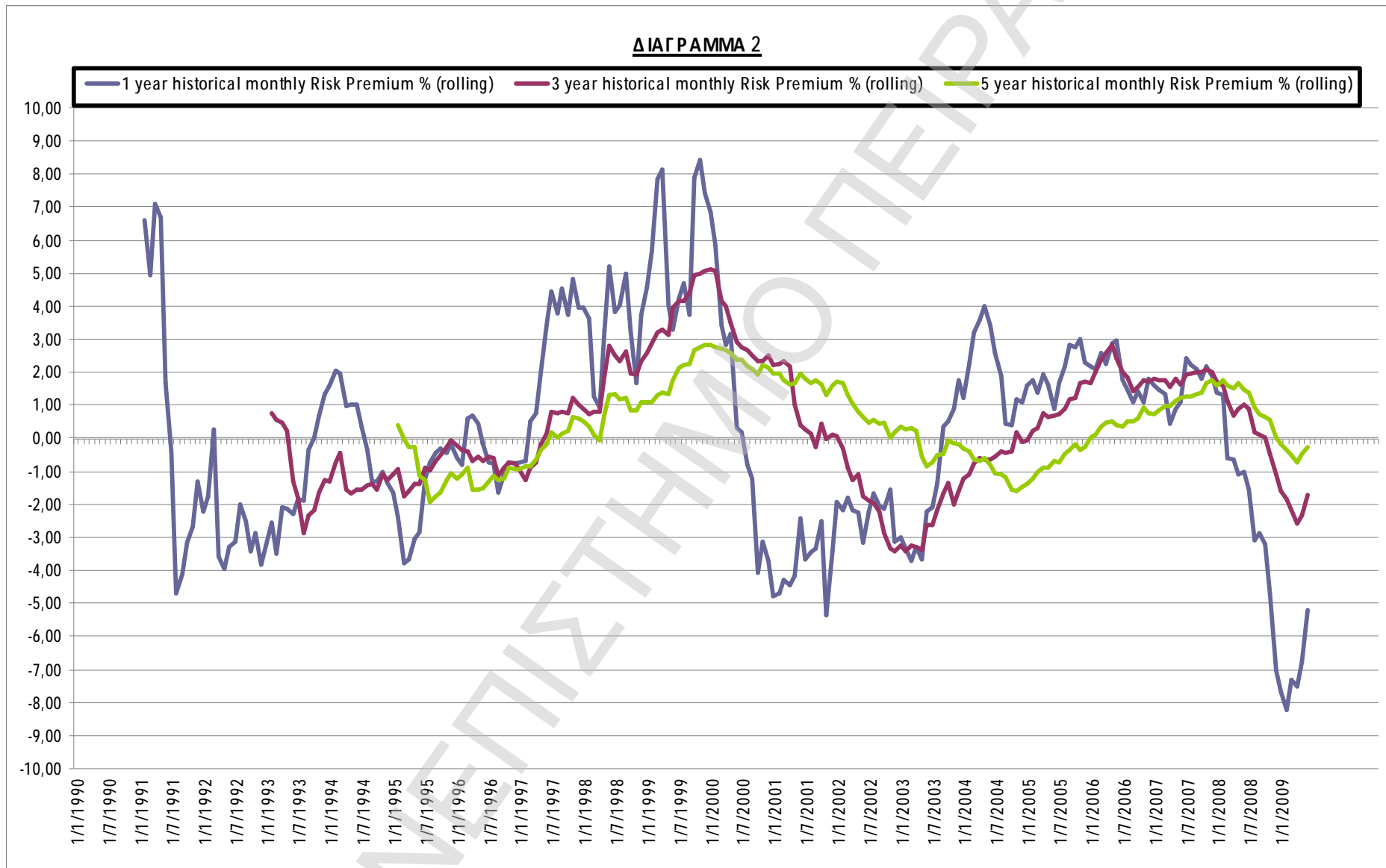
Στην παρούσα μελέτη ασχοληθήκαμε με την πορεία του Ελληνικού Χρηματιστηρίου από την ίδρυση του ως σήμερα. Αναφερθήκαμε στις σημαντικές χρηματοοικονομικές εξελίξεις που διαδραματίστηκαν στον Ελλαδικό χώρο.

Στη συνέχεια αναλύσαμε την έννοια του market risk premium όπως εμφανίζεται σε διάφορες μελέτες, καθώς και τους τρόπους υπολογισμού του. Έχοντας εντοπίσει τις μεθόδους υπολογισμού του risk premium επιλέξαμε την μέθοδο των ιστορικών δεδομένων από 01-01-1990 έως 01-05-2009.

Αξιοσημείωτο είναι ότι οι εξεταζόμενες περιόδους θα πρέπει να είναι μεγαλύτερες από ένα ή δύο έτη ακόμα και από μία δεκαετία λόγω του ότι οι αγορές είναι μεταβαλλόμενες και επηρεάζονται από πολλούς παράγοντες. Όσο λιγότερο ριψοκίνδυνος είναι ο επενδυτής και όσο πιο ασταθές είναι το οικονομικό περιβάλλον (υψηλή διακύμανση) τόσο μεγαλύτερο είναι το απαιτούμενο ασφάλιστρο κινδύνου.

Κλείνοντας ιδιαίτερο ενδιαφέρον προκαλεί το γεγονός ότι κάθε επενδυτής δεν αντιπροσωπεύει τις ίδιες προσδοκίες. Με άλλα λόγια τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών δεν περιλαμβάνουν ούτε τον ίδιο αριθμό μετοχών αλλά ούτε και τις ίδιες μετοχές. Ως αποτέλεσμα αυτής της διαφοροποίησης, οι επενδυτές θα είχαν χαρτοφυλάκια που θα αποτελούνταν από χρεόγραφα μηδενικού κινδύνου.





ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΑΝΑΦΟΡΕΣ

- Dampdaran, A., 1999 Estimating Equity Risk Premiums. Stern School of Business working papers.
- Damodaran, A., 2008 Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications. Stern School of Business working papers.
- Dimson, Elroy, Marsh, Paul and Staunton, Mike., 2003. Global Evidence on the Equity Risk Premium. LBS, Institute of Finance and Accounting Working Paper N.IFA 385
- Ibbotson, R. G. and Goetzman, W. N., 2005. History and the Equity Risk Premium. Yale ICF Working Paper No. 05-04.
- Tim Brailsford, T., Handley, J.C. and Maheswaran, K., 2008. Re-examination of the historical equity risk premium in Australia. Accounting & Finance 48, 73-97
- Fernandez, P., 2009. The equity premium: Historical, expected, required and implied. Universia Business Review 21, 56-65
- Rajnish Mehra, 2008. Handbook of the equity risk premium. Elsevier
- Black Ken, What is Risk Premium?, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: <http://www.wisegeek.com/what-is-risk-premium.htm>, ανακτήθηκε στις 08/05/2009.
- Kontogiannis Dimitris, A First Look at Greek Financial Markets in 2002, Tuesday, January 15, 2002, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.greekworks.com/content/index.php/weblog/extended/a_first_look_at_greek_financial_markets_in_2002, ανακτήθηκε στις 10/05/2009.
- Βαλαωρίτης Ι. Α., 1903 Ιστορία της Εθνικής Τραπέζης της Ελλάδος (1842-1902), Αθήνα.
- Βαξεβανόγλου Αλίκη, 1994 Οι Έλληνες Κεφαλαιούχοι (1900-1940), εκδόσεις Θεμέλιο,

- Βουρνός Τ.,1999. Ιστορία της Νεώτερης και Σύγχρονης Ελλάδος, Αθήνα.
- Δερτιλής Γ., Το ζήτημα των τραπεζών 1871-1873.
- Δρίτσα Μ., Βιομηχανία και τράπεζες στην Ελλάδα του Μεσοπολέμου.
- Eurobank: ο πληθωρισμός θα μείνει, αλλά δεν είμαστε στο 1970, 30 Ιουνίου 2008, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: <http://www.protothema.gr/content.php?id=11147>, ανακτήθηκε στις 09/05/2009.
- Επενδυτικό Λεξικό Όρων, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: http://www.grinvest.gr/cms/index.php?option=com_glossary&func=display&letter=All&Itemid=74&catid=21&page=37, ανακτήθηκε στις 08/05/2009.
- Έρευνα της GfK Market Analysis 2006 και έντυπη έκδοση της «Καθημερινής», www.kathimerini.gr με πληροφορίες από CnnMoney.com,
- Ερμούπολη της Σύρου, εκδόσεις Εμπορικής Τράπεζας.
- Η Ελλάδα των Βαλκανικών πολέμων,1995 εκδόσεις ΕΛΙΑ, Αθήνα,
- Ιστορία του Ελληνικού Έθνους,1977 εκδοτική Αθηνών, Αθήνα.
- Κοκινάκης Ι.,1999 Νόμισμα και πολιτική στην Ελλάδα 1830-1910, Αλεξάνδρεια.
- Κοσμά Όλγα, Σιμιντζή Έλενα, Χαρδούβελης Γκίκας, Ο Πληθωρισμός για Διαφορετικές Εισοδηματικές Τάξεις και η Εισαγωγή του Ευρώ διαθέσιμο, στο διαδικτυακό τόπο: http://www.euro2day.gr/dm_documents/020507_efg.doc, ανακτήθηκε στις 10/05/2009.
- Κρεμμύδας Β. και συνεργάτες, 2000 Εισαγωγή στη Νεοελληνική Οικονομική Ιστορία (18ος-20ος αι.), Αθήνα.
- Κωστής Κ., Οι τράπεζες και η κρίση 1929-1932,1986. Ιστορικό Αρχείο, έκδοση Εμπορικής Τράπεζας της Ελλάδος.

- Λιάκος Α.,1993 Εργασία και πολιτική στην Ελλάδα του μεσοπολέμου, Ίδρυμα Έρευνας και Παιδείας της Εμπορικής Τράπεζας της Ελλάδος.
- Μακρυγιάννης Ν.,1999. Οι πρωθυπουργοί της Ελλάδος, ΑθήναΜαρκεζίνης Σ., Πολιτική Ιστορία της Νεωτέρας Ελλάδος, Αθήνα.
- Μονοκρούσος Πλάτων, 2009 Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές, Πρόσφατες Εξελίξεις και Προοπτικές στις Αγορές Κυβερνητικών Ομολόγων, Τόμος IV, Τεύχος 2, .
- Νικολαΐδης Ν.,1908 Χρηματιστική Κλεις, Αθήνα.
- Παπαγιαννάκης Λ., Οι ελληνικοί σιδηρόδρομοι 1882-1910.
- Παπαϊωάννου Θ., 1984 Ενθύμιον Αθηνών, εκδόσεις Γνώση, Αθήνα.
- Πλατανόπουλος Μ., 1976 Εκατονταετηρίς του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, έκδοση Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, Αθήνα,
- Ρηγίνου Μ., Κίνηση συναλλαγμάτων και νομισμάτων.
- Σιάτρας Γιάννης, Μιχαλοπούλου Εύα,2001. Τα 125 χρόνια του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, έκδοση Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών Α.Ε., Αθήνα.
- Στεργίου Δ., 2000.Της Σοφοκλέους το κάγκελο, εκδόσεις Παπαζήση .
- Στεργίου Δημήτρης,2009 Τα μαθήματα από προηγούμενες χρηματιστηριακές κρίσεις, Αθήνα, 24/01/2008, διαθέσιμο στο διαδικτυακό τόπο: <http://www.greekin insight.com/?conID=6228#>,
- Σύγχρονη Ιστορία της Ελλάδος του 20ού αιώνα,2000 εκδόσεις Απαρχές, Αθήνα.
- Τα πρώτα πενήντα χρόνια της Τράπεζας της Ελλάδος,1978 έκδοση Τράπεζας της Ελλάδος.
- Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, Επετηρίδα 1915.
- Ψαλιδόπουλος Μ., 1989. Η κρίση του 1929 και οι Έλληνες οικονομολόγοι, Αθήνα.