

## ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

### Το Σκηνικό των «Επιφυλακτικών»

#### Διαθέσεων Παραμένει.

#### Αλλά για Πόσο Καιρό Ακόμη;

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (\*)

Ένα βασικό ερώτημα το οποίο απασχολεί σήμερα την ευρύτερη επενδυτική κοινότητα **συνδέεται με το χαρακτήρα της φάσης την οποία διανύει η εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά στα πλαίσια του γενικότερου χρηματιστηριακού της κύκλου** : Με απλά λόγια, έχει εισέλθει η Ελληνική Αγορά Μετοχών σε ένα μακροπρόθεσμο ανοδικό κανάλι, μετά τη συνεχή πτώση της χρονικής περιόδου «φθινόπωρο 1999 – άνοιξη 2003»; Αν όχι, μήπως η μερική ανοδική εκτόνωση των τελευταίων 12 μηνών περίπου, αποτελεί το λεγόμενο “bear market rally” μέσα σε ένα μακροπρόθεσμο καθοδικό κανάλι, το οποίο θα υφίσταται για αρκετό καιρό ακόμη, ίσως και χρόνια; Ή μήπως η εγχώρια αγορά μετοχών μετά από την απότομη προσγείωσή της, εισήλθε από τα μέσα του 2003 σε μία παρατεταμένη φάση ταλαιπωρίας, η οποία δεν θα τελειώσει παρά μόνο όταν επιστρέψει η ευρεία επενδυτική μάζα που διαδραμάτισε πρωταγωνιστικό ρόλο την περίοδο 1997 – 1999; Η μάζα αυτή - που αποτελείται από ιδιώτες επενδυτές - σήμερα απέχει, καθώς δείχνει να «επηρεάζεται» σε μεγάλο βαθμό από το ζήτημα της αναξιοπιστίας του χρηματιστηριακού θεσμού.

Η απάντηση στο παραπάνω τρίπτυχο ερώτημα είναι ιδιαίτερα δύσκολη, καθώς προς το παρόν εμφανίζονται μία σειρά από παράγοντες που καθιστούν όλα τα σενάρια πιθανά και εξίσου τεκμηριωμένα. Βέβαια σε κάθε χρηματιστηριακή συγκυρία υπάρχει, πάντα, και ο «άυλος» παράγοντας που αποκαλείται επενδυτική ψυχολογία, ο οποίος μπορεί κάθε φορά να ανατρέπει πιθανότητες και να επιβάλλει το δικό του – ευνοϊκό ή αρνητικό - ρόλο στα χρηματιστηριακά δρώμενα.

---

## Το Σκηνικό της Συγκρατημένης Αισιοδοξίας

---

Πάντως, στην παρούσα φάση, το σκηνικό το οποίο διαγράφεται για το Ελληνικό Χρηματιστήριο και για την πορεία του κατά τους επόμενους μήνες χαρακτηρίζεται από μία συγκρατημένη και μάλλον «επιφυλακτική» αισιοδοξία. Οι κυριότεροι παράγοντες οι οποίοι θα μπορούσαν να συντηρήσουν τις μέτριες συγκινήσεις που έως σήμερα έχουν γευθεί οι επενδυτές στη χρηματιστηριακή αγορά είναι οι ακόλουθοι:

- Ο **ρυθμός ανάπτυξης των τραπεζικών κερδών** κατά την περίοδο 2004 / 2003 εκτιμάται θετικός, αλλά αναμένεται να μειωθεί σε σύγκριση με το ρυθμό ανάπτυξης της περιόδου 2003 / 2002. Παρά τις εκπλήξεις κερδοφορίας που σημειώθηκαν στο α' 3μηνο του 2004 (όπως για παράδειγμα από τις Alpha Bank, Εθνική Τράπεζα, Τράπεζα Πειραιώς, κ.λ.π.), εξακολουθούν να υπάρχουν ερωτήματα σχετικά με το βαθμό στον οποίο οι Ελληνικές τράπεζες θα συνεχίζουν να αυξάνουν σημαντικά και σε βάθος χρόνου τα κέρδη τους, χωρίς να αλλοιώνουν την ποιότητα των εν λόγω κερδών ή τη συμμετοχή των λειτουργικών τους εργασιών στη διαμόρφωση της κερδοφορίας τους.

- Σε γενικές γραμμές, κατά την περίοδο 2003 / 2002, το λεγόμενο **“EPS growth” (ρυθμός ανάπτυξης κερδών ανά μετοχή) της Ελληνικής αγοράς**, αν και εμφανίστηκε θετικό, εντούτοις η διαμόρφωσή του επηρεάστηκε κυρίως από την πορεία των τραπεζικών κερδών. Είναι ενδεικτικό ότι οι εταιρίες μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης παρουσίασαν μείωση στα λειτουργικά τους κέρδη, και εάν δεν υπήρχαν διάφορα έκτακτα έσοδα (όπως πωλήσεις θυγατρικών, αποσχίσεις, συναλλαγές sale & lease back, κ.λ.π.), η κατάσταση στο “bottom line” θα μπορούσε να ήταν χειρότερη. Συνεπώς εύλογα κάποιος αναρωτιέται, ως προς το πόσο εύκολο είναι να αντιστραφεί η παραπάνω κατάσταση κατά τη χρήση του 2004, όταν μάλιστα, τέτοιου είδους «έκτακτα» φαινόμενα εξακολουθούν να υπάρχουν στον ορίζοντα;

- Από την άλλη πλευρά, οι **σημειώσεις των Ορκωτών Ελεγκτών** στις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις των εισηγμένων εταιριών παραμένουν «απλούς», ενώ φαίνεται να αργεί ακόμη η πλήρης προσαρμογή των χρηματοοικονομικών τους στοιχείων στα διεθνή λογιστικά πρότυπα. Οι δύο αυτοί παράγοντες ενισχύουν την πιθανότητα αρνητικών εκπλήξεων σε εταιρίες που παρουσιάζουν υστέρηση στη διενέργεια αποσβέσεων, προβλέψεων, ή που διατηρούν σημαντικές υποαξίες στα περιουσιακά τους στοιχεία.

- Οι δε **πραγματικοί** – και όχι ονομαστικοί - **δείκτες αποτίμησης των εισηγμένων εταιριών**, εάν ληφθούν υπόψη τα καθαρά τους κέρδη (γνωστά και ως “clean profits”, τα οποία δύναται να εξαχθούν μετά από τις σημειώσεις των Ορκωτών Ελεγκτών στις λογιστικές καταστάσεις), εμφανίζονται ιδιαίτερα υψηλοί, κυρίως για τις μετοχές των εταιριών της μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης.

- Μετά την αναβάθμιση του Ελληνικού Χρηματιστηρίου σε ώριμη αγορά πριν από 3 περίπου χρόνια, οι **ξένοι θεσμικοί επενδυτές** επανέρχονται δειλά δειλά και δείχνουν ιδιαίτερα προσεκτικοί απέναντι στις Ελληνικές μετοχές. Στα πλαίσια αυτά, έχουν συγκρατημένα – μόνον - αυξήσει το ενδιαφέρον τους για τα εγχώρια blue chips, ενώ εξετάζουν με αργούς στις αποφάσεις τους ρυθμούς, και ορισμένες εταιρίες μεσαίας κεφαλαιοποίησης, ίσως για μία πιθανή τοποθέτηση των κεφαλαίων τους στο μέλλον.

- Ως συνέχεια του αμέσως προηγούμενου παράγοντα, θα πρέπει να αναφερθεί το ιδιαίτερα ανησυχητικό φαινόμενο της **ελαχιστοποίησης του ενδιαφέροντος** των Ελλήνων και ξένων θεσμικών επενδυτών **για σχεδόν οτιδήποτε έχει σχέση με μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης** στην Ελληνική αγορά. Το φαινόμενο αυτό σε συνδυασμό με την αποχή των ιδιωτών επενδυτών έχει – ως γνωστόν - οδηγήσει την εμπορευσιμότητα των «μικρών» μετοχών στο ναδίρ.

- Η **χαμηλή εμπορευσιμότητα της πλειοψηφίας των μετοχών** αποτελεί επίσης ανασταλτικό παράγοντα για όλους τους επενδυτές στην προσπάθειά τους να πραγματοποιήσουν μία επένδυση με προοπτική χρόνου και δυνατότητα ευχέρειας στην είσοδο και την έξοδο των κεφαλαίων τους. Η χαμηλή εμπορευσιμότητα είναι επίσης – ίσως το μεγαλύτερο – πρόβλημα για τους βραχυχρόνιους επενδυτές ή κερδοσκόπους που αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα στη δομή της χρηματιστηριακής αγοράς και οι οποίοι – σχεδόν πάντα - πρωταγωνιστούν σε περιόδους ανόδου των τιμών.

- Όσον αφορά στο γνωστό μεγάλο στοίχημα της Ελλάδας, θα πρέπει να σημειωθεί ότι ενώ έχουν ήδη προεξοφληθεί οι όποιες θετικές επιδράσεις σε επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης εταιριών και κλάδων λόγω των **Ολυμπιακών Αγώνων**, εντούτοις δεν φαίνεται να έχουν προεξοφληθεί και όλες οι πιθανές αρνητικές επιπτώσεις από αυτό το γεγονός, όπως για παράδειγμα μια διατηρούμενη υποχώρηση της οικοδομικής και κατασκευαστικής δραστηριότητας στην οικονομία.

- Τέλος, οι **συνθήκες της πραγματικής οικονομίας** (κατανάλωση, διαθέσιμο εισόδημα, κ.λ.π.) βελτιώνονται – στην καλύτερη περίπτωση - με αργούς ρυθμούς, ενώ οι ονομαστικές μακροοικονομικές επιδόσεις μάλλον δεν θα πρέπει να αναμένονται καλύτερες των προηγούμενων ετών. Παράλληλα, η διεθνής τάση των επιτοκίων – που προεξοφλείται από τα προθεσμιακά συμβόλαια ως ανοδική - δεν βοηθά στην εξυγίανση των Ελληνικών επιχειρήσεων, πολλές εκ των οποίων «υποφέρουν» κατά την εξυπηρέτηση των δανειακών τους υποχρεώσεων.

---

### **Οι Πιθανότητες Δραματικής Αλλαγής του «Επιφυλακτικού» Σκηνοικού**

---

Με τα μέχρι στιγμής δεδομένα, και σε μία περίοδο όπου το Ελληνικό Χρηματιστήριο αποτελεί σχεδόν αποκλειστικό αντικείμενο ενασχόλησης των επαγγελματιών της αγοράς, μία δραματική αλλαγή του παραπάνω σκηνοικού μάλλον θα αποτελούσε έκπληξη και θα είχε ως προϋπόθεση μεγαλύτερες προσδοκίες τόνωσης των επιχειρηματικών κερδών σε ευρύτερες ομάδες εταιριών και όχι μόνο στις εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης. Επίσης μία τέτοια έκπληξη, θα απαιτούσε τη βελτίωση της ποιότητας και διαφάνειας των επιχειρηματικών κερδών, στοιχεία τα οποία σήμερα εκλείπουν με αποτέλεσμα να δημιουργούνται αντίστοιχα προβλήματα και να «ταλαιπωρείται» η εγχώρια αγορά μετοχών. Όμως, η ιστορία των χρηματιστηριακών κύκλων έχει δείξει ότι κανένας θεμελιώδης παράγοντας δεν μπορεί να εμποδίσει την άνοδο μιας αγοράς όταν η ψυχολογία μεταστρέφεται προς μία θετική κατεύθυνση, συνήθως χωρίς προειδοποίηση και με απρόβλεπτο τρόπο. Συνεπώς δεν θα πρέπει να αποκλείεται μία τέτοια πιθανότητα στο μέλλον, χωρίς κανείς να παραγνωρίζει το γεγονός ότι αυτήν τη χρονική στιγμή «εναντιώνονται» αρκετοί παράγοντες στην υλοποίηση ενός τέτοιου σεναρίου. Τέλος ως πρόσθετη παρατήρηση, θα πρέπει να σημειωθεί ότι ακόμη και σε αυτό το σκηνοικό της συγκρατημένης αισιοδοξίας, δεν αποκλείεται να διακριθούν - μετά από αρκετά χρόνια χρηματιστηριακής δυσπραγίας - οι μετοχές αρκετών εταιριών μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης με αξιόλογα θεμελιώδη μεγέθη, παρά το γεγονός ότι αυτές σήμερα αποτελούν τη συντριπτική μειοψηφία της αγοράς.

(\*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών  
“VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”

**Value Invest - [www.valueinvest.gr](http://www.valueinvest.gr)  
Investment Research & Analysis Journal - [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr)**

---

**Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη**

---

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειριστατωμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρος του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερος δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκίων οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υπονήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημιές, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίσθηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.