

ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ

Οι κυριότερες οικονομικές εξελίξεις την περίοδο που διανύουμε σχετίζονται με την ψήφιση του Μεσοπρόθεσμου προγράμματος καθώς και με τις συζητήσεις για το νέο δάνειο προς την Ελλάδα.

Κατά την άποψη μας αν και το μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα είναι αρκετά φιλόδοξο και ήδη έχει σημαντικές αποκλίσεις (ενδεικτικά αναφέρουμε ότι η ανεργία θα κυμανθεί στο 16-17% με βάση τις προβλέψεις Βενιζέλου στο Reuters έναντι στόχου 14,5% ενώ η ύφεση θα φτάσει στο 3,9% έναντι στόχου 3,5%). Ωστόσο η εφαρμογή των βασικών του προβλέψεων για ιδιωτικοποιήσεις, εκμετάλλευση ακίνητης περιουσίας, και περιορισμό των δημοσίων δαπανών είναι απαραίτητες για να μπορέσει η χώρα να ανακάμψει.

Οι κύριοι παράγοντες που θα καθορίσουν τα επόμενα χρόνια εάν το χρέος της χώρας είναι βιώσιμο είναι οι εξής :

- Ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης τα επόμενα χρόνια.
- Η επίτευξη πρωτογενών πλεονασμάτων (δηλαδή εάν τα έσοδα του προϋπολογισμού θα υπερκαλύπτουν τα έξοδα χωρίς τους τόκους).
- Το όφελος που θα προκύψει από την αξιοποίηση της περιουσίας του δημοσίου ώστε να αποπληρωθούν παλαιά ομόλογα
- Το επιτόκιο με το οποίο θα δανείζεται η Ελλάδα από τους εταίρους και τον μόνιμο μηχανισμό διάσωσης.

(Με βάση το μεσοπρόθεσμο η χώρα την περίοδο 2014-2015 θα πρέπει να καταβάλει περίπου 23 δις. Ευρώ το χρόνο σε τόκους ή περίπου 10% του ΑΕΠ, συνεπώς είναι επιτακτική ανάγκη να ληφθεί η απόφαση για μείωση του κόστους των δανείων η την έκδοση ευρωομολόγου).

Η εκτίμηση μας είναι ότι ανάλογα με το βαθμό επιτυχίας του προγράμματος και του ύψους του επιτοκίου δανεισμού, υπάρχουν τρία βασικά για σενάρια την εξέλιξη του δημοσίου χρέους :

- Οι εταίροι αναλαμβάνουν μεγαλύτερο μέρος του χρέους με Διακρατικά Δάνεια η Ευρωμόλογα, η χώρα εξασφαλίζει χαμηλό επιτόκιο χρηματοδότησης, και καταφέρνει να καταστήσει το χρέος της βιώσιμο.
- Η χώρα εξασφαλίζει χαμηλό επιτόκιο χρηματοδότησης αλλά προχωρά σε περιορισμένη αναδιάρθρωση (που περιλαμβάνει εκτός από επιμήκυνση και μικρό Haircut) που οδηγεί σε βιώσιμο χρέος .
- Το πρόγραμμα αποτυγχάνει και η χώρα προχωρά σε Haircut μεγάλου ύψους (λιγότερο πιθανό). Όταν αναφερόμαστε σε Haircut εννοούμε ότι η χώρα θα πληρώσει π.χ. για κάθε 100 ευρώ χρέους τα 70.

ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΑΠΟ ΤΗΝ ΣΗΜΕΡΙΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΥΓΚΥΡΙΑ

Είναι προφανές ότι ανάλογα με το σενάριο που τελικά θα επικρατήσει οι κίνδυνοι και οι ευκαιρίες θα είναι διαφορετικοί.

ΣΕΝΑΡΙΟ 1^ο. Πλήρως βιώσιμο Χρέος.

Η οικονομική δραστηριότητα θα αρχίσει να ανακάμπτει με αποτέλεσμα να αρχίσει να μειώνεται η ανεργία ενώ σταδιακά θα ανακάμψουν οι τιμές των μετοχών και των ομολόγων. Η χώρα θα μπορέσει ταχύτερα να απευθυνθεί στις αγορές για την αναχρηματοδότηση των δανειακών της αναγκών.

ΣΕΝΑΡΙΟ 2^ο . Περιορισμένη αναδιάρθρωση που οδηγεί σε βιώσιμο χρέος.

Σε αυτήν την περίπτωση η ανάκαμψη της οικονομίας θα είναι αργή και αβέβαιη αφού θα έχει κλονιστεί η εμπιστοσύνη στην ελληνική οικονομία. Ο κίνδυνος να αποκλειστεί η χώρα από τις αγορές για αρκετά χρόνια είναι υπαρκτός. Οι Ελληνικές Τράπεζες θα χρειαστούν νέες αυξήσεις κεφαλαίου χωρίς ωστόσο να υπάρχουν σημαντικές συνέπειες στη λειτουργία τους . Τα ασφαλιστικά ταμεία θα χρειαστούν νέους πόρους λόγω της απομείωσης των κεφαλαίων τους. Η ανάκαμψη των τιμών των μετόχων θα εξαρτηθεί από τον κλάδο που δραστηριοποιούνται οι εταιρείες. Οι τιμές των ομολόγων θα εξαρτηθούν από το ύψος του Haircut.

ΣΕΝΑΡΙΟ 3^ο. Haircut μεγάλου ύψους.

Σε αυτήν την περίπτωση οι τράπεζες θα χρεοκοπήσουν και θα κρατικοποιηθούν. Οι αρνητικές επιπτώσεις στο ΑΕΠ και την απασχόληση θα είναι σημαντικές ενώ λόγω των ελλειμμάτων (η χώρα έχει πρωτογενές έλλειμμα) και λόγω της ύφεσης που θα οδηγήσει σε μικρότερα φορολογικά έσοδα, θα υπάρξει δραστική περικοπή των μισθών και των συντάξεων. Η χώρα θα αποκλειστεί από τις αγορές για πολλά χρόνια, ενώ οι τιμές των μετοχών και των ομολόγων θα συνεχίσουν την έντονα καθοδική τους πορεία.

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ Λ.Ε.Α.Δ.

ΒΑΣΙΚΕΣ ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ

Πριν αναφερθούμε σε επιμέρους τοποθετήσεις θα θέλαμε να κάνουμε μια αναφορά σε μερικούς κρίσιμους κατά την άποψη μας παράγοντες τόσο για την διαμόρφωση του ύψους των αποθεματικών όσο και για την κατανομή των επενδύσεων. Αυτοί είναι οι εξής :

- Προσδιορισμός του ύψους των εισφορών των μελών.
- Καθορισμός των μελλοντικών υποχρεώσεων προς τα μέλη βάσει των αναλογιστικών μελετών.

- Προσδιορισμός μέσω του καταστατικού των επενδύσεων (μετοχές, ομόλογα, μετρητά) οι οποίες επιτρέπονται.
- Στόχος ο περιορισμός του ρίσκου.

Είναι πολύ σημαντικό να λαμβάνουμε υπόψη μας όλους αυτούς τους παράγοντες, αφού μια ανεπιτυχής επένδυση θα μπορούσε να οδηγήσει σε αύξηση των εισφορών. Παράλληλα μία κακή πρόβλεψη για τις ανάγκες των μελών θα μπορούσε να οδηγήσει σε πρόωρη ρευστοποίηση κάποιων επενδύσεων με αποτέλεσμα σημαντικές ζημίες (π.χ ρευστοποίηση ομολόγων στις τρέχουσες τιμές) .

Έτσι αφού προσδιοριστούν στο καταστατικό οι επιτρεπόμενες επενδύσεις, θα πρέπει με την βοήθεια επενδυτικών συμβούλων να προβούμε στην ποσοστιαία κατανομή των επενδύσεων μέσω της οποίας θα πετύχουμε επαρκή ρευστότητα, περιορισμό ρίσκου.

- Επιλογή Επενδυτικών Συμβούλων οι οποίοι θα συνδράμουν τις Λ.Ε.Α.Δ στην ποσοστιαία κατανομή των επενδύσεων τους.
- Ελληνικές αξίες(Μετοχές , Ομόλογα).
- Διεθνείς Επενδύσεις (Μετοχές, ομόλογα εμπορεύματα κ.λ.π) .
- Καθορισμός Δεικτών (Benchmark index) για την μέτρηση τις απόδοσης μιας επένδυσης (π.χ ο ΓΔ του Χρηματιστηρίου για τις ελληνικές μετοχές).

ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ

Είναι προφανές ότι σε ένα τόσο ρευστό οικονομικό περιβάλλον η αποτελεσματική διαχείριση των διαθεσίμων, σε σχέση πάντοτε με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο, είναι σημαντικότερη από ποτέ. Όσον αφορά την

Ελληνική αγορά θα επικεντρωθούμε σε τρεις τοποθετήσεις ρευστά διαθέσιμα, μετοχές και ομόλογα.

A) ΡΕΥΣΤΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ

Κατά την άποψη μας οι καταθέσεις στην Ελλάδα είναι ασφαλείς ακόμα και στο πολύ αρνητικό σενάριο. Γεγονός πάντως είναι πως σε αυτήν την περίπτωση θα απαιτηθεί και η υπευθυνότητα των πολιτών αφού η σταθερότητα του συστήματος είναι ευθύνη όλων μας. Παράλληλα η πρόσφατη άνοδος των επιτοκίων, έχει οδηγήσει τα επιτόκια των προθεσμιακών καταθέσεων σε ικανοποιητικά επίπεδα.

B) ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ.

Αποτέλεσμα της κρίσης που βιώνουμε είναι ότι ο Γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου βρίσκεται σε χαμηλά 14 ετών. Ωστόσο θεωρούμε ότι εφόσον η χώρα μας συνεχίσει να λαμβάνει την απαραίτητη ρευστότητα από τους εταίρους και την ΕΚΤ και παράλληλα η ίδια προχωρήσει στις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις σταδιακά, θα επέλθει και η άνοδος των τιμών των μετόχων. Οι κυριότερες επιλογές μας προέρχονται από τις εξής κατηγορίες :

- Υψηλής Μερισματικής Απόδοσης (ΔΕΗ, ΟΠΑΠ, ΕΛΠΕ, ΜΟΗ).
- Εταιρείες με διεθνή Παρουσία (ΕΕΕΚ, ΤΙΤΑΝ,).
- Εταιρείες προς ιδιωτικοποίηση (ΟΛΠ, ΟΛΘ, ΕΥΔΑΠ, ΕΥΑΘ).
- Επιφυλακτικοί για τον τραπεζικό τομέα λόγω των ιδιαίτερων προκλήσεων, όπως Επισφαλή Δάνεια, Ομόλογα, Αυξήσεις Κεφαλαίου.

Γ) ΟΜΟΛΟΓΑ

Η συνοπτική αναφορά μας στην αγορά ομολόγων θα χωριστεί σε δύο μέρη τα βραχυχρόνια ομόλογα, και τα μακροχρόνια αφού οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν είναι διαφορετικοί.

Βραχυχρόνια ομόλογα 1-2 έτη

- Υψηλές Αποδόσεις 25-35%
- Τιμές 65%-75% της ονομαστικής αξίας του ομολόγου.
- Οι λήξεις τους είναι εντός του δεύτερου πακέτου στήριξης και πριν την λειτουργία του Μόνιμου Μηχανισμού Στήριξης (ESM) που προβλέπει μελέτη για την βιωσιμότητα του Ελληνικού Χρέους.
- Οι τιμές τους δεν έχουν αποτιμήσει μια υποχρεωτική επιμήκυνση ή ένα ξαφνικό κούρεμα.

Ετσι π.χ αν κάποιος θέλει να πουλήσει ένα ομόλογο λήξης του 2012 θα λαβει περίπου τα 70 ευρώ από τα 100 που έχει επενδύσει. Επίσης εάν κάποιος αγοράσει ένα ομόλογο ονομαστικής αξίας 100 ευρώ, θα πληρώσει 70 ευρώ, προσδοκώντας ότι στην λήξη του θα λάβει το σύνολο της ονομαστικής αξίας, εξασφαλίζοντας απόδοση 30%-35%.

Μακροχρόνια ομόλογα 7-30 έτη.

- Υψηλές Αποδόσεις 11%-17%
- Τιμές 40%-55% της ονομαστικής αξίας του ομολόγου.
- Οι λήξεις τους είναι εκτός του δεύτερου πακέτου στήριξης και επομένως οι κάτοχοι τους εξαρτώνται από την πορεία τη οικονομίας.
- Οι τιμές τους σε μεγάλο βαθμό έχουν αποτιμήσει μια υποχρεωτική επιμήκυνση ή ένα ξαφνικό κούρεμα.

Ωστόσο θα πρέπει να αναφέρουμε ότι ένα από τα βασικά προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι κάτοχοι των ομολόγων είναι ότι η διαπραγμάτευση τους, στην ΗΔΑΤ χαρακτηρίζεται από πολύ μικρούς όγκους συναλλαγών και από αυξημένη μεταβλητότητα των τιμών.

ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΕΚΤΟΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

Όπως είναι γνωστό, η ροή των κεφαλαίων προς τα εξωτερικό, είναι ελεύθερη, συνεπώς ο καθένας από εμάς μπορεί να τηρεί λογαριασμούς στο εξωτερικό πληρώνοντας δύο βασικές προϋποθέσεις :

- Να πρόκειται για χρήματα νομίμως αποκτηθέντα αφού μπορούν να ελεγχθούν με βάση τις διατάξεις του πάθην έσχες.
- Να αποδίδεται ο φόρος των τόκων στην αρμόδια Δ.Ο.Υ εντός μηνός.

1) ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ – ΟΜΟΛΟΓΑ

- Οι προθεσμιακές καταθέσεις έχουν πολύ χαμηλά επιτόκια.
- Βραχυχρόνια ομόλογα (1-2 έτη) αποδόσεις κάτω του 1%.
- Μακροχρόνια ομόλογα (10ετή) αποδόσεις περίπου στο 3% - 3,5%.

Οι παραπάνω αποδόσεις αφορούν τις βασικές χώρες της ευρωζώνης (Γερμανία, Γαλλία) και τις Ηνωμένες Πολιτείες.

2) ΔΙΕΘΝΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

Όπως προκύπτει από τα γραφήματα των δεικτών που παραθέτουμε η πορεία των βασικών χρηματιστηριακών δεικτών, ήταν αντίστροφη από αυτή του ελληνικού χρηματιστηρίου, με αποτέλεσμα πολλοί από αυτούς να προσεγγίζουν τα ιστορικά υψηλά επίπεδα.

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

- Υψηλές δυνατότητες διαφοροποίησης.
- Μεγάλη ρευστότητα
- Πολλές εταιρείες έχουν ικανοποιητικές μερισματικές αποδόσεις.
- Περιορισμός του Ελληνικού ρίσκου.

ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

- Απαιτείται εξειδικευμένη γνώση
- Βασικοί δείκτες βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα και άρα είναι ευάλωτοι στην επιβράδυνση της οικονομίας.
- Μικρές προσδοκώμενες αποδόσεις.
- Συναλλαγματικός κίνδυνος, για επενδύσεις εκτός ζώνης ευρώ (όπως για παράδειγμα το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης).

3) Εμπορεύματα – Χρυσός

Τα βασικά χαρακτηριστικά είναι τα εξής :

- Μεγάλη άνοδος τιμών στο πρόσφατο παρελθόν.
- Έντονες κερδοσκοπικές κινήσεις με μεγάλη μεταβλητότητα τιμών.
- Απαιτείται εξειδικευμένη γνώση και αυξημένη εγρήγορση σε τέτοιου είδους επενδύσεις.
- Δεν υπάρχουν περιοδικές καταβολές χρημάτων, όπως στις μετοχές και τα ομόλογα μέσω των μερισμάτων και των τόκων.
- Συναλλαγματικός κίνδυνος αφού οι τιμές είναι σε δολάρια.