

Χρηματιστήριο Αθηνών: Κλειδί για το bull market ο "χρησμός" της S&P

20/Οκτ/2019 20:00

Της **Ελευθερίας Κούρταλη**

Οικαταλύτες οι οποίοι θα οδηγήσουν σε αναβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας, και άρα σε αναβάθμιση των ελληνικών assets στις στρατηγικές των θεσμικών επενδυτών, έχουν αρχίσει να εδραιώνονται, με αρχή την επικείμενη αξιολόγηση της S&P την ερχόμενη Παρασκευή και με... αφορμή την έγκριση του σχεδίου "Ηρακλής" για τη μείωση των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων των ελληνικών τραπεζών.

Το ελληνικό Χρηματιστήριο παραμένει μια ρηχή αγορά και, άρα, είναι εκτός των ραντάρ των μεγάλων διεθνών χαρτοφυλακίων λόγω του ότι τα περισσότερα από αυτά έχουν περιορισμούς στις επενδύσεις τους σε assets που βρίσκονται κάτω της "επενδυτικής βαθμίδας". Ωστόσο το Χ.Α. θέτει τις βάσεις για να αποτελέσει ένα πολύ ελκυστικό story, με τους επενδυτικούς οίκους να εκτιμούν ότι η αναβάθμιση της ελληνικής αγοράς σε "ανεπτυγμένη", ένα status το οποίο έχασε το 2013 από την MSCI και το 2015 από την FTSE, είναι ένα πολύ πιθανό "στοίχημα" μέσα στους επόμενους 24 μήνες.

Τοράλι που καταγράφει από τις αρχές του έτους και το οποίο διαμορφώνεται στο 40% –που παραμένει και η υψηλότερη επίδοση διεθνώς– έχει δώσει τη σειρά του σε μια περίοδο αναμονής και συναλλακτικής αδράνειας, με τους επενδυτές –λόγω και του σκηνικού αβεβαιότητας διεθνώς που δημιουργούν οι εξελίξεις γύρω από το Brexit, οι εμπορικές διαμάχες και οι γεωπολιτικές αναταραχές– να υιοθετούν αμυντικές στρατηγικές.

Το γεγονός ότι το Χ.Α. αποτελεί ακόμη μία αναδυόμενη αγορά "εξηγεί" πολλά σε ό,τι αφορά τη συμπεριφορά των ξένων χαρτοφυλακίων το τελευταίο τρίμηνο περίπου, τα οποία τηρούν μία risk-off κυρίως στάση. "Βλέποντας" πως η ελληνική αγορά έχει δώσει ήδη σημαντικές αποδόσεις, επιλέγουν να στραφούν σε άλλα assets, πιο "ασφαλή", καθώς και στα ομόλογα (κρατικά και εταιρικά) τα οποία έχουν ακόμα θετικές αποδόσεις. Μπορεί και τα ελληνικά ομόλογα να ενέχουν ακόμη ρίσκο καθώς βαθμολογούνται τουλάχιστον τρία σκαλοπάτια κάτω από το investment grade, ωστόσο έχουν επωφεληθεί από άλλους παράγοντες.

Η νομισματική πολιτική της ΕΚΤ και οι πρόσφατες αποδόσεις της για επανεκκίνηση του QE

έδωσαν στους επενδυτές το σήμα ότι οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων θα γίνονται όλο και πιο ελκυστικές. Αν και το QE δεν "αφορά" την Ελλάδα, ωστόσο, η πτώση των αποδόσεων που θα προκαλέσει η εφαρμογή του, θα στρέψει τους επενδυτές και προς τα ελληνικά ομόλογα τα οποία παρά το τεράστιο ράλι συνεχίζουν να έχουν τις υψηλότερες αποδόσεις στην Ευρωζώνη, ενώ οι προσδοκίες για ένταξή τους στο πρόγραμμα κάποια στιγμή στο εγγύς μέλλον τα κάνει επίσης ελκυστικά.

Οικαταλύτες

Η έγκριση του "Ηρακλή" είναι ιδιαίτερης σημασίας, λαμβάνοντας υπόψη, μεταξύ άλλων, ότι είναι προαπαιτούμενο για την αναβάθμιση της ελληνικής οικονομίας από τους οίκους αξιολόγησης. Ανάλογα σημαντική είναι και η ψήφος εμπιστοσύνης των αγορών, καθώς η απόδοση στην επανέκδοση του 10ετούς διαμορφώθηκε στο 1,5% και η υπερκάλυψη ήταν μεγάλη, ενώ, για πρώτη φορά στην ιστορία του, το ελληνικό Δημόσιο χρηματοδοτήθηκε για έντοκα γραμμάτια τρίμηνης διάρκειας με αρνητικό επιτόκιο, όπως σχολιάζουν παράγοντες της αγοράς. "Οι εξελίξεις αυτές επιβεβαιώνουν ότι συνεχίζεται ο θετικός βηματισμός της ελληνικής οικονομίας σε σχέση με την προσπάθεια επιτάχυνσης της ανάπτυξης, με τον πληθωρισμό ωστόσο να αρνείται να καταγράψει θετική επίδοση καθώς η ιδιωτική κατανάλωση παραμένει αναιμική και οι επενδυτικές πρωτοβουλίες συνεχίζουν να είναι λιγοστές", σημειώνει ο Δημήτρης Τζάνας, διευθυντής επενδύσεων της Κύκλος Χρηματιστηριακή. Έτσι, το Χρηματιστήριο συνεχίζει να μην εντάσσεται στο ραντάρ όσων διαθέτουν τα απαραίτητα διαθέσιμα για να επενδύσουν παρά τις ελκυστικές επενδυτικές επιλογές στην υψηλή αλλά και στη μεσαία και μικρή κεφαλαιοποίηση. Ωστόσο, με την υποβοήθηση των τραπεζικών μετοχών, ο Γενικός Δείκτης τρέφει ελπίδες για επαναπρόσγγιση της ζώνης των 880-890 μονάδων αν η έκθεση της S&P συνοδευτεί με αναβάθμιση.

Κατά την άποψη της UBS, η αναβάθμιση της Ελλάδας στο επόμενο διάστημα είναι βέβαιη. Το rating της Ελλάδας, όπως επισημαίνει, βρίσκεται εδώ και καιρό σε ανοδική πορεία και αυτό θα συνεχιστεί μετά τη βελτίωση των μακροοικονομικών / δημοσιονομικών προοπτικών της χώρας. Η "ενεργοποίηση" του "Ηρακλή" μπορεί να συμβάλει στη βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας, εάν ληφθεί υπόψη το προηγούμενο της αναβάθμισης της Κύπρου από Fitch και Moody's σε "επενδυτική βαθμίδα", η οποία και ακολούθησε την ανακεφαλαιοποίηση και πώληση της Κυπριακής Συνεργατικής Τράπεζας στα τέλη του 2018. Βεβαίως, το investment grade για την Ελλάδα δεν θα είναι "αυτόματο", ακόμη κι αν το σχέδιο αποδειχθεί επιτυχές και στην καλύτερη περίπτωση αυτό θα έλθει το 2021, κατά την άποψη της UBS. Πάντως οι αγορές θα αποτιμήσουν την εξέλιξη αυτή καθώς η πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας θα συνεχίσει να βελτιώνεται. Οι αναβαθμίσεις θα φέρουν επίσης την Ελλάδα πιο κοντά στην προοπτική της ένταξης στο QE.

Ελκυστικό story το X.A.

Αν και η Ελλάδα παραμένει εκτός του ραντάρ πολλών θεσμικών επενδυτών, υπάρχουν σημάδια ότι το αφήγημα για τα ελληνικά assets αρχίζει να αλλάζει, υποστηρίζει η εταιρεία επενδυτικών αναλύσεων Edison.

Υπάρχει πλέον μία φιλική προς την αγορά κυβέρνηση, η πορεία της αγοράς ομολόγων δείχνει αισιοδοξία για το ελληνικό ρίσκο, το πρωτογενές πλεόνασμα του Προϋπολογισμού δείχνει πως τα δημόσια οικονομικά αρχίζουν να βελτιώνονται, υπάρχει πρόοδος στο έργο του Ελληνικού μετά τις εκλογές – γεγονός που υποδηλώνει την εμπιστοσύνη για όλα τα σημαντικά έργα, και οι διοικήσεις των εταιρειών που επιβίωσαν της ελληνικής διάσωσης έχουν κάνει τις επιχειρήσεις τους ευέλικτες, αποδοτικές σε κεφάλαια και ανεκτικές στον κίνδυνο. Η Edison καλύπτει έξι ελληνικές εισηγμένες (ΑΔΜΗΕ, ΕΛΠΕ, Attica Bank, Μυτιληναίο, ΟΠΑΠ, Πλαστικά Θράκης), ωστόσο έχει συναντηθεί με τις διοικήσεις πολλών περισσότερων.

Πολλές εταιρείες, όπως σημειώνει, εξακολουθούν να έχουν ζητήματα που πρέπει να αντιμετωπιστούν, ωστόσο υπάρχουν πολλά ασυνήθιστα ελκυστικά stories μεταξύ των οποίων τα εξής:

1. Ο ΟΠΑΠ, ο οποίος θεωρείται ως ένας από τους πιθανούς νικητές του Χ.Α., καθώς έχει σημαντικό μερίδιο αγοράς και εξειδικευμένες λειτουργίες, με την εκτιμώμενη μερισματική απόδοση για το 2020 να τοποθετείται στο 8,9%.

2. Η Μυτιληναίος, η οποία τοποθετείται στις εταιρείες που έχουν αναδιαρθρωθεί μέσω της κρίσης και επιδεικνύουν ισχυρή παραγωγή ελεύθερων ταμειακών ροών και προβλέπεται να έχει ανάπτυξη EBITDA στο 10% τα επόμενα τέσσερα έτη σε μέσο όρο, και 13% απόδοση ταμειακών ροών.

3. Ο ΑΔΜΗΕ, ο οποίος τοποθετείται στις εταιρείες που επωφελούνται από τις αυξημένες δαπάνες για υποδομές, ενώ διαπραγματεύεται με discount 35% έναντι του δείκτη RAB (regulator asset base) και με βάση το επενδυτικό πρόγραμμα ύψους 4 δισ. ευρώ, αναμένεται να δημιουργήσει ανάπτυξη κερδών της τάξης του 11% για την επόμενη δεκαετία.

4. Τα Πλαστικά Θράκης, που είναι μεταξύ των εταιρειών με διεθνή έκθεση οι οποίες διαπραγματεύονται με discount σε όρους λογιστικής αξίας (το 80% των εσόδων της εισηγμένης είναι εκτός Ελλάδος, αλλά διαπραγματεύεται με 30% discount) και

5. τα ΕΛΠΕ, καθώς η μείωση της μόχλευσης και η προοπτική δημιουργίας ταμειακών ροών δημιουργούν ευκαιρίες για σημαντικές επανεπενδύσεις, ενώ οι εκτιμήσεις για το EBITDA και τη μείωση του καθαρού χρέους δείχνουν πως υπάρχει σημαντικό περιθώριο για περαιτέρω επενδύσεις.

Ψήφος εμπιστοσύνης

Όλοιοι οίκοι αξιολόγησης έδωσαν σημαντικό σήμα σε ό,τι αφορά την επενδυτική εμπιστοσύνη προς την Ελλάδα, μετά και την έγκριση του σχεδίου "Ηρακλής". Εκτός από την S&P, η οποία βρίσκεται αυτό το διάστημα σε "blackout period" όπως δήλωσε στέλεχός της στο "Κ", και δεν μπορεί να σχολιάσει τις εξελίξεις λόγω του ότι την επόμενη εβδομάδα αναμένεται να δημοσιοποιήσει την προγραμματισμένη της αξιολόγηση για την πιστοληπτική ικανότητα της

Ελλάδας – οι Fitch, DBRS και Moody's έδωσαν "ψήφο" εμπιστοσύνης στο σχέδιο για τη μείωση των "κόκκινων" δανείων των τραπεζών, δείχνοντας έτσι ότι ένας σημαντικός καταλύτης που μπορεί να οδηγήσει στην αναβάθμιση της χώρας είναι πλέον "εδώ". Αξίζει να σημειώσουμε πως υψηλότερη βαθμολογία που έχει αυτήν τη στιγμή η Ελλάδα είναι από τη Fitch και την DBRS, και απέχει τρία σκαλοπάτια από την επενδυτική βαθμίδα, ενώ S&P και Moody's τη "βαθμολογούν" τέσσερα σκαλοπάτια κάτω από το investment grade.

HDBRS, η οποία την 1η Νοεμβρίου αναμένεται να δημοσιοποιήσει την αξιολόγησή της για την Ελλάδα, αν και δεν θεωρεί πως το πρόγραμμα "Ηρακλής" θα μεταμορφώσει αμέσως την κατάσταση της ελληνικής οικονομίας, ωστόσο σημειώνει πως μπορεί να βοηθήσει ώστε να ενισχυθούν οι ελληνικές τράπεζες, κάτι που θα μπορούσε να οδηγήσει με τη σειρά τους στην ανάκαμψη. Κατά την DBRS, το σχέδιο θα δώσει τη δυνατότητα στις τράπεζες να μειώσουν το απόθεμα των NPLs και να επιταχύνουν την εκκαθάριση αυτών των προβληματικών δανείων.

Από την πλευρά της η Moody's χαρακτηρίζει "πιστωτικά θετικό" γεγονός για τις ελληνικές τράπεζες την έγκριση του "Ηρακλή" καθώς προσφέρει ένα επιπλέον εργαλείο για να βελτιωθεί η ποιότητα ενεργητικού και να επιταχυνθεί η μείωση των NPEs μέσω τιτλοποιήσεων. Συνολικά, ο "Ηρακλής" θα έχει θετικό αντίκτυπο στο χρηματοοικονομικό προφίλ του κλάδου, ενώ η δυνητική βελτίωση της ποιότητας ενεργητικού θα ενισχύσει τη δυνατότητα των τραπεζών να χορηγήσουν νέα δάνεια, στηρίζοντας τα έσοδα και την κερδοφορία.

Πιστωτικά θετική χαρακτηρίζει και η Fitch Ratings την έγκριση του σχεδίου, σημειώνοντας ότι αναμένεται να βοηθήσει τις τράπεζες να επιταχύνουν τη μείωση του μεγάλου όγκου των NPLs που επιβαρύνουν τα κεφάλαια και την κερδοφορία τους, καθώς και την ικανότητα τους να δανείσουν. Όπως τονίζει, η νέα ελληνική κυβέρνηση είναι "πιο ενεργή" στην εφαρμογή πολιτικών για την αντιμετώπιση των προβλημάτων στον τραπεζικό τομέα. Η χρήση του σχεδίου "Ηρακλής" θα μπορούσε να επιταχύνει τις τιτλοποιήσεις, βοηθώντας τις τράπεζες να πετύχουν πιο σύντομα τους στόχους τους, όπως εκτιμά.

Η όρεξη των επενδυτών για ελληνικά ομόλογα θα παραμείνει ισχυρή

Οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων θα παραμείνουν σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα, καθώς η επενδυτική ζήτηση είναι ισχυρή, όπως εκτιμά η Capital Economics. Αν και θεωρεί πως οι εκτιμήσεις της κυβέρνησης για την ανάπτυξη του ΑΕΠ είναι πολύ αισιόδοξες και πως η δημοσιονομική θέση της χώρας θα είναι πιο αδύναμη από ό,τι εκτιμάται στον Προϋπολογισμό, ωστόσο η διάθεση των επενδυτών για ελληνικά ομόλογα θα παραμείνει ισχυρή. Η Capital Economics, μάλιστα, υπογραμμίζει το αρνητικό επιτόκιο που πέτυχε η Ελλάδα στη δημοπρασία των τρίμηνων εντόκων γραμματίων. Όπως επισημαίνει, δεδομένης της απουσίας άμεσων κινδύνων για τα δημοσιονομικά και της διατήρησης του χαμηλού κόστους δανεισμού από την ΕΚΤ, οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων θα παραμείνουν σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα.

Από την πλευρά της η Wood επισημαίνει πως οι αποδόσεις των ελληνικών κρατικών ομολόγων έχουν υποχωρήσει σημαντικά κατά το τελευταίο τρίμηνο, ενώ "βλέπει" νέες κινήσεις από τον

ΟΔΔΗΧ το επόμενο διάστημα. Όπως τονίζει, αυτή η "βουτιά" οφείλεται εν μέρει στο θετικό παγκόσμιο κλίμα, αλλά και στη βελτίωση των προοπτικών της ελληνικής οικονομίας. Το spread του ελληνικού 10ετούς έναντι του αντίστοιχου πορτογαλικού τίτλου διαμορφώνεται πλέον κάτω από τις 120 μ.β. έναντι 267 μ.β. τον Δεκέμβριο του 2018. Το βελτιωμένο προφίλ χρέους σε συνδυασμό με το υψηλό "μαξιλάρι" ρευστότητας επέτρεψαν στην Ελλάδα να βγει στις αγορές τέσσερις φορές φέτος, με 5ετές ομόλογο τον Ιανουάριο (κουπόνι 3,45%), 10ετές ομόλογο τον Μάρτιο (κουπόνι 3,9%), 7ετές ομόλογο τον Ιούλιο (κουπόνι 1,875%) και επανέκδοση του 10ετούς με απόδοση 1,5% την προηγούμενη εβδομάδα. Όπως τονίζει η Wood, οι χρηματοδοτικές ανάγκες του Ελληνικού Δημοσίου για το 2020 και το 2021 είναι πολύ περιορισμένες (π.χ. αποπληρωμές εντόκων ύψους 4,9 δισ. ευρώ ετησίως), ωστόσο ο ΟΔΔΗΧ αναμένεται να βγει στις αγορές με νέες εκδόσεις για την άντληση μικρών ποσών προκειμένου να δημιουργήσει μια "κανονική" καμπύλη αποδόσεων.

Περιθώριασυνέχισης της πολύ καλής πορείας των ελληνικών ομολόγων "βλέπει" και η UBS επισημαίνοντας πως μετά το εντυπωσιακό ράλι από τις αρχές του έτους, οι αποδόσεις τους έχουν πλησιάσει τις αποδόσεις των ομολόγων των χωρών με αντίστοιχα ratings. Ωστόσο, η Ελλάδα συνεχίζει να είναι ελκυστική έναντι των "ανταγωνιστικών χωρών" (σχεδόν 100-150 μονάδες βάσης διαφορά σε σχέση με το πορτογαλικό 10ετές και 50 μονάδες βάσης σε σχέση με το ιταλικό.). Έτσι αναμένει ότι οι αποδόσεις του ελληνικού 10ετούς θα συνεχίζουν να υποχωρούν, κλείνοντας την "ψαλίδα" έναντι των υπολοίπων και έτσι διατηρεί τη σύσταση long για τους ελληνικούς τίτλους, με στόχο την απόδοση της τάξης του 1,25%. "Εάν οι προβλέψεις μας υλοποιηθούν, οι τάσεις ανάπτυξης στην Ελλάδα θα είναι αντίστοιχες, αν όχι καλύτερες, των ταχύτερα αναπτυσσόμενων Ισπανίας και Πορτογαλίας, και σίγουρα πολύ καλύτερες της Ιταλίας. Επιπλέον, η πολύ καλή δημοσιονομική απόδοση, το κεφαλαιακό "μαξιλάρι" και το περιορισμένο πολιτικό ρίσκο δείχνουν ότι τα θεμελιώδη ρίσκα που σχετίζονται με την κατοχή ελληνικών τίτλων έναντι των ανταγωνιστικών παραμένουν λανθασμένα τιμολογημένα", όπως επισημαίνει.

*Αναδημοσίευση από το "Κεφάλαιο" που κυκλοφορεί

[Διαβάστε το άρθρο στο Capital.gr](#)