

Όταν το Χρηματιστήριο... "πληρώνει" την υπεραπόδοσή του

10/Νοε/2019 13:00

Της **Ελευθερίας Κούρταλη**

Το Χρηματιστήριο Αθηνών **παραμένει η αγορά με τα μεγαλύτερα κέρδη διεθνώς** από τις αρχές του έτους, κυρίως λόγω του ισχυρού ράλι που κατέγραψε έως και τις αρχές Ιουλίου και τις παραμονές των γενικών εκλογών. Ωστόσο, από τότε και τους τελευταίους τέσσερις περίπου μήνες έχει παραμείνει σε στάση **αναμονής**, με τις διαθέσεις συσσώρευσης να υπερισχύουν της διάθεσης για επίτευξη νέων υψηλών έτους πέραν των 900 μονάδων για τον Γενικό Δείκτη και με τις ευκαιρίες για ρευστοποιήσεις μετά τις υπεραποδόσεις να "χτυπούν" αρκετά συχνά την πόρτα της Λεωφόρου Αθηνών.

Με λίγα λόγια, **το Χ.Α. φαίνεται να έχει καταναλώσει τα καύσιμά του και να ψάχνει νέα τροφοδότηση** προκειμένου να ξεκολλήσει από τα επίπεδα των 850-880 μονάδων στα οποία κινείται εδώ και πολύ καιρό, με την τρέχουσα συγκυρία να μην του επιτρέπει να κάνει αυτό το... re-fill, **τη στιγμή που οι δείκτες S&P 500 και Nasdaq καταρρίπτουν διαδοχικά ρεκόρ** αλλά και ο πανευρωπαϊκός δείκτης Eurostoxx 600 σημειώνει την καλύτερη επίδοση των τελευταίων 21 μηνών (την περασμένη εβδομάδα).

Αυτόπου είναι σαφές το τελευταίο διάστημα είναι πως, παρά τις πολύ θετικές εξελίξεις γύρω από την ελληνική οικονομία, **το Χρηματιστήριο αδυνατεί να αντιδράσει**. Η πλήρης άρση των capital controls, η έγκριση του σχεδίου "**Ηρακλής**" για τη μείωση των "κόκκινων" δανείων των ελληνικών τραπεζών, η συμφωνία της ελληνικής κυβέρνησης με τους "θεσμούς" για επίτευξη των **δημοσιονομικών στόχων του 2019**, καθώς και των στόχων για το πρωτογενές πλεόνασμα του 2020, η **αναβάθμιση** της ελληνικής οικονομίας από την S&P και η θετική κίνηση της **DBRS**, η οποία "ανέβασε" σε θετικές τις προοπτικές της χώρας –που σημαίνει... αναβάθμιση προσεχώς–, το εντυπωσιακό και "ανίκητο" ράλι των ελληνικών ομολόγων, καθώς και ο δανεισμός (για δεύτερη, μάλιστα, φορά μέσα σε έναν μήνα) του ελληνικού Δημοσίου με αρνητικά επιτόκια, ήταν σαν να πέρασαν και να μην... ακούμπησαν το Χ.Α.

Περιορισμένες οι θέσεις των ξένων

Ταξένα χαρτοφυλάκια, τα οποία και κατέχουν την πλειοψηφία της κεφαλαιοποίησης του Χρηματιστηρίου, με τη συμμετοχή τους να ξεπερνά το 67%, **δεν φαίνεται ακόμη να έχουν τη διάθεση να αυξήσουν τα κεφάλαιά τους προς την ελληνική αγορά**. Όπως, άλλωστε, έδειξαν και τα νέα στατιστικά στοιχεία του Χ.Α. μέσα από το AxiaNumbers, αν και οι εισροές κεφαλαίων από **ξένους επενδυτές** στην ελληνική αγορά κατά τη διάρκεια του Οκτωβρίου ήταν περισσότερες από τις εκροές, ωστόσο **έφτασαν τα 38,93 εκατ. ευρώ, από 50,95 εκατ. ευρώ που ήταν οι εισροές ξένων επενδυτών τον Σεπτέμβριο**. Αυτό εξηγεί σε μεγάλο βαθμό το γιατί η αγορά

αδυνατεί να κινηθεί με... φόρα υψηλότερα, καθώς και τη σχετική υποτονικότητα του τζίρου.

Η παρατεταμένη περίοδος συσσώρευσης και συναλλακτικής υποτονικότητας στο Ελληνικό Χρηματιστήριο με την προσδοκία για επικείμενη κίνηση προς τις 900 μονάδες δεν είχε το επιθυμητό για "τους ταύρους" αποτέλεσμα. Το αντίθετο μάλιστα, "οι αρκούδες", δηλαδή όσοι επεδίωκαν την υποχώρηση του Γ.Δ., επικρατούν στην παρούσα φάση, όπως σχολιάζει ο Δημήτρης Τζάνας, διευθυντής επενδύσεων της Κύκλος Χρηματιστηριακή.

Αυτό είναι το αποτέλεσμα σειράς εξελίξεων που επικάλυψαν τα θετικά μηνύματα που υπάρχουν αυτήν τη στιγμή σχετικά με την Ελλάδα, όπως η μείωση της βαρύτητας του **ΟΠΑΠ** στους δείκτες FTSE και MSCI και η **καθυστέρηση** στη νομοθέτηση όσων απαιτούνται για να προχωρήσει η διαδικασία εκτεταμένης τιτλοποίησης των τραπεζικών ανοιγμάτων, καθώς απαιτεί σύνθετες και λεπτομερειακές διαβουλεύσεις ανάμεσα στις τράπεζες, το υπουργείο Οικονομικών, που θα καταβάλει τις εγγυήσεις, και τις εποπτικές Αρχές.

Τα "αγκάθια"

Οι εξελίξεις γύρω από τον "Ηρακλή" είναι ένας από τους βασικούς οδηγούς του μίνι sell-off που σημειώθηκε στις τραπεζικές μετοχές την προηγούμενη εβδομάδα. **"Η αγορά βλέπει ότι το σχέδιο "Ηρακλής" έχει ακόμη πολλά ανοιχτά θέματα και δεν προχωράει"**, σημειώνουν παράγοντες της αγοράς, εξηγώντας τις έντονες πιέσεις που ασκήθηκαν στην αγορά, και ειδικά στις τράπεζες. Η ολοκλήρωση του σχεδίου και η κατάθεση του σχετικού νομοσχεδίου αποδεικνύεται μια καθόλου απλή διαδικασία, η οποία θα απαιτήσει χρόνο, ενώ ένα από τα βασικά θέματα που ακόμη δεν έχουν ξεκαθαριστεί είναι **το κατά πόσον η εγγύηση του Δημοσίου είναι αρκετή για να θεωρηθούν μηδενικού ρίσκου οι senior τίτλοι που θα κρατήσουν στα χαρτοφυλάκια τους οι τράπεζες.**

Αυτόοδηγησε τους επενδυτές σε **ρευστοποιήσεις** των τραπεζικών μετοχών, οι οποίες έτσι και αλλιώς έχουν σημειώσει ιλιγγιώδες ράλι (άνω του 100% τα κέρδη στον κλαδικό δείκτη από τις αρχές του έτους) και έφτασαν να φλερτάρουν (Alpha, Eurobank) ή και να ξεπερνούν (Εθνική) τα επίπεδα των αυξήσεων κεφαλαίου του 2015 πριν από μερικές ημέρες. Όπως σημειώνει ο Νίκος Καυκάς, υπεύθυνος του τμήματος ανάλυσης της **Λέων Δεπόλας ΑΧΕΠΕΥ**, η νέα διόρθωση της αγοράς λόγω τραπεζών μάς επαναφέρει στα σημεία ισορροπίας από τα οποία δεν έχουμε καταφέρει να απομακρυνθούμε. Από την άλλη, **είναι φυσιολογικό να επιβραδύνει η ανοδική ορμή του τραπεζικού δείκτη λόγω και των απαιτητικών, με τα σημερινά δεδομένα, αποτιμήσεων.** Όπως προσθέτει, πιθανά επίπεδα απορρόφησης των πιέσεων για τον τραπεζικό δείκτη είναι η περιοχή των 800-770 μονάδων.

Ένας άλλος παράγοντας που αναμένεται να επηρεάσει το Χ.Α. στον δρόμο προς την επόμενη ανοδική κίνηση είναι πως **ο Νοέμβριος αποτελεί τον μήνα όπου οι διαχειριστές κεφαλαίων κλείνουν τα "βιβλία" τους για το έτος**, γεγονός που σημαίνει ότι η στρατηγική τους για το υπόλοιπο του έτους δεν αναμένεται να μεταβληθεί σημαντικά, μετά και την άνοδο της τάξης του 40% περίπου που σημειώνει το Χ.Α. φέτος. Είναι δύσκολο κάποιος να αποφασίσει να επενδύσει σε μια αγορά η οποία έχει ήδη "τρέξει" πάρα πολύ, ενώ ας μην ξεχνάμε πως ο Νοέμβριος είναι ένας μήνας που στα τελευταία δώδεκα χρόνια έχει κλείσει μόνο τέσσερις φορές θετικός. Ωστόσο, αυτό δεν σημαίνει πως δεν μπορεί να υπάρξει κάποιο year-end rally, αν και εφόσον το επιτρέψει και το διεθνές κλίμα, δεδομένου ότι θα έχουν λυθεί τα όποια θέματα μπαίνουν στον δρόμο της

εφαρμογής του "Ηρακλή" και προχωρήσουν οι τιτλοποιήσεις δανείων.

Όπως, άλλωστε, ανέφερε και ο ευρωπαϊκός οίκος αξιολόγησης **Scope Ratings**, η μείωση των "κόκκινων" δανείων των τραπεζών μέσω τιτλοποιήσεων θα αποτελέσει παράγοντα-"κλειδί" στη στήριξη της ευάλωτης ανάκαμψης της ελληνικής οικονομίας, ενώ θα ενισχύσει τη χρηματοδοτική ικανότητα του τραπεζικού κλάδου, καθώς και τις επενδύσεις. Οι μεταρρυθμίσεις που έχουν προωθηθεί για τη δημιουργία μιας εγχώριας δευτερογενούς αγοράς NPLs και τη μείωση του μεγάλου αποθέματος των μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων, σε συνδυασμό με το πιο ευνοϊκό περιβάλλον που υπάρχει πλέον στην Ελλάδα, έχουν βελτιώσει σημαντικά τις συνθήκες για τιτλοποιήσεις, ειδικά εκείνες που υποστηρίζονται από στεγαστικά δάνεια, τονίζει ο οίκος.

Όπως επισημαίνει ο Λουκάς Παπαϊωάννου της **Fast Finance**, η κίνηση του τραπεζικού κλάδου δημιουργεί σημαντικές τεχνικές αντιστάσεις και, για να δούμε άμεσα κάτι καλύτερο, θα πρέπει να υπάρξουν νέοι καταλύτες που δεν έχουν προεξοφληθεί ακόμη. Τα θετικά μέτρα της κυβέρνησης για την τόνωση της οικονομίας μπορεί να μη μεταφράζονται ακόμη σε επιθυμητή αύξηση των όγκων και ενίσχυση του θετικού momentum του Ελληνικού Χρηματιστηρίου, δημιουργούν όμως τις συνθήκες για να συμβεί και αυτό μέχρι το τέλος έτους.

Το report που ταρακούνησε την αγορά

Στα παραπάνω πρέπει να προστεθεί και η έκθεση της **Morgan Stanley**, η οποία "φρέναρε" κατά πολύ τις διαθέσεις των επενδυτών, χαμηλώνοντας τον πήχη των προσδοκιών για τις τραπεζικές μετοχές.

Η αμερικανική επενδυτική τράπεζα τόνισε πως η έγκριση του "Ηρακλή" όσο και πολλοί μακροοικονομικοί, πολιτικοί και νομικοί παράγοντες (η δέσμευση της κυβέρνησης για μεταρρυθμίσεις και δημοσιονομική εξυγίανση, η ανάκαμψη του ΑΕΠ, οι τιμές των ακινήτων, οι οποίες αναμένεται να αυξηθούν 7%-8% ετησίως την επόμενη τριετία, καθώς και η φιλική προς τις τράπεζες νομοθεσία – νέος νόμος Κατσέλη, επιδότηση δανειοληπτών) λειτουργούν **υποστηρικτικά** για την οργανική μείωση των NPEs των ελληνικών τραπεζών. Ωστόσο, η μείωση του κινδύνου στους ισολογισμούς των τραπεζών έχει αποτιμηθεί από την αγορά και, έτσι, **δεν βλέπει περαιτέρω περιθώρια ανόδου των μετοχών τους**, μετά και το ράλι, το οποίο φτάνει το +267% από τις αρχές του έτους.

Μάλιστα, οι τιμές-στόχοι που έδωσε είναι **κατά πολύ χαμηλότεροι** (οι περισσότεροι) από τις τρέχουσες τιμές στο ταμπλό του Χ.Α. Για τη μετοχή της **Alpha Bank**, αν και αύξησε την τιμή-στόχο, πλέον δίνει το 1,70 ευρώ (από 1,20 ευρώ πριν), βλέποντας περιθώριο πτώσης της τάξης του 11%, για τη **Eurobank** προχώρησε σε μείωση της τιμής-στόχου στα 0,90 ευρώ, από 1 ευρώ πριν, βλέποντας περιθώριο πτώσης 1,3%, για την **Πειραιώς** διατήρησε σταθερή τη σύσταση "Underweight", ενώ αύξησε την τιμή-στόχο στα 2 ευρώ, από 1,30 ευρώ πριν, και για την **Εθνική** διατήρησε τα 3,10 ευρώ.

Υπενθυμίζεται πως λίγες μέρες πριν από τη Morgan Stanley η **Bank of America** είχε σημειώσει

πως υπάρχουν **αρκετοί διαρθρωτικοί κίνδυνοι γύρω από τις ελληνικές τράπεζες**, επισημαίνοντας πως, ακόμα και όταν πλησιάσουν τους στόχους του 2021, οι δείκτες NPE (20%) θα είναι σημαντικά υψηλότεροι από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο (2%). Παράλληλα, εκτίμησε πως η πίεση στα έσοδα θα επιμένει, τονίζοντας πως τα έσοδα είναι απίθανο να φτάσουν στα επίπεδα του 2018, παρά τη στήριξη από το κόστος χρηματοδότησης, τα έσοδα από τιτλοποιήσεις και την άνοδο των εσόδων από προμήθειες.

Βέβαια, αξίζει να σημειώσουμε σε αυτό το σημείο πως η Morgan Stanley και στην προηγούμενη έκθεσή της για τις ελληνικές τράπεζες, στις αρχές Μαΐου, είχε στείλει σήμα... προειδοποίησης προς τους επενδυτές. Όπως είχε επισημάνει, "οι εντυπωσιακές αποδόσεις που σημειώνουν οι μετοχές των ελληνικών τραπεζών από τις αρχές περτίπου του έτους δεν δικαιολογούνται από τα θεμελιώδη μεγέθη τους". Η αγορά, ωστόσο, **ξεκάθαρα διέψευσε την εκτίμηση αυτή**, αφού η επενδυτική τράπεζα **έχασε** ουσιαστικά το τεράστιο προεκλογικό ράλι, ενώ, παρά την υποτονικότητα του Χ.Α. μετεκλογικά, οι τράπεζες διαπραγματεύονται σε υψηλά 52 εβδομάδων, ό,τι και αν σημαίνει αυτό για τις "προβλέψεις" της M.S.

Η προειδοποίηση της Citi

Το Χρηματιστήριο Αθηνών, παρά την υπεραπόδοσή του, παραμένει στενά συνδεδεμένο με τις εξελίξεις στο εξωτερικό, τη στιγμή που οι ελληνικές τραπεζικές μετοχές έχουν ξεκάθαρα υπεραποδώσει έναντι των ευρωπαϊκών αυτό το έτος, οι οποίες ωστόσο κινήθηκαν και αυτές σε ρυθμούς ράλι, όπως και οι αμερικανικές.

Η αγορά δεν μπορεί να μη λάβει υπόψη τις προειδοποιήσεις που έχουν αρχίσει να στέλνουν οι διεθνείς οίκοι για τις τράπεζες, με αυτήν της Citi την περασμένη εβδομάδα να μεταδίδεται από όλα τα μεγάλα διεθνή οικονομικά sites. Όπως τόνισε σε report προς τους πελάτες της, παρά τις δελεαστικές αποτιμήσεις των τραπεζικών μετοχών διεθνώς, τα χαμηλά επιτόκια και η επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας θα ασκήσουν περαιτέρω πίεση στα επιχειρηματικά μοντέλα και, έτσι, **οι επενδυτές δεν θα πρέπει πλέον να κυνηγήσουν τα ράλι στις μετοχές του τραπεζικού κλάδου**, τονίζοντας πως η επιφυλακτική της άποψη θα αλλάξει μόνο εάν υπάρξει επιτάχυνση της παγκόσμιας οικονομίας και αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων.

**Αναδημοσίευση από το "Κεφάλαιο" που κυκλοφορεί*

[Διαβάστε το άρθρο στο Capital.gr](#)