



ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

Η ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΤΟΥ ΔΝΤ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

της

ΜΑΡΙΑΣ ΜΠΟΥΚΗ
Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαναστασίου Ιωάννης

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού διπλώματος στη
Λογιστική και Χρηματοοικονομική
(κατεύθυνση Χρηματοοικονομικής)

Σεπτέμβριος 2011

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή	2
1. Εννοιολογική Προσέγγιση του Διεθνές Νομισματικού Ταμείου	3
1.1. Έννοια και Σκοπός.....	3
1.2. Λειτουργία	4
1.3. Δανεισμός ΔΝΤ προς Αντιμετώπιση Κρίσεων	6
2. Η Παρουσία του Διεθνές Νομισματικού Ταμείου σε Άλλες Χώρες	8
2.1. Οι Επιπτώσεις του ΔΝΤ στις Οικονομίες των Συνεργαζόμενων Χωρών	8
2.2. Συμπεριφορά Χρηματιστηρίων Χωρών μετά την Προσφυγή στο ΔΝΤ.....	12
3. Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο Στην Ελλάδα	15
3.1. Η Είσοδος του ΔΝΤ στην Ελλάδα	15
3.2. Η Πορεία της Ελληνικής Οικονομίας μετά την Έλευση του ΔΝΤ.....	16
3.3. Οι Εξελίξεις στο Χρηματιστήριο των Αθηνών μετά την Έλευση του ΔΝΤ.....	18
4. Οι Επιπτώσεις του ΔΝΤ στο ΧΑΑ και Συμπεράσματα.....	25
Βιβλιογραφία	31

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το ΔΝΤ είναι ένα διεθνής οικονομικός οργανισμός του οποίου ο κύριος σκοπός είναι να διασφαλίσει τη σταθερότητα του διεθνούς νομισματικού συστήματος και να καλύψει όλο το εύρος των πολιτικών του μακροοικονομικού και χρηματοοικονομικού τομέα που διέπουν τη διεθνή σταθερότητα. Οι τακτικές του όμως είναι αμφιλεγόμενες και έχει δεχθεί έντονες επικρίσεις. Τον Απρίλιο του 2010 η Ελλάδα λόγω της μεγάλης δημοσιονομικής κρίσης αναγκάστηκε να προσφύγει στην ΕΕ και το ΔΝΤ για χρηματοδότηση. Σε αντάλλαγμα ζητήθηκε η επιβολή σκληρών οικονομικών μέτρων για την δημοσιονομική εξυγίανση τα οποία οδήγησαν την οικονομία σε ύφεση και επηρέασαν το χρηματιστήριο. Ο σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση των επιπτώσεων του ΔΝΤ στο Χρηματιστήριο των Αθηνών. Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο κεφάλαιο περιγράφονται οι βασικοί όροι και έννοιες του ΔΝΤ. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναφέρονται οι επιπτώσεις της παρουσίας του ΔΝΤ σε άλλες χώρες και στα χρηματιστήρια τους. Στο τρίτο κεφάλαιο εξετάζεται η συνεργασία του ΔΝΤ με την Ελλάδα σε συνάρτηση με την πορεία της οικονομίας και του χρηματιστηρίου. Τέλος στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται οι επιπτώσεις του ΔΝΤ στο ΧΑΑ και αναφέρονται τα συμπεράσματα που προκύπτουν.

1. ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΥ ΤΑΜΕΙΟΥ (ΔΝΤ)

1.1. Έννοια και Σκοπός

Το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ) λειτουργεί για την ενίσχυση της διεθνούς νομισματικής συνεργασίας, τη διασφάλιση της οικονομικής σταθερότητας, τη διευκόλυνση του διεθνούς εμπορίου, την προώθηση υψηλών ποσοστών απασχόλησης και σταθερής οικονομικής ανάπτυξης και τη μείωση της φτώχειας σε ολόκληρο τον κόσμο. Το ΔΝΤ, γνωστό επίσης και ως «Ταμείο», επινοήθηκε σε μια συνεδρίαση των Ηνωμένων Εθνών, στο Bretton Woods του New Hampshire, στις Ηνωμένες Πολιτείες τον Ιούλιο του 1944. Οι 45 κυβερνήσεις που συμμετείχαν στην τότε συνεδρίαση επιζητούσαν να διαμορφώσουν ένα πλαίσιο οικονομικής συνεργασίας, που θα μπορούσε να αποτρέψει την επανάληψη του φαύλου κύκλου ανταγωνιστικών υποτιμήσεων νομίσματος, που είχαν οδηγήσει στη "Μεγάλη Ύφεση" της δεκαετίας του 1930.

Οι αρμοδιότητες του ΔΝΤ: Ο κύριος σκοπός του ΔΝΤ είναι να διασφαλίσει τη σταθερότητα του διεθνούς νομισματικού συστήματος – του συστήματος ισοτιμιών συναλλάγματος και διεθνών πληρωμών που επιτρέπουν στα κράτη (και στους πολίτες τους) να αγοράζουν το ένα από το άλλο αγαθά και υπηρεσίες. Το σύστημα αυτό είναι σημαντικό για τη βιώσιμη οικονομική ανάπτυξη, αυξάνοντας το βιοτικό επίπεδο και περιορίζοντας τη φτώχεια. Μετά την κρίση, το Ταμείο διασαφηνίζει και ανανεώνει την εντολή του να καλύψει όλο το εύρος των πολιτικών του μακροοικονομικού και χρηματοοικονομικού τομέα που διέπουν τη διεθνή σταθερότητα.

Κύριοι στόχοι του ΔΝΤ:

- ✓ προώθηση της διεθνούς νομισματικής συνεργασίας
- ✓ διευκόλυνση της επέκτασης και της ισορροπημένης ανάπτυξης του διεθνούς εμπορίου
- ✓ προώθηση συναλλαγματικής σταθερότητας
- ✓ στήριξη της καθιέρωσης ενός πολύπλευρου συστήματος πληρωμών και
- ✓ διαθεσιμότητα πόρων (με κατάλληλες εγγυήσεις διασφάλισης) σε μέλη που αντιμετωπίζουν δυσκολίες ισοζυγίου πληρωμών.

1.2. Λειτουργία

Επιτήρηση οικονομιών: Για να διατηρηθεί η σταθερότητα και να προληφθεί η κρίση στο διεθνές νομισματικό σύστημα, το ΔΝΤ εξετάζει περιφερειακές και διεθνείς οικονομικές και χρηματοοικονομικές εξελίξεις μέσω ενός τυπικού συστήματος που ονομάζεται επιτήρηση. Το ΔΝΤ παρέχει συμβουλές στα 186 κράτη-μέλη του, ενθαρρύνοντάς τα να υιοθετούν πολιτικές που ενισχύουν την οικονομική σταθερότητα, μειώνουν την ευπάθειά τους σε οικονομικές και χρηματοοικονομικές κρίσεις και ανεβάζουν το βιοτικό επίπεδο. Παρέχει τακτική αξιολόγηση των διεθνών προβλέψεων στην Παγκόσμια Οικονομική Προοπτική και των καπιταλιστικών αγορών στην Έκθεση Παγκόσμιας Χρηματοοικονομικής Σταθερότητας, ενώ παράλληλα δημοσιεύει μια σειρά περιφερειακών οικονομικών προοπτικών.

Χρηματοοικονομική στήριξη: Η χρηματοδότηση του ΔΝΤ έχει ως στόχο να προσφέρει σε κράτη-μέλη την ανάσα που χρειάζονται για να διορθώσουν προβλήματα ισοζυγίου πληρωμών. Ένα πρόγραμμα πολιτικής που χρηματοδοτείται από το ΔΝΤ έχει σχεδιαστεί από τις εθνικές αρχές σε στενή συνεργασία με το ΔΝΤ και η συνέχιση της χρηματοοικονομικής στήριξης εξαρτάται από την αποτελεσματική υλοποίηση αυτού του προγράμματος. Για να συμβάλει στην υποστήριξη των κρατών στη διάρκεια της διεθνούς οικονομικής κρίσης, το ΔΝΤ έχει ενισχύσει την πιστοδοτική του ικανότητα και έχει εγκρίνει μια κύρια γενική επιθεώρηση για τον τρόπο δανεισμού των χρημάτων. Σε χώρες χαμηλού εισοδήματος, το ΔΝΤ παρέχει χρηματοοικονομική στήριξη μέσω των δυνατοτήτων δανεισμού με ευνοϊκούς όρους. Το ΔΝΤ έχει διπλασιάσει τα όρια πρόσβασης δανείων και ενισχύει το δανεισμό του στις φτωχότερες χώρες του κόσμου με μηδενικά επιτόκια μέχρι το 2012.

Ειδικό τραβηκτικό δικαίωμα (ΕΔΤ): Το ΔΝΤ εκδίδει ένα διεθνές αποθεματικό στοιχείο ενεργητικού, γνωστό ως Ειδικό Τραβηκτικό Δικαίωμα, που μπορεί να αναπληρώσει τα επίσημα αποθεματικά κρατών-μελών. Δύο επιχορηγήσεις τον Αύγουστο και το Σεπτέμβριο του 2009 αύξησαν το οφειλόμενο μερίδιο των ΕΔΤ περίπου στο δεκαπλάσιο σε σύνολο 204 δισεκατομμυρίων ΕΔΤ περίπου (313 δις δολάρια Η.Π.Α.). Τα μέλη μπορούν επίσης να ανταλλάξουν αν θέλουν μεταξύ τους ΕΔΤ με νόμισμα.

Τεχνική υποστήριξη: Το ΔΝΤ προσφέρει τεχνική υποστήριξη και εκπαίδευση για να βοηθήσει τα κράτη-μέλη να ενισχύσουν τη δυνατότητά τους να σχεδιάζουν και να υλοποιούν αποτελεσματικές πολιτικές. Η τεχνική υποστήριξη παρέχεται σε διάφορους τομείς, όπως φορολογική πολιτική και διαχείριση, διαχείριση δαπανών, νομισματική και συναλλαγματική πολιτική, επιτήρηση και ρύθμιση τραπεζικού και χρηματοοικονομικού συστήματος, θεσμικά πλαίσια και στατιστική.

Πόροι: Οι πόροι του ΔΝΤ παρέχονται από τα κράτη-μέλη του, κυρίως μέσω καταβολής ποσοτώσεων, που αντικατοπτρίζουν ευρέως το οικονομικό μέγεθος κάθε κράτους. Στη σύνοδο G-20 τον Απρίλιο του 2009, οι παγκόσμιοι ηγέτες υποσχέθηκαν να στηρίξουν την ανάπτυξη σε αναδυόμενες αγορές και αναπτυσσόμενες χώρες τριπλασιάζοντας τους πόρους δανεισμού του ΔΝΤ από 250 δισεκατομμύρια δολάρια Η.Π.Α. σε 750 δισεκατομμύρια δολάρια Η.Π.Α. Τηρώντας αυτήν την υπόσχεση, την 24η Νοεμβρίου 2009, οι υπάρχοντες και δυνητικοί νέοι συμμετέχοντες των Νέων Πιστωτικών Διευκολύνσεων (NAB) συμφώνησαν να επεκτείνουν τις NAB σε 600 δισεκατομμύρια δολάρια Η.Π.Α. Οι ετήσιες δαπάνες λειτουργίας του Ταμείου καλύπτονται κυρίως από τη διαφορά μεταξύ της είσπραξης τόκων (επί οφειλόμενων δανείων) και της καταβολής τόκων (επί ποσοτώσεων που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση των "αποθεματικών θέσεων" των δανείων), ωστόσο τα κράτη-μέλη συμφώνησαν πρόσφατα να υιοθετήσουν ένα νέο μοντέλο εισοδήματος που βασίζεται σε μια σειρά εισοδηματικών πηγών που ταιριάζουν περισσότερο στις ποικίλες δραστηριότητες του Ταμείου.

Διακυβέρνηση και οργάνωση: Το ΔΝΤ υπόκειται στον έλεγχο των κυβερνήσεων των κρατών-μελών του. Στην κορυφή της οργανωτικής δομής του βρίσκεται το Συμβούλιο των Διοικητών, που απαρτίζεται από έναν Διοικητή από κάθε κράτος-μέλος. Όλοι οι Διοικητές συνεδριάζουν μία φορά ετησίως στις Ετήσιες Συνελεύσεις του ΔΝΤ και της Παγκόσμιας Τράπεζας. Είκοσι τέσσερις από τους Διοικητές συμμετέχουν στη Διεθνή Νομισματική και Οικονομική Επιτροπή (ΔΝΟΕ) και συνεδριάζουν τουλάχιστον δύο φορές ετησίως. Οι καθημερινές εργασίες του ΔΝΤ πραγματοποιούνται από το 24μελές Διοικητικό Συμβούλιό του. Οι εργασίες αυτές καθοδηγούνται από τη ΔΝΟΕ και υποστηρίζονται από το επαγγελματικό προσωπικό του ΔΝΤ. Ο Διευθύνων Σύμβουλος είναι ο επικεφαλής του προσωπικού του ΔΝΤ και

Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου. Το έργο του Διευθύνοντος Συμβούλου βοηθούν τρεις Αναπληρωτές Διευθύνοντες Σύμβουλοι.

1.3. Δανεισμός ΔΝΤ προς Αντιμετώπιση Κρίσεων

Οι οικονομικές και χρηματοοικονομικές κρίσεις λαμβάνουν διάφορες μορφές. Το ΔΝΤ βοηθά τις πληγείσες χώρες να ανακτήσουν οικονομική σταθερότητα, συμβάλλοντας στον σχεδιασμό διορθωτικής πολιτικής και παρέχοντας δάνεια. Καθώς το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό περιβάλλον αλλάζει τα τελευταία χρόνια, τα εργαλεία δανεισμού του ΔΝΤ εξελίσσονται ώστε να ανταποκρίνονται στις μεταβαλλόμενες ανάγκες των αναδυόμενων οικονομιών και των χωρών χαμηλών εισοδημάτων. Οι αιτίες των οικονομικών και χρηματοοικονομικών κρίσεων είναι διάφορες και περίπλοκες. Ορισμένες από τις βασικές είναι οι εξής: αδύνατα εγχώρια χρηματοοικονομικά συστήματα, μεγάλες και επίμονες εξωτερικές ή εσωτερικές ανισορροπίες (περιλαμβανομένων ελλειμμάτων ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών ή/και δημοσιονομικών ελλειμμάτων), υψηλά επίπεδα εξωτερικού ή/και δημόσιου χρέους, επιτόκια σε απρόσφορα επίπεδα, φυσικές καταστροφές, ένοπλες συρράξεις, ή απότομες και σημαντικές αυξήσεις των τιμών βασικών ειδών, όπως τροφίμων και καυσίμων. Τα εξωγενή πλήγματα, από φυσικές καταστροφές έως δυσμενείς μεταβολές στους όρους εμπορίου ή πτώση της ζήτησης από το εξωτερικό, είναι συχνά αιτίες οικονομικών προβλημάτων, ιδιαίτερα στις χώρες χαμηλών εισοδημάτων που διαθέτουν λίγες δυνατότητες για να επενδύουν σε έργα πρόληψης κρίσεων και εξαρτώνται από μία περιορισμένη ποικιλία εξαγωγών, συνήθως πρώτων υλών.

Οι κρίσεις λαμβάνουν διάφορες μορφές:

- ❖ Οι *οικονομικές κρίσεις* χαρακτηρίζονται από σοβαρά προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών, που συχνά οδηγούν σε πιέσεις κατά του νομίσματος, σημαντική πτώση της καταναλωτικής ζήτησης και των επενδύσεων των εταιρειών, άνοδο της ανεργίας και πτώση των εισοδημάτων. Συνοδεύονται συχνά από αύξηση της αβεβαιότητας στις χρηματοοικονομικές αγορές και πτώση των τιμών των μετοχών, των ομολόγων, και πολλές φορές της ισοτιμίας του εγχώριου νομίσματος.

- ❖ Οι *χρηματοοικονομικές κρίσεις* προέρχονται αρχικά από τον χρηματοοικονομικό τομέα ή τον επηρεάζουν, και συνοδεύονται συχνά από αύξηση της αβεβαιότητας στις χρηματοοικονομικές αγορές και πτώση των τιμών των μετοχών και των ομολόγων. Μπορεί να οδηγήσουν σε δυσκολίες για τις τράπεζες και τα συστήματα πληρωμών, πλήττοντας την οικονομική δραστηριότητα. Μία σοβαρή κρίση (είτε οικονομική είτε χρηματοοικονομική) συνοδεύεται συχνά από βαθιά ύφεση, αθετήσεις χρεών, και μία αντιστροφή της ροής διεθνών κεφαλαίων.

Τα δάνεια του ΔΝΤ παρέχουν στην εμπλεκόμενη χώρα ένα χρονικό περιθώριο για την εφαρμογή διορθωτικής πολιτικής και μεταρρυθμίσεων που θα επαναφέρουν τις συνθήκες που απαιτούνται για δυνατή και βιώσιμη ανάπτυξη, απασχόληση και κοινωνικές επενδύσεις. Οι πολιτικές αυτές διαφέρουν αναλόγως με τις συνθήκες που επικρατούν σε κάθε χώρα. Λόγου χάρη, μία χώρα που αντιμετωπίζει μία απότομη πτώση στην τιμή κάποιου βασικού εξαγωγικού της προϊόντος μπορεί απλώς να χρειάζεται οικονομική βοήθεια για την περίοδο μέχρι την ανάκαμψη των τιμών και για να αμβλύνει τις επώδυνες επιπτώσεις μιας απότομης και μεγάλης προσαρμογής. Χώρες που πλήττονται από φυγή κεφαλαίων πρέπει να εξαλείψουν τα προβλήματα που προκαλούν την απώλεια της εμπιστοσύνης των επενδυτών. Ίσως τα επιτόκια είναι πολύ χαμηλά, ίσως τα ελλείμματα του προϋπολογισμού να αυξάνονται ταχύτερα του δέοντος, ίσως το τραπεζικό σύστημα να είναι αναποτελεσματικό ή αναποτελεσματικά εποπτευόμενο.

2. Η ΠΑΡΟΥΣΙΑ ΤΟΥ ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟΥ ΤΑΜΕΙΟΥ ΣΕ ΑΛΛΕΣ ΧΩΡΕΣ

2.1. Οι Επιπτώσεις του ΔΝΤ στις Οικονομίες των Συνεργαζόμενων Χωρών

Μέχρι τώρα αρκετές χώρες έχουν προστρέξει στον οργανισμό στη 46 ετών ιστορία του. Μεταξύ αυτών υπάρχουν δύο μεγάλες, η Ρωσία και η Τουρκία, οι οποίες προσέφυγαν τρεις φορές η καθεμία τα τελευταία 20 χρόνια. Στο κατάλογο βρίσκεται και η Μ. Βρετανία, η οποία αναγκάστηκε το 1976 να ζητήσει δάνειο 2,3 δισ. στερλινών. Στο πλαίσιο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 2008 χορήγησε ήδη πάνω από 100 δις δολάρια πιστώσεις σε χώρες με κρίσιμα προβλήματα στο ισοζύγιο πληρωμών. Ορισμένες χώρες που έχουν κατά καιρούς δεχτεί οικονομική βοήθεια από το ΔΝΤ είναι οι παρακάτω:

- ✓ *Αργεντινή:* Στην ελληνική κοινή γνώμη, πάντως, το ΔΝΤ είναι ευρύτερα γνωστό από την ολέθρια παρέμβασή του στην Αργεντινή. Αφού της χορήγησε περισσότερα από 13 δισ. δολ. τη δεκαετία του '90 και επέβαλε την ιδιωτικοποίηση των στρατηγικών τομέων της οικονομίας της, το ΔΝΤ παρενέβη ξανά το 2000 όταν η χώρα βρέθηκε σε δεινή θέση μετά την εκτίναξη του δολαρίου με το οποίο διατηρούσε συνδεδεμένο το νόμισμά της. Της χορήγησε εκ νέου 40 δισ. δολ. επιβάλλοντας, όμως, την κατάργηση όλων των κοινωνικών προγραμμάτων και μείωση των μισθών κατά 20%, με αποτέλεσμα να βυθιστεί η χώρα στη φτώχεια και να γεμίσει η πρωτεύουσα με αστέγους. Ακολούθησαν κοινωνικές εκρήξεις και αναστολή πληρωμών τον Νοέμβριο του 2001. Στη συνέχεια, όμως, η χώρα προχώρησε σε αναδιάρθρωση του χρέους της με το 76% των πιστωτών της να έχει ουσιαστικά χαρίσει στην Αργεντινή τα 2/3 του χρέους της.
- ✓ *Ασία:* Μεγάλες κοινωνικές αναταραχές πυροδότησαν τα αυστηρά μετρά του ΔΝΤ στις ασιατικές χώρες. Το ταμείο έδωσε δάνεια 55 δισ. δολ. στην Κορέα, 17 δισ. δολ. στην Ταϊλάνδη και 23 δισ. δολ. στην Ινδονησία. Οι πολιτικές που είχε ζητήσει, όπως η περικοπή κρατικών δαπανών, η αύξηση των επιτοκίων, η απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων, σε συνδυασμό με τα παιχνίδια των

κερδοσκόπων προκάλεσαν μεγάλες υποτιμήσεις των νομισμάτων της περιοχής, κύμα χρεοκοπιών και δραματική απώλεια θέσεων εργασίας.

- ✓ *Βραζιλία:* Δάνειο ύψους 41,5 δισ. Δολαρίων το 1998 και άλλων 30 δις το 2002 έλαβε η Βραζιλία από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, που είναι και το υψηλότερο στην ιστορία του οργανισμού, προκειμένου να αποτρέψει την οικονομική κατάρρευση της χώρας και να ενισχύσει την εμπιστοσύνη των καταναλωτών. Η βοήθεια αυτή είναι η τελευταία προσπάθεια του ΔΝΤ να αποτρέψει την οικονομική κρίση στην περιοχή, που εξαπλώθηκε ύστερα από την κατάρρευση της Αργεντινής, και ενισχύθηκε από την πολιτική αβεβαιότητα και την κρίση της παγκόσμιας οικονομίας. Τα ποσά αυτά ουσιαστικά απομάκρυναν το κίνδυνο κατάρρευσης του οικονομικού συστήματος της χώρας, καθώς εκτιμάται ότι σταμάτησαν την πτώση 23% του εγχώριου νομίσματος «ρεάλ». Σε συνδυασμό με ένα πρόγραμμα δημοσιονομικής αυστηρότητας- περικοπές σε δαπάνες και θέσεις εργασίας στο Δημόσιο- η χώρα κατάφερε να ανακτήσει τη χαμένη αξιοπιστία της στις αγορές.
- ✓ *Βρετανία:* Το 1976 και υπό την κατάρρευση της στερλίνας έναντι του δολαρίου το η κυβέρνηση των Εργατικών προσέφυγε στο ΔΝΤ και ζήτησε δάνειο 2,3 δισ. Στερλινών. Για άλλη φορά το αντάλλαγμα ήταν επώδυνες περικοπές κρατικών δαπανών.
- ✓ *Ισλανδία:* Τον Οκτώβριο του 2008 και υπό την απειλή χρεοκοπίας, η Ισλανδία προσέφυγε στο ΔΝΤ για δάνειο 1,7 δισ. δολ. Το Ταμείο όμως καθυστέρησε την εκταμίευση των δόσεων λόγω του κόστους που συνδέεται με την αποζημίωση επενδυτών, οι οποίοι έχασαν χρήματα από την κατάρρευση των ισλανδικών τραπεζών. Το ΔΝΤ επιβάλλει σκληρούς όρους, όπως μείωση των δαπανών όλων των υπουργείων κατά 10% και αύξηση των επιτοκίων.
- ✓ *Λετονία:* Υπό παρεμφερείς συνθήκες η Λετονία προσέφυγε σε πακέτο στήριξης στο οποίο συμμετείχε το ΔΝΤ, η Σουηδία και άλλες ευρωπαϊκές χώρες και έλαβε δάνειο 7,5 δισ. ευρώ. Κατ' εντολή του ΔΝΤ, η κυβέρνηση προχώρησε άμεσα σε περικοπές του προϋπολογισμού για την υγεία κατά 40%

κλείνοντας τεράστιο αριθμό νοσοκομείων. Έκλεισαν εκατοντάδες σχολεία, οι μισθοί των εκπαιδευτικών μειώθηκαν κατά 60% και των δημοσίων υπαλλήλων κατά 20%. Ακολούθησε συρρίκνωση του ΑΕΠ κατά 17,5% το 2009 και συνολικά για την τελευταία διετία κατά 24%. Η ανεργία εκτινάχθηκε στο 22,8% από το ποσοστό μόλις 5,6% του 2007.

- ✓ *Μεξικό:* Η παρέμβαση του ταμείου στη χώρα έγινε το 1995 όπου και έδωσε δάνειο 30 δισ. δολ. Εξαιτίας των μέτρων που υιοθετήθηκαν, οι πολίτες που ζούσαν κάτω από το όριο της φτώχειας ξεπέρασαν το 50% και ο κατώτατος μισθός μειώθηκε κατά 20%.

- ✓ *Ουγγαρία:* Το 2010 έγινε γνωστή στο ελληνικό κοινό η εμπειρία της Ουγγαρίας από την παρέμβαση του ΔΝΤ, όταν στις πρόσφατες εκλογές αναδείχθηκε η Άκρα Δεξιά τρίτη πολιτική δύναμη στη χώρα. Είχε προηγηθεί η πολιτική λιτότητας που εφάρμοσε κατ' εντολή του Ταμείου η σοσιαλδημοκρατική κυβέρνηση, όταν η χώρα βρέθηκε στη δίνη της χρηματοπιστωτικής κρίσης και αφού είχαν προηγηθεί αλλεπάλληλες υποβαθμίσεις της πιστοληπτικής της ικανότητας. Συμφώνησε μαζί του πακέτο διάσωσης ύψους 20 δισ. ευρώ με τη συμμετοχή της Ε.Ε. και της Παγκόσμιας Τράπεζας και προχώρησε στην περικοπή του δώρου των Χριστουγέννων για μισθωτούς και συνταξιούχους, στην αύξηση του ΦΠΑ κατά 5% και στην άνοδο του ορίου συνταξιοδότησης κατά τρία χρόνια. Ακολούθησε ύφεση με συρρίκνωση του ουγγρικού ΑΕΠ κατά 7% σε σύγκριση με τα προ ΔΝΤ επίπεδα, αλλά με τα κριτήρια του Ταμείου η παρέμβαση κρίθηκε επιτυχής: το δημοσιονομικό έλλειμμα προβλέπεται να συρρικνωθεί φέτος στο 3,8% και το 2011 στο 3%, ενώ η μείωση του ουγγρικού ΑΕΠ θα περιορισθεί στο 0,2%.

- ✓ *Ουκρανία:* Το ΔΝΤ συμφώνησε στην παροχή 13 δισ. ευρώ τον Νοέμβριο του 2008, επιβάλλοντας όμως περικοπές δαπανών και μεταρρυθμίσεις στο τραπεζικό σύστημα. Τα μέτρα είχαν αποτέλεσμα πτώση του ΑΕΠ σε 15% το 2009. Βλέποντας ότι οι όροι του δεν ακολουθούνται, το ΔΝΤ πάγωσε τη συνεργασία του.

- ✓ *Πακιστάν:* Εξασφάλισε δάνειο 7,6 δισ. δολαρίων. Ως αντάλλαγμα αναγκάστηκε να αναστείλει τις επιδοτήσεις σε ενέργεια, πετρέλαιο και λιπάσματα, να μειώσει τις κρατικές δαπάνες, να αυξήσει τους φόρους και τα επιτόκια.

- ✓ *Ρουμανία:* Σε συνεργασία με την Ε.Ε. ήταν και η παρέμβαση του ΔΝΤ στη Ρουμανία, που έλαβε 20 δισ. ευρώ από πακέτο στήριξης, αλλά αναγκάστηκε να προχωρήσει σε 100.000 απολύσεις στον δημόσιο τομέα, ο οποίος αντιπροσωπεύει το 1/3 της συνολικής απασχόλησης. Προχώρησαν σε απεργιακές κινητοποιήσεις οι εκπαιδευτικοί, που απειλούν με απεργία διαρκείας αν η κυβέρνηση προχωρήσει σε 15.000 απολύσεις στον κλάδο. Μετά την εφαρμογή των μέτρων, το ΑΕΠ της χώρας έχει συρρικνωθεί σχεδόν κατά 8%. Το ίδιο το ΔΝΤ, που καταφθάνει στο Βουκουρέστι την Τρίτη για να επανεξετάσει το πακέτο διάσωσης, έχει αναθεωρήσει την αρχική πρόβλεψή του πως η οικονομία της Ρουμανίας θα σημειώσει φέτος ανάπτυξη 1,3% και περιορίζεται σε ένα 0,8%.

- ✓ *Ρωσία:* Η χώρα έφτασε σε αθλία κατάσταση το 1998 όταν στην προεδρία ήταν ο Γιέλτσιν. Ο πρόεδρος είχε αναγκαστεί να ανακοινώσει, μεταξύ άλλων, την κατά 34% υποτίμηση του νομίσματος. Γύρω στα 22 δισ. δολ. ήταν η βοήθεια του ΔΝΤ στη Ρωσία, η οποία όμως δεν κατάφερε να προχωρήσει στις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις. Η Ρωσία θεωρείται κατ' εξοχήν το παράδειγμα χώρας, στην οποία το ΔΝΤ προχωρούσε στην εκταμίευση των συμφωνηθέντων παρότι δεν εφαρμόζονταν τα απαιτούμενα μέτρα.

- ✓ *Σερβία:* Χρειάστηκε δάνειο 3 δισ. ευρώ για να ξεπεράσει την κρίση του 2008. Για να το εξασφαλίσει συμφώνησε σε σκληρούς όρους, όπως η απώλεια του 1/5 των 70.000 θέσεων εργασίας του δημοσίου τομέα και το πάγωμα των μισθών.

- ✓ *Τουρκία:* Έχει προσφύγει πολλές φορές στο ΔΝΤ. Πιο πρόσφατη ήταν το τριετές πρόγραμμα των 10 δισ. δολαρίων που συμφωνήθηκε το 2005. Από το 1999 μέχρι το 2003 το ΔΝΤ διοχέτευσε στην Τουρκία 20,4 δισ. δολ., αλλά έχει εισπράξει διαδηλώσεις διαμαρτυρίας εξαιτίας των σκληρών μέτρων. Ο

Ερντογάν απέφυγε με κάθε τρόπο κατά τη διάρκεια της τελευταίας οικονομικής κρίσης να προσφύγει στο ΔΝΤ, γνωρίζοντας ότι οι απαιτήσεις του οργανισμού για μειώσεις κρατικών δαπανών και αναδιάρθρωση προϋπολογισμού θα στοίχιζαν πολιτικά.

2.2. Συμπεριφορά Χρηματιστηρίων Χωρών μετά την Προσφυγή στο ΔΝΤ

Πολλοί είναι οι επενδυτές που έχουν εγκλωβιστεί στο ελληνικό χρηματιστήριο από την αρχή του 2010, όταν και τα δημοσιονομικά προβλήματα της Ελλάδος διέψευσαν τις θετικές προσδοκίες για συνέχιση του ράλι ανόδου που ήδη είχε ξεκινήσει το ΧΑ από το καλοκαίρι του 2009. Μία μικρή ματιά στα χρηματιστήρια των χωρών που έλαβαν βοήθεια από το ΔΝΤ μπορεί να δείξει ότι μετά το αρχικό σοκ που πέρασαν οι επενδυτές, αυτοί τελικά που κέρδισαν ήταν αυτοί που αγόρασαν σε μέρες που το φόβητρο του ΔΝΤ οδηγούσε σε πωλήσεις.

- ❖ Η Αργεντινή με μια οικονομία να παραπαίει και να ψάχνει να βρει κατεύθυνση, μετά από μια δικτατορία, με πολιτική αστάθεια και με παρεμβάσεις και δάνεια από το ΔΝΤ κατέληξε να χρεοκοπήσει στα τέλη του 2001. Από εκείνη τη στιγμή και μετά, για 9 ολόκληρα χρόνια το χρηματιστήριο ξεκίνησε μια πορεία από τις 200 μονάδες μέχρι τις 3200 μονάδες σήμερα. Και εδώ υπήρξε διόρθωση το 2008-2009 από τις 2200 μονάδες στις 900 και επάνοδος η οποία ξεπέρασε τα προηγούμενα υψηλά. Σημείο αντιστροφής: 2001.
- ❖ Ύστερα από το –επί σειρά ετών– ασταθές δημοσιονομικό και οικονομικό περιβάλλον στη Ρωσία και τα συνεχή δάνεια (1992, 1996, 1997) από το ΔΝΤ, ο δείκτης του ρωσικού χρηματιστηρίου βρίσκεται το 1998 περίπου στις 25 μονάδες. Από εκείνη τη στιγμή και μετά ξεκινά μια δεκαετής bull market μέχρι τις αρχές του 2008 και έως τις 2000 μονάδες. Ακολουθεί μια μεγάλη διόρθωση το 2008-2009 μέχρι τις 500 μονάδες και επάνοδος στις 1500 μονάδες σήμερα. Σημείο αντιστροφής: 1998.

- ❖ Τουρκία: Μετά το δάνειο από το ΔΝΤ στις αρχές του 2002, το χρηματιστήριο ακολούθησε μια οριζόντια πορεία γύρω από τις 10000 μονάδες και από τα τέλη του 2003 μέχρι σήμερα έφτασε στις 70000 μονάδες, περιλαμβανομένης της διόρθωσης 2008 – 2009 από τις 60000 μονάδες στις 20000 και επάνοδο με νέα υψηλά στις 70000 σήμερα. Σημείο αντιστροφής: 1,5 χρόνος μετά το ΔΝΤ.

- ❖ Βραζιλία: Δάνειο από το ΔΝΤ στις 6 /9/2002, όταν ο δείκτης βρίσκεται στο χαμηλότερο σημείο περίπου στις 8500 μονάδες και ύστερα από μια –επί 2,5 χρόνια- αργή πτωτική πορεία από τις 18500 μονάδες περίπου στις αρχές του 2000. Αμέσως μετά ξεκίνησε μια «bull market» μέχρι τις 70000 μονάδες όπου βρίσκεται σήμερα! Διόρθωσε βέβαια κατά πολύ και απότομα από τις 70000 έως τις 30000 μονάδες κατά τη διάρκεια της διεθνούς κρίσης 2008-2009 αλλά επανέκαμψε πάλι το ίδιο απότομα μέχρι τα προηγούμενα υψηλά. Σημείο αντιστροφής: Έλευση ΔΝΤ.

- ❖ Η Ισλανδία, η οποία βρέθηκε στα πρόθυρα της οικονομικής κατάρρευσης. Δραματική ήταν η 14η Οκτωβρίου 2008 για την Ισλανδία όταν και η κυβέρνηση της χώρας αναζήτησε βοήθεια και απεύθυνε σχετικά αιτήματα στο ΔΝΤ αλλά και στη ρωσική κυβέρνηση. Λίγο μετά την έναρξη των συναλλαγών ο δείκτης αναφοράς της ισλανδικής χρηματιστηριακής αγοράς OMX Iceland 15 Index υποχώrouσε κατά 76%. Έκτοτε το χρηματιστήριο της χώρας κινείται κάτω από τις 1.000 μονάδες, την ώρα που στα μέσα του 2007 είχε ξεπεράσει τις 8.000 μονάδες.

- ❖ Το χρηματιστήριο της Πολωνίας από το peak του 2007 έχασε το 67% της αξίας του μέχρι τα τέλη του 2009 όταν και άρχισε να ενεργοποιείται η βοήθεια από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Έκτοτε έχει καλύψει παραπάνω από τα 2/3 των απωλειών, ενώ υπάρχει και θετικό «momentum».

- ❖ Το 2008 η Ουγγαρία ήταν στο «χειλός της καταστροφής» όταν έλαβε δάνειο από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο την Κομισιόν και την Παγκόσμια Τράπεζα. Η Ουγγαρία είχε δεχτεί άγρια κερδοσκοπική επίθεση το 2008 στα μέσα της οικονομικής κρίσης και το χρηματιστήριο είχε κλείσει για τρεις μέρες. Το χρηματιστήριο της χώρας υποχώρησε μέχρι και 12% τη μέρα της

ανακοίνωσης ενώ μέχρι σήμερα παρουσιάζει μικρή ανοδική πορεία. Με το δείκτη στις 13000 μονάδες και ενώ το χρηματιστήριο βρισκόταν σε πτωτική πορεία από το υψηλό των 30000 μονάδων. Η πτωτική τάση συνεχίστηκε για άλλους έξι μήνες περίπου μέχρι τις 10000 μονάδες, από όπου μέσα σε ένα χρόνο ανέκαμψε μέχρι τις 25000 μονάδες για να επιστρέψει στις 22000 με 23000 όπου βρίσκεται τελευταία. Άνοδος περίπου 125% σε ένα χρόνο. Σημείο αντιστροφής: 6 μήνες μετά την έλευση ΔΝΤ.

- ❖ Το Φεβρουάριο του 2009 ο πρωθυπουργός της Ρουμανίας δήλωνε πως η χώρα χρειάζεται ξένα κεφάλαια ύψους περίπου 9 δισ. ευρώ για να αντιμετωπίσει πιο αποτελεσματικά τις επιπτώσεις της διεθνούς οικονομικής κρίσης. Στις 25/3/2009 η Ρουμανία πήρε δάνειο από το ΔΝΤ. Την προηγούμενη χρονιά - 2008- στο χρηματιστήριό της ο δείκτης BET παρουσίασε κάμψη 70,47% ενώ ο επιμέρους δείκτης BET-FI παρουσίασε κάμψη 84%. Μετά την είσοδο του ΔΝΤ, στις 2500 μονάδες είχαμε μια άνοδο περίπου 100% μέχρι τις 5000 όπου περίπου βρίσκεται σήμερα. Σημείο αντιστροφής: Έλευση ΔΝΤ). Σημειώνεται εδώ ότι το δημόσιο χρέος της Ρουμανίας αντιστοιχεί στο 20% του ΑΕΠ, ποσοστό που είναι πολύ μικρό ως μερίδιο, εάν σκεφτούμε ότι η αναλογία της Ελλάδας είναι, περίπου, στο 120%".
- ❖ Στη Σερβία, τρεις μήνες μετά την έλευση του ΔΝΤ, το χρηματιστήριο είχε άνοδο 66%. Στην Ουκρανία έξι μήνες μετά το χρηματιστήριο βρισκόταν σε θετικό έδαφος 8% και εννιά μήνες μετά είχε ανέλθει κατά 41%. Τέλος στη Λετονία εννιά μήνες μετά την έλευση του ΔΝΤ το χρηματιστήριο είχε ανέλθει κατά 23%.

Το συμπέρασμα είναι ότι όλες οι χρηματαγορές ανέκαμψαν λίγο μετά την έλευση του ΔΝΤ. Εξαίρεση αποτελεί η Αργεντινή που άρχισε να ανακάμπτει αργότερα, αφού χρεοκόπησε, και η Ρωσία. Και στις δύο περιπτώσεις υπήρχε πολιτική αστάθεια και κατέρρευσε το τοπικό νόμισμα. Δεν φαίνεται να αντιμετωπίζουν τα ίδια προβλήματα πολιτικής αστάθειας η Ουγγαρία και η Ρουμανία. Σε όλες τις περιπτώσεις η κοινωνία πληγώθηκε. Απολύσεις δημοσίων και ιδιωτικών υπαλλήλων και πτώση των τιμών των ακινήτων σε Ρουμανία και Ουγγαρία, με όλα τα αρνητικά επακόλουθα για την τοπική αγορά.

3.ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

3.1. Η Είσοδος του ΔΝΤ στην Ελλάδα

Η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας το 2010 επισκιάστηκε από τον κίνδυνο μετεξέλιξης της διεθνούς κρίσης σε κρίση δημόσιου χρέους, κυρίως στις προηγμένες οικονομίες. Η διεθνής κρίση, η οποία ξεκίνησε ως κρίση διατραπεζικής ρευστότητας τον Αύγουστο του 2007 και μετεξελίχθηκε σε χρηματοοικονομική από το Σεπτέμβριο του 2008, αντιμετωπίστηκε με ασυνήθιστα επεκτατική δημοσιονομική και νομισματική πολιτική στις περισσότερες οικονομίες. Η πολιτική αυτή οδήγησε σε ραγδαία επιδείνωση της δημοσιονομικής θέσης σχεδόν όλων των προηγμένων οικονομιών, κυρίως τη διετία 2008-2009. Ο κίνδυνος εκδήλωσης γενικευμένης κρίσης εμπιστοσύνης προς τη δυνατότητα των κυβερνήσεων να αποπληρώσουν τα χρέη τους, οδήγησαν, κατά τη διάρκεια του 2010, πολλές κυβερνήσεις στην υιοθέτηση προγραμμάτων περιστολής των δημοσίων δαπανών και αύξησης των φόρων για την αντιστροφή των δημοσιονομικών εξελίξεων. Η απόφαση του διοικητικού συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) για τη θέσπιση προγράμματος για αγορές τίτλων βασίστηκε στη συμφωνία, στις αρχές Μαΐου του 2010, των κυβερνήσεων των κρατών-μελών της ζώνης του ευρώ να λάβουν όλα τα μέτρα που απαιτούνται, ώστε να επιτύχουν τους δημοσιονομικούς στόχους. Ωστόσο, μέσα στο 2010 οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων της Ελλάδας, της Ιρλανδίας και της Πορτογαλίας ακολούθησαν, σχεδόν αδιάκοπα, ανοδική πορεία.

Τον Απρίλιο του 2010 σε συνεδρίαση του εκτελεστικού συμβουλίου του ΔΝΤ στην Ουάσιγκτον, παρουσία του επικεφαλής του Ντομνίκ Στρος-Καν, αφού εξετάστηκε επιστολή του Υπουργού Οικονομικών Γ. Παπακωνσταντίνου, αποφασίστηκε η μετάβαση στην Αθήνα κλιμακίου για να συζητήσει τα μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης που προτίθεται να πάρει η Ελλάδα, αλλά και το ύψος του ποσού που θα της χορηγηθεί σε περίπτωση που ενεργοποιηθεί ο μηχανισμός στήριξης. Η ανακοίνωση από την ελληνική κυβέρνηση στις 23/4/2010 ότι προσφεύγει στον κοινό μηχανισμό στήριξης ΕΕ/ ΔΝΤ για την διασφάλιση της χρηματοδότησης του δημόσιου χρέους, πυροδότησε μία συζήτηση για τις επιπτώσεις αυτής της κίνησης στην πραγματική οικονομία και στο χρηματιστήριο.

Αναμφισβήτητα, η προσφυγή στο μηχανισμό στήριξης αποτελεί μία απώλεια αυτονομίας στην χάραξη της οικονομικής πολιτικής και υπαγωγή της χώρας σε ένα είδος διεθνούς οικονομικού ελέγχου. Κατά τούτο, πιθανώς εμπερικλείει και μεσοχρόνιες στρατηγικές επιπτώσεις. Ωστόσο, αποτελεί ταυτοχρόνως την τελευταία δυνατότητα της χώρας να μετασχηματίσει τις οικονομικές και διοικητικές της δομές, να ελέγξει την δυναμική των δημοσιονομικών της μεγεθών και να βελτιώσει τη δομική της ανταγωνιστικότητα. Αποτελούν αυτά अपαράβατες προϋποθέσεις επιβίωσης, αποφυγής δηλαδή της χρεοκοπίας, της οικονομικής απομόνωσης και της μακροχρόνιας ύφεσης. Η Ελλάδα απέτυχε διαχρονικά να πραγματοποιήσει τις αναγκαίες μεταρρυθμίσεις με ίδιες πρωτοβουλίες και δυνάμεις, με αυτοπειθαρχία στην εφαρμογή τους. Η προσφυγή στην εξωτερική βοήθεια αποτελεί απλώς τη φυσική εξέλιξη αυτής της αδυναμίας. Οι διεθνείς αγορές, οι εν ΕΕ εταίροι και οι διεθνείς θεσμοί δεν ήταν διατεθειμένοι να δώσουν στη χώρα το χρόνο και τα χρήματα τα οποία ήταν απαραίτητα έως ότου αρχίσει να αποδίδει καρπούς η δημοσιονομική σταθεροποίηση. Έχουν απωλέσει οριστικά την εμπιστοσύνη τους στην αξιοπιστία της δέσμευσης του ελληνικού κράτους. Θεωρούν ότι χωρίς έναν εξωτερικό μηχανισμό δέσμευσης και επιβολής πειθαρχίας δεν υπάρχει περίπτωση επιτυχίας του ούτως ή άλλως δύσκολου- εγχειρήματος. Αυτό αντανακλάται στο υψηλό επίπεδο των επιτοκίων στα οποία ήταν διατεθειμένοι ή μάλλον απρόθυμοι- να δανείσουν την Ελλάδα. Αυτό το κόστος των επιπλέον τόκων ήταν ικανό από μόνο του να εξαϋλώσει τα οφέλη της περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής, οδηγώντας την προσπάθεια εξυγίανσης σε αποτυχία και την οικονομία σε ακόμα βαθύτερη και διαρκή ύφεση.

3.2. Η Πορεία της Ελληνικής Οικονομίας μετά την Έλευση του ΔΝΤ

Κατά το 2010 η παγκόσμια οικονομία πέρασε από τη βαθύτερη μεταπολεμικά ύφεση της περιόδου 2008-2009 σε φάση ανάκαμψης. Η εξέλιξη αυτή δεν σημειώθηκε στην Ελλάδα, η οποία αντιθέτως αντιμετώπισε οξεία δημοσιονομική κρίση και οικονομική δυσπραγία που τον Μάιο 2010 την οδήγησαν σε ένταξη σε πρόγραμμα οικονομικής στήριξης και δημοσιονομικής προσαρμογής το οποίο αποτυπώθηκε στο μνημόνιο συνεργασίας της Ελλάδας με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, την Ευρωπαϊκή Κεντρική

Τράπεζα και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Στο πλαίσιο αυτό, το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και η Ε.Κ.Τ. χορήγησαν στην Ελλάδα δάνειο 110 δισ. ευρώ έναντι λήψης αυστηρών δημοσιονομικών και άλλων μέτρων με στόχο τη στήριξη της ελληνικής οικονομίας και την αντιμετώπιση της δημοσιονομικής κρίσης. Η πρωτοβουλία αυτή πραγματοποιήθηκε σε πλαίσιο γενικής διασφάλισης της χρηματοοικονομικής σταθερότητας στη ζώνη του ευρώ και έθεσε ως άμεσο στόχο τη δραστική βελτίωση των δημοσιονομικών μεγεθών, παράλληλα με τη σταδιακή εφαρμογή εκτεταμένων διαρθρωτικών αλλαγών για την επιτάχυνση της αύξησης της παραγωγικότητας, την ανάκτηση της εθνικής ανταγωνιστικότητας, τη βελτίωση των συνθηκών παραγωγής και, τελικά, τη μεσοπρόθεσμη τόνωση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας και την ανάκτηση της εμπιστοσύνης των αγορών.

Οι εξελίξεις αυτές καθιστούν το 2010 έτος ορόσημο για την ελληνική οικονομία, που χαρακτηρίστηκε από επιδείνωση του εγχώριου μακροοικονομικού περιβάλλοντος, φθίνουσα συνολική ζήτηση αγαθών και υπηρεσιών (σημαντική πτώση της εγχώριας κατανάλωσης -4,9%), κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας και αύξηση της ανεργίας στο 12,2%. Η εξαιρετικά επιβαρυσμένη δημοσιονομική κατάσταση της χώρας οδήγησε σε σημαντική μείωση της πιστοληπτικής της ικανότητας, αδυναμία πρόσβασης στις διεθνείς αγορές και συγκέντρωση του διεθνούς ενδιαφέροντος γύρω από τον τρόπο διαχείρισης του υψηλού δημόσιου χρέους. Λόγω κυρίως του περιορισμού της δημόσιας κατανάλωσης και των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου, σημειώθηκε σημαντική μείωση του ΑΕΠ η οποία εκτιμάται στο 4,2% έναντι εκτιμώμενης αύξησής του στην ευρωζώνη κατά 1,7%. Το 2010 σημειώθηκε σημαντική μείωση των εισαγωγών (κυρίως των εισαγωγών αγαθών) οι οποίες κατά το πρώτο εννεάμηνο του έτους υπολείπονται κατά 13,1% των αντίστοιχων εισαγωγών του 2009, ενώ οι εξαγωγές από την αρχή του χρόνου μέχρι το Σεπτέμβριο υπολείπονταν κατά 1,2% από το αντίστοιχο χρονικό διάστημα του προηγούμενου έτους, και αφορούν κυρίως τον περιορισμό εξαγωγών υπηρεσιών. Ταυτόχρονα ενισχύθηκαν οι πληθωριστικές πιέσεις παραπέμποντας στην ανθεκτικότητα των χρόνιων στρεβλώσεων σε πολλούς κλάδους της οικονομίας αλλά και στην επίδραση των αυξήσεων στους συντελεστές του ΦΠΑ και των ειδικών φόρων κατανάλωσης. Το 2010 έλαβε χώρα η μεγαλύτερη δημοσιονομική προσαρμογή που επιτεύχθηκε ποτέ στην Ελλάδα και η οποία ανέρχεται σε 6% του ΑΕΠ περίπου. Τα βασικά μεγέθη του κρατικού προϋπολογισμού χαρακτηρίστηκαν από σημαντική αύξηση δαπανών

για τόκους επί του συσσωρευμένου δημοσίου χρέους που διογκώθηκε τα τελευταία έτη. Οι δαπάνες για τόκους επί του χρέους της κεντρικής κυβέρνησης ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώθηκαν σε 5,7% το 2010 έναντι 4,3% το 2007, ενώ το δημόσιο χρέος το 2010 εκτινάχθηκε πάνω από 140% του ΑΕΠ. Παράλληλα, η σημαντική υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας ενίσχυσε τις πιέσεις στη χρηματοοικονομική θέση των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Ωστόσο η διατήρηση των επιτοκίων σε χαμηλά επίπεδα άσκησε θετική επίδραση, περιορίζοντας την αδυναμία εξυπηρέτησης των υφιστάμενων δανειακών υποχρεώσεων. Στη δύσκολη αυτή συγκυρία η υλοποίηση του προγράμματος οικονομικής προσαρμογής έφερε τα πρώτα θετικά αποτελέσματα με τη μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος της γενικής κυβέρνησης το 2010 κατά πέντε περίπου ποσοστιαίες μονάδες, στο 10,5% του ΑΕΠ.

3.3. Οι Εξελίξεις στο Χρηματιστήριο των Αθηνών μετά την Έλευση του ΔΝΤ

Οι βελτιούμενες διεθνείς εξελίξεις δεν επηρέασαν προς την ίδια κατεύθυνση την πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς, η οποία κατά το 2010 χαρακτηρίστηκε από σημαντική υποχώρηση των χρηματιστηριακών τιμών, ακόμα μεγαλύτερη μείωση της συναλλακτικής δραστηριότητας στις αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών και μηδενική δραστηριότητα στην εισαγωγή νέων εταιριών στην οργανωμένη αγορά. Η υποχώρηση των τιμών κατά το 2010 οφείλεται αφενός στις αρνητικές επιδράσεις που άσκησε ο απόηχος της διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης του 2007-9 και αφετέρου και κυρίως στο γενικό κλίμα αβεβαιότητας μεταξύ των επενδυτών σχετικά με τις αρνητικές προσδοκίες για την ελληνική οικονομία. Οι αρνητικές προσδοκίες ήταν το αποτέλεσμα των σημαντικών ανισορροπιών στα δημοσιονομικά μεγέθη της χώρας, της αβεβαιότητας σχετικά με τη χρηματοδότησή τους και των ευρύτερων συνεπειών τους στην πραγματική οικονομία και τις προοπτικές ανάπτυξής της. Η αβεβαιότητα αυτή εκφράστηκε κυρίως μέσω των υψηλών αποκλίσεων (spreads) απόδοσης και της υψηλής αποτίμησης του κινδύνου ασφάλισης έναντι αθέτησης υποχρεώσεων (CDS) των ελληνικών κρατικών ομολόγων στις διεθνείς αγορές. Η αντίδραση των επενδυτών εκφράστηκε με μαζικές ρευστοποιήσεις ομολογιακών τίτλων τους πρώτους μήνες του 2010.

Το 2010 η υποχώρηση των τιμών των μετοχών του Χρηματιστηρίου Αθηνών (ΧΑ) ήταν έντονη, σε αντίθεση με τη σχετικά μικρή κατά μέσο όρο υποχώρηση των τιμών των μετοχών στη ζώνη του ευρώ. Ομοίως, σημαντικά μειωμένη ήταν και η συναλλακτική δραστηριότητα, ενώ υποχώρηση εμφάνισε και η άντληση κεφαλαίων από τη χρηματιστηριακή αγορά. Η υποχώρηση του ΓΔΧΑ ήταν εντονότερη εκείνης του ευρωπαϊκού δείκτη τιμών μετοχών Dow Jones EURO STOXX, ο οποίος έμεινε ουσιαστικά σταθερός (-0,01%). Αναστροφή της εικόνας αυτής παρατηρήθηκε τους πρώτους τρεις μήνες του 2011, όταν ο ΓΔΧΑ εμφάνισε άνοδο 8,6%, έναντι ανόδου 3,6% του Dow Jones EURO STOXX, με έντονη ωστόσο μεταβλητότητα. Αναλυτικότερα, μεταξύ τέλους του 2009 και τέλους του 2010 ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΓΔΧΑ) έκλεισε στο τέλος του 2010 στις 1.413,94 μονάδες, σημειώνοντας ετήσια μείωση κατά 35,6%, (σε μέσα επίπεδα έτους η υποχώρηση περιορίστηκε σε 22,2% έναντι του 2009) εξέλιξη που συνδέεται άμεσα με την αβεβαιότητα των επενδυτών για τις εξελίξεις των δημοσιονομικών μεγεθών στην Ελλάδα αλλά και τις προοπτικές της οικονομικής δραστηριότητας. Λόγω των εξελίξεων αυτών, το 2010 παρατηρήθηκε εκροή κεφαλαίων από ξένους επενδυτές, η οποία ανήλθε σε 1,1 δισεκ. ευρώ. Η εξέλιξη των τιμών χαρακτηρίστηκε από μειωμένες διακυμάνσεις. Η μέση μηνιαία μεταβλητότητα των ημερησίων αποδόσεων του ΓΔΤ/ΧΑ ήταν 2% περίπου το 2010 έναντι 2,05% το 2009 και 2,22% το 2008. Τους πρώτους τρεις μήνες του 2011 διαμορφώθηκε σε 130 εκατ. ευρώ. Κατά το 2010, η μέση ημερήσια αξία συναλλαγών στο Χρηματιστήριο Αθηνών διαμορφώθηκε σε €139,42 εκατ. ευρώ, σημειώνοντας σημαντική ετήσια μείωση κατά 32,03% έναντι μείωσης κατά 35,13% το 2009, μείωσης κατά 33,9% το 2008 και αύξησης κατά 40,6% το 2007. Η συνολική ετήσια αξία συναλλαγών διαμορφώθηκε σε 35,1 δισ. ευρώ, υποχωρώντας σε ετήσια βάση κατά 31% έναντι μείωσης κατά 35% το 2009 και 35,5% το 2008. Στο τέλος του 2010 η συνολική χρηματιστηριακή αξία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιριών ήταν 54,3 δισ. ευρώ, μειωμένη κατά 5,4% έναντι αύξησης κατά 22,3% το 2009 και μείωσης κατά 65,1% το 2008. Το ποσοστό της κεφαλαιοποίησης του ΧΑ ως προς το ΑΕΠ υποχώρησε στο 25,8% περίπου του ΑΕΠ της χώρας έναντι 28,5% το 2009, 34,7% το 2008 και 85,2% το 2007. Υποχώρηση παρατηρήθηκε και στα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς, τα οποία διαμορφώθηκαν το 2010 σε 3.472 εκατ. ευρώ, έναντι 4.253 εκατ. ευρώ το 2009. Όπως και το 2009, το σύνολο σχεδόν των αντληθέντων κεφαλαίων αφορούσε επιχειρήσεις του χρηματοπιστωτικού τομέα.

Τέλος, ο ρυθμός υποχώρησης του δείκτη τιμών των τραπεζικών μετοχών το 2010 (-52,4%) ήταν υψηλότερος από εκείνον του ΓΔΧΑ και διπλάσιος από τον αντίστοιχο ρυθμό του δείκτη τιμών των τραπεζικών μετοχών στη ζώνη του ευρώ (-26,8%). Η αρνητική αυτή εξέλιξη οφείλεται στις πιέσεις που δέχθηκαν και συνεχίζουν να δέχονται οι ελληνικές τράπεζες στη ρευστότητά τους, αλλά και στις επιπτώσεις που είχε και εκτιμάται ότι θα συνεχίσει να έχει στην κερδοφορία τους και την ποιότητα του δανειακού τους χαρτοφυλακίου η υποχώρηση της εγχώριας οικονομικής δραστηριότητας. Οι παράγοντες αυτοί συνέβαλαν και στο γεγονός ότι οι τιμές των μετοχών των τραπεζών στο τέλος Μαρτίου 2011 διαμορφώθηκαν στα επίπεδα του τέλους Δεκεμβρίου 2010, δηλαδή δεν ακολούθησαν την άνοδο του ΓΔΧΑ. Ως συνέχεια των ιδιαίτερα αρνητικών επιπτώσεων της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης στις τιμές των μετοχών τόσο του τραπεζικού κλάδου όσο και των λοιπών κλάδων στο Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ) κατά τα δύο προηγούμενα έτη, το 2010 η υποχώρηση των τιμών υπήρξε έντονη, λόγω κυρίως της αβεβαιότητας που κυριάρχησε σε ό,τι αφορά την πορεία της ελληνικής οικονομίας. Η υποχώρηση των τιμών των μετοχών του τραπεζικού κλάδου οδήγησε σε πτώση της χρηματιστηριακής αξίας του συνόλου των εισηγμένων ελληνικών εμπορικών τραπεζών η οποία στο τέλος του 2010 κάλυπτε το 26% περίπου του συνόλου της αγοράς έναντι 33% στο τέλος του 2009, ενώ η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών εμφάνισε μείωση 32% περίπου σε σχέση με το 2009. Οι εξελίξεις αυτές οφείλονται κυρίως στις πιέσεις που δέχονται οι ελληνικές τράπεζες στη ρευστότητά τους, αλλά και στην κερδοφορία τους λόγω της εγχώριας οικονομικής κατάστασης.

Η υποχώρηση της ζήτησης λόγω των πολιτικών του μνημονίου αντανακλάται και στον περιορισμό των περιθωρίων κέρδους. Πράγματι, τα περιθώρια κέρδους μειώθηκαν, καθώς, σύμφωνα με τα διαθέσιμα στοιχεία που αφορούν τα ετήσια αποτελέσματα του 2010 για 193 εταιρίες με μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, οι οποίες δεν ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα, τα μικτά κέρδη μειώθηκαν κατά 16,0% σε σύγκριση με το 2009, τα δε καθαρά κέρδη προ φόρων μειώθηκαν κατά 66,4%. Ταυτόχρονα, οι πωλήσεις εμφάνισαν αύξηση σε ονομαστικούς όρους κατά 6,3%, η οποία όμως προέρχεται αποκλειστικά από την αύξηση των πωλήσεων των δύο διυλιστηρίων (30% περίπου). Αν στο δείγμα δεν περιληφθούν τα δύο διυλιστήρια, οι υπόλοιπες 191 επιχειρήσεις εμφανίζουν μείωση

πωλήσεων κατά 3,4%, ενώ τα κέρδη μειώθηκαν ακόμη περισσότερο (τα μικτά κέρδη κατά 20,0% και τα καθαρά κέρδη προ φόρων κατά 81,1%), με αποτέλεσμα το περιθώριο μικτού κέρδους να μειωθεί κατά 3,5 εκατοστιαίες μονάδες περίπου.

Η αποτυχία επίτευξης των οικονομικών στόχων της Ελλάδας που αφορούν τα έσοδα δυσκολεύει την πορεία του ετήσιου προϋπολογισμού και βαραίνει το κλίμα στους επενδυτές. Έτσι από τον *Φεβρουάριο του 2011* η χρηματιστηριακή αγορά της Ελλάδος (ASE) συνέχισε να πέφτει αναζητώντας στήριξη σε νέα χαμηλά. Υπάρχει πια μεγάλος προβληματισμός στην αγορά ως προς την εξέλιξη των αποτιμήσεων. Η κερδοσκοπία ως προς την αναδιάρθρωση του χρέους και των συνεπειών στην ελληνική οικονομία, στις τράπεζες και στις εισηγμένες εταιρείες είναι ο βασικότερος λόγος που πιέζει, τόσο τα ομόλογα, όσο και τις μετοχές. Η άνοδος στο Χ.Α. στο πρώτο δίμηνο του 2011 είχε αποδοθεί στην προσδοκία ότι η κυβέρνηση θα είχε την διάθεση να προβεί σε ριζικές τομές και να ακολουθήσει το αυστηρό πρόγραμμα του ΔΝΤ . Αυτό ήταν εφικτό να γίνει πολύ περισσότερο μετά τη δημοσιοποίηση των στοιχείων για την ύφεση στο τέταρτο 3μηνο του 2010 που άγγιξε το 7%. Οι προσδοκίες όμως διαψεύστηκαν. Με εξαίρεση την επιμήκυνση του δανείου της τρόικας και την πτώση του επιτοκίου, όπως και η δυνατότητα επαναγοράς των ομολόγων, σε μεγάλο βαθμό ήταν προεξοφλημένα γεγονότα. Άλλωστε, η υποβάθμιση της S&P που ακολούθησε στη συνέχεια, οφειλόταν στο ότι η Ε.Ε. προέβλεπε πληρωμή των τραπεζών για τα δάνεια μιάς χώρας μέλους της ευρωζώνης σε τρίτο χρόνο, αφού πρώτα έπαιρναν τα λεφτά τους, η Ε.Ε. και το ΔΝΤ. Από την άλλη ακολούθησε το δρόμο της Ελλάδας και η Πορτογαλία. Η εικόνα που έχει δημιουργηθεί στην αγορά θυμίζει σκηνικό αναδιάρθρωσης.

Στις 23/4/2011 συμπληρώθηκε ένα έτος από την προσφυγή της Ελλάδας στο ΔΝΤ, την ΕΚΤ και την Ευρωζώνη για οικονομική βοήθεια. Μέσα σε αυτό το έτος ο Γενικός Δείκτης υποχώρησε κατά 23%, ενώ έγινε φανερό από τις πρώτες εβδομάδες μετά την προσφυγή ότι οι αγορές δεν πίστεψαν ότι αυτή η οικονομική βοήθεια θα έλυne οριστικά το δημοσιονομικό πρόβλημα της Ελλάδας . Στο ίδιο διάστημα μόνο δέκα μετοχές υψηλής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης κατάφεραν να σημειώσουν θετικές αποδόσεις. Μικρές απώλειες παρατηρούμε επίσης σε μερικές από τις πιο σταθερές μετοχές του Χ.Α. , όπως η Motor Oil, τα ΕΛΠΕ, ο ΟΤΕ, ο ΟΠΑΠ, η ΜΕΤΚΑ, ο Τιτάν και η Coca Cola 3Ε. Αντίθετα, η μεγάλη πτώση των τραπεζών απεικονίζει την

αδυναμία του bailout να περιορίσει το συστημικό κίνδυνο που έχει μεγάλη επίδραση στις τιμές τους. Ενδεικτικά να αναφέρουμε τις απώλειες της Αγροτικής (-65%), της Πειραιώς (-64%), της Marfin Popular Bank (-46%), της Εθνικής (-45%), της Eurobank (-39%), και της Alpha Bank (-39%).

Περίπου 4 στις 10, από τις εισηγμένες εταιρείες του ΧΑΑ στη μεσαία και μεγάλη κεφαλαιοποίηση, βρίσκονται υπό ειδικό καθεστώς τον *Απρίλιο 2011*. Η αναλυτική κατάσταση, θα έχει ως εξής: 55 εταιρείες σε καθεστώς επιτήρησης, 22 σε αναστολή και 23 στην κατηγορία των ειδικών χρηματιστηριακών χαρακτηριστικών. Σε πολύ μεγάλο βαθμό οι εταιρείες που εντάσσονται σε ειδικό καθεστώς αποτελούν κατά κύριο λόγο εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε παραγωγικούς κλάδους της εγχώριας οικονομίας. Απ' τις, 26 εταιρείες, οι 21 θα ενταχθούν σε αυτή την κατηγορία, καθώς οι ζημιές τους το 2010 ξεπέρασαν το 30% των ιδίων κεφαλαίων τους. Κατά την τακτική αναθεώρηση των διαφόρων κατηγοριών των εισηγμένων, αναμένεται να τεθούν στην εβδομαδιαία ωριαία διαπραγμάτευση περίπου 10 εταιρείες. Δύο με τρεις εταιρείες αναμένεται να φύγουν από την υψηλή κεφαλαιοποίηση και να ενταχθούν στη μικρομεσαία κεφαλαιοποίηση, ενώ δεν υπάρχει εταιρεία που θα ανέβει από τη μεσαία κεφαλαιοποίηση στην υψηλή. Η αποχώρηση εταιρειών από το κύριο ταμπλό, οφείλεται ευθέως στην μεγάλη ύφεση την οποία δημιουργεί σε πολύ μεγάλο βαθμό η πολιτική του ΔΝΤ.

Στα μέσα *Ιουλίου* το Χρηματιστήριο της Αθήνας βυθίζεται ακόμα περισσότερο μετά τη δημοσιοποίηση της έκθεσης του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου για την Ελλάδα, η οποία περιλαμβάνει αρνητικές αναφορές για το τραπεζικό σύστημα της χώρας και προϋδεάζει τους μετόχους των ελληνικών τραπεζών για τεράστιες αυξήσεις κεφαλαίων μέσα στο επόμενο 12μηνο, ή για σαρωτική παρέμβαση του Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας. Ο Γενικός Δείκτης υποχώρησε κάτω και από τις 1200 μονάδες, «ψυχορραγώντας» σε χαμηλά 14,5 ετών. Ιδιαίτερα για τον τραπεζικό δείκτη, που αποτελεί «βαρόμετρο» για το ΧΑ, οι καταγραφές δείχνουν ότι οδηγείται σε άκρως επικίνδυνη περιοχή τιμών, καθώς γύρισε σχεδόν 15 χρόνια πίσω, σε επίπεδα τιμών που δείχνουν ότι οι επενδυτές δυσκολεύονται να βρουν τα κατώτατα όρια πτώσης. Μετά τη λήξη της συνεδρίασης του ΧΑΑ στις 14 *Ιουλίου*, στην οποία κυριάρχησε η αβεβαιότητα για το νέο χρηματοδοτικό «πακέτο» της Ελλάδας, αλλά και η ανησυχία για την υποβάθμιση των ομολόγων στο τριπλό C (“junk”) από την

Fitch, οι χρηματιστηριακοί αναλυτές μελέτησαν με προσοχή την τελευταία έκθεση αξιολόγησης της Ελλάδας από το ΔΝΤ, για να ανακαλύψουν ότι τα χειρότερα είναι μπροστά, καθώς δίνεται μια άκρως ανησυχητική εικόνα για τον τραπεζικό κλάδο. Πρόκειται για πολύ δυσμενή έκθεση και ουσιαστικά αποτρέπει τους ξένους θεσμικούς επενδυτές να λάβουν θέσεις «long» στις ελληνικές τράπεζες. Στα σημεία όπου το ΔΝΤ αναφέρεται στις πολιτικές που έχει δεσμευθεί να εφαρμόσει η κυβέρνηση για τη στήριξη του πιστωτικού συστήματος προβάλλει ένα ζοφερό σκηνικό για όσους έχουν τοποθετήσει κεφάλαια σε ελληνικές τραπεζικές μετοχές. Από τα παραπάνω γίνεται σαφές ότι η «επιλεκτική χρεοκοπία» δεν είναι μόνο ένα γεγονός που αφορά αντιλήψεις των οίκων αξιολόγησης, αλλά μια κατάσταση με πολύ σοβαρές συνέπειες για την κεφαλαιακή επάρκεια και τη ρευστότητα των τραπεζών. Θα έχει μεγάλο ενδιαφέρον τις επόμενες ημέρες, σημειώνουν αναλυτές, να δούμε πού θα ισορροπήσει τελικά ο τραπεζικός κλάδος και, κατ' επέκταση, ο Γενικός Δείκτης στο ΧΑ, όταν η αγορά ενσωματώσει στις αποτιμήσεις τα νέα δεδομένα αυτής της εξαιρετικά δύσκολης συγκυρίας.

Στις 21 Ιουλίου πραγματοποιήθηκε η Σύνοδος Κορυφής από την οποία πήγαζαν θετικές προσδοκίες οι οποίες όμως γρήγορα διαψεύστηκαν από τις αγορές. Από την Σύνοδο δεν πείστηκαν οι αγορές ότι η κρίση χρέους μπορεί να αντιμετωπιστεί και ακολούθησαν καθοδική τάση. Οι αποφάσεις της Συνόδου έχουν μεγάλες ασάφειες τόσο για την Ελλάδα όσο και για την Ευρωζώνη και προσφέρουν μόνο μικρή ανακούφιση συνοδευόμενες όμως από σκληρά μέτρα και χωρίς να δίνουν αξιόπιστη λύση. Στο διάγραμμα 1 απεικονίζεται ξεκάθαρα η πτώση του Γενικού Δείκτη μετά τις αποφάσεις της 21^{ης} Ιουλίου από τις 1300 περίπου μονάδες στις 880.

Διάγραμμα 1



Στα μέσα Σεπτεμβρίου το Χρηματιστήριο Αθηνών υποχώρησε σε νέα χαμηλά 16 ετών και νέα χαμηλά έτους, ενώ μεγάλες απώλειες καταγράφουν και τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Η έντονη ανησυχία για την ικανότητα της Ευρώπης να διαχειριστεί και να ξεπεράσει την κρίση χρέους, οι συστάσεις από επίσημους φορείς, όπως το ΔΝΤ και η Κομισιόν, για την αναγκαιότητα στήριξης και ενίσχυσης των ευρωπαϊκών τραπεζών και οι φόβοι για την πορεία της αμερικανικής οικονομίας δημιουργούν πανικό στις αγορές. Πέραν αυτών, την ελληνική αγορά επηρέασε αρνητικά και το άσχημο κλίμα που έχει δημιουργηθεί μετά την ανακοίνωση των νέων βίαιων μέτρων λιτότητας, με πολλούς να σημειώνουν ότι η ανάγκη να υπάρξουν τα νέα αυτά μέτρα αποτελεί τη μεγαλύτερη απόδειξη της αποτυχίας τους προγράμματος. Ο Γενικός Δείκτης Τιμών έκλεισε στις 830,07 μονάδες σημειώνοντας πτώση 3,03%, με το δείκτη υψηλής κεφαλαιοποίησης να καταγράφει νέα ιστορικά χαμηλά. Το ΧΑΑ εμφανίζεται πεπεισμένο ότι τα νέα οικονομικά μέτρα που έλαβε η κυβέρνηση με την τρόικα θα βαθύνουν την ύφεση και φέρνουν την τυπική χρεοκοπία πιο κοντά.

4. ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΝΤ ΣΤΟ ΧΑΑ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η πορεία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς επηρεάζεται έντονα από την εξέλιξη της δημοσιονομικής κρίσης της χώρας και τις επιπτώσεις της στην κίνηση επενδυτικών κεφαλαίων. Η ύφεση που προκαλούν τα μέτρα του ΔΝΤ έχει αρνητική επίδραση στην αγορά ίσως και επειδή κανείς δεν μπορεί να προβλέψει τις ακριβείς εξελίξεις, το μέγεθος της ύφεσης ή τις συνέπειες της πολιτικής κρίσης, πολλοί επενδυτές ρευστοποιούν τις θέσεις τους και αποχωρούν από την ελληνική αγορά. Η συνέχεια είναι δύσκολο να προβλεφθεί, αφού θα εξαρτηθεί από το μέγεθος της ύφεσης του 2011 και του 2012, αλλά και της επίδρασης που θα έχει αυτή κυρίως στα κέρδη των τραπεζών (επίδραση που βεβαίως θα είναι αρνητική). Σε κάποιο σημείο μέσα στην ύφεση, τα πράγματα στην οικονομία θα αρχίσουν να λειτουργούν καλύτερα και θα φανεί κάποια καλύτερη αποτελεσματικότητα και η ελπίδα για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας. Κάπου εκεί κοντά θα είναι και ένα από τα "χαμηλά" σημεία της πορείας της χρηματιστηριακής αγοράς. Πόσο μπορεί να απέχει, είτε χρονικά, είτε σε επίπεδο απωλειών του Γενικού Δείκτη από σήμερα, είναι δύσκολο να προβλεφθεί και αυτό λόγω του μεγέθους των προβλημάτων της ελληνικής οικονομίας, αλλά και της ιδιαίτερης περίπτωσης που (λόγω ευρωζώνης) αυτή συνιστά. Η πτώση του χρηματιστηρίου δεν αντικατοπτρίζει μόνο το πολύ κακό παρόν της ελληνικής οικονομίας, αλλά και τις προοπτικές της, καθώς οι λεγόμενοι "θεσμικοί επενδυτές" αποτιμούν τις μετοχές έχοντας μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα.

Οι συνέπειες της διαρκούς πτώσης του ΧΑΑ, μπορούν να κωδικοποιηθούν ως εξής:

- ✓ Πρώτον, η πτώση των αποτιμήσεων των εισηγμένων εταιρειών μπορεί κάλλιστα να μετατρέψει το ΧΑΑ σε "αναδυόμενη αγορά" οδηγώντας δίνοντας τη δυνατότητα σε ξένα κεφάλαια να αγοράσουν συμμετοχές σε ελληνικές εταιρείες πολύ φθηνά.
- ✓ Δεύτερον, η αδυναμία πολλών ελληνικών εταιρειών να εξυπηρετήσουν τους πιστωτές τους (τράπεζες ή/και ομολογιούχους), οδηγεί πολλές από αυτές στη λύση της μετοχοποίησης χρέους. Δηλαδή, οι πιστωτές δέχονται να μην πάρουν τα λεφτά τους πίσω αλλά σε αντάλλαγμα παίρνουν μόνιμο μερίδιο από τα κέρδη.

Η μεγάλη πτώση του Χρηματιστηρίου τους τελευταίους 15 μήνες οφείλεται σε τέσσερις παράγοντες:

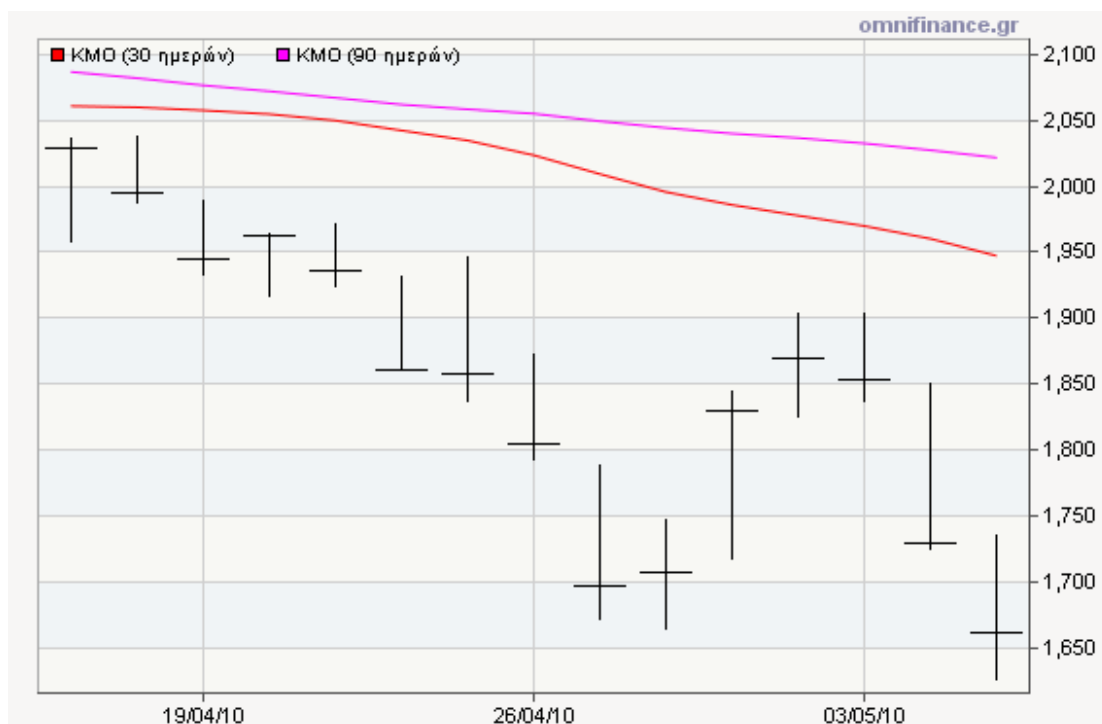
- ❖ *Στις αρνητικές προοπτικές ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας.* Ο δείκτης οικονομικού κλίματος βρίσκεται σε ελεύθερη πτώση. Τα οικονομικά μέτρα της κυβέρνησης και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου συνίστανται κυρίως σε μεγάλες αυξήσεις στη φορολογία, περιστολή δημοσίων δαπανών και προγράμματος δημοσίων επενδύσεων, μείωση μισθών στον ιδιωτικό και δημόσιο τομέα και εσχάτως σε απολύσεις δημοσίων υπαλλήλων. Τα μέτρα αυτά έχουν οδηγήσει την ελληνική οικονομία σε πρωτοφανή ύφεση και έχουν περιορίσει την κατανάλωση και τις επενδύσεις. Τα κέρδη των εισηγμένων έχουν με τη σειρά τους περιοριστεί και επιπλέον για πολλές εταιρίες έχει κλείσει η στρόφιγγα δανεισμού από τις τράπεζες. Τα σκληρά οικονομικά μέτρα οδηγούν σε ολοένα αυξανόμενες κοινωνικές συγκρούσεις και συνεχιζόμενες απεργίες οι οποίες επηρεάζουν αρνητικά την ψυχολογία των Ελλήνων επενδυτών και φέρνουν στη μνήμη την ατυχέστατη εμπλοκή του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου στην Αργεντινή, κάτι το οποίο με τη σειρά του κρατάει τους διεθνείς επενδυτές εκτός χρηματιστηρίου.
- ❖ *Από τις δυνατότητες άντλησης κεφαλαίων από τις διεθνείς αγορές για τη χρηματοδότηση κερδοφόρων επενδύσεων.* Ο δεύτερος παράγοντας έχει να κάνει με τη διαφορά (spread) μεταξύ των αποδόσεων των 10 ετών ελληνικών ομολόγων και των αντίστοιχων γερμανικών. Η διεύρυνση του spread σε υψηλά επίπεδα ισοδυναμεί με αύξηση στο κόστος δανεισμού του κράτους, των ελληνικών τραπεζών και των επιχειρήσεων, κάτι που δημιουργεί οξύτατα προβλήματα ρευστότητας τα οποία επηρεάζουν αρνητικά τις εγχώριες επενδυτικές διαθέσεις. Το κόστος δανεισμού έχει καταστεί απαγορευτικό και επομένως η μόνη λύση δανεισμού είναι το ΔΝΤ και η ΕΚΤ. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ότι προσδοκίες για παύση χρηματοδότησης από το ΔΝΤ να επηρεάζουν αρνητικά το χρηματιστήριο. Αυτός ο «εκβιασμός» για μη εκταμίευση δόσεων έχει χρησιμοποιηθεί επανειλημμένως από το ΔΝΤ για να γίνουν δεκτά σκληρά οικονομικά μέτρα και έχει οδηγήσει με μεγάλες αυξομειώσεις το ΧΑΑ.
- ❖ *Καθυστέρηση στην πραγματοποίηση των σχεδιαζόμενων ιδιωτικοποιήσεων.* Η κυβέρνηση είχε συμφωνήσει να προβεί σε ιδιωτικοποιήσεις ύψους 50 δις

ευρώ για να χρηματοδοτήσει το τεράστιο εξωτερικό χρέος. Στη διαδικασία αυτή το Χρηματιστήριο Αθηνών θα διαδραμάτιζε αποφασιστικό ρόλο αλλά το πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων είναι προς το παρόν στα χαρτιά.

- ❖ *Από διεθνείς παράγοντες οι οποίοι με τη σειρά τους επηρεάζουν την ψυχολογία των Ελλήνων επενδυτών.* Ο τρίτος παράγοντας αφορά τις αρνητικές αποδόσεις των διεθνών χρηματιστηρίων οι οποίες έχουν αντίκτυπο και στην ελληνική αγορά.

Στο διάγραμμα 2 απεικονίζεται η πορεία του Γενικού Δείκτη από τις 15/4 έως 5/5/2010. Αξίζει να σημειωθεί ότι λίγες μέρες πριν την επίσημη συμφωνία με το ΔΝΤ και καθώς φημολογούταν αυτή, το χρηματιστήριο είχε καθοδική πορεία, από τις 2.050 στις 1.850 μονάδες την ημέρα της συμφωνίας. Αυτή οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην ανεξέλεγκτη πτωτική πορεία των τιμών των ελληνικών ομολόγων η οποία οδήγησε σε εκτόξευση του «spread» σε άνω των 500 μονάδων βάσης και των αποδόσεων (των επιτοκίων) σε άνω του 8%. Στις 23/4/2010 όταν ανακοινώθηκε η συμφωνία με την τρόικα, μεγάλες διακυμάνσεις και εναλλαγή πρόσημων χαρακτήρισαν τη συνεδρίαση του Χρηματιστηρίου. Ο Γενικός Δείκτης έκλεισε με οριακή μεταβολή 0,15% στις 1.857 μονάδες, αλλά έχασε τα αρχικά κέρδη που έφθασαν μέχρι 4,56% που είχε στη διάρκεια της ημέρας. Οι διακυμάνσεις κατέδειξαν πόσο θολή είναι η κατάσταση για την πορεία της ελληνικής οικονομίας και των επιχειρήσεων. Κάποιοι επενδυτές εγκατέλειπαν το Χρηματιστήριο γιατί πίστευαν ότι θα έρθει βαθιά ύφεση που συνεπάγεται μείωση της ζήτησης, πτώση κερδών για τις περισσότερες επιχειρήσεις αλλά και χρεοκοπίες. Κάποιοι άλλοι, αγόραζαν γιατί πίστευαν ότι τα τρέχοντα επίπεδα αντανακλούν ήδη τα δεινά της ελληνικής οικονομίας και με αφορμή την ένταξη στο μηχανισμό στήριξης πίστευαν ότι πέρασε το ενδεχόμενο στάσης πληρωμών, σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Μετά τη συμφωνία με ΔΝΤ – ΕΕ το χρηματιστήριο συνέχισε την πτώση ως τις 1.750 μονάδες διότι τα «spread» του ελληνικού 10ετούς ομολόγου, έναντι του γερμανικού αυξήθηκε στις 700 μονάδες βάσης. Οι υψηλές τιμές των spread μπορούν να ερμηνευτούν ως αμφισβήτηση της επάρκειας και της λειτουργικότητας του μηχανισμού βοήθειας. Τέλος, η προοπτική της επίτευξης συμφωνίας για λήψη οικονομικής βοήθειας μεγαλύτερης του αναμενομένου εκτόξευσε το δείκτη των μετοχών στο ΧΑΑ κοντά στο 7% στα τέλη Απριλίου, ενώ τα spreads των ομολόγων σταδιακά αποκλιμακώθηκαν.

Διάγραμμα 2



Στα παρακάτω διαγράμματα φαίνεται συνολικά η πορεία του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών από την έλευση του ΔΝΤ τον Απρίλιο του 2010 έως τον Σεπτέμβριο του 2011. Το διάγραμμα 3 απεικονίζει τα επίπεδα τιμών του δείκτη και το διάγραμμα 4 την ποσοστιαία μεταβολή. Όπως φαίνεται από το διάγραμμα 3 σε αυτό το διάστημα ο δείκτης από τα επίπεδα των 2.100 μονάδων μειώθηκε στις 800 περίπου μονάδες κάτι που σημαίνει πτώση πάνω από 60%. Σε όλη αυτή την περίοδο η πορεία είναι πτωτική με εξαίρεση τις αρχές Αυγούστου 2010 και τα μέσα Φεβρουαρίου 2011.

Διάγραμμα 3 Τιμές Γενικού Δείκτη (1/4/2010 έως 20/9/2011)



Διάγραμμα 4 Ποσοστιαία μεταβολή του Γενικού Δείκτη (1/4/2010 έως 20/9/2011)



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Άρθρα – Μελέτες

Αναστασάτος Τάσος, “Οι Επιπτώσεις στο Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα από την Υπαγωγή της Ελλάδας στον Μηχανισμό Στήριξης ΕΕ/ ΔΝΤ”, Eurobank Research Οικονομία & Αγορές, ΤόμοςV , Τεύχος2, Απρίλιος 2010

Ελληνική Ένωση Τραπεζών, “Το Ελληνικό Τραπεζικό Σύστημα το 2010”, Ιούνιος 2011

“The Athens Stock Exchange – Chronicle of a Death Foretold”, Σεπτέμβριος 2011, www.GRRreporter.info

Τράπεζα της Ελλάδος, “Έκθεση του Διοικητή για το Έτος 2010”, Απρίλιος 2011

Λέτσιος Κωνσταντίνος, “Συμπεριφορά Χρηματιστηρίων μετά την προσφυγή στο ΔΝΤ. Μήπως έρχεται εκρηκτική άνοδος;”, Δεκέμβριος 2010

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, “Ετήσια Έκθεση 2010”, Αθήνα 2011

Ιστοσελίδες

www.eurocapital.gr

www.bankingnews.gr

www.isotimia.gr, Ιστοσελίδα της Εφημερίδας Ισοτιμίας

www.omnifinance.gr

www.ase.gr , Ιστοσελίδα Χρηματιστηρίου Αθηνών

www.imf.org, Ιστοσελίδα του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου

www.kathimerini.gr, Ιστοσελίδα της Εφημερίδας Καθημερινής

www.bbc.co.uk