

Ανασυγκρότηση των ροών κεφαλαίου και η αποδέσμευση της κεφαλαιαγοράς από την κρίση

Σταύρος Β. Θωμαδάκης

ΟΜΟΤΙΜΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

ΠΡΩΗΝ ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Περίληψη

Μπορεί η ελληνική κεφαλαιαγορά να γίνει πύλη για την εισροή κεφαλαίων που θα χρηματοδοτήσουν επενδύσεις στην Ελλάδα; Μπορεί να αναζωογονηθεί η εγχώρια αποταμίευση ώστε να αναλάβει τον ιστορικό ρόλο του πυλώνα σταθερότητας στην εγχώρια ανάπτυξη; Μπορούν αυτά να πραγματοποιηθούν, ενώ οι ελληνικές τράπεζες στενάζουν υπό το βάρος των επισφαλειών στις χορηγήσεις τους και της οριακής κεφαλαιακής τους επάρκειας;

Αυτά τα απλά ερωτήματα αναζητούν τον ρόλο της ελληνικής αγοράς κεφαλαίου στη μετά-το-μνημόνιο εποχή της οικονομίας. Στη σημερινή πραγματικότητα, που συνεχίζει να κυριαρχείται από μεγάλη στέρση κεφαλαίων, μια θετική απάντηση στα ερωτήματα αυτά ίσως φαντάζει εξωπραγματική. Ωστόσο, τα ερωτήματα είναι πιεστικά αν δεχθούμε ότι πλέον, μετά από τόσες συμπίεσεις στο εργασιακό κόστος, βασικότατο εμπόδιο για την ανάταξη της επιχειρηματικής δράσης είναι η στέρση κεφαλαίων ή, με άλλα λόγια, το απαγορευτικά υψηλό κόστος τους. Η αύξηση της εθνικής ανταγωνιστικότητας σε περιβάλλον στέρσης κεφαλαίων είναι πολύ δύσκολη, αν όχι αδύνατη.

Τα κίνητρα του επιχειρείν δεν εξαρτώνται μόνον από το κόστος εργασίας αλλά και από το κόστος κεφαλαίου. Αυτό το δεύτερο εκτοξεύθηκε με τον αποκλεισμό της Ελλάδας από τις κεφαλαιαγορές και την περιστολή της πρόσβασης των τραπεζών σε ευρωπαϊκή ρευστότητα, συνεχίζει δε να αποτελεί θεμελιώδη ανασταλτικό παράγοντα τόσο στην επιχειρηματική προσαρμογή όσο και στην ανάκτηση ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων στο νέο περιβάλλον, σε πείσμα των μέτρων που επιβάλλονται στο μέτωπο του εργασιακού κόστους. Ακόμη και το κόστος βραχυπρόθεσμου δανεισμού είναι για τις ελληνικές επιχειρήσεις υπερδιπλάσιο του αντίστοιχου κόστους στο ευρωπαϊκό κέντρο. Η διατήρηση του κόστους κεφαλαίου σε απαγορευτικά επίπεδα είναι η πραγματική εξήγηση του χειρίστου μείγματος αποτελεσμάτων της πολιτικής που ακολουθήθηκε ως σήμερα, δηλαδή την ταυτόχρονη μείωση των αποδοχών και αύξηση της ανεργίας στον ιδιωτικό τομέα της χώρας. Αυτό το χειρίστο αποτέλεσμα είναι που απειλεί συνεχώς την κοινωνική και πολιτική σταθερότητα.

Το πρόταγμα λοιπόν για την ελληνική αγορά κεφαλαίου είναι πολύ μεγάλο: η επάνοδος του κόστους κεφαλαίου σε κανονικά και ανταγωνιστικά επίπεδα για επιχειρηματικά σχέδια και δραστηριότητες στην Ελλάδα. Η διαπλοκή των προσδοκιών με την προσφορά κεφαλαίων, η εκκαθάριση των ισολογισμών από τα λείψανα της κρίσης, η αποτίμηση των νέων κινδύνων και οι δυνατότητες διαχείρισής τους που θα προσφέρει στο μέλλον η ελληνική κεφαλαιαγορά, θα ρυθμίσουν σε μεγάλο βαθμό το αν θα επιτευχθεί το επιθυμητό αποτέλεσμα.

Στα μέρη του άρθρου που ακολουθούν αναπτύσσω κρίσιμα ζητήματα που, κατά τη γνώμη μου, βαρύνουν στην εξέλιξη της ελληνικής αγοράς κεφαλαίου στη μεταμνημονιακή εποχή. Ειδικά επικεντρώνω την προσοχή σε συστημικά συνδεδεμένους με την κεφαλαιαγορά οικονομικούς τόπους, όπως ο δημόσιος και ο τραπεζικός τομέας, και στην ιδιαίτερη πίεση απομόχλευσης που κληροδοτεί η μεγάλη κρίση σε μια οικονομία τραπεζοκεντρική και με τυπικά υπερμοχλευμένες επιχειρήσεις.

Αναπτύσσω επίσης μια σειρά από στρατηγικές δυνατότητες και ζητούμενα, (όπως η χρήση διαπραγματεύσιμων χαρτοφυλακίων, η αγορά εταιρικών ομολόγων, η συνδυασμένη χρήση χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων), με βάση την εύλογη υπόθεση ότι το μακροοικονομικό περιβάλλον στην Ελλάδα θα επιδείξει βελτίωση και όχι τελμάτωση ή χειροτέρευση. Σε κάθε περίπτωση, η χειροτέρευση θα αφαιμάξει εκ νέου την οικονομία από κεφάλαια και θα μειώσει και πάλι τις στρατηγικές δυνατότητες των φορέων της αγοράς κεφαλαίου, οπότε ίσως περιπτεύει και μια συζήτηση για πρωτοβουλίες και καινοτομίες.

Η κρίση στο Δημόσιο, η μακροοικονομία και η κεφαλαιαγορά

Ο αποκλεισμός του ελληνικού Δημοσίου από τις χρηματοοικονομικές αγορές το 2010 ήταν μείζον συστημικό γεγονός για την ελληνική οικονομία, την οποία εξάρθρωσε.

Σε ολόκληρη τη δεκαετία που είχε προηγηθεί, ο ιδιωτικός τομέας –με προεξάρχοντα τα νοικοκυριά– λειτουργούσε ως καθαρός πιστωτής προς την οικονομία με αύξηση καθαρής θέσης, υπό τη μορφή αποταμιεύσεων και επενδύσεων σε χρηματοοικονομικά προϊόντα. Το Δημόσιο χρηματοδοτούσε τα ελλείμματά του με εξωτερικό δανεισμό, ο οποίος εισέφερε ρευστότητα στην οικονομία και *υποστήριζε τη θέση του ιδιωτικού τομέα ως καθαρού πιστωτή*.

Σε αυτό το πλαίσιο λειτουργούσε και εξελισσόταν η ελληνική αγορά κεφαλαίου. Η τροφοδοσία των καταθέσεων, καθώς και της εγχώριας αγοράς μετοχών και τίτλων συλλογικών επενδύσεων αναπτύχθηκαν στο πλαίσιο τόσο της σημαντικής πιστωτικής επέκτασης από πλευράς εγχώριων τραπεζών, όσο και της εξωτερικής χρηματοδότησης των δημόσιων ελλειμμάτων που εξασφάλιζε άφθονη ροή εξωτερικής ρευστότητας. Γενικότερα, η εγχώρια οικονομία στην εποχή του ευρώ και πριν την κρίση ήταν οικονομία υψηλής, αν και κυμαινόμενης, ρευστότητας. Η σημαντική προσφορά ρευστότητας αντανάκλασθηκε και σε υψηλές αξίες στην αγορά κεφαλαίου, η αντίστοιχα σε σχετικά χαμηλά κόστη κεφαλαίου.

Η κατάσταση αυτή αντιστράφηκε απότομα σε λίγους μήνες με αφετηρία το φθινόπωρο του 2009, όταν επήλθε ο ουσιαστικός αποκλεισμός του Δημοσίου από τις αγορές. Η ανατροπή μιας κατάστασης που είχε παγιωθεί επί χρόνια ήταν ένας διαρθρωτικός σεισμός για το ελληνικό χρηματοοικονομικό σύστημα. Οι ροές ρευστότητας και κεφαλαίων στο εσωτερικό της οικονομίας άλλαξαν απότομα κατεύθυνση. Η πρότερη πιστωτική επέκταση αντικαταστάθηκε από συρρίκνωση πιστωτικών ροών από τις τράπεζες προς τον ιδιωτικό τομέα. Αυτή με τη σειρά της προκάλεσε γρήγορα απόσυρση καταθέσεων, καθαρή εξαγωγή κεφαλαίων στο εξωτερικό και υψηλή προτίμηση διακράτησης ρευστών διαθεσίμων στο εσωτερικό της χώρας. Η κατάσταση αυτή αποτελούσε μια διαδικασία σπασμωδικής αποδιαμεσολάβησης η οποία φυσικά ανατροφοδοτούσε και ενδυνάμωνε την τραπεζική κρίση.¹ Σε αυτό το πλαίσιο, οι αξίες της εγχώριας κεφαλαιαγοράς κατέρρευσαν και η προσφορά μακροπρόθεσμου και κινδυνόφρου κεφαλαίου ουσιαστικά τερματίσθηκε. Ο εκμηδενισμός της άντλησης κεφαλαίων μέσω του χρηματιστηρίου και η γενική κατάπτωση των αξιών των ιδιωτικών τίτλων ήσαν αμφευδείς μάρτυρες αυτής της ταχείας ανατροπής. Όσον αφορά στο εσωτερικό της χώρας, το ρευστό χρήμα έγινε κεντρικό αντικείμενο επένδυσης, ιδίως στην περίοδο 2010-11, υποκαθιστώντας όχι μόνον τις τραπεζικές καταθέσεις αλλά και τις επενδύσεις σε τίτλους της κεφαλαιαγοράς. Το εφιαλτικό σενάριο της «παγίδας ρευστότητας» λειτούργησε ως τροφοδότης της μεγαλύτερης μεταπολεμικής κρίσης στην ελληνική οικονομία.

Στο επίκεντρο της κρίσης βρέθηκαν φυσικά η υπερχρέωση και τα μεγάλα ελλείμματα του Δημοσίου. Όπως και αν εξελίσσονταν τα πράγματα, ήταν αναπόφευκτη μια μεγάλη δημοσιονομική προσαρμογή που θα πίεζε για την αποκατάσταση δημοσιονομικής ισορροπίας.

Ας δούμε περιληπτικά τι σημαίνει δημοσιονομική προσαρμογή για την εγχώρια κεφαλαιαγορά. Η δημοσιονομική προσαρμογή που γίνεται με στόχο την εξάλειψη μεγάλου ελλείμματος σημαίνει, σε τελευταία ανάλυση, διαχρονική μετατόπιση μεγάλης μάζας αποταμίευσης από τον ιδιωτικό στον δημόσιο τομέα. Η προσαρμογή καθαυτή μοιραία ασκεί αρνητική πίεση στον ιδιωτικό σχηματισμό κεφαλαίου. Το κράτος επιδιώκει να μετατραπεί από «καταναλωτής» σε «αποταμιευτή» λόγω των πιέσεων εξυπηρέτησης του χρέους. Η ισορροπία της οικονομίας θα μπορούσε θεωρητικά να διατηρηθεί, αν αντίστοιχα ο ιδιωτικός τομέας μπορούσε να μετατραπεί σε καθαρό οφειλέτη-καταναλωτή αλλά αυτό ήταν (και συνεχίζει να είναι) αδύνατο λόγω εμποδίων στην αύξηση της χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα. Ο θεμελιώδης περιορισμός στον οποίο προσκρούει η διατήρηση ισορροπίας σε συνθήκες ταχείας δημοσιονομικής προσαρμογής είναι το ισοζύγιο εξωτερικών συναλλαγών. Με μεγάλο αρνητικό υπόλοιπο (εξωτερικό έλλειμμα), ο εξωτερικός τομέας δεν μπορεί να δράσει αντισταθμιστικά

¹ Βλέπε Σ. Β. Θωμαδάκης, «Χρηματοδοτικός αποκλεισμός και η ανάδυση της εξωτραπεζικής ρευστότητας», ΚΕΠΕ Οικονομικές Εξελίξεις, Ιούνιος 2012.

στα μακροοικονομικά αποτελέσματα της δημοσιονομικής συρρίκνωσης. Επομένως η οικονομία δεν μπορούσε παρά να βουλιάξει στη μεγαλύτερη ύφεση της σύγχρονης ιστορίας της.

Σε αυτό το πλαίσιο είναι ευνόητο ότι η έμφαση των προγραμμάτων για την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας επιχειρεί να ανατρέψει το αρνητικό εξωτερικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, δημιουργώντας ένα νέο και διατηρήσιμο πόλο θετικών χρηματικών ροών που θα τροφοδοτήσουν την εσωτερική αποταμίευση και επακόλουθα την ανάπτυξη της οικονομίας. Αν και όταν αυτό επέλθει, τότε θα έχουμε μία οικονομία στην οποία η εσωτερική ιδιωτική αποταμίευση θα τροφοδοτείται από το πλεόνασμα των εξωτερικών συναλλαγών και όχι από την αύξηση του δημόσιου χρέους.

Η αποκατάσταση της εσωτερικής κεφαλαιαγοράς ωστόσο θα επιβραδύνεται συνεχώς από την πίεση της χρήσης των αποταμιεύσεων για την εξυπηρέτηση του «υπερκείμενου» (δηλαδή προϋπάρχοντος) δημόσιου χρέους. Άρα η συζήτηση για τη διαγραφή/ελάφρυνση/συμπίεση του δημόσιου χρέους είναι θέμα κρίσιμης σημασίας για τη νέα ανάπτυξη της εγχώριας κεφαλαιαγοράς, δηλαδή την επάνοδο τόσο της ικανότητας όσο και των θετικών προσδοκιών που απαιτούνται για τη ροή αποταμιευτικών πόρων από τον ιδιωτικό τομέα προς την εγχώρια κεφαλαιαγορά. Στο θέμα της σχέσης του «υπερκείμενου χρέους» με την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς θα επανέλθω διεξοδικότερα στο επόμενο εδάφιο του άρθρου. Εδώ αρκούμε στη διαπίστωση ότι οποιαδήποτε επικρεμάμενη προϋπάρχουσα δέσμευση λειτουργεί αποτρεπτικά για νέες κεφαλαιακές ροές.

Ο ιδιωτικός τομέας φυσικά δεν είναι μόνον εγχώριος αλλά και διεθνής. Θα μπορούσε υπό προϋποθέσεις να αναζωογονηθεί η εθνική αγορά κεφαλαίου με εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό που θα συνέβαλλαν στην εξομάλυνση του χρηματοδοτικού κενού της οικονομίας. Το πρόβλημα και πάλι είναι πρόβλημα προσδοκιών: πόσο διατηρήσιμες θα είναι αυτές οι εξωτερικές εισροές και πόσο εύκολα θα μπορούν να αντιστραφούν και να «τουμπάρουν» την πορεία της οικονομίας προς αρνητικούς ρυθμούς, μόλις αυτή πάει να ανακάμψει; Η αστάθεια των ιδιωτικών ροών κεφαλαίου είναι παροϊμιώδης στις χρηματοοικονομικές κρίσεις της εποχής μας. Η μεταλλαγή των εξωτερικών κεφαλαιακών ροών σε μακροπρόθεσμες τοποθετήσεις, καθώς και η σταδιακή ανάπτυξη των εσωτερικών αποταμιευτικών ροών είναι ζητήματα στρατηγικής σημασίας για τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Ένα βασικό χαρακτηριστικό των κεφαλαιαγορών σε υφεσιακές οικονομίες είναι ότι περιλαμβάνουν βαθιά υποτιμημένες αξίες. Αυτές είναι ικανές να προσελκύσουν εισροές κεφαλαίων από το εξωτερικό, αλλά είναι ταυτοχρόνως ιδιαίτερα ευάλωτες σε κερδοσκοπικές εκροές κεφαλαίων, δηλαδή προάγουν ασταθείς καταστάσεις. Ζητούμενη είναι επομένως η δημιουργία νέων πόλων σταθερότητας στην αγορά κεφαλαίου. Παραδοσιακά αυτό τον ρόλο έπαιζαν οι εγχώριες τράπεζες με την αποταμιευτική τους βάση και τις χορηγήσεις τους προς ιδιώτες. Στο προβλέψιμο μέλλον ωστόσο, οι τράπεζες δεν μπορούν να ανακτήσουν αυτό τον ρόλο λόγω της απομειωμένης και συνεχώς επαπειλούμενης κεφαλαιακής τους βάσης και της συρρίκνωσης των ιδιωτικών αποταμιευτικών ροών. Η προσπάθεια προσέλκυσης ξένων άμεσων επενδύσεων οι οποίες θα δεσμεύσουν εξωτερικά κεφάλαια στη χώρα είναι απολύτως σωστή, αλλά τα μεγέθη, οι χρόνοι πραγματοποίησης και η συνολική τους κλίμακα δεν μπορούν ρεαλιστικά να επιλύσουν άμεσα το μέγα χρηματοδοτικό πρόβλημα της χώρας, παρόλο που ασφαλώς μπορούν να το απαλύνουν.

Μακροπρόθεσμα, και εφόσον επιτευχθεί και διατηρηθεί η δημοσιονομική ισορροπία, το Δημόσιο προσδοκείται, στην καλύτερη περίπτωση, να είναι ουδέτερος παράγων στην ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς. Η εγχώρια αποταμίευση θα παράγεται από την ικανότητα της ιδιωτικής οικονομίας να παράγει προστιθέμενη αξία και να ανταγωνίζεται στις διεθνείς αγορές, τόσο για την πώληση προϊόντων και υπηρεσιών όσο και για την προσέλκυση κεφαλαίων. Σε σχέση με τη σημερινή κατάσταση, η κυριότερη συμβολή του Δημοσίου θα είναι η προαγωγή της χρηματοοικονομικής σταθερότητας μέσω της απαλοιφής των αβεβαιοτήτων που συνδέονται με την υπερχρέωση και η απαλλαγή του κόστους κεφαλαίου των επιχειρήσεων από ένα μεγάλο πριμ κινδύνου που συνδέεται με τη δημόσια χρηματοοικονομική δυσπραγία.

Η απομόχλευση, οι τράπεζες και η «κρίση ισολογισμών»

Η μεγάλη οικονομική κρίση αφήνει ισχυρό το αποτύπωμά της στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων. Η κάμψη της δραστηριότητας και επομένως των οικονομικών αξιών στην πλευρά του ενεργητικού αντισταθμίζονται κατ' αρχήν από την κάμψη αξιών του παθητικού, και δη του πιο «ελαστικού» τμήματός τους που είναι οι αγοραίες αξίες του μετοχικού κεφαλαίου. Οι μέτοχοι των επιχειρήσεων είναι λοιπόν οι πρώτοι που απορροφούν το πλήγμα της κρίσης αλλά και εκείνοι που εκ θέσεως αποτελούν την πρώτη γραμμή αποφάσεων για τη στρατηγική αντιμετώπισής της, με αναδίπλωση-αναδιάρθρωση-επενδυτικό ανασχεδιασμό. *Η βάση κάθε στρατηγικής είναι η διασφάλιση του υπάρχοντος κεφαλαίου και η ανεύρεση νέου.*

Επειδή σε συνθήκες κρίσης η κεφαλαιαγορά «στερεύει», όπως είπαμε, είναι απολύτως φυσιολογικό και προσδοκώμενο ότι στο κατώφλι της εξόδου από την κρίση οι επιχειρήσεις θα επιχειρούν με μεγαλύτερη στήριξη στην αυτοχρηματοδότησή τους, δηλαδή την παρακράτηση κερδών και ρευστών διαθεσίμων. Είναι μάλιστα πολύ πιθανό ότι μετά τον γενικό κλονισμό της εμπιστοσύνης που επήλθε με την κρίση, η αυτοχρηματοδότηση των επιχειρήσεων θα παραμείνει σε υψηλότερα επίπεδα, ακόμη και όταν επέλθει η νέα ισορροπία της οικονομίας σε καθεστώς ήπιας ανάπτυξης. Προσδοκούμε δηλαδή μια διαρθρωτική μεταβολή στη χρηματοδότηση, με σαφώς μεγαλύτερη έμφαση στην αυτοχρηματοδότηση. Αυτό πρέπει να συνεκτιμηθεί με την επιλογή πολιτικής για φορολόγηση των κερδών και των αποθεματικών. Η διαρθρωτική αναδιάρθρωση προς την αυτοχρηματοδότηση των επιχειρήσεων θα αναγάγει την τρέχουσα κερδοφορία σε μείζονα ρυθμιστή των χρηματοδοτικών ευκαιριών και θα ενδυναμώσει την υπάρχουσα ομάδα μετόχων, παράγοντας ουσιαστικά μία νέα τάξη «μεγαλομετόχων» που θα ασκούν στρατηγικό έλεγχο στις επιχειρήσεις. Αυτό το φαινόμενο θα επικρατήσει ακριβώς στους χώρους της υψηλής κερδοφορίας και ένα από τα προτάγματα που δημιουργεί είναι η ανάγκη αναβάθμισης των διαδικασιών διαφάνειας και εταιρικής διακυβέρνησης, ακριβώς λόγω της προβλεπόμενης αύξησης των συγκεντρώσεων ισχύος σε oligομελέστερες ομάδες μεγαλομετόχων.

Το αποτύπωμα της κρίσης στους ισολογισμούς ωστόσο καθορίζεται πολύ περισσότερο από την *προϋπάρχουσα μόχλευση* της επιχείρησης. Γενικά, οι εταιρείες στην Ελλάδα παρουσιάζουν διαρθρωτικά υψηλή μόχλευση, αλλά επιπλέον, κατά την εποχή των εύκολων χρηματοδοτήσεων πριν την κρίση, οι μοχλεύσεις αυξήθηκαν και πέρα από τα συνήθη επίπεδα σε αρκετές περιπτώσεις. Στην πλειοψηφία του, ο δανεισμός των ελληνικών επιχειρήσεων είναι τραπεζικός και όχι χρηματιστηριακός, δηλαδή πραγματοποιείται με δανειακές συμβάσεις και όχι με έκδοση και διακίνηση ομολόγων στην αγορά. (Αυτή είναι η άλλη όψη του «τραπεζοκεντρικού» υποδείγματος της ελληνικής οικονομικής διάρθρωσης).

Οι δανειακές υποχρεώσεις προς τράπεζες είναι ονομαστικές και οι αξίες τους δεν προσαρμόζονται αυτομάτως στις μεταπτώσεις της αγοράς, όπως οι μετοχικές αξίες. Η κρίση ωστόσο επιβάλλει την προσαρμογή τους και αυτή η προσαρμογή ονομάζεται *διαδικασία απομόχλευσης*. Αυτή μπορεί να πραγματοποιηθεί με διάφορους τρόπους. Στο ένα άκρο είναι η αλλαγή χρηματοοικονομικής τακτικής από τις επιχειρήσεις και η ταχύτερη δυνατή αποπληρωμή χρεών. Σε αυτή την περίπτωση ελαχιστοποιούνται οι επενδυτικές δραστηριότητες για να εξασφαλισθεί η αποπληρωμή και επέρχεται το επιβραδυντικό οικονομικό αποτέλεσμα, αν η πρακτική αυτή γενικευθεί. Στο άλλο άκρο η επιχείρηση οδηγείται σε χρεοκοπία που ισοδυναμεί με βίαιη απομόχλευση. Υπάρχει ένα ολόκληρο ενδιάμεσο φάσμα μορφών απομόχλευσης που περιλαμβάνει διάφορες ρυθμίσεις ληξιπρόθεσμων οφειλών, μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, αναπροσαρμογή επιτοκίων, μερική διαγραφή χρεών. Μία λύση πέραν αυτών των δυνατοτήτων είναι η μετατροπή των δανειακών απαιτήσεων σε μετοχικές. Σε γενικευμένη κρίση, αυτή η λύση απλώς μετατοπίζει το οικονομικό πρόβλημα στους δανειστές, τις τράπεζες εν προκειμένω. Επιφέρει όμως και ένα άλλο αποτέλεσμα με μακροπρόθεσμη σημασία: μεταφέρει τον έλεγχο των επιχειρήσεων στους πρώην δανειστές και αναθέτει σε αυτούς πλέον τη στρατηγική διαχείριση των επιχειρηματικών μονάδων. Η μερική ή ολική πώληση αυτών των μονάδων είτε ατομικά είτε με κάποια μορφή τιλοποίησης μπορεί βέβαια να αποτελέσει έναν πόλο και μία διέξοδο για προσέλκυση νέων κεφαλαίων.

Σε όλες τις περιπτώσεις μία απομόχλευση που ωθείται από την εξωγενή πίεση της μείωσης του τζίρου μιας επιχείρησης σημαίνει ταυτοχρόνως αποκοπή από την αγορά κεφαλαίου και ανύψωση του κόστους του, μία χειρότερηση δηλαδή των όρων επιχειρηματικής δράσης. Η συρρικνωτική δυναμική της απομόχλευσης

θα μπορούσε θεωρητικά να αντιστραφεί μόνον αν υπήρχε μία ανενεργή δεξαμενή δυνάμει μετοχικών κεφαλαίων που θα αντικαθιστούσε αυτόματα τη μείωση των δανειακών. Το ενδεχόμενο είναι θεωρητικό μόνο, διότι σε περίοδο γενικευμένης κρίσης προκύπτει γενική μείωση της προσφοράς κεφαλαίων. Εκτός από τη γενική δυστοκία όμως, *τα κίνητρα των δυνάμει μετόχων για αύξηση της κεφαλαιακής συμμετοχής ελλείπουν*, όπως εξηγώ αμέσως παρακάτω.

Το πρόβλημα της μετοχικής χρηματοδότησης σε συνθήκες απομόχλευσης είναι πρόβλημα «υπερκείμενου χρέους», δηλαδή *προϋπάρχοντος χρέους που δεν αντιστοιχεί πλέον στην οικονομική κατάσταση της επιχείρησης και είτε πρέπει να αποπληρωθεί είτε να ρυθμισθεί*. Ο κάθε υποψήφιος εξωτερικός χρηματοδότης επομένως γνωρίζει ότι μέρος ή το όλον της χρηματοδότησης που θα παράσχει θα κατευθυνθεί σε αποπληρωμές απαιτήσεων και όχι σε κάποιο είδος επενδυτική δραστηριότητα, από την οποία θα προκύψουν προσδοκώμενες αποδόσεις. Τι κίνητρο έχει για να προχωρήσει σε χρηματοδότηση επομένως; Ελάχιστο ή μηδενικό. Θεωρείται «κοινή γνώση» στη χρηματοοικονομική θεωρία ότι το υπερκείμενο χρέος παράγει ισχυρά αντικίνητρα σε υπάρχοντες ή δυνάμει μετόχους για νέα επένδυση ή νέα δραστηριότητα, *ακόμη και αν αυτή παρέχει καλές προσδοκώμενες αποδόσεις (θετική καθαρή παρούσα αξία) ως αυτοτελές εγχείρημα*. Όλα τα εγχειρήματα που κατά καιρούς ακολουθούνται διεθνώς για να αντιμετωπίσουν περιστατικά κρίσης –λόγου χάριν ο διαχωρισμός σε «καλή» και «κακή» επιχείρηση ή σε «καλή» και «κακή» τράπεζα– αποσκοπούν ακριβώς στην υπέρβαση του προβλήματος του υπερκείμενου χρέους και των επακόλουθων αντικινήτρων για νέα κεφαλαιοδότηση.

Ένα μεγάλο μέρος του υπερκείμενου χρέους των επιχειρήσεων στην Ελλάδα είναι ενυπόθηκο, καλύπτεται δηλαδή από εξασφαλίσεις με κινητά ή ακίνητα περιουσιακά στοιχεία. Η απουσία ελεύθερων υποθηκεύσιμων στοιχείων επομένως αποτελεί υψηλό τεχνικό εμπόδιο σε νέο δανεισμό, αλλά και στην απόκτηση κεφαλαίων με ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων. Στον βαθμό μάλιστα που η τιμολόγηση των εξασφαλίσεων αυτή καθαυτή αντικατοπτρίζει τη μείωση των αξιών, δημιουργείται πίεση για πρόσθετες εξασφαλίσεις σε προϋπάρχον χρέος, οι οποίες απλώς αυξάνουν το βάρος της μόχλευσης χωρίς κανένα ευνοϊκό αποτέλεσμα για τον οφειλέτη.

Μείζον ζήτημα στην εκκαθάριση των ισολογισμών και τη συντεταγμένη απομόχλευση είναι ένα ακόμη κεντρικό χαρακτηριστικό του τραπεζοκεντρικού μας συστήματος: *το πλέγμα των δανειακών οφειλών μιας επιχείρησης προς δύο ή περισσότερες τράπεζες*. Με επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν πλειάδα οφειλετών η κάθε μία, το πρόβλημα της ρύθμισης γίνεται πολύπλοκο, διότι εμφανίζονται ευκαιρίες για κάθε δανειστή να επωφεληθεί (ή κίνδυνος να βλαφθεί) από τη ρύθμιση που η οφειλέτρια επιχείρηση θα επιτύχει με άλλο δανειστή. Ουσιαστικά στην περίπτωση αυτή πολλαπλασιάζονται οι ευκαιρίες για αυτό που οι οικονομολόγοι ονομάζουν *free riding* ή «εξωτερικότητων», δηλαδή ο κάθε ένας (δανειστής) να αποφεύγει τη ρύθμιση αναμένοντας τον διπλανό να προχωρήσει πρώτος και γνωρίζοντας ότι η ρύθμιση από έναν ελαφρύνει τη θέση και των άλλων. Ή, ο κάθε δανειστής να επιδιώκει ρύθμιση η οποία θα δυσχεραίνει τη θέση των υπόλοιπων δανειστών.

Αυτού του είδους η κατάσταση δημιουργεί τη γνωστή «αποτυχία συντονισμού» (coordination failure) η οποία δεν επιλύεται με ανταγωνιστική δράση, αλλά απαιτεί σχεδιασμένη και συντονισμένη ενέργεια. Η διεθνής εμπειρία έχει αναπτύξει λύσεις για οφειλέτριες χώρες, όπως το παλαιότερα ισχυρό Paris Club. Στην περίπτωση ιδιωτικών εταιρειών, όπου η ρύθμιση πρέπει να διαχωρίσει κατά το δυνατόν την έλλειψη ρευστότητας από την πραγματική χρεοκοπία, μία συντονισμένη λύση μπορεί να στηριχθεί μόνον σε αμερόληπτο έλεγχο και διαμόρφωση σχεδίων ρύθμισης από όργανο ανεξάρτητο των συμφερόντων της μιας ή της άλλης τράπεζας. Είναι αξιοπερίεργο ότι στην Ελλάδα όπου *de facto* οι «συστημικές» τράπεζες στηρίζονται στον ίδιο μεγαλομέτοχο, το Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, τέτοια λειτουργία αποτελεσματικού συντονισμού δεν έχει προκύψει, ενώ σσβεί πελώρια κρίση ισολογισμών επί πολύ μεγάλο διάστημα. Η ίδια η ανακεφαλαίωση των τραπεζών θα έχει επιτύχει τελικό αποτέλεσμα μόνον αν παρωθήσει ριζοσπαστικές ενέργειες στην πλευρά του ενεργητικού των τραπεζών, οι οποίες θα δράσουν καταλυτικά για την επανάκαμψη των βιώσιμων επιχειρήσεων στην αγορά κεφαλαίου. Η υπερκείμενη μόχλευση με πολλούς δανειστές αποτελεί σοβαρότατο εμπόδιο σε αυτή την προοπτική, ακόμη και αν αυτή επρόκειτο να λάβει τη μορφή της επιλεκτικής μετοχοποίησης δανείων.

Γενικεύοντας τις σκέψεις μου για την απομόχλευση και την κεφαλαιαγορά, θεωρώ ότι μεσοπρόθεσμα –και εφόσον ξεπεραστούν τα εμπόδια και τα μπλοκαρίσματα της κρίσης των ισολογισμών– η ανάκαμψη των επιχειρήσεων και η ανάληψη επενδύσεων θα στηριχθούν κατά πρώτο λόγο, όπως προανέφερα, σε μία διαρθρωτική άνοδο της αυτοχρηματοδότησης και κατά δεύτερο λόγο σε μία επίσης διαρθρωτική μεταβολή στην προτίμηση κεφαλαίων μετοχικού τύπου, σε σχέση με το παρελθόν, όπου επικρατούσε η προτίμηση για μακροπρόθεσμα κεφάλαια δανειακού τύπου. Πρέπει να σημειώσω εδώ ότι τα κεφάλαια μετοχικού τύπου δεν αναφέρονται απλώς και μόνον στην έκδοση μετοχών κατά την κλασική διαδικασία αύξησης κεφαλαίων από εταιρείες-χρήστες. Μπορούν να διαλάβουν πολλές μορφές, π.χ. έκδοση σύνθετων τίτλων με παράγωγα συνθετικά, μετατρέψιμων τίτλων ή τίτλων σε συλλογικά κεφαλαιακά οχήματα τα οποία θα επενδύουν δευτερογενώς σε μετοχικές αξίες. Πρέπει επίσης να σημειώσω ότι η προσέλκυση κεφαλαίων μετοχικού τύπου *απευθείας από τις επιχειρήσεις* προσκρούει, ιδίως κατά την έναρξη της ανακαμψιακής φάσης, στο πρόβλημα του υψηλού ιδιοσυγκρατικού κινδύνου και στην αδυναμία διάκρισης επιχειρήσεων ως προς τα επίπεδα αυτού του ιδιοσυγκρατικού κινδύνου. Στα ζητήματα αυτά θα επανέλθω στο επόμενο εδάφιο.

Ουσιαστικός λόγος που θα παρωθήσει αυτές τις διαρθρωτικές μεταβολές θα είναι αφενός η συνέχιση της επικράτησης υψηλών ασφαλιστρών κινδύνου για *μακροπρόθεσμες* δανειοδοτήσεις και αφετέρου η μεσοπρόθεσμη δυστοκία των τραπεζών για πιστωτική επέκταση σε περιοχές *μακροπρόθεσμης* πίστης, χωρίς κάποιου είδους εξωγενή εγγυοδοσία. Αυτή η διαπίστωση παραπέμπει σαφώς στο ότι πρέπει η ευρωπαϊκή πολιτική να αντλήσει μαθήματα από τη χρηματοοικονομική ιστορία: *η αποκατάσταση ομαλής μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης μετά από μία τόσο καταστροφική (για τον Ευρωπαϊκό Νότο) κρίση δεν μπορεί να γίνει μόνον με προσφυγή στις αγορές και στην αποτίμηση κινδύνων που θα προκύψουν από αγοραίες τιμολογήσεις. Θα πρέπει να στηριχθεί σε πολιτικές που θα θεσπίσουν εγγυοδοτικά εργαλεία στηριγμένα στη συνολική δανειοληπτική ικανότητα της Ευρώπης.* Οι εγγυοδοτικές αυτές πολιτικές θα λειτουργούσαν ως καταλύτες για τη σταδιακή αποκατάσταση «ομαλών αγορών» με απαρχή έστω τις αγορές εταιρικών τίτλων σταθερού εισοδήματος. Ωστόσο, αυτό το ζήτημα ξεφεύγει από το κεντρικό μου θέμα, στο παρόν δοκίμιο, το οποίο έχει υποχρεωτικά μικροοικονομική και ελληνοκεντρική εστίαση.

Αναπτυξιακά ζητούμενα: θεσμοί, εργαλεία, λειτουργικές ρυθμίσεις στην κεφαλαιαγορά

Όλες οι δυσκολίες και τα εμπόδια που η κρίση κληροδοτεί στην αγορά κεφαλαίου μπορούν να θεωρηθούν ως στρατηγικά εμπόδια που πρέπει να αντικρισθούν με θεσμούς, μέτρα και στρατηγικές των φορέων της αγοράς κεφαλαίου. Αν δούμε και πάλι μακροσκοπικά τη νέα ιστορική φάση που διανοίγεται στη μετα-μνημονιακή εποχή, συμπεραίνουμε, με βάση και τα προηγούμενα, ότι η οικονομία πρέπει να μετατοπισθεί από τη δημόσια στην ιδιωτική χρηματοδότηση κυρίως από το εξωτερικό. Σε αυτή τη μετατόπιση οι τράπεζες (ή ίσως και νέες τράπεζες) θα παίξουν μεν τον φυσικό τους ρόλο, αλλά η ενεργός κεφαλαιαγορά θα πρέπει να παίξει τον δικό της και μάλιστα διευρυμένο, ρόλο, λόγω των εγγενών εμποδίων που αντιμετωπίζουν οι τοπικές (συστημικές ή μη) τράπεζες. Τα εμπόδια αυτά πηγάζουν από την ίδια την ύφεση και την κρίση ισολογισμών που ανέπτυξε προηγουμένως, ενισχύονται όμως και από το δομικό χαρακτηριστικό ότι οι τράπεζες είναι επιχειρήσεις με λιανική στόχευση, με δίκτυα κυρίως τοπικής εμβέλειας, ενώ η κεφαλαιαγορά εξ ορισμού μπορεί να λειτουργήσει ως μηχανισμός πρώτης γραμμής για την προσέλκυση διεθνών κεφαλαίων, ανεξαρτήτως μεγέθους και προφίλ κινδύνου.

Ποιοι θα είναι οι πόλοι-μαγνήτες που θα ασκήσουν την πρωταρχική έλξη προς τα διεθνή κεφάλαια; Κατά πρώτο λόγο οι υποτιμημένες αξίες βιώσιμων (φαινομενικά τουλάχιστον) εκδοτών. Λίγο πολύ βέβαια όλες οι αξίες στην Ελλάδα είναι υποτιμημένες μετά από τέτοιας διάρκειας και έντασης ύφεση, λόγου χάριν η πλειοψηφία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιρειών. Οι υποτιμημένες αξίες προσελκύουν κυρίως κερδοσκοπικές τοποθετήσεις που αποβλέπουν σε ταχεία ανατίμηση. Πολλοί κατακρίνουν αυτή την τάση ως «μη υγιή», άρα και μη επιθυμητή! Πρόκειται για σοβαρό λάθος. Διότι αληθεύει μεν ότι αυτές οι τοποθετήσεις δεν

παρέχουν ευστάθεια, αφού μπορούν να ανατραπούν εύκολα και βραχυπρόθεσμα, *αληθεύει όμως επίσης ότι, οι ίδιες τοποθετήσεις αποτελούν το σήμα για αλλαγή του χρηματιστηριακού κλίματος και θα λειτουργήσουν ως αναγκαίοι προάγγελοι –και ενδιάμεσοι συναλλάκτες– σταθερότερων και πιο μακροχρόνιων τοποθετήσεων κεφαλαίων.* Ειδικά κατά την περίοδο εξόδου από την κρίση είναι απολύτως φυσικός αλλά και επιθυμητός αυτός ο ρόλος του ενδιάμεσου καταλύτη-προπομπού, ο οποίος φυσιολογικά διεκπεραιώνεται από τους πιο κινδυνόφιλους φορείς, για παράδειγμα τα hedge funds και τα παρακλάδια τους.

Η μεγάλη ανατίμηση η οποία σημειώθηκε στη διάρκεια του 2013 στα διαπραγματεύσιμα ελληνικά ομόλογα και η οποία ακολουθήθηκε από τις χρηματιστηριακές αξίες, αυτόν ακριβώς τον χαρακτήρα είχε, δηλαδή περιέλαβε μία «συστημική ανατίμηση» που αφορούσε τη γενική προσδοκία για την ελληνική οικονομία. Προκλήθηκε από την απομείωση της αποτίμησης του κινδύνου εξόδου από το ευρώ, η οποία είχε βρεθεί στο κορυφαίο σημείο κατά την εκλογική περίοδο του 2012. Μπορεί πράγματι να ανατραπεί εύκολα η ανατίμηση αυτή, αλλά αν πρόκειται να πάμε σε μία ομαλότερη κατάσταση, η ίδια πάλι αποτελεί αναγκαίο στάδιο από το οποίο διέρχεται η μεταστροφή της αγοράς και είναι προανάκρουσμα ροών κεφαλαίου με μακρύτερο ορίζοντα και μεγαλύτερη σταθερότητα.

Αν θεωρήσουμε ότι η απομείωση του «κινδύνου χώρας» ήταν το πρώτο συστημικό γεγονός που διέρρηξε το αρνητικό κλίμα απέναντι σε ελληνικές αξίες, το δεύτερο αναμενόμενο συστημικό γεγονός προς την ίδια κατεύθυνση σχετίζεται με τη διαφαινόμενη αλλαγή πορείας του οικονομικού κύκλου. Η προσδοκία ότι η ύφεση θα δώσει τη θέση της σε σταθεροποίηση ή ακόμη και μικρή μεγέθυνση μεταφράζεται σε βελτίωση της εικόνας της εγχώριας δαπάνης και άρα του κύκλου εργασιών των επιχειρήσεων που στηρίζονται κυρίως στην εσωτερική αγορά. Το ενδεχόμενο αυτό μπορεί να διατηρήσει τις ανατιμητικές προσδοκίες στις ελληνικές αξίες και μάλιστα να βελτιώσει την αξιολόγηση επιχειρήσεων που μέχρι τώρα έμεναν χρηματιστηριακά ακίνητες. Βεβαίως, όλες οι πιθανές ανατιμήσεις θα λειτουργούν πάντοτε και συνεχώς υπό το βάρος του προβλήματος των ισολογισμών και του επικρεμμένου προϋπάρχοντος χρέους για κάθε επιχείρηση. Η εκκαθάριση των ισολογισμών και η ρύθμιση των χρεών επομένως είναι αναγκαίες για να απελευθερώσουν τις ανατιμητικές προσδοκίες και να επιτρέψουν μεγαλύτερη ενδυνάμωση των εγχώριων μετοχικών αξιών, ακριβώς όταν θετικά συστημικά φαινόμενα μετακινούν το διεθνές κλίμα στις αγορές προς θετικότερες για την Ελλάδα κατευθύνσεις.

Θα επιμείνω στο σενάριο μιας ακολουθίας θετικών συστημικών γεγονότων, για να εξετάσω ποια και πόσα ζητούμενα δημιουργεί για την αγορά κεφαλαίου. Η επικέντρωσή μου στο θετικό σενάριο δεν σημαίνει ότι αποκλείω το «αρνητικό» σενάριο, θεωρώ απλώς ότι αυτό θα προκαλέσει νέα έξοδο κεφαλαίων, θα ανατρέψει τα μέχρι τώρα ανατιμητικά φαινόμενα και θα μας ξαναφέρει σε καταστάσεις που ήδη γνωρίσαμε την περίοδο 2011-12. Άρα το βάρος των στρατηγικών ζητούμενων τοποθετείται στην πλευρά του «θετικού» σεναρίου το οποίο θα φέρει αντιμέτωπους τους φορείς της αγοράς με νέες, λιγότερο γνωστές, συνθήκες.

Μία ακολουθία θετικών συστημικών γεγονότων λοιπόν θα διαμορφώσει την κατάσταση περίπου ως εξής: Πρώτα πρώτα θα εμφανισθεί μία συνεχιζόμενη ενδυνάμωση της ζήτησης τίτλων, η οποία θα προκαλέσει ανταπόκριση της προσφοράς. Αυτή η ανταπόκριση θα είναι σε πρώτη φάση η περαιτέρω άνοδος τιμών, αλλά νομοτελειακά θα επέλθει, έστω σταδιακά, η αναδιάρθρωση των προσφερόμενων ποσοτήτων και ποιότητων. Η άνοδος της ζήτησης για αξίες στην ελληνική αγορά κεφαλαίου δεν θα προέρχεται από το εσωτερικό αλλά, για σημαντικό διάστημα, κυρίως από το εξωτερικό. Η εξωτερική ζήτηση θα απαρτίζεται από υποψήφιους αγοραστές μεγάλου μεγέθους, θα αποβλέπει αρχικά σε συστημικού χαρακτήρα ανατιμήσεις, αλλά σταδιακά και αναπόφευκτα θα διαφοροποιείται, επιχειρώντας να διακρίνει «πραγματικές αξίες» (intrinsic values) μεταξύ ομάδων, κλάδων ή και ατομικών επιχειρήσεων. Επίσης η εξωτερική ζήτηση θα δοκιμάζει όλο και μεγαλύτερους ορίζοντες διακράτησης, εφόσον η συστημική ακολουθία διατηρήσει θετική πορεία.

Στη δυνάμει εξωτερική ζήτηση εγγράφεται και μία ιδιαίτερη πηγή κεφαλαίων: κεφάλαια Ελλήνων που μετακινήθηκαν στο εξωτερικό κατά τη διάρκεια της κρίσης, τα οποία είναι τοποθετημένα σε διεθνείς τίτλους. Ο επαναπατρισμός αυτών των κεφαλαίων, τα οποία κατά την εκτίμησή μου μετρώνται σε μερικές δεκάδες δισεκατομμυρίων ευρώ, μπορεί να αποτελέσει σοβαρό αναζωογονητικό παράγοντα της εγχώριας κεφαλαιαγοράς. Η συζήτηση περί επιστροφής αυτών των κεφαλαίων στην Ελλάδα γίνεται διαρκώς με όρους ποινικού

ή φορολογικού καταναγκασμού, επειδή θεωρείται ότι η τοποθέτησή τους στο εξωτερικό υποκρύπτει *ex ante* παρανομία, σε πείσμα της θεμελιώδους ευρωπαϊκής αρχής που επιτρέπει την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων! Σε κάθε περίπτωση, ακόμη και αν ένα σημαντικό ποσοστό αυτής της κατηγορίας κεφαλαίων εμπίπτει σε υποψίες φοροδιαφυγής, το καθόλου ευκαταφρόνητο νόμιμο υπόλοιπο θα μπορούσε να αποτελέσει ακριβώς τώρα το αντικείμενο μιας στρατηγικής επαναπροσέλλυσης. Μολονότι δεν θα ασχοληθώ ειδικότερα με το θέμα αυτό εδώ λόγω περιορισμών χώρου, αξίζει να σημειώσω ότι όλα τα σημεία στρατηγικής που αναπτύσσονται παρακάτω μπορούν να εξειδικευθούν και να προσαρμοσθούν στη συγκεκριμένη στόχευση προσέλλυσης των εξαχθέντων λόγω της κρίσης ελληνικών κεφαλαίων.

Επιστρέφοντας τώρα στη γενική περιγραφή, πρέπει να συγκρατήσουμε τα τρία αποχρώντα στοιχεία που έχουν βαρύνουσα σημασία για την *οργάνωση της προσφοράς*, δηλαδή την αναμόρφωση της εγχώριας αγοράς και τα οποία είναι:

- (α) η δυσαναλογία μεγέθους μεταξύ υποψήφιων αγοραστών και υποψήφιων πωλητών,
- (β) η γενικευμένη επιδίωξη για τον προσπορισμό «συστημικών ανατιμήσεων», η οποία είναι εύλογα εντονότερη στο βραχυπρόθεσμο διάστημα,
- (γ) η πιο μεσοπρόθεσμη επιδίωξη για την επιλογή τίτλων που θα εξειδικεύεται σε τάξεις κινδύνου, δηλαδή σε επιλογές σταθερής απόδοσης, σε επιλογές μεγέθυνσης, ή τέλος, σε επιλογές υψηλής μεταβλητότητας και υψηλής απόδοσης.

Η δυσαναλογία μεγέθους

Ας εξετάσουμε κάθε στοιχείο με τη σειρά. Η δυσαναλογία μεγέθους μεταξύ υποψήφιων αγοραστών και πωλητών εμφανίζεται τόσο σε μακροσκοπικό όσο και σε μικροσκοπικό επίπεδο. Μακροσκοπικά, η συνολική αξία της ελληνικής αγοράς, στη σημερινή της κατάσταση είναι πολύ μικρή σε σχέση με τα συνολικά κεφάλαια που κινούνται στη διεθνή αγορά. Τέτοιες ανισομέρειες δημιουργούν πάντα το ενδεχόμενο να γίνουν πωλήσεις υπό όρους άνισης ανταλλαγής, όπου ο μεν αγοραστής έχει περιθώριο αναμονής, ενώ ο πωλητής πιέζεται από την ανάγκη άμεσης πώλησης. Γενικά αυτό σημαίνει ότι έχουμε μία «αγορά αγοραστών» (buyers' market), όπου οι τιμές συναλλαγής αντανακλούν την έλλειψη ρευστότητας και περιθωρίων αναμονής των πωλητών. Μια κατάσταση αυτού του τύπου είναι σχεδόν αναπόφευκτη για μία μικρή χώρα σε κρίση, αλλά μπορεί να αποβεί μεταβατική, όπως θα αναπτύξω παρακάτω.

Μικροσκοπικά, η δυσαναλογία προέρχεται από το εμφανές γεγονός ότι η πλειονότητα των υποψήφιων αγοραστών δεν είναι ατομικοί επενδυτές αλλά οργανωμένες ομάδες κεφαλαίων, δηλαδή θεσμικοί επενδυτές, ιδιωτικά κερδοσκοπικά κεφάλαια διαφόρων τύπων, ακόμη και κεφάλαια-διαχειριστές δημόσιας περιουσίας όπως τα *sovereign funds*. Το μέσο μέγεθος της ελληνικής εισηγμένης εταιρείας είναι πολύ μικρό σε σχέση με τα τυπικά μεγέθη των αγοραστών. (Ο μόνος εκδότης ελληνικής καταγωγής που διαθέτει συγκρίσιμο μέγεθος από αυτή την άποψη είναι το ελληνικό Δημόσιο, το οποίο όμως οφείλει το εξαιρετικά μεγάλο μέγεθός του ως εκδότης τίτλων στην πρότερη υπερχρέωσή του!). Οι μεγάλες εισηγμένες εταιρείες του ελληνικού χρηματιστηρίου είναι βέβαια οι προφανείς πόλοι έλξης στην πρώτη προσέγγιση των διεθνών κεφαλαίων, αλλά και εδώ η ομάδα των πάλαι ποτέ *blue chips* της ελληνικής αγοράς είναι σοβαρά τραυματισμένη λόγω της κεφαλαιακής αδυναμίας των τραπεζών που ήσαν οι παραδοσιακές ναυαρχίδες της ελληνικής κεφαλαιοποίησης.

Σε κάθε περίπτωση, τρεις διαρθρωτικές μεταβολές εμφανίζονται στρατηγικά επιθυμητές για την ελληνική αγορά σε αυτές τις συνθήκες. Η μία ανταποκρίνεται στις ανάγκες του σημερινού κύριου πληθυσμού υποψήφιων αγοραστών, οι οποίοι δεν μπορούν να λειτουργήσουν με πρότυπα λιανικής αγοράς. Όλη η οργάνωση του ελληνικού χρηματιστηρίου είναι στημένη επάνω στην κυρίαρχη λογική της λιανικής αγοράς, παρόλο που διατίθενται δευτερευόντως δίαυλοι χονδρικών συναλλαγών. Στο θετικό σενάριο της κεφαλαιαγοράς ως πύλης εισροής κεφαλαίων οι προτεραιότητες αντιστρέφονται. Προέχει η διευκόλυνση μιας αγοράς μεγάλων μεγεθών, ίσως μιας αγοράς μόνο για θεσμικούς επενδυτές ή επενδυτές μεγάλου μεγέθους. Στην αγορά

αυτή παρέλκουν μία σειρά από ρυθμίσεις στον τομέα των συναλλαγών, της εκκαθάρισης και της θεματοφυλακής, οι οποίες σήμερα αφορούν στην ακεραιότητα μιας *λιανικής* αγοράς και στην προστασία του μικρού *λιανικού* επενδυτή.

Η δεύτερη διαρθρωτική μεταβολή που φαίνεται στρατηγικά επιθυμητή είναι η χρήση των θεσμοθετημένων ή νέων μορφών προσφοράς με τη μορφή *διαπραγματεύσιμων χαρτοφυλακίων μετοχών* τα οποία μπορούν να έχουν πολλαπλές στοχεύσεις (π.χ. τις μετοχές του δείκτη, μετοχές από συγκεκριμένους κλάδους, μετοχές με ειδικά χαρακτηριστικά, όπως η εξαγωγική επίδοση, ή ακόμη μετοχές που προέρχονται από διαφορετικές τάξεις μεγέθους των εταιρειών), αλλά επίσης θα προσφέρουν δύο σημαντικά πλεονεκτήματα. Το πρώτο είναι ότι τα μεγέθη της μονάδας προσφοράς θα είναι μεγαλύτερα, το δεύτερο είναι ότι ο ιδιοσυγκρατικός κίνδυνος συγκεκριμένων μετοχών θα εξαλείφεται. Στο μέγα ζήτημα του ιδιοσυγκρατικού κινδύνου σε περίοδο ύφεσης θα επανέλθω παρακάτω. Εδώ αρκεί να θυμίσω ότι, η εξάλειψη του ιδιοσυγκρατικού κινδύνου επιτρέπει καλύτερες αποτιμήσεις *ceteris paribus*. Ένα ενδιαφέρον και καινοτόμο στοιχείο που θα μπορούσε να συνοδεύει ορισμένα από αυτά τα διαπραγματεύσιμα funds είναι ότι, τα μερίδιά τους μπορούν να εμπεριέχουν και δικαιώματα αγοράς (warrants) για κάθε τίτλο που θα συμμετέχει στο fund. Με τον τρόπο αυτό οι αγοραστές των μεριδίων θα αποκτούν προνομιακή θέση για την αγορά τίτλων που το απαρτίζουν, όταν και αν η πληροφόρησή τους οδηγήσει αυτούς σε επιλογή συγκεκριμένης μετοχής. Ουσιαστικά λοιπόν, η αγορά του μεριδίου θα εμπεριέχει και δυνητικά την προαγορά μετοχών. Η συγκρότηση και αρχική χρηματοδότηση αυτών των ομάδων περιουσίας θα μπορούσε να περιλάβει από εισφορές αδρανών μετοχών από εταιρείες ή μεγαλομετόχους μέχρι αγορές μετοχών στην ανοικτή αγορά με κάποια ευρωπαϊκά κεφάλαια που θα μοχλευθούν.

Η τρίτη διαρθρωτική μεταβολή στρατηγικού χαρακτήρα αφορά τις εισηγμένες (ή εισαχθησόμενες) εταιρείες και το πεδίο της ρύθμισης της εταιρικής διακυβέρνησης. Με οποιονδήποτε τρόπο (άμεση αγορά, αγορά μέσω ομάδων περιουσίας) και αν εισέλθουν κεφάλαια ως τοποθέτηση σε εισηγμένες εταιρείες, το μεγάλο μέγεθος και ο χαρακτήρας των επενδυτών θα αλλάξουν τη μετοχική σύνθεση χωρίς την είσοδο του παραδοσιακού πλήθους μικροεπενδυτών. Αυτό σημαίνει ότι, θα λάβουν μεγάλη σημασία οι σχέσεις οργανωμένων ομάδων συμφερόντων στο εσωτερικό του μετοχικού κεφαλαίου ή ακόμη και στο πλαίσιο παροχής νέου δανειακού κεφαλαίου (στο οποίο θα αναφερθώ λεπτομερέστερα παρακάτω). Συνήθως συνιστούμε την εφαρμογή ενός καλού κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης ως εργαλείο αξιοπιστίας απέναντι σε εξωτερικούς επενδυτές, εντόπιους ή ξένους. Στην περίπτωση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς αναδύεται και μία διαφορετική, ίσως ακόμη πιο ισχυρή λογική για την υιοθέτηση ποιοτικής εταιρικής διακυβέρνησης: η διαρρύθμιση αυτή θα παγιώσει ένα σύστημα διεθνώς αποδεκτών κανόνων διακυβέρνησης και δεν θα αφήσει ολότελα ανοικτό το πεδίο προς διαμόρφωση σχέσεων αποκλειστικά ανάλογα με τις προτιμήσεις νέων σημαντικών μετόχων που ενδεχομένως επιδιώκουν, εκμεταλλευόμενοι την ελληνική αδυναμία, να λειτουργήσουν με κανόνες «άγριου καπιταλισμού». Θα λειτουργήσει δηλαδή ένας κώδικας διεθνούς ποιότητας ως θεμιτό μέτρο για την προστασία των εθνικών μετόχων, αλλά και όλων των μετόχων ισοτίμως, κατά την παρούσα δυσμενέστατη φάση της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

Ο προσπορισμός «συστημικών ανατιμήσεων»

Ας έλθω τώρα στο δεύτερο σημείο το οποίο θα σχολιάσω βραχύτατα. Η θετική συστημική ακολουθία θα έχει συνέχεια στο μέτρο που υπάρχουν ακόμη σημαντικά περιθώρια για τη μείωση του ασφαλιστρου του «κινδύνου χώρας», αλλά επίσης και στον βαθμό που θα σταθεροποιηθεί μία, έστω ισχνή, ανοδική τροχιά του οικονομικού κύκλου και μία βελτιωμένη μακροοικονομική ισορροπία. Αυτό σημαίνει με τη σειρά του ότι θα συνεχίσει να υπάρχει ζήτηση για τίτλους που προσδοκούν ότι θα συμμετέχουν στις «συστημικές ανατιμήσεις», αλλά ταυτοχρόνως θα εκτίθενται στον ελάχιστο δυνατό ιδιοσυγκρατικό κίνδυνο. Τα διαπραγματεύσιμα χαρτοφυλάκια ευρείας διασποράς που αναλύθηκαν στο προηγούμενο εδάφιο είναι και τα πιο κατάλληλα για να παίξουν αυτό τον ρόλο. Επομένως δεν θα μακρηγορήσω περισσότερο σχετικά.

Σημειώνω ωστόσο δύο παρατηρήσεις. Όσο διαρκεί μία θετική συστημική ακολουθία, ανατρέπονται τα αποτελέσματα της κυριαρχίας των αγοραστών (buyers' market) λόγω του ανταγωνισμού που αναπτύσσεται

μεταξύ τους για την ταχύτερη δυνατή είσοδο στην «υποτιμημένη» αγορά και τη μεγιστοποίηση της ωφέλειας από τη συστημική ανατίμηση. Γι' αυτό τον λόγο άλλωστε οι ανατιμήσεις δεν είναι ποτέ αργές και σταδιακές αλλά εμφανίζονται στον εξωτερικό παρατηρητή ως σπασμωδικές μεταβολές.

Η δεύτερη παρατήρηση είναι ότι οι θετικές συστημικές ακολουθίες έχουν όρια και φυσιολογικά εξαντλούνται. Αυτό θα συμβεί και εδώ αν επικρατήσει το θετικό σενάριο, με την έννοια ότι θα εκλείψουν οι ευκαιρίες απότομων ανατιμήσεων, όταν η ελληνική οικονομική κατάσταση αντί να αναδίδει εικόνα κρίσης με πιθανότητα ανάκαμψης θα αναδίδει εικόνα ομαλότητας. Εκείνη η φάση «ομαλοποίησης» μπορεί να αποδειχθεί κρίσιμη και επικίνδυνη για την ισορροπία της αγοράς κεφαλαίου, διότι υπάρχει ενδεχόμενο να αντιστραφούν οι τοποθετήσεις που άντλησαν όσα οφέλη είχαν να απολαύσουν από τη συστημική ακολουθία και που θα επιθυμούν στη συνέχεια να μετακινήθούν αλλού. Έχει επομένως μεγάλη σημασία κάθε μέτρο και κάθε στρατηγική κίνηση που θα αποβλέπει στην ανανέωση των καθαρών εισροών κεφαλαίου ή στη διατήρηση υπαρχουσών θέσεων. Σε αυτό το θέμα αναφέρεται το ακροτελεύτιο εδάφιο του δοκιμίου.

Η ικανότητα διάκρισης και η εξειδικευμένη επιλογή

Καμία κεφαλαιαγορά δεν μπορεί να λειτουργήσει και να αναπτυχθεί αν δεν υπάρχει τρόπος διάκρισης της ποιότητας των τίτλων που διακινούνται σε αυτήν, δηλαδή αναγνώριση διαφορετικών επιπέδων και τύπων κινδύνου. Το πρόβλημα που προκύπτει μετά από μια μεγάλη οικονομική ύφεση είναι ότι η διάκριση ποιότητας γίνεται δυσχερέστατη, διότι όλες οι επιχειρήσεις χειροτερεύουν ταυτοχρόνως, οι προοπτικές αναδιατάσσονται και επομένως δεν είναι τόσο προβλέψιμες με βάση τα στοιχεία του παρελθόντος, γενικότερα η ανάγνωση επιπέδων κινδύνου γίνεται πολύ «θορυβώδης» με τη στατιστική έννοια, δηλαδή υπόκειται σε μεγάλο εύρους σφάλματα. *Σε τέτοιες καταστάσεις αναπτύσσεται η παθολογία της «δυσμενούς επιλογής»:* δηλαδή η αδυναμία επαρκούς διάκρισης της ποιότητας οδηγεί το σύνολο του πληθυσμού σε αξιολογήσεις του χαμηλότερου κοινού παρονομαστή. Από την παθολογία της δυσμενούς επιλογής πλήττονται βέβαια οι καλύτερες (πιο ανταγωνιστικές, πιο ευέλικτες, πιο πολλά υποσχόμενες) επιχειρήσεις αφού, από την οπτική γωνία του εξωτερικού χρηματοδότη, αυτές εξομιώνονται με τις χειρότερες, ελλείπει επαρκών εργαλείων διάκρισης και ποιοτικής διαφοροποίησης.

Σε μία τραπεζοκεντρική οικονομία όπως η ελληνική, οι τράπεζες είναι εκ των πραγμάτων φορείς που κατέχουν πολύτιμη μη-δημόσια πληροφόρηση για τους οφειλότες τους και αυτή η πληροφόρηση επιτρέπει στις τράπεζες να προβαίνουν σε αξιολογήσεις, που στη συνέχεια ενσωματώνονται και αντανακλώνται στις πιστοδοτικές τους αποφάσεις. Επομένως η διατήρηση της ροής των πιστώσεων σε κανονικές οικονομικές συνθήκες έχει ως αφανή προϋπόθεση μία αξιολογική διαδικασία η οποία διακρίνει την ποιότητα των πιστοδοτούμενων και τον κίνδυνο μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεών τους. Αυτή η διαδικασία λοιπόν πραγματοποιείται με βάση την προνομιακή πληροφόρηση των τραπεζών για τους πελάτες τους. Σε συνθήκες μεγάλης και συστημικής κρίσης ωστόσο, αυτή η διαδικασία διαρρηγνύεται και από τις δύο πλευρές της πιστωτικής σχέσης: οι μεν υποψήφιοι οφειλότες αντιμετωπίζουν νέους και αστάθμητους κινδύνους, οι δε τράπεζες αντιμετωπίζουν μεγάλη συρρίκνωση στη διαθεσιμότητα των κεφαλαίων για νέες χρηματοδοτήσεις. Επομένως η συσσωρευμένη ποιοτική τους πληροφόρηση για τον τρέχοντα πληθυσμό των δανειοληπτών απαξιώνεται. Επιπλέον το πρόβλημα των ισολογισμών που ανέπτυξα προηγουμένως περιπλέκει περισσότερο την αναπαραγωγή της σχέσης πιστωτή-πιστολήπτη.

Από την οπτική γωνία της κεφαλαιαγοράς, η έλλειψη επαρκούς πιστωτικής προσφοράς από τις εγχώριες τράπεζες διανοίγει ως νέο ζητούμενο την ανάπτυξη μιας εγχώριας αγοράς εταιρικών ομολόγων. Ήδη είναι αρκετές οι εισηγμένες εταιρείες που προσφεύγουν σε δανεισμό από τις ανοικτές διεθνείς αγορές. Είναι επίσης σαφές ότι, σε συνθήκες υψηλού ιδιοσυγκρατικού κινδύνου και χαμηλής ικανότητας ποιοτικών διακρίσεων, η προσφορά τίτλων ομολογιακού τύπου περιορισμένης προθεσμίας (π.χ. 2-5 ετών) είναι ευκολότερη ως αφετηρία μιας αγοράς για πρωτογενή χρηματοδότηση από την προσφορά τίτλων μετοχικού τύπου. Οι τελευταίοι είναι πολύ πιο ευάλωτοι στην παθολογία της «δυσμενούς επιλογής» σε μία φάση ως η σημερινή της ελληνικής οικονομίας. Η γενική τάση που ανέφερα στο προηγούμενο τμήμα του άρθρου για ενδυνάμωση

της χρήσης τίτλων μετοχικού τύπου μπορεί να επικρατήσει μόνο μετά την ομαλοποίηση του προβλήματος των υψηλών και δυσδιάκριτων επιπέδων ιδιοσυγκρατικού κινδύνου.

Οι τίτλοι δανειακού τύπου άλλωστε μπορούν επίσης εύκολα να εμπλουτισθούν με υβριδικές παραλλαγές, όπως η μετατρεψιμότητα, η συνδυασμένη με δικαιώματα αγοράς έκδοση, η σχεδίαση προνομιούχων μορφών συμμετοχής στα κέρδη κ.λπ. Και πάλι οι υποψήφιοι εκδότες τέτοιων τίτλων θα υπάγονται στην ανάγκη για ποιοτικές διαρρυθμίσεις εταιρικής διακυβέρνησης, όπως ήδη αναπτύχθηκε προηγουμένως, αλλά εμφανίζεται ως απαραίτητο ένα ακόμη στοιχείο «υποδομής της αγοράς» που λείπει εμφανώς: Ένας αμερόληπτος μηχανισμός βαθμολόγησης του πιστωτικού κινδύνου –ένας μηχανισμός rating– ο οποίος όμως, εκτός της αξιοπιστίας και της αμεροληψίας, θα έχει την ικανότητα να ασχοληθεί με μεγέθη πολύ μικρότερα από εκείνα που απασχολούν τους μεγάλους και γνωστούς διεθνείς οίκους. Η ικανότητα διάκρισης που απαιτείται για την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς ως μηχανισμού χρηματοδότησης στις νέες συνθήκες επιβάλλει να αποκτήσει και η χώρα μας, σε συνδυασμό πιθανότατα και με άλλες ευρωπαϊκές, τέτοιες δυνατότητες υποδομής που σήμερα συναντώνται μόνο στις μεγάλες αγορές.